

# STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

## L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 10 JUILLET /// N°24-2017

Document destiné aux clients professionnels

## La correction des Banquiers Centraux

### Points clés

- Correction sur les marchés de taux : le Bund vers 0,55%
- Croissance toujours bien orientée aux États-Unis
- Janet Yellen s'exprime devant le Congrès cette semaine
- Neutralité directionnelle, biais à l'aplatissement du 10-30 ans en euros

La correction s'est poursuivie sur les marchés de taux. Il s'agit d'une remontée des taux réels en réaction au durcissement du discours des Banques Centrales.

Le Bund flirte avec le niveau de 0,60% avant de revenir autour de 0,55%. Le 10 ans américain cote autour de 2,35%. La pentification de la courbe des taux allemands contraste avec l'aplatissement observé aux États-Unis depuis le début de 2017 (*spread* 2-30 ans en baisse de 36pdb). Le Gilt à 10 ans oscille autour d'1,30%, la hausse des taux, un temps anticipée, semble remise en cause par les dernières publications. Au Japon, l'annonce d'une intervention illimitée de la BoJ ramène les taux sous 0,10% et entretient la faiblesse de la devise. Le dollar-yen passe le seuil de 114.

Les *spreads* souverains se sont ajustés avec retard à la tension sur les taux. La duration vendue contribue à élargir la prime sur les Bonos. Les BTPs cotent de nouveau au-delà de 175pdb. Le crédit IG continue d'attirer les flux des investisseurs alors que les *spreads high yield* semblent contraints par les valorisations. L'iTraxx *Crossover* cote 255pdb avec une volatilité réalisée plus élevée à l'instar des indices d'actions. Les investisseurs réduisent leur exposition à la dette émergente en dollars. Le *spread* moyen ressort à 316pdb.

### États-Unis : le marché du travail reste très porteur

L'économie américaine a créé 222k emplois au mois de juin selon le rapport mensuel du BLS (dont 187k dans le secteur privé). Les révisions sur les deux mois précédents sont haussières. La surprise provient du secteur public (+35k), ce qui est pour le moins étonnant au regard de la dynamique récente des dépenses publiques. Ce niveau de créations d'emplois est plus que suffisant pour assurer la poursuite de la baisse tendancielle du chômage. Le taux de chômage usuel (U-3) remonte cependant de 0,1pp à 4,4% de la population active en raison d'une amélioration de la participation. Le taux de salaire horaire moyen progresse de 2,5%A. Les heures travaillées sont en léger progrès (34,5h en moyenne). Le total des heures travaillées croît au rythme de 2,1%. Ta entre avril et juin. La croissance du PIB se situera autour de 3% Ta au deuxième trimestre.

L'activité décrite par les enquêtes ISM reste soutenue. L'embellie se poursuit dans le secteur manufacturier (57,2 en juin). L'indice des services reste également compatible avec une croissance supérieure au potentiel. Les nouvelles commandes, internes et à l'exportation, annoncent une solide progression de l'activité au cours des mois à venir.

Sur le plan de la politique monétaire, Janet Yellen s'exprimera devant le Congrès le 12 juillet. Le message sera sans doute conforme à l'annonce de juin préfigurant une réduction linéaire de la taille du bilan à partir d'octobre. La Fed réduira ses actifs de 450mds \$ à l'horizon de décembre 2018. Ce faisant, la Fed s'engage à ne pas réagir à une inflation transitoirement inférieure à l'objectif de 2%. La chute inhabituelle des prix des médicaments et de la téléphonie mobile observée au printemps pèsera en effet durablement sur l'inflation annuelle. L'IPC de juin intègrera aussi la baisse de 6% des prix de l'essence.

Par ailleurs, les agences Fannie Mae et Freddie Mac, nationalisées depuis la crise de 2008, doivent être réformées. La garantie financière

apportée par l'état fédéral expire à la fin de l'année. Des mécanismes de transfert de risque vers le secteur privé existent mais sont insuffisants pour combler les besoins en capital en cas de crise immobilière. La solution que choisira le Trésor ne sera pas sans influence sur la politique monétaire, puisque la Fed détient 1700mds \$ de MBS, aujourd'hui assimilable au risque de l'état fédéral.

### Neutralité sur les taux

La chute du Bund s'est accélérée la semaine passée. Une adjudication de dette à long terme médiocre en France et la publication du compte-rendu de la réunion de la BCE de juin ont déclenché deux accélérations baissières. Le 10 ans allemand a touché brièvement sa valeur d'équilibre à 0,59%. Des prises de profits sur des positions vendeuses ont stabilisé le marché en début de semaine. Le 10 ans allemand cote ainsi 0,55%. Une nouvelle référence à 10 ans sera lancée cette semaine. Le rendement du nouveau titre zéro-coupon devrait se situer au-delà de 0,60%. Cela constituera un bon test de l'appétit des intervenants pour les taux euro sans risque alors que le discours des banquiers centraux s'est infléchi. La valeur d'équilibre se situe selon nos estimations à 0,70%. Dans ce contexte, une confirmation de la sortie par le haut de la fourchette 0,15-0,50% constituerait un signal vendeur avec comme objectif 0,70%. Cela étant, nous optons pour la neutralité en sensibilité. Par ailleurs, les nombreuses émissions de dettes longues offrent des points d'entrée pour des stratégies jouant le resserrement du 10-30 ans. Les *swap spreads* se sont légèrement élargis sur les échéances courtes mais se resserrent sur la maturité 10 ans. Nous prenons des profits sur nos positions à l'achat d'*asset swaps* de Schatz et de Bobl.

Aux États-Unis, le 10 ans américain évolue sous 2,40% dans l'attente du discours de Janet Yellen. Le risque d'une normalisation brutale de la prime de terme (toujours négative) est pris en compte par la Fed. Toutefois, le marché sera soutenu par le probable ralentissement des prix en juin. Un mouvement au-delà de 2,40% constituerait un signal technique à la baisse des cours. La neutralité en sensibilité au taux américain est conservée. Par ailleurs, les flux vers les emprunts indexés ont diminué.

Le marché des Gilts semble hésiter quant à la possibilité d'un mouvement de taux. L'inflation importée éloigne la BoE de son objectif tout en réduisant le pouvoir d'achat des ménages. Le 10 ans s'établit vers 1,30%. Au Japon, la Banque Centrale montre les muscles pour empêcher une hausse du 10 ans au-delà de 0,10%. La neutralité prévaut.

### La duration vendue pèse sur les taux longs

Les adjudications d'obligations souveraines à long terme ont pesé sur le marché en fin de semaine dernière. Cela étant, les *spreads* n'ont pas immédiatement réagi alors que les flux de couverture sur le contrat Bund avaient fait décaler les cotations. La demande pour l'OAT 30 ans n'a atteint que 3,5mds € malgré les rendements en hausse (1,87%). La dette française s'échange à un *spread* de 35pdb environ face au Bund. Les flux sont majoritairement acheteurs mais pour des tailles inférieures à la moyenne. Les transactions les plus importantes n'excèdent pas 100mn € sur le marché de l'OAT. Les investisseurs japonais restent à l'écart malgré la hausse sensible des rendements européens. Le rapport mensuel du PSPP indique que les Banques de Finlande et des Pays-Bas ont sensiblement réduit la voilure. La maturité de leurs achats est désormais comparable à celle de la BuBa (5 ans environ). Les dettes périphériques ont connu une semaine plus volatile. L'Espagne constitue néanmoins le meilleur compromis entre risque et rendement. Le Portugal cote 260pdb après l'annonce d'émissions 2027 et 2045 en vue de réduire sa dette envers le FMI. L'Irlande empruntera également sur ses lignes 2022 et 2045. Nos stratégies sur les marchés souverains sont inchangées.

### Le crédit européen sous 100pdb contre Bund

Le marché du crédit reste fortement soutenu par les flux finaux. Les ETFs dédiés à la classe d'actifs continue d'enregistrer des flux entrants. Les *spreads* se compriment sur le marché d'obligations privées. La prime moyenne est tombée sous le seuil de 100pdb contre le Bund. L'engouement des investissements n'est pas indiscriminé. Les valorisations du *high yield* et l'absence de soutien direct de la BCE constituent un frein à la performance relative des notations spéculatives. Parallèlement, on observe quelques dégagements sur la dette émergente en dollars. Le pétrole et le risque turc constituent deux éléments défavorables.

## Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	10-juil.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.61 %	-2	+12	+16
EUR Bunds 10 ans	0.54 %	+6	+28	+33
EUR Bunds 30 ans	1.34 %	+7	+21	+39
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	115 pdb	+8	+16	+17
USD Treasuries 2 ans	1.38 %	-3	+5	+19
USD Treasuries 10 ans	2.37 %	+2	+17	-7
USD Treasuries 30 ans	2.93 %	+7	+8	-13
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	99 pdb	+5	+13	-26
GBP Gilt 10 ans	1.27 %	+0	+26	+3
JGB 10 ans	0.09 %	+1	+4	+5
Spreads Souverains C (10 ans)	10-juil.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	37 pdb	+2	-1	-11
Belgique	37 pdb	+3	+2	+4
Italie	174 pdb	+8	-8	+13
Espagne	113 pdb	+8	-5	-5
Portugal	259 pdb	+5	-17	-97
Points Morts d'Inflation (10 ans)	10-juil.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	119 pdb	+4	+11	-8
USD TIPS	174 pdb	-3	-6	-23
GBP Gilt Indexé	302 pdb	-6	+0	+0
Swap Spreads (10 ans)	10-juil.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	42 pdb	-1	-7	-4
USD Swap Spread	-4 pdb	-1	+2	+8
Indices Crédit (BarCap)	10-juil.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	98 pdb	-4	-11	-25
EUR Financières OAS	105 pdb	-4	-14	-34
EUR Agences OAS	45 pdb	+2	-6	-12
EUR Securitized - Covered OAS	47 pdb	+2	-9	-20
EUR High Yield Pan-Européen OAS	299 pdb	+12	+1	-80
Devises	10-juil.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.141 \$	+0.49	+1.87	+8.46
GBP/USD	1.289 \$	-0.29	+1.88	+4.45
USD/JPY	114.07 ¥	-0.78	-3.84	+2.53

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	-1
USD Treasuries 10 ans	=
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 C - 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 durée 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.