

# STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

## L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 24 JUILLET /// N°26-2017

Document destiné aux clients professionnels

### Draghi attend l'automne

#### Points clés

- Draghi manie l'ambigüité et attend l'automne
- Le FOMC devrait indiquer le début de normalisation cette semaine
- Neutralité sur les taux euro et *Treasuries*, biais vendeur sur les *Gilts*
- Fort resserrement des spreads italiens et espagnols

Le discours prudent de Mario Draghi a permis une détente généralisée des taux et des *spreads* souverains et de crédit en Europe. Un ajustement du programme d'achats d'actifs est néanmoins à prévoir à l'automne, sans doute après l'annonce d'une réduction du bilan de la Fed (mi-septembre). Le Bund cote sous 0,50% et entraîne au resserrement les *spreads* à 10 ans des dettes italiennes (-10pdb à 155pdb) ou espagnoles (-5pdb à 93pdb). Le Gilt britannique a surperformé en début de semaine après la publication de l'inflation de juin en recul à 2,6%A.

Sur les marchés du crédit, le *spread* IG européen se réduit à 93pdb contre Bund. L'environnement de croissance soutenue en zone euro favorise ce marché. Les flux se redressent vers le *high yield* malgré les valorisations élevées. Les taux émergents évoluent parallèlement à la détente des rendements sur les principaux marchés.

La faiblesse du dollar perdure. Les positions acheteuses de dollar sont débouclées au profit des monnaies canadienne et australienne. En outre, la BCE ne semble pas opposée à un euro plus fort (\$1,17).

#### La BCE fait patienter les marchés (et le risque paye)

La semaine passée, Mario Draghi a tenu une conférence de presse peu informative. Le Président de la BCE en dira peut-être

d'avantage fin août à Jackson Hole. Mario Draghi concède néanmoins un ajustement de la politique monétaire à « l'automne ». La diminution attendue des achats d'actifs à partir de janvier 2018 devrait être communiquée lors de la réunion d'octobre plutôt qu'en septembre. L'inflation basse offre une justification commode à ce délai d'un mois. La Fed aura alors confirmé sa politique de non-réinvestissement d'une partie des flux de remboursements des *Treasuries* et des MBS. La politique monétaire accommodante est néanmoins à contre-courant de la position cyclique de l'économie de la zone euro. Le consensus et le FMI tablent en effet sur 2% de croissance cette année. Chose étonnante, Draghi n'a fait aucun commentaire au sujet de la hausse de l'euro. Il est vrai que les exportations de la zone y sont peu sensibles. De fait, la contribution des exportations nettes a été négative depuis fin 2013 retirant 1pp au total à la croissance cumulée de 5,8% sur la période.

L'expansion effrénée de la base monétaire rend les marchés vulnérables à un choc inflationniste non anticipé. Un rebond des prix des matières premières lié à l'amélioration de la conjoncture chinoise ou les contraintes sur le commerce mondial (protectionnisme américain, Brexit) pourraient engendrer un tel choc. La BCE, seule acheteuse d'emprunts souverains à l'exception des assureurs et fonds de pension (50 à 100mds € par trimestre), ferait alors face à un choix difficile : consommer sa crédibilité ou son capital (ce qui, à terme, revient au même).

En outre, la posture actuelle de la BCE (et celle d'autres Banques Centrales) tient davantage de l'interprétation des chiffres d'inflation que d'une réelle contrainte sur l'activité que ferait peser l'inflation basse. Quelle serait la politique de la BCE si les cibles originelles (croissance de M3 de 4,5%A et inflation sous 2%) avaient été maintenues? Aujourd'hui, l'agrégat M3 est en hausse de 5%A et l'inflation est à 1,3%. La traduction numérique de l'objectif de stabilité des prix inscrit dans le mandat est primordiale pour comprendre l'acharnement thérapeutique

de la BCE. C'est la pierre angulaire de son indépendance. De son côté, Le FOMC se réunit cette semaine. Le communiqué devrait inclure une référence à la mise en œuvre prochaine de sa politique de réduction du bilan.

### **Directionnel taux : neutralité en zone euro et aux États-Unis**

L'environnement de croissance en zone euro milite pour des rendements plus élevés. La valeur d'équilibre pour le Bund allemand à 10 ans se situe à 0,70% selon nos estimations. Toutefois, la lente évolution de la politique monétaire et l'absence de volatilité favorisent les stratégies de portage, et induit une pression à la baisse sur les taux longs. La hausse de l'euro et les prochaines données d'inflation soutiendront les cours. Les remboursements nets prévus au mois d'août constituent un soutien supplémentaire au marché de taux de la zone euro. Pour ces raisons, il convient de rester neutre sur le plan directionnel en zone euro. Le positionnement sur le 2-10 ans est conforme à la neutralité directionnelle sur le 10 ans. Cela étant, nous maintenons une exposition au resserrement du *spread* 10-30 ans. Les banques et les acteurs spéculatifs continuent de recevoir le taux swap sur les échéances longues. Concernant les *swap spreads*, nous observons la neutralité.

Aux États-Unis, l'activité devrait ressortir en croissance de 2,5 à 3% Ta au deuxième trimestre. Le rebond de la consommation privée et l'investissement des entreprises bien orienté contraste avec les dépenses publiques atones. Le solde extérieur contribuera négativement à hauteur de 0,2pp de PIB. Le communiqué de la Fed inclura probablement une référence au début de la normalisation du bilan. Les montants mensuels de non-réinvestissement sont connus. Par ailleurs, afin de maintenir les Fed Funds dans la fourchette ciblée, la Fed effectue des *reverse repos* pour des montants supérieurs à la réduction prévue de ses actifs d'ici décembre 2018 (450mds \$). La référence à cette politique n'aura pas d'impact. Nous optons pour la neutralité sur le T-Note.

Au Royaume-Uni, la surprise à la baisse sur l'inflation de juin réduit la probabilité perçue d'une hausse des taux le mois prochain. Cela étant, le taux d'épargne des ménages est au plus bas historique et les taux réels sont

fortement négatifs. La sortie de l'UE constitue un risque fort sur la capacité du pays à se financer. Une politique de taux élevés peut se justifier afin de reconstituer l'épargne interne. Le développement de crédits risqués aux ménages milite également pour une politique moins accommodante. Une position vendeuse de Gilts est recommandée, notamment sur la partie courte de la courbe.

### **Rally des spreads souverains**

Les *spreads* souverains ont réagi favorablement à la patience, voire l'ambiguïté du discours de Mario Draghi. La symétrie des performances des BTPs et des Bonos témoigne du caractère indiscriminé du resserrement des *spreads*. Le BTP à 10 ans s'échange à 155pdb contre un sommet à 213pdb à la veille des élections françaises. La situation italienne (croissance potentielle faible, chômage élevé, système bancaire fragile) reste pourtant préoccupante malgré le redressement de la confiance des entreprises. Il convient de rester prudent vis-à-vis de l'Italie, malgré le soutien mécanique des remboursements au second semestre et la dérive (favorable aux BTPs) du PSPP par rapport à la clé de répartition. À l'automne, et de façon concomitante avec la révision de l'APP de la BCE, les intervenants se focaliseront de nouveau sur les prochaines élections et l'étroitesse des marges budgétaires. Cela conduit à la neutralité au-delà des échéances courtes sur l'Italie. En revanche, le *spread* de l'Espagne sous 100pdb semble se justifier. Un relèvement de la note souveraine serait toutefois nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence vers le *spread* de l'Irlande. Il convient de rester surexposé sur les Bonos. Quant aux émetteurs core, les niveaux de valorisation en France et en Belgique n'offrent aucune prime par rapport aux dettes finlandaises, néerlandaises ou autrichienne bien mieux notées sur les maturités 8-10 ans. Le retour des japonais sur le marché de l'OAT milite désormais pour un allègement.

### **Le crédit poursuit son resserrement**

Les flux constituent de se porter sur le crédit *investment grade* en zone euro. La qualité de crédit s'améliore continument et le soutien de la BCE induit une pression au resserrement des *spreads*. Le marché s'échange autour de 93pdb contre Bund. Le *high yield* demeure cher mais le discours de Draghi a comprimé de nouveau les *spreads* synthétiques. Les flux s'améliorent aussi, y compris sur le *high yield* américain.

## Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	24-juil.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.65 %	-3	-3	+11
EUR Bunds 10 ans	0.51 %	-7	+25	+30
EUR Bunds 30 ans	1.28 %	-4	+22	+33
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	116 pdb	-4	+28	+19
USD Treasuries 2 ans	1.36 %	+1	+2	+17
USD Treasuries 10 ans	2.25 %	-6	+11	-19
USD Treasuries 30 ans	2.83 %	-7	+12	-23
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	89 pdb	-7	+9	-36
GBP Gilt 10 ans	1.19 %	-8	+16	-5
JGB 10 ans	0.07 %	-1	+2	+3
Spreads Souverains € (10 ans)	24-juil.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	24 pdb	-2	-11	-24
Belgique	27 pdb	-1	-8	-6
Italie	155 pdb	-11	-11	-6
Espagne	98 pdb	-3	-15	-20
Portugal	240 pdb	-12	-27	-116
Points Morts d'Inflation (10 ans)	24-juil.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	116 pdb	-1	+12	-11
USD TIPS	178 pdb	0	+7	-20
GBP Gilt Indexé	300 pdb	+4	+4	-2
Swap Spreads (10 ans)	24-juil.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	39 pdb	+2	-9	-7
USD Swap Spread	-4 pdb	+2	-2	+7
Indices Crédit (BarCap)	24-juil.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	93 pdb	-2	-13	-30
EUR Financières OAS	101 pdb	-2	-13	-38
EUR Agences OAS	43 pdb	-2	-1	-14
EUR Securitized - Covered OAS	47 pdb	0	-1	-21
EUR High Yield Pan-Européen OAS	282 pdb	-14	-4	-97
Devises	24-juil.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.164 \$	+0.67	+4.04	+10.68
GBP/USD	1.303 \$	-0.12	+2.42	+5.6
USD/JPY	111.15 ¥	+0.81	+0.49	+5.23

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 € - 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 Obliqitaires	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.