

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 11 SEPTEMBRE /// N°30-2017

Document destiné aux clients professionnels

Draghi prolonge le suspens

Points clés

- La BCE réduit ses projections d'inflation
- Le QE probablement modifié en octobre
- Le 10 ans allemand oscille autour de 0,35%, le T-note vers 2,10%
- Les spreads souverains inchangés après la BCE

La plupart des marchés restent bien orientés. L'attentisme de la BCE continue de soutenir les marchés de taux et les *spreads* des émetteurs souverains, italiens notamment. L'évolution du programme d'achats d'actifs sera communiquée en octobre. Le Bund à 10 ans s'échange sous 0,35% et le BTP cote autour de 162pdb. Les réserves exprimées par Mario Draghi quant à la hausse de l'euro constituent un signal accommodant.

Aux États-Unis, le *T-note* cote sous 2,10%. L'ouragan Harvey pèsera sur l'activité pendant plusieurs mois. La nécessité d'une intervention fédérale pour permettre la reconstruction favorise la conclusion rapide d'un accord temporaire sur le budget et le plafond de la dette. Le risque de *shutdown* reviendra à l'hiver ou, au plus tard, au printemps prochain.

Le marché des actions a rebondi et les *spreads* de crédit synthétique se sont rétrécis. Sur les marchés d'obligations privées, les *spreads* s'inscrivent en hausse modeste à 101pdb. Les valeurs financières tendent à sous-performer. Le *high yield* s'écarte de 3pdb uniquement. Cela étant, le resserrement du crédit souverain émergent a repris et les marchés de dette en devises locales profitent de la détente des rendements sans risque en zone euro et aux États-Unis.

Sur le marché des changes, la faiblesse du dollar est manifeste. La hausse précoce des taux d'intérêt au Canada soutient le dollar

canadien. Le dollar-yen s'établit sous 109 alors que l'euro hésite autour de 1,20\$.

Draghi joue la montre

La BCE a comme attendu laissé inchangés ses taux d'intérêt ainsi que le paramétrage du programme d'achat d'actifs. La politique monétaire sera probablement amendée à la prochaine réunion en octobre. Le maintien des limites de détention par titre et par émetteur est néanmoins certain. Il semble en effet difficile de faire accepter aux pays vertueux une dérive permanente de l'allocation géographique du portefeuille de l'Euro-système. Le *staff* de la BCE est chargé d'étudier différents scénarios en amont de la prochaine réunion. Selon toute vraisemblance, le total d'achats mensuel sera réduit à 40mds € en début d'année. La Banque Centrale mettra un terme à ses interventions sur les marchés de *covered bonds* et d'*asset-backed securities*. L'APP devrait arriver à terme en milieu d'année prochaine même si Mario Draghi entretiendra une certaine ambiguïté sur la date d'échéance effective du programme.

Le niveau de l'euro constitue une source d'incertitude. La hausse de la devise a motivé un ajustement à la baisse des projections d'inflation. Selon la BCE, l'inflation s'établira à 1,5%A en 2019. Certes, la devise n'est pas un objectif pour la BCE mais les Banquiers Centraux en tiendront compte au cours des prochains mois. Les opinions divergent au sein du Conseil quant aux facteurs ayant contribué à l'appréciation récente de la monnaie unique. La croissance soutenue en zone euro explique en partie ce mouvement. En outre, l'excédent courant de la zone euro se situe à 3pp de PIB. La faiblesse généralisée du dollar liée à la situation de politique intérieure et aux événements climatiques expliquent aussi la montée de l'euro.

L'enjeu pour la BCE est de sortir de façon ordonnée de sa politique quantitative. Les achats de titres sont objectivement inefficaces pour redresser l'inflation. Dans une économie mondialisée dominée par les services, les prix ne réagissent plus aussi vite aux pressions de la

demande. En se focalisant sur un objectif inatteignable de 2% d'inflation, la BCE néglige les risques financiers associée à sa politique. Le retrait du stimulus excessif est nécessaire mais une assurance contre le risque de perte d'accès au marché d'un émetteur souverain sera sans doute mise en œuvre lorsque la BCE aura mis un terme au QE.

Relever la durée à court terme

La dynamique des taux d'intérêt en zone euro milite pour une surexposition. Nos signaux quantitatifs à court terme sont annonciateurs d'une poursuite du *rally* du Bund. La prudence affichée par Mario Draghi témoigne de la difficulté à sortir d'une politique dans laquelle la BCE est le seul acteur financier acheteur net d'obligations souveraines. Le stock considérable d'obligations retirées du marché secondaire maintient un écart incompressible entre le 10 ans allemand et sa valeur d'équilibre, que nous situons à 0,83%. La force de l'euro et la révision associée de l'inflation prévue renforcent ce plafond sur les taux d'intérêt. Toutefois, peu d'institutionnels sont aujourd'hui à l'achat sur la classe d'actifs, le niveau de rendement demeurant trop faible. Le positionnement des gérants d'actifs est proche de la neutralité en termes de sensibilité. Au total, en l'absence de signal de la BCE, une remontée rapide des rendements allemands paraît peu probable. La seule statistique d'importance cette semaine concerne l'inflation. L'estimation *flash* était ressortie à 1,3% au mois d'août. Nous optons pour une surexposition en sensibilité en zone euro. La position recommandée sur le 2-10 ans est la neutralité alors que le *spread* 10-30 ans offre un potentiel de pentification avec les flux payeurs sur les *swaps* à long terme qui accompagnent régulièrement la hausse du Bund. Sur les *swap spreads*, nous anticipons un resserrement du *spread* à 10 ans. Le *swap spread* à 10 ans cote actuellement 47pdb. Nous ciblons un écart au-delà de 52pdb.

Aux États-Unis, l'ouragan Harvey a provoqué une perte d'activité difficile de chiffrer à ce stade. Toutefois, la catastrophe a sans doute accéléré les négociations en vue d'une nouvelle suspension du plafond de la dette. Le *shutdown* du gouvernement sera évité. Les dépenses fédérales (dont les transferts aux

victimes des événements climatiques) seront assurées avant un nouveau rendez-vous mi-décembre. A court terme, les publications économiques seront favorables à une baisse des taux. La démission de Stanley Fischer entretient aussi l'incertitude sur une éventuelle hausse des taux en décembre. La probabilité d'un mouvement de 25pdb a chuté selon les dernières cotations. Ainsi, nous considérons qu'une position de sur-sensibilité se justifie sur les *Treasuries* malgré des niveaux de valorisation peu attractifs.

Au Royaume-Uni, la BoE se réunit cette semaine. L'inflation devrait accélérer à court terme pour atteindre son sommet à l'automne. Le consensus au sein du MPC demeure le *statu quo* malgré les arguments avancés par deux membres du comité pour relever les taux. Le 'Brexit' ou l'atonie apparente des salaires militent pour la 'prudence' sur les taux d'intérêt selon Mark Carney. Or, le Brexit est un choc d'offre négatif probablement inflationniste à terme. L'arrêt du financement extérieur de l'économie serait extrêmement déstabilisant en l'absence d'une épargne intérieure suffisante. En termes de stratégies, l'indécision suggère la neutralité directionnelle.

Peu de volatilité sur les souverains et le crédit

Mario Draghi n'a donc rien dévoilé des prochaines étapes pour la BCE. Les *spreads* des dettes de l'Italie et de la France qui bénéficient des déviations de la clé de répartition sont logiquement restés stables. Leur valorisation reste sujette à caution compte du déficit public excessif en France et du risque de dégradation de la notation souveraine italienne. Ceci étant, l'OAT et le BTP 10 ans s'échangent respectivement à 30pdb et 162pdb au-dessus du Bund. En absence d'annonce, nos allocations restent inchangées. L'Espagne est préférée à l'Italie. La valeur relative des émetteurs *semi-core* demeure peu attrayante face à la Finlande ou les Pays-Bas.

Enfin, les *spreads* se tendent quelque peu sur le marché du crédit (101pdb contre Bund). En revanche, les indices synthétiques ont rejoint leurs plus bas récents dans le sillage du rebond des marchés d'actions.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	12-sept.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.75 %	+0	-3	+2
EUR Bunds 10 ans	0.35 %	+1	-3	+14
EUR Bunds 30 ans	1.15 %	+3	+3	+20
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	110 pdb	+1	0	+12
USD Treasuries 2 ans	1.32 %	+3	+2	+13
USD Treasuries 10 ans	2.14 %	+8	-5	-30
USD Treasuries 30 ans	2.75 %	+7	-4	-32
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	82 pdb	+5	-7	-43
GBP Gilt 10 ans	1.06 %	+3	0	-18
JGB 10 ans	0.02 %	+1	-4	-3
Spreads Souverains € (10 ans)	12-sept.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	29 pdb	-2	0	-18
Belgique	31 pdb	-1	0	-2
Italie	162 pdb	-4	-3	+2
Espagne	123 pdb	+4	+16	+6
Portugal	247 pdb	-3	+0	-108
Points Morts d'Inflation (10 ans)	12-sept.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	122 pdb	+2	+3	-5
USD TIPS	184 pdb	+6	+4	-13
GBP Gilt Indexé	308 pdb	+4	+8	+6
Swap Spreads (10 ans)	12-sept.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	46 pdb	+5	+2	0
USD Swap Spread	-4 pdb	+1	+0	+7
Indices Crédit (BarCap)	12-sept.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	100 pdb	+0	+4	-23
EUR Financières OAS	106 pdb	+1	+4	-33
EUR Agences OAS	48 pdb	+1	+1	-9
EUR Securitized - Covered OAS	53 pdb	+1	+1	-15
EUR High Yield Pan-Européen OAS	274 pdb	-8	-6	-105
Devises	12-sept.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.198 \$	+0.6	+1.54	+13.86
GBP/USD	1.321 \$	+1.44	+1.72	+7.01
USD/JPY	109.49 ¥	-0.68	-0.04	+6.82

Source: Bloomberg, Natixis Asset Management

Sélection de nos vues de marché

Emprunts d'Etats	Vue de marché
EUR Bunds 10 ans	+1
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	=
EUR Bunds 10 ans - 30 ans	+1
USD Treasuries 10 ans	+1
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 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

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. 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 NGAM S.A ou sa filiale NGAM Distribution. 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 (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 NGAM, 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 Global Asset Management S.A., 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 Global Asset Management, incluant Natixis Asset Management, 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 Global Asset Management 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.

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.