

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 15 MAI /// N°16-2017

Document destiné aux clients professionnels

La surperformance du crédit se poursuit

Points clés

- États-Unis : l'inflation à 2,2% en avril, le T-Note revient vers 2,33%
- La BoE opte pour le statu quo malgré l'inflation au-dessus de l'objectif jusqu'en 2020
- Conserver un biais acheteur de T-Note, vendre le Bund
- Le crédit euro poursuit son rally grâce aux financières

Le rendement du T-Note a terminé la semaine en baisse de 5pbp environ à 2,33% après la publication de l'inflation américaine d'avril. Les points morts ont diminué malgré le rebond de l'or noir consécutif à la prolongation de l'accord OPEP-Russie sur une réduction de l'offre.

En zone euro, le Bund est resté proche de 0,40%. Le rendement allemand à 30 ans se situe à 2pbp ses plus hauts de 2017 (1,25%). La tendance à la pentification a repris en zone euro. Les *spreads* des émetteurs souverains se sont quelque peu élargis. Le BTP italien cote 185pbp contre Bund, l'adjudication de 2,5mds € de 30 ans la semaine passée ayant pesé sur les marchés. En Espagne, les Bonos à 10 ans s'échange à 122pbp.

Le crédit de bonne qualité poursuit son *rally* grâce notamment aux financières. L'indice iTraxx représentatif des dettes subordonnées financières se traite autour de 150pbp contre plus de 200pbp un mois auparavant.

Sur le marché des changes, le peso mexicain et le réal brésilien s'apprécient conjointement face au billet vert. L'euro se rapproche d'1,10\$.

L'inflation décélère à 2,2% aux États-Unis

L'inflation mesurée par l'IPC a diminué à 2,2%A en avril. La hausse mensuelle atteint

0,2%M en données corrigées des variations saisonnières. La hausse médiane des prix à la consommation se situe à 2,4% sur douze mois. Parallèlement, l'inflation hors éléments volatiles se situe sous 2% sur un an pour la première fois depuis 2015. La baisse des prix des biens hors énergie et alimentation continue (-0,6%A). La chute des prix des véhicules d'occasion semble s'intensifier. Cela dénote une probable saturation de la demande d'automobiles neuves et l'excès d'offre persistant sur le marché des véhicules de seconde main. Dans le secteur de la santé, les prix se modèrent également. Les prix des services s'affichent à 2,7% sur un an.

Cela étant, la désinflation importée se réduit. Les prix des biens de consommation produits en dehors des États-Unis (hors autos) sont en augmentation sur douze mois pour la première fois depuis décembre 2014 (+0,2%A). Par ailleurs, l'inflation des prix à la production poursuit son redressement à 2,5% sur un an.

Les ventes au détail (hors éléments volatiles) ont progressé de 3,4%Ta entre janvier et mars. La consommation sera probablement révisée en hausse alors que l'estimation initiale affichait un maigre 0,3%Ta au 1T17. La hausse en avril de la série dite 'control group' place l'acquis de croissance de la consommation de biens à 2,4%Ta sur le trimestre en cours. La confiance des ménages demeure élevée. Toutefois, l'inflexion à la baisse de la consommation durable va perdurer.

Croissance soutenue en zone euro

L'Allemagne publie une croissance économique solide au premier trimestre (+0,6%T). Le PIB allemand progresse ainsi d'1,7% sur un an. La croissance du Portugal constitue également une bonne surprise. L'économie portugaise a crû de 1%T après 0,7%T au trimestre précédent.

Sur le plan de l'inflation, l'estimation finale du mois d'avril sera rendue publique mercredi. L'indicateur flash se situait à 1,9%A avec une remontée de l'indice sous-jacent à 1,2%A. Les indices de prix aux Pays-Bas et au Portugal ont surpris à la hausse. Il est probable que l'IPCH

s'affiche de nouveau en ligne avec la cible de 2%.

Maintenir un biais acheteur de T-note

Le marché des *Treasuries* a connu une semaine contrastée. Les nouvelles références à 10 et 30 ans ont rencontré une demande finale limitée de sorte que les *primary dealers* ont reçu un peu plus d'un tiers de chacune des transactions. Le sentiment baissier demeure prédominant dans les enquêtes auprès des investisseurs, notamment celle de JP Morgan. Le positionnement net des fonds utilisant l'effet de levier (*hedge funds, CTAs...*) est vendeur à hauteur de 100k contrats T-Note. Les vendeurs avaient accru leur positionnement au cours des trois dernières semaines. Le portage de cette stratégie est négatif, de l'ordre de 24pdb sur un mois (y compris l'effet *roll down* lié au passage du temps et à la pente de la courbe). Cette situation crée une asymétrie dans la réaction des marchés de taux aux publications économiques (IPC), d'autant que des fonds spéculatifs acheteurs se sont manifestés sur les niveaux de 2,40%. Pour des raisons de positionnement, nous pensons que le taux américain à 10 ans ne rejoindra pas rapidement sa valeur d'équilibre que nous estimons à 2,74%. Selon l'analyse technique, le maintien des cours sous 2,42% rend peu probable un scénario haussier à court terme. Sous 2,29%, un retour du T-Note sur 2,17% est possible. Dans ce contexte, nous conservons un biais acheteur sur les *Treasuries*. Le *spread* 10-30 ans (66pdb) devrait s'élargir. En outre, l'émission de TIPS 10 ans sera facilitée par la diminution récente des points morts (188pdb à 10 ans) et le rebond du pétrole au-dessus de 50\$ le baril.

Au Royaume-Uni, Mark Carney a évoqué la possibilité de hausses de taux plus rapides en cas de '*soft Brexit*'. L'inflation projetée s'établit au-dessus de l'objectif jusqu'en 2020 mais une hausse des taux reste hypothétique à ce stade. Le 10 ans cote autour de 1,10%.

Positionnement vendeur de Bund et pentification

En zone euro, le Bund allemand se maintient autour de 0,40%. L'inflation de la zone euro attendue cette semaine pourrait favoriser un mouvement haussier du 10 ans et une pentification de la courbe. L'équilibre du marché se situe à 0,56% selon nos estimations. Le seuil de 0,34% constitue un

support technique permettant d'envisager un scénario haussier sur le 10 ans allemand. Nous optons pour un positionnement vendeur de Bund. La tendance à la pentification est favorisée par le choix de maturités de la Bundesbank et l'adjudication de 30 ans à venir cette semaine. Ainsi, les *swap spreads* à 2 et 5 ans devraient s'élargir (soit une surperformance des emprunts allemands vis-à-vis des *swaps*).

Les emprunts souverains ont légèrement sous-performé le Bund la semaine passée. Le positionnement des investisseurs finaux s'est accru sur les périphériques dernièrement mais l'émission de 2,5mds € de 30 ans italien a pesé sur la dynamique des *spreads*. Ainsi le *spread* du BTP est remonté vers 185pdb soit 10pdb d'élargissement depuis le 5 mai. Le Bonos espagnol subit sans doute l'annonce d'une émission à 10 ans cette semaine. La prime des Bonos repasse au-dessus de 120pdb. L'OAT cote autour de 45pdb à 10 ans. En termes de stratégie, nous restons à l'écart des emprunts souverains les mieux notés qui n'offrent pas de prime attrayante vis-à-vis de la référence allemande. La France offre davantage de potentiel de resserrement après les échéances parlementaires. L'Espagne reste notre pari privilégié parmi les notations souveraines BBB, hormis sur le 30 ans (neutre). L'embellie cyclique se poursuit au Portugal, ce qui milite pour une surexposition sur les maturités de 5 ans et moins.

Le crédit poursuit sa tendance au resserrement

Les *spreads* de crédit sont toujours orientés à la baisse. La faible aversion pour le risque des investisseurs et la volatilité réduite favorisent les stratégies de portage. Les primes sur les dettes financières se sont resserrées de sorte que l'écart de *spread* moyen des financières par rapport au marché s'est réduit à 10pdb. Les *spreads* sur les CDS sur dettes subordonnées ont diminué depuis un mois (-57pdb). Agences et *covered bonds* ont suivi le mouvement de diminution des *spreads*.

Le *high yield* pan-européen se traite autour de 300pdb contre Bund après un *rally* de 60pdb sur le mois écoulé. Ces niveaux de valorisations peuvent sembler excessifs historiquement. Cela étant, les changements de notations pour la catégorie spéculative s'équilibrent chez Moody's et le taux de défaut reste peu élevé.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	15-mai-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.67 %	-1	+19	+9
EUR Bunds 10 ans	0.42 %	+0	+23	+21
EUR Bunds 30 ans	1.24 %	+4	+32	+30
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	109 pdb	+1	+5	+12
USD Treasuries 2 ans	1.3 %	-3	+10	+11
USD Treasuries 10 ans	2.35 %	-4	+11	-10
USD Treasuries 30 ans	3.02 %	-1	+12	-5
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	105 pdb	-1	+1	-21
GBP Gilt 10 ans	1.14 %	-1	+10	-10
JGB 10 ans	0.04 %	+2	+3	0
Spreads Souverains € (10 ans)	15-mai-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	46 pdb	+3	-27	-2
Belgique	41 pdb	+1	-16	+8
Italie	186 pdb	+3	-27	+25
Espagne	121 pdb	+4	-31	+4
Portugal	296 pdb	-3	-74	-60
Points Morts d'Inflation (10 ans)	15-mai-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	118 pdb	-5	-12	-9
USD TIPS	185 pdb	-2	-8	-12
GBP Gilt Indexé	312 pdb	+12	-15	+10
Swap Spreads (10 ans)	15-mai-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	41 pdb	-2	-8	-5
USD Swap Spread	-9 pdb	-3	-5	+2
Indices Crédit (BarCap)	15-mai-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	105 pdb	-2	-16	-18
EUR Financières OAS	115 pdb	-4	-19	-24
EUR Agences OAS	47 pdb	-2	-21	-10
EUR Securitized - Covered OAS	50 pdb	-3	-15	-17
EUR High Yield Pan-Européen OAS	305 pdb	-7	-60	-74
Devises	15-mai-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.097 \$	+0.67	+2.96	+4.3
GBP/USD	1.288 \$	-0.48	+2.37	+4.41
USD/JPY	113.82 ¥	+0.32	-4.66	+2.76

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	+1
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)	=
Spreads Souverains € - Toutes Maturités	Vue de marché
France vs. Allemagne	+1
Pays-Bas vs. Allemagne	-1
Belgique vs. Allemagne	=
Espagne vs. Allemagne	+1
Italie vs. Allemagne	=
Autres Marchés Obligataires	Vue de marché
EUR Emprunts Indexés (Points Morts)	= / +1
EUR Crédit aux Entreprises	=
EUR Agences (vs. Swaps)	-1
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

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.