

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 26 JUIN /// N°22-2017

Forte tendance à l'aplatissement

Points clés

- **Croissance bien orientée en zone euro mais inflation de juin probablement en baisse**
- **Positionnement acheteur sur le Bund, probables tensions sur les swap spreads en fin de semestre**
- **Rally sur le crédit, valorisations élevées sur le *high yield***

La volatilité des rendements obligataires reste historiquement faible. L'aplatissement reste la tendance sur les marchés de taux mondiaux, en particulier sur les *spreads* 10-30 ans. Le T-note à 10 ans évolue autour de 2,15%. Le Bund allemand se situe autour de 0,25%. Les *spreads* souverains italiens et espagnols diminuent de 5pdb environ sur la semaine écoulée. L'OAT se stabilise à 35pdb pour une maturité de 10 ans.

Concernant le crédit, les flux favorables à l'*investment grade* compriment les *spreads* des émetteurs privés européens. La prime moyenne baisse de 2pdb à 105pdb au-dessus de la référence allemande. Les *spreads* sur les notations spéculatives s'écartent en revanche, sans doute en raison de valorisations difficiles à justifier en zone euro comme aux États-Unis. L'iTraxx Crossover s'échange à 231pdb. La dette des pays émergents en dollars sous-performe légèrement cette semaine mais la recherche de rendement favorise encore ce marché. L'Argentine a réussi à placer un emprunt de 2,75mds \$ à 100 ans à un taux de 7,9%. Le *spread* de la classe d'actifs reste proche de 300pdb comparé aux *Treasuries*.

Le marché des changes était peu animé la semaine passée. Le réal brésilien abandonnait néanmoins 1,5% face au dollar.

Conjoncture américaine et européenne

L'indice de la Fed de Chicago repasse sous 0 en mai après un bon début de deuxième trimestre. Cette enquête prend en compte 85 séries pour déterminer la position cyclique de l'économie par rapport à son potentiel. L'immobilier résidentiel reste porteur. Les ventes de maisons s'élèvent à 6,2mn unités en rythme annualisé, dont 610k maisons neuves. Les prix ont progressé fortement au premier trimestre de sorte que l'inflation immobilière annuelle s'affiche autour de 6%. Parallèlement, la consommation s'améliore après un premier trimestre de transition. Le solde extérieur retirera probablement à la croissance malgré des révisions haussières sur les exportations nettes en avril. L'investissement demeure sur une tendance favorable, dans le sillage du fort rebond observé lors du premier trimestre. La reconstitution des stocks apportera un peu d'activité supplémentaire. Ainsi, l'économie américaine a sans doute crû au rythme de 3% l'an.

De l'autre côté de l'Atlantique, les enquêtes d'activité indiquent une croissance robuste. Le PMI manufacturier de la zone euro s'établit à 57,3 selon le sondage préliminaire de juin. L'IFO allemand est à 115,1 en juin avec une composante relative aux conditions actuelles à 124,1. Le cycle européen est sans doute proche de son sommet. L'estimation *flash* de l'indice des prix attestera sans doute d'une convergence de l'inflation globale vers la tendance sous-jacente. Le récent repli des prix du brut combiné à la hausse de l'euro fera diminuer l'inflation annuelle. La hausse des prix à la consommation devrait tomber à 1,2% sur un an en juin.

Au Royaume-Uni, la hausse de l'inflation est jusqu'à présent ignorée par la Banque d'Angleterre. Mark Carney a maintenu pour le *statu quo* le 15 juin dernier. Le taux de référence reste à 0,25%. Les projections d'inflation sont incompatibles avec le mandat mais l'incertitude politique liée au Brexit semble prévaloir. Trois des huit membres penchaient

néanmoins pour une hausse, dont Kristin Forbes qui quitte l'institution. Cela étant, Andrew Haldane a laissé entendre que les taux d'intérêt pourraient monter... malgré son vote en faveur du *statu quo* au dernier MPC.

Neutralité sur le T-Note, acheter le Bund

La courbe des taux américaine continue de s'aplatir après l'annonce de la Fed. Le *spread* 2-10 ans est tombé sous le seuil de 80pdb. Le rendement à 30 ans s'établit sous 2,70%. La volonté du FOMC de mener une politique totalement prévisible maintient la volatilité des marchés financiers (implicite ou réalisée) à un niveau anormalement faible. Les stratégies d'allongement de la durée sont en fait liées aux stratégies risquées de portage sur les marchés du crédit ou les actions qui dépendent étroitement des conditions de marché sur le repo. Or l'absence de volatilité ne signifie absolument pas l'absence de risques sur les fondamentaux. Le cycle de crédit aux États-Unis est mature et il est peu probable que les valorisations de marché actuelles reflètent le faible potentiel d'amélioration. La dynamique est donc favorable à des taux plus bas surtout si le marché reste sous le 10 ans technique de 2,17%. Nous sommes néanmoins neutres compte tenu des valorisations notamment. Le *spread* 10-30 ans conserve un potentiel d'élargissement.

En zone euro, le 10 ans allemand évolue dans le bas de la fourchette qui prévaut depuis 6 mois. Cette bande de fluctuation cadre le marché de taux entre 0,15% et 0,50%. L'inflation a sans doute ralenti en juin ce qui constitue un soutien compte tenu du mandat unique d'inflation et de la rhétorique de la BCE. Nous retenons une position de surexposition en durée à l'horizon d'une semaine. La tendance à l'aplatissement est également visible sur le marché de l'euro. Le *spread* 10-30 ans offre le plus fort potentiel de resserrement (80pdb) à court terme. Le Schatz remonte de façon graduelle. Le 2 ans allemand traite à -0,62%. Des débouchements de positions d'*asset-swaps* sur les emprunts allemands courts ont engendré cette hausse. Toutefois, l'approche de la fin de semestre avec les tensions récurrentes sur le marché du repo pourraient contribuer à un nouvel élargissement des *swap spreads* sur les échéances 2 et 5 ans. Une position jouant la surperformance des emprunts allemands par rapport au *swap* est recommandée. Les

emprunts indexés sont peu favorisés par la saisonnalité des prix et la sensibilité aux mouvements du pétrole. Le point mort sur l'OAT 10 ans est à peine supérieur à 100pdb.

Zone euro

Les flux se sont améliorés sur la dette souveraine de la zone euro. Les investisseurs finaux semblent toujours peu positionnés sur les dettes périphériques. Les notations BBB (Italie, Espagne) représentent une bonne alternative au crédit pourvu que l'investisseur accepte une sensibilité légèrement supérieure. Toutefois, le potentiel de resserrement supplémentaire paraît limité sur les émetteurs core et semi-core. Les Pays-Bas affichent un surplus budgétaire qui milite néanmoins pour la neutralité. En France, le *spread* de 35pdb reflète probablement le niveau d'équilibre. La dette belge apparaît en revanche relativement chère selon nos modèles de valorisation. Nous préférons donc l'OAT à l'OLO en particulier sur les maturités longues. L'Irlande qui a procédé à la vente d'une partie de ses actions bancaires consolide sa position budgétaire. Les obligations irlandaises offrent une prime attrayante sur l'échéance 10 ans.

Sur les emprunts périphériques, l'Espagne constitue le meilleur compromis entre risque et rendement à court terme. Les Bonos à 10 ans s'échangent autour de 115pdb. En Italie, le coût de la défaillance des banques vénitienes en difficultés, chiffré à 17mds €, devrait peser sur le *spread*. Il est préférable de limiter l'exposition aux BTPs aux échéances inférieures à 5 ans. Le second semestre est cependant favorable en termes de remboursements sur le marché italien.

Poursuite du rally sur le crédit

La recherche de rendement bénéficie à la sphère *investment grade* et, à un degré nettement moindre, au *high yield*. Le *spread* de l'IG euro se situe sous 105pdb contre Bund. Le *high yield* cote 290pdb. Le *rally* de l'iTraxx XO paraît anticiper une amélioration de la qualité de crédit. Certes, la croissance en zone euro soutiendra la tendance mais le marché semble optimiste.

Enfin, la dette émergente retrace une partie du resserrement observé depuis le début de l'année. Les flux restent favorables à la classe d'actifs. Cependant, la baisse du prix du pétrole contribue à un écartement de 20pdb sur la Russie.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	27-juin-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.61 %	+4	+7	+15
EUR Bunds 10 ans	0.25 %	-1	-8	+4
EUR Bunds 30 ans	1.05 %	-2	-11	+10
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	86 pdb	-5	-15	-11
USD Treasuries 2 ans	1.35 %	+1	+6	+17
USD Treasuries 10 ans	2.13 %	-2	-11	-31
USD Treasuries 30 ans	2.69 %	-5	-22	-37
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	78 pdb	-3	-17	-48
GBP Gilt 10 ans	1.02 %	+3	+1	-22
JGB 10 ans	0.05 %	-1	+1	+0
Spreads Souverains € (10 ans)	27-juin-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	36 pdb	+2	-7	-12
Belgique	35 pdb	+3	0	+3
Italie	165 pdb	+1	-12	+5
Espagne	113 pdb	+1	-8	-5
Portugal	270 pdb	+8	-12	-86
Points Morts d'Inflation (10 ans)	27-juin-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	106 pdb	+1	-8	-21
USD TIPS	172 pdb	+5	-11	-25
GBP Gilt Indexé	297 pdb	+1	-9	-5
Swap Spreads (10 ans)	27-juin-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	48 pdb	+1	+0	+2
USD Swap Spread	-2 pdb	+0	+1	+9
Indices Crédit (BarCap)	27-juin-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	104 pdb	-2	-4	-19
EUR Financières OAS	112 pdb	-3	-6	-27
EUR Agences OAS	44 pdb	-1	-4	-13
EUR Securitized - Covered OAS	47 pdb	-1	-6	-20
EUR High Yield Pan-Européen OAS	284 pdb	-1	-18	-95
Devises	27-juin-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.119 \$	+0.59	+0.15	+6.41
GBP/USD	1.272 \$	+0.78	-0.88	+3.1
USD/JPY	111.73 ¥	-0.24	-0.38	+4.68

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	=
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	=
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)	=
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.