

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 19 MARS /// N°9-2018

Document destiné aux clients professionnels

Jerome Powell entre en scène

Points clés

- Les marchés de taux volatiles avant le FOMC
- Tensions sur les spreads courts sur le dollar
- Neutralité recommandée sur le Bund et le T-note
- Moody's maintient la note de l'Italie, malgré le contexte politique

Les marchés de taux se sont révélés volatiles la semaine passée. La publication de l'IPC en ligne a motivé quelques rachats de positions vendeuses sur le T-note. Le rendement à 10 ans repartait à la hausse en fin de semaine vers 2,85%. L'aplatissement se poursuit néanmoins en amont de la réunion du FOMC. Le 2 ans cote 2,3%. Les taux allemands à 10 et 30 ans ont diminué malgré les nombreuses émissions souveraines à long terme (Italie, Espagne, Allemagne). Le rendement du Gilt effaçait en séance ce lundi la tendance baissière de la semaine passée. La BoE se réunit cette semaine.

Concernant les spreads souverains en zone euro, la tendance reste au resserrement. Moody's a maintenu sa note de l'Italie (Baa2) malgré les perspectives négatives. Cette décision valide l'absence de réaction des marchés à la situation de blocage politique. Les Bonos à 10 ans cotent 76pb contre Bund. Parallèlement, le crédit continue de subir des flux vendeurs et le marché primaire semble plus lourd aux États-Unis. Le spread moyen sur le crédit euro s'élargit sensiblement (+6pb) avec une sous-performance des financières. Le high yield repasse le seuil de 300pb après un écartement de 10pb contre la référence allemande.

Le dollar est stable contre l'euro et le yen. Le sterling accueille favorablement l'accord sur une période de transition après mars 2019. Le dollar canadien reprend sa baisse malgré le rebond du pétrole et le fait que le pays n'est

pas concerné par les tarifs douaniers sur les métaux.

Tensions sur les marchés monétaires en dollars avant le FOMC

Les spreads Libor-OIS se tendent. L'écart entre le taux interbancaire à 3 mois et le swap indexé sur les Fed Funds de même maturité atteint 50pb contre 10pb au plus bas en novembre dernier. Cela pourrait signifier des conditions de liquidité plus difficiles sur le dollar. Il existe d'autres facteurs explicatifs. La reprise des émissions de T-bills (afin de reconstituer la trésorerie de l'état après l'épisode de shutdown) stérilise une partie de l'excédent de liquidités en dollars. Par ailleurs, il est possible que les changements de fiscalité applicables aux multinationales américaines entraînent un retrait de dollars offshore. Les lignes de swap entre la Fed et la BCE permettront peut-être un dégonflement du spread mais rien n'est moins sûr compte tenu des conditions offertes pour cet octroi de liquidités et la consommation induite de collatéral.

La Fed sera sans doute attentive à l'évolution des conditions de liquidité lors du FOMC. Une hausse des Fed Funds de 25pb ce mercredi semble acquise. L'emploi accélère au premier trimestre (313k créations nettes en février), de sorte que le chômage se maintient sous le niveau d'équilibre de long terme estimé par les banquiers centraux (4,1% contre 4,6%). L'inflation (IPC à 2,2% en février) atteindra près de 3% en milieu d'année. Quatre relèvements sont anticipés pour 2018. La politique bilancielle n'a pas de raison d'évoluer à ce stade. La réduction du bilan s'accéléra à 30mds \$ par mois à partir d'avril. En fin d'année, le Président Jerome Powell apportera probablement des précisions sur la politique de réinvestissement (maturités, type d'actifs) et le rythme de réduction de l'excédent de réserves dans le système bancaire. Pour le moment, les projections de la Fed de New York responsable des opérations de marché intègrent une stabilisation à 50mds \$ du retrait de liquidités mensuel.

Neutralité avant la Fed

La prudence prédominera avant le FOMC. La hausse des Fed Funds est totalement intégrée par les marchés mais la première conférence de presse de Jerome Powell constitue un événement. La communication fait davantage réagir les marchés financiers que les actes qui sont le plus souvent annoncés avec plusieurs mois d'avance. Il paraît difficile d'envisager un ton moins restrictif compte tenu des dernières statistiques d'emploi et de l'accélération à venir de l'inflation. Les taux d'intérêt projetés pour 2019 devraient s'ajuster à la hausse. Le renouvellement récent du Board (Randy Quarles, confirmation attendue de Marvin Goodfriend) et la rotation des membres votants préfigurent un comité dominé par les faucons cette année. Les 'dots' ont souvent été utilisés pour manipuler le dollar. La faiblesse du billet vert milite pour des taux plus élevés. Toutefois, la croissance a ralenti au 1T17 (autour de 2%), notamment du fait de la dégradation du solde extérieur. L'inflation sans surprise a engendré quelques rachats de positions vendeuses mais la plupart des enquêtes indique que les finaux restent positionnés pour une baisse des cours. Les niveaux de valorisations sont en ligne (2,85% sur le 10 ans) avec la valeur d'équilibre issue de nos modèles (2,94%). Dans ce contexte, la neutralité directionnelle est recommandée. Le relèvement des taux contribue à aplatir la courbe. Nous sommes exposés au resserrement du spread 2-10 ans malgré le portage négatif de cette position. Le niveau trop serré du 10-30 ans nous incite à opter pour la neutralité sur les spreads à long terme.

En zone euro, le Bund est resté insensible au déluge d'émissions à long terme la semaine passée. Le rendement à 30 ans s'inscrit même en baisse en 2018 sous l'effet de la demande de taux longs. En outre, le débat au sein de la BCE se déplace sur les taux courts, ce qui favorise les maturités plus longues. Les valorisations actuelles sont un peu chères par rapport à l'équilibre que nous situons à 0,70% sur le 10 ans allemand. Deux adjudications de 2 et 10 ans sont prévues cette semaine mais l'élément majeur sera évidemment le FOMC. Nous maintenons la neutralité en termes de sensibilité et en expositions à la courbe et aux swap spreads. La rupture de 0,54% constituerait toutefois

un important signal directionnel à la baisse des taux.

En parallèle, la BoE devrait réaffirmer son intention de monter les taux. L'accord sur une période de transition après la sortie du RU est un premier pas salué par un rebond du rendement du Gilt. La performance budgétaire du RU offre aussi des marges de manœuvre pour soutenir l'activité. Il convient de vendre le Gilt en termes absolus et en spread contre le Bund. Au Japon, la BoJ maintient le 10 ans fermement autour de 0,05%.

Les spreads souverains se resserrent quelque peu

L'Italie a échappé à la dégradation de sa note malgré une situation politique troublée. La constitution d'un gouvernement paraît impossible à l'horizon des prochaines semaines. Le gouvernement actuel gèrera les affaires courantes... ce qui constitue peut-être la meilleure des issues pour les marchés. Moody's souligne la gestion de la crise bancaire et la croissance actuelle pour justifier le maintien de sa note à Baa2 malgré des perspectives négatives. L'Espagne (76pb à 10 ans) comme le Portugal (116pb) surperforment légèrement la dette italienne (139pb). La complaisance des marchés vis-à-vis de l'Italie témoigne de l'influence de la BCE. Nous conservons le biais favorable aux émetteurs souverains ibériques. Les émetteurs les mieux notés offrent des spreads trop faibles par rapport à l'Allemagne pour justifier une position constructive.

Les spreads de crédit sous pression

Les effets retardés de la correction boursière et le retour de l'activité sur le marché primaire semblent peser sur les primes. Les flux finaux sont majoritairement vendeurs à l'instar des désinvestissements sur les marchés actions. Le crédit euro de bonne qualité offre un spread moyen de 88pb, en hausse de 6pb sur la semaine. Les dettes des institutions financières s'écartent de 9pb. La correction sur le high yield est du même ordre avec un élargissement de 10pb du spread sur la semaine écoulée. Les covered bonds et dettes d'agence offrent en revanche une certaine sécurité. Leurs spreads sont inchangés face à la référence allemande et se maintiennent sous le seuil de 40pb.

Enfin, la dette émergente cote 292pb contre Treasuries. L'écartement du spread turc (312pb) se poursuit.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	19-mars-18	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.59 %	-2	-3	+3
EUR Bunds 10 ans	0.57 %	-6	-17	+14
EUR Bunds 30 ans	1.22 %	-6	-18	-5
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	116 pdb	-4	-14	+11
USD Treasuries 2 ans	2.29 %	+3	+10	+41
USD Treasuries 10 ans	2.84 %	-3	-3	+44
USD Treasuries 30 ans	3.08 %	-5	-5	+34
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	55 pdb	-6	-14	+3
GBP Gilt 10 ans	1.45 %	-5	-16	+26
JGB 10 ans	0.04 %	-1	-2	-1
Spreads Souverains € (10 ans)	19-mars-18	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	25 pdb	+1	-1	-11
Belgique	29 pdb	+1	+1	+9
Italie	140 pdb	+2	+9	-19
Espagne	77 pdb	0	0	-37
Portugal	117 pdb	-2	-11	-34
Points Morts d'Inflation (10 ans)	19-mars-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	138 pdb	-3	-8	-5
USD TIPS	208 pdb	-2	-2	+10
GBP Gilt Indexé	302 pdb	-7	-13	-4
Swap Spreads (10 ans)	19-mars-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	45 pdb	+1	+3	-2
USD Swap Spread	4 pdb	0	+2	+5
Indices Crédit (BarCap)	19-mars-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	88 pdb	+6	+11	+2
EUR Financières OAS	98 pdb	+9	+14	+7
EUR Agences OAS	39 pdb	+0	+2	+1
EUR Securitized - Covered OAS	38 pdb	0	+2	-2
EUR High Yield Pan-Européen OAS	306 pdb	+10	+8	+12
Devises	19-mars-18	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.235 \$	-0.37	+0.01	+2.83
GBP/USD	1.404 \$	+0.46	+0.23	+3.86
USD/JPY	106 ¥	+0.58	+1.2	+6.31

Source: Bloomberg, Natixis Asset Management

Sélection de nos vues de marché

Emprunts d'Etats	Vue de marché
EUR Bunds 10 ans	=
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	=
EUR Bunds 10 ans - 30 ans	=
USD Treasuries 10 ans	=
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	=
USD Treasuries 10 ans - 30 ans	=
Spreads Inter-pays	Vue de marché
USD Treasuries - GBP Gilts (10a)	=
USD Treasuries - EUR Bunds (2a)	=
Spreads Souverains € - Toutes Maturités	Vue de marché
France vs. Allemagne	-1
Pays-Bas vs. Allemagne	=
Belgique vs. Allemagne	=
Espagne vs. Allemagne	+1
Italie vs. Allemagne	-1
Autres Marchés Obliqataires	Vue de marché
EUR Emprunts Indexés (Points Morts)	= / +1
EUR Crédit aux Entreprises	=
EUR Agences (vs. Swaps)	=
EUR Securitized - Covered (vs. Swaps)	=
EUR High Yield Pan-Européen	= / +1

Vues sur une échelle de "-2" à "+2", "=" désigne la neutralité
+1 : achat (-1 vente) de spread ou de duration ou pertification

Source: Natixis Asset Management

Rédaction

axel.botte@am.natixis.com

Avertissement

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Dans les pays francophones de l'UE Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. ou sa succursale Natixis Investment Managers Distribution. Natixis Investment Managers S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de Natixis Investment Managers S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : Natixis Investment Managers Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social : 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Ce document est publié par la Direction de la Communication de Natixis Asset Management.