

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 26 MARS /// N°10-2018

Document destiné aux clients professionnels

Powell monte les taux comme prévu... les marchés tanguent

Points clés

- **La Fed monte ses taux, relève sa projection d'inflation**
- **Les spreads de crédit s'écartent sur fond de baisse des actions**
- **Neutralité sur les taux en fin de trimestre**
- **La note de l'Espagne relevée à A- par S&P**

L'accélération baissière du S&P en fin de semaine (-6% sur cinq séances) entretient la demande d'obligations sans risque. Le T-note s'est échangé à 2,80% au plus bas de la semaine, entraînant le Bund vers 0,54%. L'emprunt allemand avait déjà réagi à la publication d'enquêtes indiquant que le sommet du cycle avait sans doute été atteint. Le Gilt est stable autour 1,45% : la décélération de l'inflation étant compensée par les velléités de resserrement exprimées par deux membres du MPC et un redressement des salaires.

En zone euro, la complaisance vis-à-vis du risque politique italien perdure. Les Bonos surperforment après le relèvement attendu de la note de l'Espagne par S&P à A-. Les points morts d'inflation restent insensibles à la hausse du brut.

Le marché du crédit est plus lourd avec la reprise du primaire. Le spread moyen de l'univers investment grade en zone euro s'inscrit en hausse de 7pb sur la semaine écoulée à 95pb. Les financières souffrent notamment les titres subordonnés. Le high yield sous-performe également (+20pb). La dette souveraine des pays émergents s'élargit sur fond de tensions protectionnistes. La Russie, le Mexique ou le Brésil voient leurs primes de risque s'élargir à 180pb, 260pb et 240pb respectivement.

Le dollar est chahuté sur le marché des changes. L'euro repasse 1,24\$ et les perspectives de taux portent la livre au-delà d'1,42\$. Le yen cote 105 sur fond de couverture de positions vendeuses avant la fin de l'année fiscale nipponne.

La Fed vers trois ou quatre hausses cette année

Le premier FOMC présidé par Jerome Powell s'est révélé sans réelles surprises. La Fed a procédé comme attendu à une nouvelle hausse des taux de 25pb. Les Fed Funds évoluent dans une fourchette de 1,50% à 1,75%. Les prévisions de croissance ont été relevées ainsi que la projection d'inflation à l'horizon de 2020. Le PIB devrait s'afficher en croissance de 2,7%a au 4T18 avant de ralentir vers 2%a dans deux ans. L'inflation sous-jacente devrait accélérer à la marge à 2,1%a l'an prochain.

Dans ce contexte, le taux directeur est projeté à 2,9% en fin d'année prochaine. Les membres du FOMC semblent indécis entre trois et quatre hausses de 25pb cette année. Les deux prévisions recueillent chacune cinq votes. La prochaine confirmation de Marvin Goodfriend en tant que membre du Board pourrait faire pencher la balance lors de la réunion de juin. L'inflation aura accéléré et la croissance aura connu un temps d'arrêt au 1T18. Une majorité de banquiers centraux prévoient ensuite un taux à 3% fin 2019. La disparité des projections (1,75% à 4% pour la borne haute) rend la prévision pour 2019 inutile à ce stade d'autant que celles appartenant aux membres votants dont Jerome Powell ne sont pas identifiées.

Par ailleurs, la politique bilancielle suit son cours. Le retrait mensuel de l'excédent de liquidités s'accélère à 30mds \$ au deuxième trimestre répartis en 18mds \$ de Treasuries et 12mds \$ de créances hypothécaires (MBS). La hausse des taux hypothécaires (4,68% à 30 ans) réduit la demande de refinancement et donc l'amortissement naturel du portefeuille de MBS de la Fed. Ainsi, la banque Centrale américaine a intérêt à limiter le risque de pentification de la courbe des taux. Jerome

Powell ajustera probablement en fin d'année la stratégie de réinvestissement des tombées déterminante pour la normalisation du mode opératoire de la politique monétaire.

Maintien de la neutralité sur le T-note et le Bund

La semaine sera écourtée par le jour férié de vendredi saint en Allemagne et dans les pays anglo-saxons avant le Lundi de Pâques. Les intervenants en profitent souvent pour ajuster leurs positions d'autant que la fin de trimestre approche. Le rendement du Bund s'affiche en hausse de 11pb en 2018 et le T-note de 44pb. La remontée des taux favorisera peut-être des rachats de contrats afin de prendre des profits. Le positionnement vendeur semble plus marqué sur l'emprunt américain.

Sur le marché des Treasuries, la publication du déflateur de la consommation des ménages est la statistique la plus attendue. L'inflation sous-jacente devrait se situer autour d'1,6%a en février. La valeur d'équilibre avoisine les plus hauts récents de 2,95%, soit environ 10-15pb au-dessus des cotations actuelles. Selon l'analyse technique, le niveau de 2,80%, s'il était enfoncé, pourrait ouvrir la voie d'un rally jusqu'à l'ancienne résistance de 2,63%. Dans un scénario haussier, une accélération apparaîtrait logique au-delà de 2,95%. A ce stade, nous privilégions la neutralité en sensibilité sur le marché américain. La hausse attendue de l'inflation jusqu'à l'été milite pour la poursuite de l'aplatissement. Nous retenons une stratégie au resserrement du spread 2-10a. Le niveau du 10-30a nous incite à conserver la neutralité sur la partie longue.

En zone euro, le Bund a acté le ralentissement dépeint par les enquêtes de conjoncture. La diminution de la croissance est modeste mais le sommet cyclique constitue un signal important pour les investisseurs. Le 10 ans allemand s'est ainsi replié vers 0,54%. Les rendements négatifs jusqu'à 5 ans entretiennent une demande d'actifs à long terme. En outre, la Bundesbank semble de nouveau contrainte sur ses choix de maturité. La maturité moyenne de ses achats d'emprunts publics a bondi au-delà de 12 ans en février, ce qui exerce une pression additionnelle sur les taux longs. Le marché est portant cher. La valeur d'équilibre du 10 ans s'établit à 0,70% selon nos estimations. Techniquement, la rupture

du niveau de 0,48% modifierait l'environnement de marché avec une pression à l'aplatissement renforcée. Le spread 10-30a se resserre de près de 20pb en 2018. Nous optons pour la neutralité.

Le Gilt hésite entre la décélération de l'inflation et les perspectives de hausse de taux justifiée par le redressement des salaires. L'annonce d'une période de transition jusque fin 2020 pour la sortie du RU est également rassurante. Deux membres sur neuf participants au MPC ont voté en faveur d'une hausse immédiate des taux. Le prochain mouvement interviendra en mai. Une hausse supplémentaire est possible en novembre. Nous restons vendeurs sur le Gilt.

L'Espagne voit sa note relevée par S&P

La note souveraine de l'Espagne est désormais A- pour S&P avec des perspectives favorables. La croissance soutenue et la consolidation budgétaire malgré la crise catalane justifie ce relèvement. Le spread du Bonos s'est réduit quelque peu à la suite de l'annonce mais l'essentiel du mouvement était déjà dans les cours. Le 10 ans espagnol cote à 73pb du Bund et devrait converger progressivement vers l'Irlande voire la France ou la Belgique dont les ratios de dettes publiques sont similaires. Nous renforçons notre exposition aux Bonos. L'enlisement de la situation politique en Italie milite paradoxalement pour une position de portage et d'attente. Nous relevons à neutre notre exposition aux BTPs. Les remboursements d'OAT en avril empêchent tout écartement du spread français (25pb) à court terme. La neutralité est rétablie.

Dégradation des spreads de crédit

Le marché du crédit se dégrade. La fin de trimestre incite peut-être les banques à alléger leurs bilans. Le CSPP demeure un soutien mais les financières tirent le marché à la baisse. La concurrence de la dette souveraine périphérique a provoqué des sorties sur les fonds de crédit. Le spread de la classe d'actifs ressort à 95pb contre Bund. Parallèlement, le marché high yield subit la corrélation avec les actions en forte baisse la semaine passée. Le spread se situe aux alentours de 320pb. Quant aux dettes émergentes en dollars, le retour du protectionnisme et les tensions avec la Russie contribue à élargir les spreads des principaux émetteurs. La Turquie reste l'un des pays les plus fragiles.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	26-mars-18	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.6 %	-1	-7	+2
EUR Bunds 10 ans	0.52 %	-5	-13	+10
EUR Bunds 30 ans	1.17 %	-5	-13	-10
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	113 pdb	-4	-6	+7
USD Treasuries 2 ans	2.28 %	-3	+6	+40
USD Treasuries 10 ans	2.84 %	-2	-3	+43
USD Treasuries 30 ans	3.07 %	-2	-8	+33
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	56 pdb	+1	-8	+4
GBP Gilt 10 ans	1.44 %	-1	-7	+25
JGB 10 ans	0.02 %	-2	-2	-2
Spreads Souverains C (10 ans)	26-mars-18	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	23 pdb	-1	-5	-12
Belgique	28 pdb	-1	-2	+7
Italie	139 pdb	-1	+2	-20
Espagne	74 pdb	-3	-17	-40
Portugal	119 pdb	+2	-15	-32
Points Morts d'Inflation (10 ans)	26-mars-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	142 pdb	+4	-5	-1
USD TIPS	208 pdb	+1	-5	+10
GBP Gilt Indexé	306 pdb	+4	-3	0
Swap Spreads (10 ans)	26-mars-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	48 pdb	+3	+4	+1
USD Swap Spread	3 pdb	-1	+3	+4
Indices Crédit (BarCap)	26-mars-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	95 pdb	+7	+15	+9
EUR Financières OAS	106 pdb	+8	+18	+15
EUR Agences OAS	41 pdb	+2	+2	+3
EUR Securitized - Covered OAS	41 pdb	+3	+3	+1
EUR High Yield Pan-Européen OAS	326 pdb	+20	+22	+32
Devises	26-mars-18	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.245 \$	+1.56	+1.67	+3.73
GBP/USD	1.423 \$	+1.58	+2.2	+5.31
USD/JPY	105.12 ¥	+1.21	+2.15	+7.2

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	-1
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	=
Pays-Bas vs. Allemagne	=
Belgique vs. Allemagne	=
Espagne vs. Allemagne	+1
Italie vs. Allemagne	=
Autres Marchés Obligataires	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 pentification

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.