

IDEAS FIXED INCOME /// JANVIER 2018

Faible volatilité et rendements élevés en 2017

ELEMENTS CLES

- Les risques géopolitiques (Corée du Nord, tractations commerciales, élections en Europe) ont eu peu d'effets finalement en 2017
- Les Banques Centrales font lentement évoluer leurs politiques : La Fed commence la normalisation de son bilan, la BCE réduit ses achats
- La volatilité sur les emprunts d'états en France et en Espagne s'est rapidement résorbée après les échéances politiques
- Les marchés les plus risqués ont surperformé. Les obligations souveraines des pays émergents ont fait mieux que *l'investment grade*.

Les résultats d'investissement sur les marchés financiers se sont révélés très favorables sur les douze derniers mois. La reprise mondiale synchronisée, la liquidité apportée par les Banques Centrales et les rachats d'actions ont poussé les marchés à la hausse. Le Dow Jones Industrial Average a enregistré 71 clôtures au plus haut historique en 2017. La volatilité est restée particulièrement faible tout au long de l'année malgré les risques géopolitiques et les excès de valorisations sur certains segments des marchés financiers. L'évolution des prix des crypto-monnaies traduit cette exubérance. Sur les marchés obligataires, le 10 ans américain a évolué dans une bande étroite terminant l'année à 2,41%, soit 4pds sous la précédente clôture annuelle. Trois hausses de taux de la Fed ont provoqué un fort aplatissement de la structure par terme.

Le crédit américain a surperformé les obligations du Trésor. Le dollar s'est en revanche déprécié pendant l'essentiel de 2017. In Europe, les taux sans risque ont monté quelque peu à environ 0,40% sur le 10 ans allemand. Les *spreads* souverains se sont réduits généralement après les échéances électorales (France, Espagne). Les obligations privées se sont bien comportées grâce notamment au soutien de la BCE.

Les risques politiques sont restés contenus

- Les marchés ignorent finalement le bruit politique

Des performances spectaculaires ont été enregistrées l'an passé. Les mesures usuelles de risque financier dont la volatilité des actions et

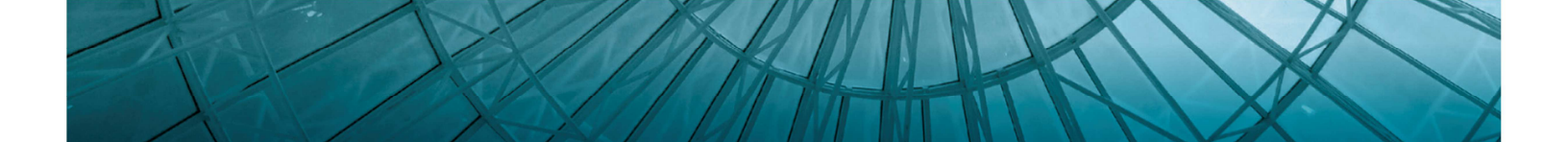
des taux sont restées proches des plus bas historiques. Cela est particulièrement étonnant. Les négociations commerciales, la menace nord-coréenne, les conflits au sein du Congrès américain et la politique européenne constituaient de forts risques de déstabilisation des marchés. En réalité, la plupart s'avèreront des non-événements.

- Discussions commerciales tendues en Amérique du Nord

La guerre commerciale avec la Chine, longtemps crainte, n'a finalement pas eu lieu. Les tweets intempestifs du Président américain ont finalement eu peu d'effet. Le Président Donald Trump a rapidement renié ses promesses de campagne quant au déficit commercial avec la Chine. Parallèlement, le 19ème congrès du parti communiste chinois n'a pas permis d'identifier un successeur potentiel à XI Jinping. Le pouvoir du Président chinois s'en sort renforcé et un troisième mandat est envisageable. La Chine apparaît en outre incontournable pour ralentir le projet nucléaire nord-coréen. La réaction des marchés aux tirs de missiles répétés de la Corée du Nord menaçant le Japon ou les territoires américains dans le Pacifique est toujours restée limitée. Quant à la politique commerciale, l'Administration a refocalisé son intention sur l'ALENA. Les États-Unis avaient menacé de sortir de l'accord de libre-échange. Les négociations se sont tendues avec le Canada et le Mexique. L'impact sur le marché est resté contenu malgré des accès de volatilité sur le CAD et la MXN.

- Réforme fiscale aux États-Unis, enfin!

Les actions avaient fortement monté après les élections présidentielles américaines en anticipation d'une réforme de la fiscalité et d'une politique de dérégulation du secteur financier. Cependant, le



Congrès entièrement sous contrôle républicain ne s'est accordé sur une réforme qu'en toute fin d'année. Le degré de conflit politique au sein du congrès est sans précédent. Les différences entre les projets de réforme du Sénat et de la chambre des Représentants se sont finalement aplanies juste avant la période de fêtes de fin d'année. La réforme fiscale va bénéficier principalement aux entreprises. Les entreprises capteront environ 80% de la baisse des impôts. Le taux d'imposition sur les sociétés passera de 35% à 21%. Cela étant, une grande partie des exonérations fiscales ont été annulées. Les partenariats d'entrepreneurs sont avantagés par un taux d'imposition unique fixé à 25%. Au sujet de l'impôt sur le revenu, le nombre de tranches est finalement inchangé mais les taux marginaux ont été réduits. L'ajustement des tarifs douaniers, un temps exclu, est réapparu sous une forme qui semble en contradiction avec les règles de l'OMC. Les officiels européens et asiatiques ont protesté formellement.

- **Le populisme recule finalement, mais une coalition fragile se dessine en Allemagne**

En Europe, les intervenants sur les marchés financiers, les commentateurs et experts politiques redoutaient que la vague populiste ayant causé le Brexit et l'élection de Trump favorise l'élection de Marine Le Pen en France. Cette probabilité a provoqué de la volatilité sur le spread français. Les investisseurs japonais avaient beaucoup vendu en amont des élections d'avril-mai. Emmanuel Macron sera finalement élu avec une marge significative. L'Italie est aussi au centre des préoccupations. Les principaux partis de centre-gauche et de centre-droit ont trouvé un accord sur une nouvelle loi électorale. Le système électoral favorise la formation de coalition et réduit sans doute la probabilité d'un gouvernement mené par le mouvement cinq étoiles. Les élections italiennes ont été anticipées et auront lieu en mars. La CDU-CSU d'Angela Merkel a connu une élection très difficile. L'extrême-droite s'est considérablement renforcée et la gauche socialiste a perdu du terrain. Les discussions en vue de la formation d'une coalition dite 'Jamaïcaine' (incluant les libéraux) se sont conclues sur un échec. Selon toute vraisemblance, le prochain gouvernement sera une coalition classique au centre SPD-CDU/CSU. En Espagne, le référendum d'indépendance en Catalogne (illégal) a ravivé des tensions sur les Bonos. Le référendum d'octobre a bien entendu été invalidé et la dissolution du parlement régional s'en est suivie. Des élections régionales ont eu lieu le 21 décembre. Les partis séparatistes ont conservé la majorité des sièges. En parallèle, aucun réel progrès n'a été fait dans les négociations sur le Brexit alors que le Royaume-Uni s'apprête à quitter l'Union Européenne en mars 2019. La facture du divorce et l'épineuse question de la frontière irlandaise ne sont pas réglées. Le principe d'une période de transition de deux ans a semble-t-il été acté.

Marchés obligataires : les banques centrales toujours maitresses du jeu

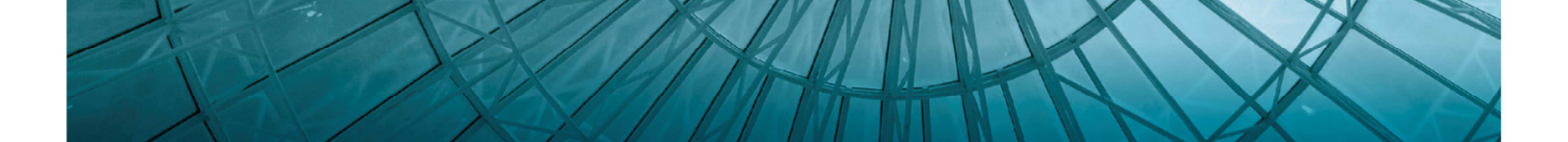
- **La Fed débute la normalisation du bilan**

Le mandat de Janet Yellen arrive à son terme en février 2018. La Présidente sera remplacée par Jerome Powell actuel membre du *Board*. Les postes vacants au sein du *Board* sont en passe d'être remplis. Randy Quarles sera Vice-Président en charge de la supervision après les démissions de Daniel Tarullo et Stanley Fischer cette année. Marvin Goodfriend sera également nommé au *Board* sous réserve d'une confirmation par le Congrès. Janet Yellen a relevé par trois fois les taux d'intérêt en 2017 en mars, juin et décembre conformément à la trajectoire médiane des taux projetés par les membres du FOMC.

Mais la décision clé de l'année aura été le début de normalisation du bilan annoncé en septembre. Les actifs de la Fed avaient augmenté jusqu'à 4500mds \$ après la grande crise financière. Les détentions de Treasuries et de créances hypothécaires 5MBS totalisaient au sommet 2500mds \$ et 1800mds \$ respectivement. Le problème opérationnel de la Fed provient du fait que relever les taux durablement nécessite de vendre des titres sur le marché. Cela est fait au moyen de reverse repos (ventes de titres temporaires). A partir d'octobre 2017, la Fed rendra permanentes en quelque sorte une partie de ces ventes d'actifs temporaires en ne réinvestissant pas l'intégralité des tombées. Les réserves excédentaires des banques vont diminuer à un rythme connu. Au quatrième trimestre 2017, les actifs détenus par la Fed ont baissé de 30mds\$, dont les deux-tiers de Treasuries. La réduction du bilan s'accéléra chaque trimestre de 10mds \$ supplémentaire jusqu'à représenter une baisse trimestrielle de 150mds \$ au 4T18. Il est important de noter que la Fed continue de rouler ses avoirs lors des adjudications. La Fed assume toujours un énorme risque de taux. C'est la raison principale pour laquelle la courbe de taux continue de s'aplatir en parallèle de la montée des taux.

- **La BCE étend le QE à 2018**

Dans la zone euro, la BCE a réduit l'ampleur du stimulus monétaire. Les achats mensuels ont diminué de 80 à 60mds € en avril. Mario Draghi a néanmoins annoncé une prolongation du QE jusqu'en septembre 2018 mais à un rythme deux fois moindre (30 mds €). Ainsi, les achats nets d'actifs s'élèveront à 270mds € contre 780mds € en 2017. Toutefois, le réinvestissement des tombées atteindront 130mds € entre janvier et novembre 2018, ce qui signifie que les achats bruts de la BCE totaliseront 400mds € en 2018. Contrairement à la Fed, la BCE s'aventure sur les marchés d'obligations privées, les émissions de dettes d'entreprises, les obligations sécurisées par des créances (*covered bonds*) et des titrisations. La présence de la BCE sur le marché est sans précédent et pose sans doute question du point de vue du rôle de la Banque Centrale dans l'allocation du capital dans l'économie. Les achats de dettes privées rendent poreuse la frontière entre politiques budgétaire et monétaire. La BCE s'est en outre engagée à ne pas vendre les titres même en cas de



dégradation en catégorie *high yield*. Cela est très inhabituel dans le domaine de la politique monétaire, dont l'activité essentielle est de prêter contre le meilleur collatéral disponible.

Au Japon, la BoJ est sortie du *quantitative easing* et a introduit le contrôle de la courbe des taux (*yield curve control* YCC). Cette politique vise à maintenir le rendement japonais à 10 ans autour de 0%. Les achats requis pour atteindre l'objectif se sont révélés être moitié moindres que le dernier programme de QQE (35000 mds yens contre 80000 mds yen). La BoJ achète également des quantités considérables d'actions via des ETFs. Au total la Banque Centrale détient 3% du marché des actions japonaises. Cette politique devrait être revue courant 2018.

- **L'irresponsabilité monétaire se poursuit en Suède**

Ailleurs, les expérimentations en matière de politique monétaire se poursuivent, notamment en Suède. La Riksbank a annoncé la fin du QE en décembre 2017 mais réinvestira en avances les tombées de 2019 dès janvier 2018. Cela n'a aucun sens dans une économie au plein emploi avec une inflation proche de la cible. Le stimulus surdimensionné a engendré une bulle immobilière, sans doute un risque majeur pour la stabilité financière dans les années à venir. Au Royaume-Uni, Mark Carney s'est résolu à monter les taux d'un quart de point à 0,50% en novembre. La BoE avait longtemps préparé les marchés à cette éventualité. Aux antipodes, l'Australie et la Nouvelle-Zélande envisagent de relever les taux modérément malgré une appréciation du change excessive doit être évitée selon les autorités monétaires.

Folie financière autour des crypto-monnaies et faible volatilité

La hausse vertigineuse du Bitcoin est une bulle née de l'excès de création monétaire. L'une des surprises de 2017 est l'explosion à la hausse des prix des crypto-monnaies. Les prix du Bitcoin ont augmenté de 1300% en 2017 pour atteindre 14300\$ en fin d'année. Une monnaie est définie généralement comme un moyen d'échange et une réserve de valeur. Pour l'instant, peu de biens et services peuvent effectivement être réglés en Bitcoin. Par ailleurs, la volatilité importante est difficilement compatible avec la notion de réserve de valeur. Le lancement d'un contrat à terme sur le Bitcoin s'est suivi immédiatement par une forte correction en décembre. Le Bitcoin n'est pas une devise officielle et son utilisation est sans doute liée à des activités illégales. Les investisseurs chinois y ont trouvé un moyen de contourner les restrictions sur les mouvements de capitaux. Néanmoins, la bulle sur les crypto-monnaies nous enseigne sur la réaction des marchés face à un possible abus du pouvoir de monopole des banques centrales dans l'émission de monnaie. Pendant des décennies, les autorités monétaires ont émis des quantités considérables contre le meilleur collatéral disponible. A l'inverse, les

crypto-monnaies sont en quantités finies à l'instar des métaux précieux (même si le nombre potentiel de monnaies virtuelles est illimité a priori). Elles offrent un taux d'intérêt nul alors que les taux sont négatifs sur le CHF, la SEK, la DKK ou l'EUR. Le coût marginal de création d'une unité de Bitcoin est en outre croissant, ce qui met un plancher théorique sur son prix. Mais, la dynamique des prix est caractéristique d'une bulle. Et les bulles explosent. Toujours. En outre, il y a un risque réglementaire considérable. Les marchés peuvent être fermés. La convertibilité en devise peut être suspendue à l'instar de l'or dans les années 1970.

- **Faible volatilité ne signifie pas faible risque**

L'autre dimension inhabituelle sur les marchés concerne la volatilité basse. Les stratégies vendeuses de volatilité ont produit des rendements totaux très élevés. Le VIX (volatilité implicite du S&P) ou le TVIX (celle du contrat T-note) ont évolué à des niveaux historiquement bas en 2017 malgré des hausses sporadiques autour des élections françaises et au début de juillet. A l'instar des stratégies de portage, ces stratégies bénéficient de l'environnement de croissance et de la prévisibilité de la politique monétaire. L'absence de volatilité est telle que l'annonce d'essais nucléaires en Corée du Nord a à peine fait réagir les marchés. Cependant, il convient de signaler que le calme apparent est sans doute lié à l'action des Banques Centrales. Un sentiment malvenu de confort est né de l'interventionnisme continu des Banques Centrales.

Rendements totaux élevés sur les marchés obligataires

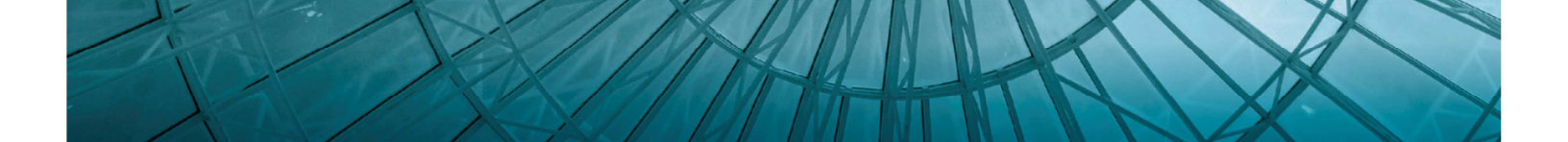
D'un point de vue historique, les surprises haussières sur le cycle tendent à être associées à des taux plus élevés et une surperformance des actifs risqués. Les actions, le crédit, le *high yield* et les émergents se sont très bien comportés. Cependant, les taux à 10 ans restent sous contrôle des autorités monétaires.

- **Vue d'ensemble des marchés**

Pour les investisseurs basés en euros, l'exposition au risque a été payante grâce au soutien monétaire et à la croissance. Le *high yield* pan-européen a connu des rendements totaux de 6% comme en 2016. Le taux de défaut bas, un nombre élevé d'étoiles montantes ont soutenu la classe d'actifs. Par ailleurs, les achats de la BCE de titres IG ont forcé les investisseurs à s'intéresser au *high yield*. De la même façon, la performance (couverte en euros) des marchés émergents en dollars ressort à 8% comme l'année précédente. La stabilité des taux américains a permis aux investisseurs d'encaisser le portage. Sur l'investissement grade, le crédit a surperformé les emprunts d'états de plus de 200pb.

- **Année plate sur les souverains euro**

Les emprunts d'états de la zone euro ont connu une année légèrement positive. Les achats de la BCE ont continué comme prévu malgré les problèmes de rareté des titres *core*. Le Bund à 10 ans a évolué au sein d'une fourchette étroite de 0,15 à 0,50% pendant l'essentiel de 2017. La discours de Mario



Draghi à Sintra en milieu d'année a provoqué une mini-correction à 0.63%. Sur l'ensemble de l'année, le Bund est passé de 0,20 à 0,42%. Le montant d'achats a diminué à partir d'avril comme prévu mais la clé de répartition n'est plus respectée. Les détentions de dettes italiennes et françaises sont supérieures à la clé de répartition du capital de la BCE. La courbe s'est pentifiée en début d'année, après que la contrainte de rendement minimum appliquée au QE liée au taux de dépôt ait été enlevée. Le 2-10 ans a atteint un sommet à 130pdb avant de plonger à 86pdb fin juin. Le spread a ensuite oscillé autour de 110pdb au second semestre. Les *spreads core* se sont plutôt resserrés, en particulier aux Pays-Bas et en France après les élections. La valeur a disparu des pays souverains core. Les *spreads* sur les DSLs 10 ans terminaient l'année à 10pdb. Le spread français s'établissait à 35pdb après un sommet à 79pdb. Les ventes via contrats à terme and les ventes d'obligations de la part d'institutions japonaises craignant une victoire de Marine Le Pen ont écarté les *spreads*. Les obligations italiennes se sont écartées après le référendum de 2016 et la démission de Matteo Renzi. Un relèvement surprise de la note (S&P) ont encouragé les reports vers le BTP alors que les Bonos étaient sous pression. Les *spreads* des BTPs à 10 ans ont traité au plus bas à 134pdb au début de décembre. Les Bonos ont accusé le coup après le référendum catalan mais l'élargissement est resté limité à 20pdb. Le Portugal a tété de loin le marché le plus performant. La reprise et l'amélioration des finances publiques ont justifié le relèvement des notations de S&P et de Fitch en catégorie *investment grade*. Les *spreads* se sont resserrés de 388pdb au sommet en février à 150pdb en fin d'année.

Sur les marchés d'indexés, les points morts ont monté légèrement au second semestre sous l'effet du rebond du pétrole notamment.

- **Crédit *investment grade***

Le programme d'achat de la BCE a capé les rendements sans risque ainsi que les *spreads*. La BCE acheté 81mds € de crédit l'an passé et près de 40mds € de *covered bonds* en termes nets. Les *spreads* sur l'IG euro ont diminué de 37pdb à 85pdb contre Bund l'année dernière. Les exemples de stress financier sur des émetteurs sont restés peu nombreux. Les financières se sont resserrées, avec des surperformances marquées des titres bancaires et de compagnies d'assurance. Les agences et *covered bonds* se sont resserrées de 20pdb contre Bund.

En parallèle, les subordonnées bancaires ont connu une année favorable (AT1 notamment) avec des rendements à deux chiffres. En outre, les hybrides ont surperformé les dettes *senior* équivalentes.

- **Éléments sur le *high yield***

La croissance a été un élément de soutien pour la classe d'actifs. Avec des valorisations tendues, les marchés intégraient un scénario favorable. De fait, les fondamentaux se sont améliorés avec un nombre important d'étoiles montantes. Les émissions ont totalisé 100mds en 2017 avec 231 transactions. En termes nets cependant, l'offre (19,8mds €) était inférieure que chacune des années entre 2010 et 2015. Les émissions risquées PIK/toggle ont été limitées à 2,8mds €. Les conditions d'offre favorables, les fondamentaux et la demande institutionnelle ont donc logiquement réduit les *spreads*. En termes sectoriels, l'énergie, les industrielles et les services publics ont surperformé.

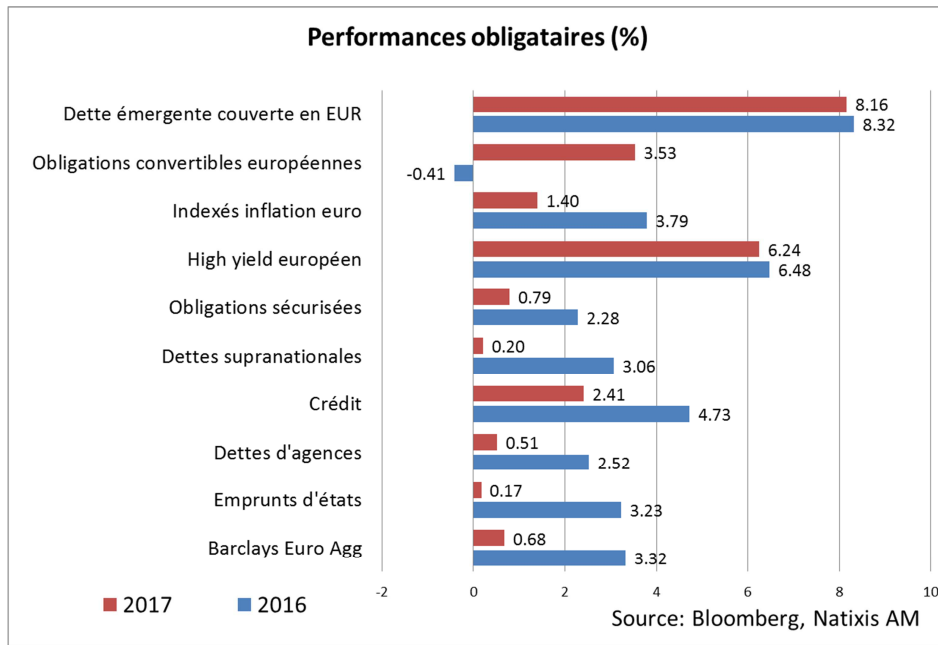
- **Rendements élevés sur la dette émergente**

La dette en devises dures s'est resserré dès le début de l'année et s'est stabilisé ensuite. Les prix des matières premières en hausse, dont le pétrole, ont bénéficié à la Russie qui s'est traité sous 200pdb face aux Treasuries. Le Mexique s'est repris après une période de faiblesse à la suite de l'élection de Trump. Les difficiles négociations sur le NAFTA n'ont pas aidé mais les *spreads* ont convergé vers 250pdb au second semestre. Le soutien du FMI a été déterminant dans la performance de l'Ukraine dont la prime est passée de 650pdb au 1T17 à 457pdb en fin d'année. Le sentiment s'est amélioré envers le Brésil malgré les défis budgétaires, le climat politique délétaire et les retards dans la réforme des retraites. Le *spread* sur les obligations brésiliennes en dollars a diminué de 300pdb à 225pdb en décembre. L'Argentine a émis à 100 ans en dollars. La demande pour cet emprunt a réduit le rendement à l'émission à moins de 8%.

Conclusion

Un nombre important de risques aurait pu avoir un impact négatif sur les marchés l'an passé (Fed, Corée du Nord, politique en Europe et aux États-Unis). A l'inverse, la volatilité est restée très basse grâce aux politiques monétaires. La hausse du Bitcoin a fait les gros titres. Les marchés ont rémunéré le risque. Les actifs risqués ont fait mieux que les emprunts d'états.

Rédigé le 8 janvier 2018.





Natixis Asset Management

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 €
Agrément AMF n°GP 90 009 - RCS Paris n°329 450 738
21, quai d'Austerlitz - 75634 Paris cedex 13 - Tél. +33 1 78 40 80 00

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.