

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 29 AOUT /// N°27-2016

Document destiné aux clients professionnels

La Fed maintient le cap de la hausse des taux

Points clés

- La Fed réaffirme la perspective d'une hausse cette année
- Le T-note à 1,60%
- La BoE maintient le Gilt sous 0,60%
- Reprise de risque sur les dettes périphériques

L'intervention de Janet Yellen à Jackson Hole a conforté les anticipations de relèvement des taux de la Fed cette année. Le rendement à 10 ans remonte à 1,60%. La courbe des Treasuries s'est aplatie, le taux à 2 ans repassant au-dessus du seuil de 0,80%. En zone euro, l'ancrage des taux courts n'empêche pas le Bund de suivre le marché américain (+5pdb). La corrélation reste élevée entre ces taux à 10 ans de référence affichant des baisses de l'ordre de 70pdb depuis le début de l'année. En revanche, l'activisme de la BoE isole le Gilt de ces tensions.

Les spreads souverains de la zone euro ont peu évolué malgré une légère reprise de risques favorable aux dettes périphériques (Espagne). Le crédit continue de se resserrer. L'indice euro IG ressort à une prime de 108pdb contre la courbe sans risque allemande. Le *high yield* affiche un rétrécissement de 10pdb sur la semaine écoulée à 381pdb. Les indices de crédit synthétique se sont bien comportés malgré une semaine sans tendance sur les marchés d'actions. L'Itraxx IG s'échange à 67pdb.

La dette émergente en USD traite également à des spreads inférieurs à 330pdb. Les marchés de devises locales ont en revanche suivi la remontée des rendements américains. Le dollar s'est renforcé notamment contre la monnaie nippone (102).

La Fed maintient ses plans

Le discours de Janet Yellen était centré sur la politique monétaire mise en œuvre depuis la crise financière. Sur la base de simulations du modèle de la Fed, Yellen considère que le QE combiné à la *forward guidance* et la capacité de rémunération des réserves (IOER) constitue une meilleure stratégie que les taux négatifs. L'IOER a permis à la Fed d'acheter davantage d'obligations du Trésor et hypothécaires, les banques étant moins enclines à vendre lorsque les dépôts sont pénalisés comme actuellement en zone euro. La Fed a de fait réaffirmé son opposition de principe aux taux d'intérêt négatifs. Concernant la situation actuelle, Janet Yellen a simplement indiqué qu'une hausse des taux semblait justifiée au regard de l'évolution récente de l'économie. La Présidente de la Fed rejoint ainsi Stanley Fischer, Bill Dudley et d'autres membres du FOMC qui s'étaient exprimés en faveur d'un relèvement prochain des Fed Funds. Une hausse dès septembre est possible si le rapport sur l'emploi du mois d'août est favorable. Dans le cas contraire, la Fed opérerait pour décembre.

Sur le plan conjoncturel, la croissance du PIB a été révisée à 1,1%Ta entre avril et juin. La consommation des ménages dynamique contraste avec la faiblesse de l'investissement et des dépenses publiques. La variation des stocks retranche 1,3pp à la croissance. L'investissement productif s'est contracté avec des baisses marquées dans les structures (secteur pétrolier) et l'équipement malgré un redressement de la recherche-développement. La contraction de l'investissement résidentiel semble incohérente avec les autres indicateurs du secteur (NAHB, ventes de maisons neuves, demandes d'emprunts hypothécaires...). Cette diminution intervient toutefois après six trimestres de croissance à deux chiffres.

Les dernières enquêtes préfigurent une baisse de l'ISM manufacturier probablement sous 51. Les ventes de maisons neuves ont bondi à 654k en juillet alors que les reventes de maisons se tassaient légèrement. Le commerce extérieur

s'améliore avec un déficit réduit à 59,3mds \$ le mois dernier. Les commandes de biens durables pointent un redressement de l'investissement au 3T16.

Concernant la zone euro, l'IFO se tasse légèrement en août. La composante courante reste supérieure à la moyenne de long terme (112) mais les anticipations se réduisent. L'INSEE pointe un ralentissement dans le secteur privé en France. Enfin, le crédit aux entreprises s'améliore dans les économies du sud.

Le T-note revient à 1,60%

Le Bund et le T-note ont des comportements similaires depuis le début de l'année. Les taux de référence à 10 ans ont diminué d'environ 70pdb depuis le début de 2016. La remontée récente du taux américain a entraîné une hausse modeste du rendement du Bund. Toutefois, à l'aplatissement de la courbe des Treasuries correspond une pentification en zone euro en raison de l'ancrage des taux de la BCE en territoire négatif. Un mouvement de la Fed pourrait contribuer à réduire la corrélation des marchés de taux. Les flux d'arbitrages entretiennent une survalorisation globale de l'actif sans risque. La valeur d'équilibre du T-Note s'établit à 2,39% selon nos modèles. Cependant, l'achat de T-notes couverts en euros ne permet plus de dégager une marge positive par rapport au Bund (-16pdb). Des tensions sur le LIBOR en USD sont visibles. Le sentiment haussier sur les Treasuries pourrait aussi être pris à revers en cas de confirmation du rebond de l'emploi entrevu en juin-juillet.

Nous conservons néanmoins une position acheteuse sur les Treasuries à 10 ans. Les risques évoqués plus haut militent également pour le maintien de stratégies d'aplatissement des segments 2-10 ans et 10-30 ans. Sur le Bund, nous optons pour la neutralité sur le spread 2-10 ans. L'évolution probable du paramétrage du PSPP laisse entrevoir un risque de pentification notamment si la contrainte de rendement minimum (-0,40%) est levée. Selon l'analyse technique, la phase de consolidation actuelle sur le contrat Bund septembre 2016 cadré entre 165,85 et 168 nous amène à privilégier la neutralité. Au Royaume-Uni, l'action de la BoE contribue à plafonner les taux. L'effet rareté est tel que la

Banque peine à trouver des vendeurs. Cela milite pour un biais acheteur de Gilt. Cependant, la solvabilité des fonds de pension locaux s'est nettement dégradée dans la phase de baisse des rendements à long terme. Leur besoin de capital consolidé dépasse aujourd'hui 400mds £ alors que le Gilt à 30 ans s'échange sous 1,30%. La BoE devrait, au plus vite, évaluer les risques systémiques induits par sa politique.

Reprise de risque sur l'Espagne et l'Irlande

Les enquêtes auprès des gestions investies en dettes souveraines de la zone euro suggèrent une repondération récente en faveur des périphériques. On observe aussi une hausse de la sensibilité moyenne à la classe d'actifs, qui semble confirmée par une stabilisation des flux vers les ETFs spécialisés. Toutefois, la plupart des investisseurs à l'exception des assureurs de la zone euro est vendeuse nette à la BCE. La cherté des pays *core* est manifeste avec des spreads inférieurs à 25pdb sur l'ensemble des maturités inférieures à 10 ans. Ces émissions n'offrent aucune valeur relative par rapport au Bund. Toutefois, la neutralité est recommandée sur les 30 ans français et belges, en raison des courbes des spreads plus pentues. Ainsi, nous recommandons une surexposition aux emprunts périphériques. En Espagne, l'éclaircie sur le plan politique soutient les spreads. La formation d'un gouvernement de coalition paraît possible dès cette semaine. Les Bonos à 10 ans traitent désormais quelque 20pdb plus serrés que leurs équivalents italiens. Cela est aussi conforme à la hiérarchie des notations. Malgré l'incertitude liée au référendum et la croissance médiocre au 2T16, il convient de rester exposé aux BTPs italiens pour des raisons de portage. Par ailleurs, nous allongeons notre exposition à l'Irlande.

Le crédit IG reste bien orienté en raison de la stabilité des perspectives de croissance en zone euro et du programme d'achats de la BCE (19,3mds €). Les spreads se renchérissent y compris dans les secteurs non-éligibles au CSPP (*high yield* et financières). Les signaux techniques semblent annoncer une prolongation du mouvement de resserrement récent des indices (iTraxx XO). Les spreads sur les obligations sécurisées et dettes d'agence cotent autour de 45pdb.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	30-août-16	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.62 %	+1	+1	-27
EUR Bunds 10 ans	-0.07 %	+2	+5	-70
EUR Bunds 30 ans	0.46 %	+6	+12	-103
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	55 pdb	+1	+4	-43
USD Treasuries 2 ans	0.82 %	+8	+16	-23
USD Treasuries 10 ans	1.59 %	+4	+13	-68
USD Treasuries 30 ans	2.24 %	+1	+5	-78
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	77 pdb	-4	-3	-45
GBP Gilt 10 ans	0.66 %	+12	-2	-130
JGB 10 ans	-0.08 %	+1	+12	-34
Spreads Souverains € (10 ans)	30-août-16	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	24 pdb	+1	+2	-12
Belgique	23 pdb	+1	-1	-11
Italie	120 pdb	-2	-9	+23
Espagne	101 pdb	-2	-13	-13
Portugal	310 pdb	0	+5	+121
Points Morts d'Inflation (10 ans)	30-août-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	90 pdb	+3	+4	-19
USD TIPS	146 pdb	-3	-3	-11
GBP Gilt Indexé	257 pdb	+3	+24	+21
Swap Spreads (10 ans)	30-août-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	36 pdb	-2	-2	-2
USD Swap Spread	-14 pdb	+0	-4	-6
Indices Crédit (BarCap)	30-août-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	108 pdb	-1	-5	-26
EUR Financières OAS	126 pdb	-2	-12	-4
EUR Agences OAS	45 pdb	+0	-3	-4
EUR Securitized - Covered OAS	45 pdb	+0	-5	-7
EUR High Yield Pan-Européen OAS	381 pdb	-10	-42	-77
Devises	30-août-16	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.117 \$	-1.3	+0	+2.81
GBP/USD	1.307 \$	-0.89	-1.01	-11.29
USD/JPY	102.3 ¥	-2.03	-0.06	+17.5

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	+1
USD Treasuries 10 ans	+1
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	-1
USD Treasuries 10 ans - 30 ans	-1
Spreads Inter-pays	Vue de marché
USD Treasuries - EUR Bunds (10a)	+1
EUR Bunds - GBP Gilts (10a)	-1
Spreads Souverains € - Toutes Maturités	Vue de marché
France vs. Allemagne	=
Pays-Bas vs. Allemagne	-1
Belgique vs. Allemagne	-1
Espagne vs. Allemagne	+1
Italie vs. Allemagne	+1
Autres Marchés Obligataires	Vue de marché
EUR Emprunts Indexés (Points Morts)	= / +1
EUR Crédit aux Entreprises	= / +1
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 durée ou pentification

Source: Natixis Asset Management

Rédaction

axel.botte@am.natixis.com

Avertissement

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

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé, sont à la date indiquée et sont susceptibles de changer. Il n'y a aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Lorsque la réglementation locale l'exige, ce document est fourni uniquement sur demande écrite. Aux pays francophones de l'UE, le présent document est fourni aux Clients Professionnels par NGAM S.A. ou sa succursale sous-mentionnée. NGAM 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 NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : NGAM Distribution (n.509 471 173 RCS Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris. En Suisse, le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

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