

# STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

## L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 21 AOUT /// N°27-2017

Document destiné aux clients professionnels

### Repli des taux avant Jackson Hole

#### Points clés

- Les taux obligataires en baisse de 10pdb depuis fin juillet
- Yellen, Draghi attendus à Jackson Hole
- Neutralité directionnelle, maintien des positions en *spreads* souverains
- Légère sous-performance du crédit face aux taux allemands

Depuis le début du mois, la volatilité est réapparue quelque peu. Les développements politiques aux États-Unis, la crise coréenne et les volumes réduits sur les marchés financiers ont contribué à une plus forte variabilité des cours. Les actions américaines reculent de 1,8% depuis la clôture de juillet.

Le taux américain à 10 ans s'échange sous 2,20% contre 2,29% à la fin du mois de juillet. Le Bund allemand oscille autour de 0,40% (-14pdb sur la période). Les *spreads* souverains se sont écartés modérément mais l'OAT cote à peine 30pdb au-dessus de la référence pour la zone euro. Le BTP italien s'affiche autour de 160pdb. Cela reflète des élargissements de primes de 5pdb environ. Concernant l'inflation, les points morts reculent légèrement en Europe comme aux États-Unis. La baisse des taux sans risque représente à la fois une diminution des taux réels et de l'inflation anticipée.

Sur les marchés du crédit, la dette de haute qualité sous-performe quelque peu. Le *spread investment grade* ressort en hausse de 4pdb depuis le début du mois à 96pdb. La demande de crédit reste soutenue. Concernant les notations spéculatives, le retracement est plus marqué de l'ordre de 10pdb en raison des valorisations initialement plus tendues et d'une sensibilité supérieure aux marchés actions. L'indice iTraxx XO s'établit à 250pdb,

près de 20pdb au-dessus des plus bas récents.

#### Les enjeux de la conférence de Jackson Hole

Le symposium annuel organisé par la Fed de Kansas City (24-26 août) est un rendez-vous important pour les banquiers centraux et intervenants du monde universitaire. Le thème de la conférence de 2017 est le dynamisme de l'économie mondiale (« Fostering a Dynamic Global Economy »). Il s'agira sans doute pour les banquiers centraux d'apporter un éclairage sur la contribution de la politique monétaire à une croissance économique durablement plus élevée. Cela passe par une réflexion sur le mandat des autorités monétaires. Le ciblage de l'inflation, partagé par la majorité des Banques Centrales, se heurte aujourd'hui à une difficulté majeure. Le prix des biens dans une économie mondialisée est devenu insensible à la pression locale sur l'utilisation des ressources productives. Le secteur des services, encore protégé de la concurrence internationale, connaîtra probablement une évolution similaire. La référence à une cible d'inflation annuelle proche de 2% apparaît en outre totalement arbitraire. Cette traduction numérique de l'objectif de stabilité des prix est pourtant partagée par la plupart des Banques Centrales des pays développés. La Fed a longtemps plaidé pour une inflation sous-jacente (déflateur PCE) comprise entre 1 et 2% avant d'opter, en 2012, pour une cible à 2% d'inflation totale. La BCE considérait initialement 2% comme un plafond avant d'en modifier la définition par l'ajout du (trop ?) fameux « close but below ». Certains économistes sont favorables à un objectif d'inflation plus élevé (par exemple 4%).

Encourager une croissance durablement plus forte nécessite de mettre en œuvre une surveillance accrue des risques financiers. La poursuite d'un objectif d'inflation arbitraire engendre parfois des déséquilibres financiers susceptibles de mettre un terme abrupt au cycle économique. La monnaie créée doit toujours aller quelque part. Ainsi, la faiblesse de l'inflation n'est pas synonyme de bonne

allocation du capital dans l'économie. A l'inverse des cycles des années 70, les dernières récessions sont la conséquence de crises de crédit et de politiques monétaires trop accommodantes. La plupart des Banques Centrales sont désormais dotées de missions de supervision bancaire. Reste à régler la question de la priorité des objectifs : stabilité financière ou inflation ? Prix des actifs ou prix des biens et services ?

### Baisse des taux sans risque en août

Le T-note a quasiment rejoint son plus bas de l'année sous 2,20%. Les tensions avec la Corée du Nord ainsi que la situation politique interne ont favorisé le repli sur l'actif sans risque en parallèle d'une baisse des marchés d'actions et de remontée de la volatilité. La courbe des taux s'est aplatie, son segment 2-10 ans repassant sous le seuil de 90pdb. Il s'agit à la fois d'un mouvement de taux réel et d'inflation anticipée puisque les points morts américains à 10 ans ont corrigé de 6pdb sur les 11pdb de baisse des taux nominaux depuis la fin du mois de juillet. Les données économiques témoignent d'un début de troisième trimestre encourageant (Empire, ventes au détail) dans un contexte de stabilité de l'inflation (IPC à 1,7% en juillet). En revanche, le ralentissement des flux d'achats de Treasuries par les entités non-résidentes n'a pas eu d'effet négatif sur le marché. Nous jugeons toujours les valorisations élevées estimant la valeur d'équilibre (2,79%). Cela étant, la prudence de la Fed et la lisibilité de sa politique continuent de comprimer les rendements obligataires. Il convient de maintenir la neutralité directionnelle.

En zone euro, le Bund est revenu dans sa large bande de fluctuation (0,15-0,5%) après avoir brièvement cassé la borne haute au début du mois de juillet. Le 10 ans cote aux alentours de 0,40%, soit 20pdb sous son sommet de 2017. L'émission de 3mds € de 10 ans prévue cette semaine devrait rencontrer une bonne demande finale. Nous retenons la neutralité en termes d'exposition à la duration en zone euro.

Les *spreads* souverains sont orientés à la hausse. Les emprunts d'états de la zone euro sous-performent la référence allemande avec

des écartements de 4 à 8pdb depuis la fin du mois de juillet. Le marché primaire est peu animé au mois d'août de sorte que l'élargissement des *spreads* traduit peut-être un désintérêt pour l'obligataire au profit du contrat à terme. L'OAT s'est stabilisée vers 0,70%, l'Italie offre un rendement de 2% pour une maturité de 10 ans. En ce qui concerne le PSPP, les maturités moyennes à l'achat ont brutalement remonté dans tous les pays, l'exception de l'Allemagne. La BuBa achète des papiers de maturité proche de 5 ans alors que l'échéance moyenne du PSPP se situait à 10,7 années le mois dernier. Les achats de dettes belges, françaises et italiennes se sont concentrés sur des papiers très longs (15,5, 14,8 et 11,5 ans respectivement en moyenne). Nos allocations marquant une préférence pour les dettes espagnoles et portugaises restent inchangées. Les dettes *core* présentent peu d'intérêt en termes de valorisations.

### Le crédit respire en août

Les *spreads* se sont élargis sur le marché du crédit en zone euro. Le léger repli des marchés d'actions et la surperformance enregistrée de la classe d'actifs militaient sans doute pour des prises de profits. Le niveau moyen des *spreads* de l'IG en euros se situe sous le seuil de 100pdb (96pdb après un plus bas à 92pdb). A l'instar des achats d'emprunts souverains, les achats du CSPP ont ralenti en juillet/août à environ 1mds € par semaine contre 1,5mds à 2mds € précédemment.

La dynamique du *high yield* est plus lourde compte tenu de valorisations plus tendues. Le *spread* moyen de la classe d'actifs ressort à 292pdb. La sensibilité de l'iTraxx XO aux marchés des actions s'est traduite par un écartement atteignant une vingtaine de points de base depuis les plus bas. L'indice synthétique cote autour de 250pdb. Toutefois, les flux vers les fonds *high yield* (dont les ETFs spécialisés) semblent se redresser.

Enfin, nous prôtons la neutralité sur les *covered bonds*, avec une prudence réitérée sur les émissions d'entités canadiennes et australiennes étant donné le risque immobilier.

## Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	21-août-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.72 %	+0	-8	+5
EUR Bunds 10 ans	0.4 %	-1	-11	+19
EUR Bunds 30 ans	1.15 %	-1	-13	+21
<b>EUR Bunds 2 ans - 10 ans</b>	<b>112 pdb</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	<b>+14</b>
USD Treasuries 2 ans	1.3 %	-2	-4	+11
USD Treasuries 10 ans	2.18 %	-4	-6	-26
USD Treasuries 30 ans	2.77 %	-4	-4	-30
<b>USD Treasuries 2 ans - 10 ans</b>	<b>88 pdb</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-37</b>
GBP Gilt 10 ans	1.07 %	0	-11	-17
JGB 10 ans	0.03 %	-3	-4	-2
Spreads Souverains € (10 ans)	21-août-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	30 pdb	+0	+5	-18
Belgique	31 pdb	+0	+4	-1
Italie	163 pdb	+2	+7	+3
Espagne	115 pdb	+11	+20	-3
Portugal	235 pdb	-6	-5	-121
Points Morts d'Inflation (10 ans)	21-août-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	119 pdb	+1	+4	-8
USD TIPS	176 pdb	-1	+0	-21
GBP Gilt Indexé	301 pdb	+2	+4	-1
Swap Spreads (10 ans)	21-août-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	41 pdb	-2	+2	-5
USD Swap Spread	6 pdb	-1	-3	+6
Indices Crédit (BarCap)	21-août-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	96 pdb	+0	+3	-27
EUR Financières OAS	101 pdb	-1	+0	-38
EUR Agences OAS	46 pdb	-1	+2	-11
EUR Securitized - Covered OAS	50 pdb	-2	+3	-17
EUR High Yield Pan-Européen OAS	274 pdb	-6	-18	-105
Devises	21-août-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.182 \$	+0.69	+1.55	+12.37
GBP/USD	1.291 \$	+0.33	-0.9	+4.61
USD/JPY	108.8 ¥	+1.53	+2.22	+7.5

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 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.