

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 26 OCTOBRE /// N°36-2015

Document destiné aux clients professionnels

Draghi annonce un QE2 en décembre

Points clés

- **Draghi anticipe un nouvel assouplissement en décembre**
- **Probable baisse du taux de dépôt et extension du QE**
- **Garder une position longue sur le Bund**
- **L'Italie sous 100pdb, biais acheteur sur les souverains**

Le discours de Mario Draghi laisse peu de place au doute. La BCE va assouplir sa politique monétaire en décembre. Une extension du programme d'achats d'actifs et une réduction du taux de rémunération des dépôts sont désormais escomptées.

Le marché de taux euro a salué ces annonces. Le rendement du Schatz (2 ans allemand) est tombé à -0,35% et le Bund est fermement ancré autour de 0,50%. La courbe a peu évolué, le 2-10 ans restant proche de 84pdb. Sur le monétaire, la structure par terme s'inverse et le swap eonia à 1 an s'échange à -0,23%. La monnaie unique se déprécie fortement sur la semaine à 1,10\$. En parallèle, les spreads souverains ont poursuivi leur rally. Le BTP italien s'échange ainsi sous le seuil de 100pdb pour la première fois depuis fin février. L'anticipation d'un QE2 a donc l'effet attendu.

Sur les marchés du crédit, l'inclusion possible des dettes non-financières réduit les primes. Les spreads se resserrent de 3pdb sur l'IG (136pdb) et de 12pdb sur le high yield (440pdb). A l'inverse, la performance des covered bonds et dettes d'agence reste médiocre.

Concernant les Treasuries, le 10 ans oscille dans un couloir étroit entre 2 et 2,10%. Le marché devrait s'animer avec le FOMC et la première estimation du PIB du 3T15 cette semaine.

Draghi annonce un assouplissement supplémentaire en décembre

Le discours de Mario Draghi est sans équivoque sur les intentions de la BCE. La faiblesse durable de l'inflation (inflation sous-jacente à 0,9%A) justifie d'accentuer le caractère accommodant de la politique monétaire. Le taux de dépôt devrait être ramené à -0,30% le mois prochain (-10pdb). Il s'agit de l'instrument privilégié pour affaiblir l'euro. Le programme d'achat pourrait ainsi être étendu à d'autres actifs, dont le crédit hors secteur financier. Si la décision est acquise, les modalités restent à définir, notamment la notation minimum et la taille du programme. Le gisement de dettes privées éligible sera de toute évidence limité. L'encours du marché est d'environ 800mds € y compris les emprunts d'entreprises non-résidentes en zone euro (exclus du CBPP3). Par ailleurs, le rythme d'achat des programmes actuels pourrait accélérer. Il est possible que la BCE révisé aussi les contraintes de maturité (au-delà de 2 ans) et de rendement minimum (supérieur au taux de dépôt). Sur le plan opérationnel, l'utilisation d'enchères inversées pourrait se généraliser afin de réduire les distorsions de liquidité induites par les transactions de la BCE. Des tests sont actuellement effectués par la BdF et la DNB notamment sur différents segments du marché obligataire (supra et agences).

L'objectif de la BCE reste d'améliorer la transmission de la politique monétaire aux marchés du crédit. La dernière enquête de la BCE sur les conditions d'octroi de prêts fait état de réels progrès dans l'offre et la demande de crédit aux ménages et aux entreprises au 3T15. La demande de prêts à la consommation et de crédits hypothécaires progresse grâce au retour de la confiance et au rebond des prix de l'immobilier. Concernant les entreprises, le motif d'investissement est cité comme un facteur de la demande d'emprunts pour le deuxième trimestre de rang. L'enquête semble en porte-à-faux avec les données de crédit

médiocres en juillet-août. La publication de l'agrégat M3 devrait commencer à refléter cette amélioration.

Aux États-Unis, la demande sensible aux taux d'intérêt (consommation durable, immobilier) est forte. Le PIB s'affichera cependant en net ralentissement au 3T15 (+1,5%Ta) en raison d'un effet stock défavorable et de la hausse des importations. La Fed doit pondérer aujourd'hui la vigueur de la demande interne avec les risques extérieurs.

Maintenir le biais haussier sur le Bund

Le Bund a baissé vers 155,71 (au plus bas) en début de semaine suite à la publication de l'enquête de la BCE sur les conditions de crédit et en raison des flux de couverture de l'émission de 4,75mds £ de Gilt 50 ans. La position ouverte sur le contrat Gilt est en effet insuffisante pour satisfaire la demande de couverture des investisseurs qui se replie par défaut sur le Bund. Des acheteurs ont profité de l'aubaine pour renforcer leurs positions en amont de la réunion de BCE. Selon les enquêtes, le positionnement en sensibilité s'est renforcé notamment parmi les investisseurs de la zone euro. L'émission de 10 ans allemand prévue mercredi devrait être bien reçue. La perspective d'un renforcement du QE en décembre devrait maintenir une pression à la hausse des prix et accentuer l'écart entre les valorisations de marché et leur valeur d'équilibre estimée (0,74% sur le Bund à 10 ans). Un biais acheteur reste privilégié sur le marché euro. Nous privilégions un scénario d'aplatissement sur le 2-10 ans mais la tendance ne s'accélérerait qu'en cas de cassure du niveau de 70pdb (82pdb aujourd'hui).

Aux États-Unis, la volatilité des rendements obligataires est réduite depuis un mois (mise à part une réaction épidermique aux NFP décevants début octobre). Le 10 ans oscille dans une fourchette de 10pdb pour s'établir à 2,06% actuellement. Le FOMC devrait prolonger le statu quo monétaire à la veille de la publication du PIB du 3T15 et de l'ECI prévu le lendemain. La courbe évolue peu. Le spread 2-10 ans est stable à 145pdb. Techniquement, sous 2,15%, le risque baissier apparaît limité malgré un niveau d'équilibre que nos modèles situent à 2,29%. L'absence de biais directionnel marqué milite pour une position de neutralité. Nous maintenons cependant la stratégie vendeuse

de T-note contre Bund avec comme objectif un spread de 180pdb à moyen terme.

Le BTP italien sous 100pdb

Sur les marchés de dette souveraine, l'allègement monétaire à venir a provoqué un resserrement des spreads. Le spread sur les BTP à 10 ans est tombé sous la barre symbolique de 100pdb contre Bund pour la première fois depuis février dernier. L'Espagne profite également du soutien de la Banque Centrale. Les enquêtes de JP Morgan montrent une hausse de l'exposition des investisseurs finaux aux marchés périphériques sur les deux dernières semaines. Les flux observés en réaction à la réunion de la BCE témoignent du retour d'intérêt des assureurs sur les maturités longues (OATs avec le réinvestissement des coupons, OLOs). Face à ces achats, les comptes japonais étaient vendeurs, peut-être dans l'attente d'un nouvel assouplissement de la BoJ. Les Banques Centrales étrangères ont aussi allégé leurs détentions d'OAT de sorte que les coupons d'octobre ont eu un effet réduit sur le spread (OAT 10 ans à 34pdb). Sur les marchés périphériques, le discours de Draghi a provoqué un regain d'intérêt sur les Bonos en particulier sur les échéances au-delà de 8 ans notamment de la part de finaux mais aussi de comptes spéculatifs (hedge funds). Nos stratégies restent inchangées avec une surexposition nette à l'Irlande, l'Italie et à l'Espagne.

Le crédit profite de l'annonce du QE2

Les marchés du crédit ont, dans un premier temps, peiné à suivre la hausse du Bund, plus liquide. Les spreads sur les obligations privées se resserrent néanmoins sur la semaine, dans le sillage des indices synthétiques portés par le rebond des actions (+4% en Europe).

L'iTraxx IG revient vers 70pdb et le XO cote autour de 300pdb. Les spreads de crédit affichent un resserrement de 3pdb à 136pdb selon l'indice de Barclays. Le high yield surperforme aussi avec une diminution de 12pdb du spread à 440pdb. Les covered bonds et dettes d'agence restent en retrait, l'appétit des investisseurs se portant davantage sur les dettes plus risquées. Le spread des covered bonds s'écarte d'1pdb à 49pdb malgré la remontée à 2mds € des achats de la BCE la semaine passée. Les agences résistent mieux, leur prime moyenne étant stable à 50pdb.

Principaux indicateurs de marché

| Emprunts d'Etats | 27-oct.-15 | -1sem (pdb) | -1m (pdb) | dep. 31/12 (pdb) |
|-----------------------------------|------------|--------------|------------|------------------|
| EUR Bunds 2 ans | -0.33 % | -9 | -9 | -24 |
| EUR Bunds 10 ans | 0.48 % | -14 | -17 | -6 |
| EUR Bunds 30 ans | 1.24 % | -15 | -14 | -15 |
| EUR Bunds 2 ans - 10 ans | 82 pdb | -5 | -8 | +18 |
| USD Treasuries 2 ans | 0.63 % | +0 | -6 | -4 |
| USD Treasuries 10 ans | 2.04 % | -3 | -12 | -13 |
| USD Treasuries 30 ans | 2.85 % | -7 | -11 | +10 |
| USD Treasuries 2 ans - 10 ans | 141 pdb | -3 | -6 | -10 |
| GBP Gilt 10 ans | 1.81 % | -5 | -4 | +5 |
| JGB 10 ans | 0.31 % | -1 | -2 | -2 |
| Spreads Souverains € (10 ans) | 27-oct.-15 | -1sem (pdb) | -1m (pdb) | dep. 31/12 (pdb) |
| France | 35 pdb | -2 | -5 | +6 |
| Belgique | 30 pdb | -2 | -1 | +1 |
| Italie | 99 pdb | -5 | -16 | -36 |
| Espagne | 113 pdb | -6 | -26 | +6 |
| Portugal | 195 pdb | +15 | +4 | -20 |
| Points Morts d'Inflation (10 ans) | 27-oct.-15 | -1 sem (pdb) | -1 m (pdb) | dep. 31/12 (pdb) |
| EUR OATi | 124 pdb | +4 | +7 | +33 |
| USD TIPS | 148 pdb | 0 | +1 | -20 |
| GBP Gilt Indexé | 242 pdb | +0 | -6 | -15 |
| Swap Spreads (10 ans) | 27-oct.-15 | -1 sem (pdb) | -1 m (pdb) | dep. 31/12 (pdb) |
| EUR Swap Spread | 38 pdb | +1 | +1 | +11 |
| USD Swap Spread | -7 pdb | -6 | -5 | -18 |
| Indices Crédit (BarCap) | 27-oct.-15 | -1 sem (pdb) | -1 m (pdb) | dep. 31/12 (pdb) |
| EUR Crédit OAS | 135 pdb | -4 | -5 | +47 |
| EUR Financières OAS | 136 pdb | -3 | -5 | +41 |
| EUR Agences OAS | 50 pdb | -1 | -4 | +11 |
| EUR Securitized - Covered OAS | 48 pdb | +1 | +3 | +13 |
| EUR High Yield Pan-Européen OAS | 436 pdb | -12 | -17 | +49 |
| Devises | 27-oct.-15 | -1 sem (%) | -1 m (%) | dep. 31/12 (%) |
| EUR/USD | 1.106 \$ | -2.61 | -1.62 | -8.63 |
| GBP/USD | 1.535 \$ | -0.72 | +0.97 | -1.5 |
| USD/JPY | 120.37 ¥ | -0.43 | -0.47 | -0.44 |

Source: Bloomberg, Natixis Asset Management

Sélection de nos vues de marché

| Government Bonds | Market View |
|---|-------------|
| EUR Bunds 10y | = / +1 |
| EUR Bunds 2s10s | = |
| EUR Bunds 10s30s | -1 |
| USD Treasuries 10y | = |
| USD Treasuries 2s10s | = / -1 |
| USD Treasuries 10s30s | = |
| Cross-Currency Spreads | Market View |
| USD Treasuries - EUR Bunds (10y) | -1 |
| USD Treasuries - GBP Gilts (2y) | = |
| € Sovereign Spreads - All Maturities | Market View |
| France vs. German Bunds | = |
| Netherlands vs. German Bunds | = |
| Belgium vs. German Bunds | = |
| Spain vs. German Bunds | +1 |
| Italy vs. German Bunds | +1 |
| Other Bond Markets | Market View |
| EUR Index-Linked Bonds (Breakeven View) | = / +1 |
| EUR Corporate Credit | = / +1 |
| EUR Agencies (vs. Swap Curve) | = |
| EUR Securitized - Covered (vs. Swap Curve) | = |
| EUR Pan-European High Yield | = / +1 |
| Positions on a scale of "-2" to "+2", "=" stands for neutral +1 is long (-1 is short) spread or duration or steepening | |
| 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.