

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 3 JUILLET /// N°23-2017

Document destiné aux clients professionnels

Inflexion dans le discours des Banques Centrales

Points clés

- **BCE : réduction probable du QE à partir de janvier**
- **Tolérance accrue à la baisse de l'inflation pétrolière**
- **BoE : relèvement du buffer de capital, hausse des taux probable cette année**
- **Légère surexposition au Bund, neutralité sur les Treasuries**

Les Banques Centrales semblent changer de discours au sujet de l'inflation et des risques liés à l'expansion rapide du crédit. La BCE annonce un ajustement de sa politique. La BoE s'inquiète de l'évolution du crédit à la consommation et relève le coussin de capital réglementaire pour les banques. Le 10 ans allemand a brièvement coté 0,50% en séance lundi. Le T-note revient vers 2,30%. Le taux du Gilt à 10 ans (1,26%) s'envole d'une trentaine de points de base. Les pentes des courbes de taux sur les principaux marchés se sont accentuées.

La remontée des taux n'a pas engendré d'écartement des *spreads* souverains ou de crédit à l'exception des marchés synthétiques. L'iTraxx XO cote 246pdb, soit environ 15pdb au-dessus des plus bas récents. Les obligations d'entreprises notées IG s'échangent à 102pdb contre Bund. Les covered bonds et dettes d'agence traitent sous le seuil de 50pdb. La dette émergente libellée en dollars est restée insensible à la volatilité accrue sur les taux d'intérêts américains. La prime de crédit émergent oscille autour de 310pdb. Toutefois, les *spreads* s'élargissent sur le segment du *high yield*.

Sur le marché des changes, le yen continue de se déprécier contre les devises majeures. L'euro et le sterling gagnent près de 2% contre le billet vert.

Nette inflexion du discours des banquiers centraux européens

Le forum annuel de la BCE au Portugal a permis une mise au point de la part des banquiers centraux. La clarification de la position de la Fed n'y est sans doute pas étrangère. Mario Draghi a laissé présager un ajustement de la politique monétaire arguant que le *statu quo* dans une économie en amélioration constituait un assouplissement. Il s'agissait sans doute d'une préannonce d'une réduction des achats mensuels à partir de janvier 2018. L'annonce formelle devrait avoir lieu lors de la réunion du 7 septembre. Une diminution, à 30 ou 40mds €, des opérations mensuelles est probable. La question des taux sera abordée ultérieurement. Une hausse du taux de dépôt paraît possible courant 2018. L'analyse de la dynamique de l'inflation a aussi évolué. La chute du pétrole liée à un choc favorable de productivité (dans le *shale oil* américain) n'est pas déflationniste. La politique monétaire ne doit pas répondre aux chocs d'offre. De la même façon, l'inclusion des prix importés dans la référence d'inflation pose problème pour la conduite d'une politique de ciblage de l'inflation.

Quant à la BoE, Mark Carney laisse désormais entrevoir un mouvement de taux dès cette année. Cette posture plus restrictive détone avec le *statu quo* décidé début juin. L'inflation britannique (2,9%A en mai) milite pour un ajustement. Par ailleurs, les risques liés à la croissance excessive du crédit à la consommation (+10%A) ne peuvent plus être ignorés. Le crédit 'automobiles' est en hausse de plus de 15% par an depuis 2013. L'essor du *leasing* s'accompagne d'un assouplissement périlleux des conditions d'octroi de prêt. L'immobilier résidentiel est également soutenu par une baisse des marges et une hausse sensible des ratios de prêts sur valeur d'actif. Enfin, les valorisations de l'immobilier commercial sont au-delà de la fourchette d'équilibre à long terme selon la BoE. Le Financial Policy Committee de la BoE a parallèlement annoncé une augmentation du coussin cyclique de capital réglementaire pour

las banques. Il s'agit d'une mesure technique visant à réduire l'octroi de crédit et à corriger l'impact de l'exclusion du calcul de levier des réserves bancaires détenues auprès de la Banque Centrale. Le coussin de capital cyclique augmentera vraisemblablement d'1pp au total d'ici novembre 2018.

Fort rebond des taux

Le Bund s'est révélé volatile au cours de la semaine. Le changement de discours de Draghi, notamment au sujet de l'inflation, préfigure une annonce relative au programme d'achat d'actifs en septembre. Un arrêt brutal impliquerait une hausse des rendements et une pentification de la courbe des taux. C'est le sens de l'intervention verbale de Vitor Constancio le lendemain pour tenter (en vain) d'atténuer l'impact sur le marché du discours du Président. Il est difficile d'estimer l'ampleur de la hausse potentielle des rendements mais il est indéniable que la BCE est de loin le principal acheteur net sur les marchés d'emprunts d'états. On note toutefois un regain d'intérêt de la part des allocataires. Les flux vers les ETFs dédiés à la dette souveraine se sont redressés. Le Bund proche de 0,50% favorisera la poursuite des rachats. Le Bund est désormais plus proche de sa valeur d'équilibre (0,59%). L'embellie cyclique est bien intégrée et la surprise haussière sur l'inflation en juin milite pour la poursuite du mouvement baissier sur le contrat Bund septembre 2017. Toutefois, un rebond des cours n'est pas à exclure à court terme. La dynamique baissière à moyen terme restera valide sauf en cas de retour des prix au-delà de 163. À court terme, la possibilité de rebond et le désenchérissement du Bund nous incitent à opter pour une position de sur-sensibilité au taux allemand. L'aplatissement du 10-30 ans devrait perdurer malgré les émissions longues prévues cette semaine.

Le Gilt a rebondi de près de 30pdb au cours de la semaine écoulée. Le 10 ans britannique cote 1,25% environ. La neutralité est recommandée avec en perspective une hausse du repo de 25pdb peut-être dès le mois d'août.

Le T-Note a suivi le mouvement. L'emprunt américain à 10 ans se situe au-delà de 2,30%. La moindre pentification de la courbe (par rapport à l'Europe) s'explique probablement par la politique de la Fed, qui

continuera de réinvestir sur l'ensemble de la courbe malgré l'annonce d'une réduction de ces rachats. Le *spread* 10-30 ans poursuit son resserrement. Le *spread* s'établit à 52pdb.

Les spreads souverains insensibles à la volatilité des taux

La correction du Bund et la pentification de la structure par terme n'a pas engendré de mouvement de défiance envers la dette souveraine. Le *spread* de l'Espagne se réduit encore et s'approche du seuil de 100pdb pour la première fois depuis novembre dernier. La syndication de Bonos 10 ans (Oct27) a rencontré une demande élevée de 29mds € pour 8mds € émis. Les banques et gestions d'actifs ont largement assuré le succès de l'opération. Le Portugal surperforme également avec une réduction de 13pdb de sa prime à 10 ans sur la semaine écoulée. La perspective d'un relèvement de la note en catégorie *investment grade* (Fitch s'exprimera le 15 décembre) devrait soutenir les PGBs. Il convient de maintenir une surexposition sur les marchés de la péninsule ibérique. En revanche, la position en dette italienne est neutre. L'OAT présente moins de potentiel de resserrement mais conserve un attrait relatif face à la dette belge, plus chère sur l'ensemble des maturités.

Écartement des indices vs. Resserrement des obligations privées

Les marchés du crédit synthétiques et obligataires connaissent souvent des évolutions contrastées. Les indices sont davantage sensibles aux actions alors que le marché des obligations d'entreprise dépend de l'activité primaire et des interventions des banques centrales. Les achats de l'Eurosystème sont stables autour de 1,5mds € par semaine. L'iTraxx *crossover* (245pdb) a ainsi corrigé dans le sillage de la baisse des marchés d'actions (-2%) alors même que les *spreads* sur le marché euro IG se comprimaient à 102pdb contre Bund. Les *spreads* des financières se situent désormais à peine 7pdb au-dessus de la prime moyenne. Le *high yield* cote 287pdb, ce qui peut sembler optimiste voire excessif au regard des fondamentaux. La recherche de rendement de la part d'investisseurs institutionnels notamment semble être la source de l'excès de demande sur la classe d'actifs.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	3-juil.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.59 %	+3	+14	+18
EUR Bunds 10 ans	0.48 %	+23	+20	+27
EUR Bunds 30 ans	1.27 %	+23	+14	+33
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	106 pdb	+20	+7	+9
USD Treasuries 2 ans	1.41 %	+8	+12	+22
USD Treasuries 10 ans	2.34 %	+21	+18	-10
USD Treasuries 30 ans	2.86 %	+16	+5	-20
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	93 pdb	+13	+6	-32
GBP Gilt 10 ans	1.26 %	+25	+23	+3
JGB 10 ans	0.09 %	+3	+3	+4
Spreads Souverains € (10 ans)	3-juil.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	35 pdb	0	-8	-13
Belgique	34 pdb	-1	-3	+1
Italie	166 pdb	+0	-33	+5
Espagne	105 pdb	-8	-25	-13
Portugal	253 pdb	-15	-23	-102
Points Morts d'Inflation (10 ans)	3-juil.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	115 pdb	+10	+2	-12
USD TIPS	176 pdb	+5	-5	-21
GBP Gilt Indexé	308 pdb	+11	+2	+6
Swap Spreads (10 ans)	3-juil.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	43 pdb	-5	-7	-3
USD Swap Spread	-3 pdb	-1	+2	+8
Indices Crédit (BarCap)	3-juil.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	102 pdb	-3	-6	-21
EUR Financières OAS	109 pdb	-4	-10	-30
EUR Agences OAS	43 pdb	-1	-7	-14
EUR Securitized - Covered OAS	45 pdb	-3	-10	-22
EUR High Yield Pan-Européen OAS	287 pdb	-3	-17	-92
Devises	3-juil.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.136 \$	+0.45	+0.98	+8.04
GBP/USD	1.296 \$	+1.37	+0.26	+5
USD/JPY	113.34 ¥	-0.85	-2.54	+3.19

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.