

# STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

## L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 17 JUILLET /// N°25-2017

Document destiné aux clients professionnels

### La détente des taux profite aux actifs risqués

#### Points clés

- Yellen sans surprise devant le Congrès
- Détente du 10 ans américain vers 2,30%
- La BCE reportera à septembre toute annonce d'ajustement monétaire
- Neutralité recommandée sur les taux euro et américains
- Surperformance de l'OAT et des Bonos

Le discours de Janet Yellen devant le Congrès n'a pas modifié la trajectoire probable de la politique monétaire. Sans surprise, les taux se sont détendus et la volatilité a diminué. Le 10 ans américain revient vers le niveau de 2,30% alors que la courbe des taux s'aplatit. En zone euro, les intervenants sont à l'achat. La nouvelle référence à 10 ans cote sous le seuil de 0,60%. Les *spreads* souverains sont orientés à la baisse. L'OAT française et les Bonos espagnols voient leurs primes à 10 ans se réduire de 11 et 9pdb respectivement.

Le crédit poursuit son mouvement de resserrement. La dette des entreprises offre un *spread* de 95pdb contre Bund. Le marché reste moins favorable aux notations spéculatives, dont la prime s'élargit de 8pdb sur le mois écoulé. Toutefois, l'iTraxx Crossover a profité du rebond des actions consécutif à la détente des taux. Sur les marchés émergents, les *spreads* souverains en dollars se resserrent sous 310pdb et les taux locaux suivent le mouvement du T-note.

Parallèlement, le dollar se replie contre toute devise. L'euro s'établit au-delà d'1,14\$, le sterling est proche d'1,31\$. Le peso mexicain et le réal brésilien s'adjugent 2,5% contre le billet vert.

#### BCE : rendez-vous en septembre ?

La réunion de la BCE constitue le principal évènement de la semaine. Les désaccords

entre les membres du Conseil sont évidents. Mario Draghi ménagera les différentes sensibilités. Un ajustement de la politique monétaire est inévitable mais son annonce ne devrait pas intervenir avant le 7 septembre. Dans ce contexte, la réunion de jeudi ne constitue pas un point de rupture. L'inflation, confirmée à 1,3%A en juin, milite pour une politique accommodante. L'inflation sous-jacente atteint 1,1%A, soit un niveau à peine supérieur à la moyenne observée depuis 2013 (0,9%A). Cela étant, l'économie de la zone euro est sans doute proche de son sommet cyclique. La croissance s'approchera en effet de 2%A cette année. Par ailleurs, l'inflation totale incorporant les prix des importations n'est pas forcément une mesure sans biais des tensions dans l'économie. Le chômage se réduit dans la plupart des états membres. Le Président de la BCE devrait commenter l'enquête trimestrielle des conditions de prêts bancaires. Le sondage relatif au premier trimestre indiquait un ralentissement de la demande de crédit des entreprises, lié à une activité de fusions et acquisitions moindre. A l'inverse, la demande de crédit des ménages pour motifs de consommation durable et d'investissement dans l'immobilier demeure bien orientée.

#### Fed : Humphrey-Hawkins sans surprise

Le discours sans surprise de Janet Yellen a stabilisé le marché de *Treasuries* et contribué au rebond des marchés d'actions et le crédit. Le gradualisme appliqué à la fois aux taux et aux politiques bilancielles entretient un environnement de faible volatilité favorable aux stratégies de portage.

La Présidente de la Fed a indiqué que la normalisation du bilan serait un processus lent, donnant 2022 comme échéance probable. La taille du bilan de la Fed devrait se situer, à terme, aux alentours de 2500mds \$. Au cours du temps, sa composition se rééquilibrera en faveur des obligations du Trésor américain au détriment des créances hypothécaires. La Fed est donc engagée dans une politique au long cours, qu'elle maintiendra sauf en cas de crise

majeure. L'inflation inférieure à l'objectif (1,6% en juin selon l'IPC) sera sans doute ignorée par les Banquiers Centraux, du moins à court terme.

### Neutralité globale sur les taux

Les taux sans risque se sont détendus à la suite de l'intervention de Janet Yellen et de la surprise baissière sur l'IPC américain du mois de juin. Le 10 ans américain cote autour de 2,30%. Les niveaux techniques compatibles avec une reprise de la tendance haussière se situent vers 2,40%. Sans rupture à la hausse, le contexte technique militera pour la neutralité directionnelle. Les publications hebdomadaires devraient confirmer un environnement de croissance proche du potentiel mais il n'y a pas de catalyseur pour une accélération vers la valeur d'équilibre que nous situons à 2,70% sur le T-note à 10 ans. Ainsi, la neutralité est recommandée sur le marché américain.

En zone euro, l'agence allemande a émis une nouvelle référence à 10 ans. L'obligation s'échange sous 0,60%. Cette semaine, la BCE devrait se contenter de reporter à septembre tout ajustement de sa politique monétaire. Un accès de volatilité apparaît peu probable. Nous estimons la valeur d'équilibre à 0,70% sur le 10 ans allemand. Le *spread* T-note-Bund est relativement stable, mais le portage semble favoriser la dette américaine. Le *spread* 10-30 ans, orienté au resserrement depuis le début du mois de juin, devrait continuer de se réduire. L'adjudication d'1md € de dette allemande cette semaine devrait rencontrer une demande élevée compte tenu de sa taille de la remontée récente des rendements. Le 30 ans s'échange au-delà d'1,30% soit des niveaux inconnus en 2017 avant une adjudication. En revanche, nous ne retenons pas de positionnement sur le 2-10 ans. Les *swap spreads* semblent correctement valorisés.

Le Gilt réagira probablement à la publication de l'inflation. L'indice RPI, qui sert de référence aux emprunts indexés du Royaume-Uni, pourrait accélérer au-delà de 3,7%A en juin. La BoC a emboité le pas de la Fed en relevant son taux d'un quart de point. La BoE pourrait aussi ajuster le taux repo en août afin de favoriser un rééquilibrage de

l'économie et des comptes externes. Nous conservons la neutralité.

### L'OAT et les Bonos surperforment

Sur les marchés souverains, la tendance est restée favorable. Les flux finaux vers la classe d'actifs ont néanmoins ralenti au cours dernières semaines. Les *spreads* français et espagnols se resserrent sensiblement. L'OAT à 10 ans cote sous le seuil de 30pdb par rapport à la nouvelle référence sans risque à 10 ans. Les assureurs-vie japonais semblent faire leur retour sur le marché français. En Espagne, les gestions et comptes ALM soutiennent le marché. Toutefois, le marché obligataire reste très illiquide malgré quelques séances animées sur les marchés de contrats à terme.

En termes de stratégies, nous conservons notre vue constructive sur l'Espagne et le Portugal notamment. La dette française nous semble globalement plus attrayante que les obligations souveraines belges. Il y a en revanche très peu de valeur dans les pays *core* (Pays-Bas, Finlande), hormis sur certaines échéances autour de 2023-2024.

### Le crédit toujours soutenu

Le crédit continue de bénéficier de la lenteur de l'ajustement de la politique monétaire. Les *spreads* de crédit ont diminué sous la barre des 100pdb dans l'univers *investment grade* en euros. Les investisseurs institutionnels et les gestions diversifiées renforcent leurs allocations malgré la concurrence de *spreads* souverains élevés sur le segment BBB.

Le marché du *high yield* reste plus lourd compte tenu de niveaux de valorisation plus élevés. Le *spread* moyen des émetteurs notés en catégorie spéculative est inférieur à 300pdb. Cela dénote une absence de prime par rapport au risque de défaut probable historiquement. L'iTraxx Crossover a néanmoins profité du rebond des actions. Cet indice cote de nouveau sous 250pdb.

Parallèlement, la dette émergente profite de la détente des taux américains. Le *spread* de l'indice EMBI ressort sous 310pdb. La prime sur les obligations brésiliennes a notamment diminué vers 270pdb en moyenne sur les titres en dollars.

## Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	17-juil.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.62 %	-1	+4	+14
EUR Bunds 10 ans	0.58 %	+4	+31	+37
EUR Bunds 30 ans	1.32 %	-2	+21	+37
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	120 pdb	+6	+27	+23
USD Treasuries 2 ans	1.36 %	-2	+4	+17
USD Treasuries 10 ans	2.31 %	-6	+16	-13
USD Treasuries 30 ans	2.9 %	-3	+12	-17
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	95 pdb	-4	+12	-30
GBP Gilt 10 ans	1.27 %	+0	+25	+3
JGB 10 ans	0.08 %	-1	+3	+4
Spreads Souverains € (10 ans)	17-juil.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	26 pdb	-11	-9	-21
Belgique	28 pdb	-9	-6	-5
Italie	166 pdb	-8	-5	+5
Espagne	101 pdb	-12	-17	-17
Portugal	252 pdb	-7	-12	-104
Points Morts d'Inflation (10 ans)	17-juil.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	116 pdb	-2	+9	-10
USD TIPS	177 pdb	+4	+9	-20
GBP Gilt Indexé	295 pdb	-7	+2	-7
Swap Spreads (10 ans)	17-juil.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	37 pdb	-5	-11	-9
USD Swap Spread	-6 pdb	-2	-4	+5
Indices Crédit (BarCap)	17-juil.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	95 pdb	-3	-14	-28
EUR Financières OAS	103 pdb	-2	-15	-36
EUR Agences OAS	45 pdb	+0	-2	-12
EUR Securitized - Covered OAS	47 pdb	0	-6	-20
EUR High Yield Pan-Européen OAS	296 pdb	-3	+8	-83
Devises	17-juil.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.148 \$	+0.34	+2.86	+9.14
GBP/USD	1.306 \$	+1.65	+2.48	+5.83
USD/JPY	112.66 ¥	+1.15	-1.1	+3.82

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)	+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 Obligationnaires	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.