

# STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

## L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 5 DECEMBRE /// N°41-2016

Document destiné aux clients professionnels

### La BCE à l'épreuve du référendum italien

#### Points clés

- 'Non' massif à la réforme constitutionnelle en Italie, démission de Renzi
- Mouvement limité sur le *spread* BTP-Bund
- Neutralité sur le Bund avant la BCE, biais vendeur de T-Notes

Les taux se sont tendus la semaine passée rejoignant les niveaux de 2,40% sur le 10 ans américain et 0,34% sur le Bund. La pentification reste une tendance lourde dans l'attente des réunions de la BCE cette semaine et de la Fed le 14 décembre. L'issue du référendum italien n'a pas engendré de mouvement de défiance des investisseurs. Le *spread* italien se situe 20pdb sous le sommet de novembre. La France et l'Espagne bénéficient de la détente. Les *spreads* de crédit IG euro s'écartent de 2pdb. Le *high yield* est en revanche stable à 425pdb.

L'accord de l'OPEP fait remonter le prix de l'or vers 55\$ le baril de Brent noir au bénéfice des emprunts indexés. Le point mort de l'OATi 10 ans s'inscrit en hausse de 9pdb. L'euro s'apprécie de 1,31% dans le sillage du rebond technique du sterling. À l'inverse, le dollar-yen passe le seuil de 114.

#### L'OPEP réduira sa production

Un accord paraissait peu probable. L'effort diplomatique d'Alger et un appel téléphonique dans la nuit du 29 au 30 novembre entre l'Arabie Saoudite et la Russie ont dénoué l'affaire. L'OPEP produira 32,5mbpj à partir de janvier 2017, soit la borne basse de la fourchette évoquée deux mois plus tôt en Algérie. La production du cartel diminuera d'1,2mbpj. Cela réduira l'excès d'offre de pétrole, mais il faut garder à l'esprit que les stocks de brut restent très élevés. Au lieu de geler sa production, la Russie diminuera son offre de 600k barils. Le vrai test de la volonté

de coopération des russes interviendra en cas d'arrêt des sanctions envers la Russie. Cela permettrait une reprise des importations d'équipements utilisés dans l'extraction de pétrole. Les risques d'indiscipline des pays signataires sont réels au sein d'un cartel. En outre, le producteur marginal se situe désormais aux États-Unis. Le pouvoir de marché de l'OPEP est en train de disparaître. Malgré la fragilité de l'accord, le prix du pétrole s'est envolé au-dessus des 50\$, restant toutefois sous son sommet annuel de 57\$ sur le Brent.

#### Réunion de la BCE le 8 décembre

Selon une enquête de JP Morgan, le marché s'attend à une prolongation du QE de 6 mois et des mesures visant à réduire les distorsions de marché induite par la raréfaction des titres. La plupart des intervenants n'anticipent pas de forts mouvements sur les marchés de taux et de devises. Toutefois, le biais est à la pentification de la courbe allemande, à la baisse de l'euro-dollar et au resserrement des *spreads* périphériques. Le *tapering* serait annoncé au 2T 2017. La prochaine hausse du taux de dépôt n'interviendrait qu'en 2018.

#### Conjoncture solide aux États-Unis

L'estimation de la croissance du PIB au 3T16 a été rehaussée à 3,2%Ta. La consommation des ménages (+2,8%Ta) explique l'essentiel de la révision. Les dépenses d'équipement productif ont baissé davantage qu'estimé initialement mais les structures progressent de 10%Ta. On s'attend toujours à une révision de l'investissement logement. En effet, les dépenses en construction ont finalement été révisés à la hausse pour le 3T16.

L'économie américaine a créé 178k emplois en novembre après 142k le mois précédent. Cela inclut 22k nouveaux emplois publics. L'emploi selon l'enquête des ménages progresse de 160k, ce qui combiné à une diminution de 0,1pp du taux de participation réduit le chômage à 4,6% de la population active. Le chômage est sans doute tombé à un niveau

inférieur à son équilibre de long terme. Le sous-emploi diminue à 9,3%. Le salaire horaire moyen ralentit en revanche à 2,5%A après une baisse mensuelle de 0,1%M.

L'ISM manufacturier ressort à 53,2 en novembre au plus haut cette année. Cette amélioration est conforme aux sondages régionaux. Les commandes accélèrent et la demande à l'exportation résiste au dollar. L'enquête dans les services (57,2) atteint son plus haut niveau depuis 13 mois.

### Neutralité sur le Bund, biais toujours vendeur sur le T-Note

La réunion de la BCE constitue l'évènement de la semaine sur les marchés de taux européens. Le consensus table sur une extension du programme et des mesures visant une réduction des distorsions de marché liées au paramétrage de l'APP. La pentification observée ces dernières semaines reflète ces anticipations. Le rétablissement de la rentabilité des banques (l'un des risques pointés par la BCE dans sa lettre du 24 novembre) requiert une hausse des taux d'intérêt et une pente plus forte de la courbe. L'élément clé est sans nul doute l'inflation projetée pour 2019. Un chiffre proche de l'objectif présagera d'une réduction des achats dès le milieu de l'année prochaine. Une prolongation de l'environnement d'inflation basse attiserait les anticipations de poursuite du *quantitative easing* au-delà de septembre 2017. Dans ce contexte, nous conservons la neutralité sur le Bund. Les valorisations sont toujours peu attrayantes, malgré un positionnement moins marqué des investisseurs. La maturité des achats de la BCE a nettement diminué dans la phase de remontée des taux en novembre. Ceci est particulièrement vrai dans les pays *core*. Cela indique une pression à la pentification liée à la mise en œuvre de la stratégie de la BCE. Malgré ce risque, il convient d'observer la neutralité sur les écarts 2-10 ans et le 10-30 ans. Quant aux *swap spreads*, les mesures envisagées pour réduire l'effet rareté conduisent à des *spreads* élevés sur les échéances 2 à 5 ans. Les valorisations actuelles, rarement vus en dehors des périodes de crise bancaire, constituent des niveaux de vente intéressants à l'horizon d'un mois.

Le marché américain s'est révélé volatile autour de sa valeur d'équilibre située à 2,44% à 10 ans. La prime de terme est redevenue légèrement positive (10pdb sur le 10 ans). Le prochain secrétaire au Trésor Steven Mnuchin s'est déclaré favorable à un allongement des maturités à l'émission. Ce type d'annonce est inhabituel, la politique d'émission du Trésor étant normalement prévisible longtemps à l'avance. Le rendement à 30 ans a évolué dans une fourchette large de 21pdb sur la semaine écoulée. Toutefois, le *spread* 10-30 ans est resté quasiment inchangé sur la période autour de 66pdb. Nous estimons que ce *spread* pourrait se resserrer dans le sillage de la hausse des taux de la Fed le 14 décembre prochain.

### Couvertures de positions vendeuses sur les souverains

L'issue du référendum italien n'a fait que confirmer les craintes des intervenants. Aucun sondage ne donnait le oui gagnant depuis plusieurs semaines. Le « non » massif implique la démission de Matteo Renzi et ouvre une période d'incertitude politique. Toutefois, le scénario d'élections anticipées n'est pas le plus probable. Il n'y a pas eu de panique lundi matin et la tendance aux rachats de positions vendeuses s'est confirmée. Un nombre croissant d'intervenants utilisent le contrat BTP pour couvrir des risques bancaires ou souverains périphériques, ce qui pénalise le marché italien en phase de stress. Le *spread* devrait se stabiliser et profiter de l'extension du QE et des flux de remboursements nets en fin d'année. Nous conservons toutefois une préférence pour les BTPs courtes et les Bonos espagnoles par rapport au 10 ans italien. Sur les marchés *core*, nous bénéficions de la détente sur le *spread* OAT à 10 ans. Toutefois, le niveau des *spreads core* est globalement peu attrayant.

Sur les marchés du crédit, les décotes sur les titres italiens offrent probablement quelques opportunités. Cependant, le *spread* IG euro se dégrade graduellement de 1-2pdb par semaine malgré le soutien de la BCE chiffré à 2mds € d'achats hebdomadaires. Le *high yield* s'est montré (425pdb) résilient face à la hausse des rendements allemands. Les dettes d'agence et les obligations sécurisées se resserrent de 1 à 2pdb sur la semaine.

## Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	6-déc.-16	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.71 %	+4	-8	-37
EUR Bunds 10 ans	0.34 %	+12	+20	-29
EUR Bunds 30 ans	0.99 %	+12	+25	-50
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	105 pdb	+8	+28	+8
USD Treasuries 2 ans	1.12 %	+3	+34	+7
USD Treasuries 10 ans	2.38 %	+9	+61	+11
USD Treasuries 30 ans	3.05 %	+11	+49	+4
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	126 pdb	+6	+27	+4
GBP Gilt 10 ans	1.4 %	+3	+27	-56
JGB 10 ans	0.05 %	+3	+11	-22
Spreads Souverains C (10 ans)	6-déc.-16	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	42 pdb	-6	+9	+6
Belgique	30 pdb	-5	+3	-4
Italie	161 pdb	-11	-1	+64
Espagne	119 pdb	-9	+6	+5
Portugal	333 pdb	-7	+17	+144
Points Morts d'Inflation (10 ans)	6-déc.-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	126 pdb	+10	+24	+18
USD TIPS	196 pdb	+7	+28	+39
GBP Gilt Indexé	304 pdb	+8	+6	+68
Swap Spreads (10 ans)	6-déc.-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	39 pdb	+1	+1	+2
USD Swap Spread	-16 pdb	+1	-2	-7
Indices Crédit (BarCap)	6-déc.-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	126 pdb	+0	+14	-8
EUR Financières OAS	144 pdb	+2	+13	+14
EUR Agences OAS	54 pdb	-6	+7	+5
EUR Securitized - Covered OAS	60 pdb	-4	+13	+9
EUR High Yield Pan-Européen OAS	421 pdb	-11	+20	-37
Devises	6-déc.-16	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.078 \$	+1.39	-2.43	-0.84
GBP/USD	1.276 \$	+2.15	+2.89	-13.39
USD/JPY	113.88 ¥	-1.06	-8.31	+5.55

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	-1
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	=
USD Treasuries 10 ans - 30 ans	-1
Spreads Inter-pays	Vue de marché
USD Treasuries - GBP Gilts (10a)	+1
USD Treasuries - EUR Bunds (2a)	-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	=
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)	-1
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

### 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

Ce document est destiné à des clients non professionnels au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans le consentement préalable et écrit de Natixis Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Natixis Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Natixis Asset Management. Natixis Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.

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. **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, 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.