

# STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

## L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 22 AOÛT /// N°26-2016

Document destiné aux clients professionnels

## Yellen attendue à Jackson Hole

### Points clés

- Volatilité faible sur le T-note et le Bund avant le discours de Yellen
- Le QE de la BoE maintient le Gilt sous 0,60%
- Surexposition en duration sur les marchés de taux, surperformance du crédit et de l'Espagne

Passés les épisodes de volatilité à l'issue du référendum britannique, l'accalmie a prévalu sur les marchés financiers au cours de l'été. L'aversion au risque a nettement diminué. Depuis mi-juin, les principaux indices sur les marchés d'actions progressent de 5%. La volatilité du S&P a diminué de moitié sur la période, atteignant 12% actuellement. Le 10 ans allemand cote autour de -0,05% et les Treasuries américains oscillent entre 1,50% et 1,60% sur le mois écoulé. L'aplatissement des courbes de taux reste une tendance lourde. Le dollar est globalement stable malgré l'appréciation forte du yen.

Les marchés du crédit sont bien orientés des deux côtés de l'Atlantique. Début août, la BoE annonçait un programme de 10mds £ d'achats d'obligations privées. L'iTraxx s'échange sous le seuil de 70pdb. Les spreads de crédit en euros s'affichent en baisse 35pdb depuis le sommet post-Brexit à 144pdb. Le *high yield* bénéficie également de la plus faible aversion pour le risque. Les primes sur le *high yield* ont diminué sous 400pdb.

Les emprunts souverains se sont globalement resserrés à l'exception du Portugal (304pdb à 10 ans) soumis à l'incertitude liée à sa note. La possibilité d'un accord de gouvernement en Espagne soutient les Bonos. La dette espagnole à 10 ans affiche désormais un resserrement de 14pdb depuis le début de l'année. L'Italie, en revanche, subit le risque politique lié au référendum constitutionnel prévu en octobre. Enfin, la dette externe

émergente poursuit son *rally* vers 330pdb contre le T-note.

### Qu'attendre du discours de Janet Yellen à Jackson Hole ?

La croissance économique américaine s'est révélée décevante au cours des trois derniers trimestres. L'activité a progressé à un rythme médiocre de l'ordre d'1% en termes annualisés. L'investissement en équipement productif a freiné l'activité dans la période récente. Les dépenses publiques n'offrent aucun soutien à la demande globale tirée par la consommation privée. En revanche, l'emploi croît à un rythme soutenu de l'ordre de 180k créations mensuelles depuis le début de l'année. Le taux de chômage, sous le seuil de 5% de la population active, est en pratique revenu à son niveau incompressible. L'inflation est inférieure au niveau de 2% ciblé par la Fed mais cet écart reflète essentiellement des développements extérieurs comme la chute du pétrole ou l'évolution des prix des biens de consommation durable importés.

Les débats au sein de la Fed se concentrent sur la politique monétaire à mener face à la faiblesse persistante des gains de productivité. La contrainte sur la croissance réside désormais dans l'insuffisance de l'offre potentielle. Une période prolongée de taux d'intérêt bas favorise les postes de la demande les plus sensibles au taux d'intérêt : principalement l'investissement résidentiel et la consommation de biens durables. En revanche, la désépargne privée réduit l'accumulation de capital. Le manque d'investissement productif limite le potentiel de croissance de l'économie. La Fed doit aussi tenir compte des risques d'instabilité financière. Une nouvelle crise financière éloignerait la Fed de ses objectifs macroéconomiques. Toutefois, la politique monétaire ne peut se substituer à la dépense publique pour redresser la productivité. Les dépenses d'éducation et de recherche ou les incitations fiscales visant l'investissement privé seraient sans doute plus efficaces.

Les dernières déclarations de Bill Dudley ou Stanley Fischer laissent entrevoir une inflexion dans le raisonnement de la Fed. Le discours de Janet Yellen à Jackson Hole sera sans doute déterminant dans l'optique du FOMC de septembre. La Présidente de la Fed a défendu jusqu'ici une politique 'prudente' compte tenu des risques internationaux (Chine, Brexit, pétrole...). Or le cycle américain dépend en premier lieu de facteurs internes, dont l'évolution des gains de productivité et des risques financiers.

### **Dynamique des marchés de taux**

Les politiques monétaires expansionnistes entretiennent une pression baissière sur les rendements mondiaux. Ainsi, la BoE s'est engagée, début août, à acheter un total de 60mds £ de Gilts au cours des six prochains mois. D'ici fin octobre, la Banque d'Angleterre investira quelque 42mds £ en tenant compte du réinvestissement d'un titre arrivant à échéance. Toutefois, la difficulté à trouver des vendeurs dans un marché dominé par les investisseurs institutionnels (assureurs, fonds de pension ayant besoin de duration) pose déjà des problèmes opérationnels. La Banque ne parvient pas systématiquement à atteindre le montant de transactions voulu. L'emprunt britannique à 10 ans cote 0,56%.

Le 10 ans américain oscille entre 1,50% et 1,60%. À l'instar des marchés d'actions, la volatilité des taux s'est réduite depuis les semaines ayant suivi le Brexit. Le marché des *Treasuries* a semblé ignorer les ventes au détail décevantes en juillet (-0,3%M) ainsi que le fort rebond de l'emploi (255k). Seul un signal de la Fed serait susceptible de remettre en cause cet environnement baissier sur les taux. Sur le plan technique, le seuil de 1,65% sur le 10 ans américain devra être cassé pour envisager un retournement de tendance. Un positionnement à la baisse des rendements américains reste privilégié. En outre, le biais à l'aplatissement de la courbe américaine sur les segments 2-10 ans et 10-30 ans est conservé.

En zone euro, le Bund évolue entre -0,10% et 0% depuis le 12 juillet. Les problèmes de rareté maintiennent une cherté artificielle de l'emprunt allemand, dont la valeur d'équilibre estimée ressort à 0,41%. La BCE étudie les moyens de faire évoluer les paramètres de son programme d'achats. Une communication

en ce sens pourrait n'intervenir qu'en décembre prochain. En outre, les enquêtes n'indiquent pas d'inflexion dans le cycle européen. Dans ce contexte, il convient de conserver une surexposition en sensibilité et des stratégies visant un aplatissement du spread 2-10 ans.

Les spreads souverains restent globalement bien orientés. Les primes sur les dettes françaises et belges ont atteint leurs planchers de l'année. L'OAT 10 ans cote 22pdb au-dessus du Bund et l'emprunt belge traite à 20pdb. Ces spreads ne semblent offrir que très peu de valeur relative.

La recherche de rendement soutient les dettes périphériques. Ces emprunts d'états se sont nettement resserrés au cours de l'été, à l'exception du Portugal visé par un possible abaissement de note par l'agence DBRS (BBBL). Une dégradation de la notation induirait un resserrement des conditions de liquidités pour les banques portugaises qui perdrait l'accès au refinancement de la BCE. En Italie, l'imminence du référendum constitutionnel prévu en octobre et la possible démission de Matteo Renzi en cas de victoire du 'non' est synonyme de sous-performance vis-à-vis des Bonos espagnols. Le spread du BTP à 10 ans s'échange toutefois à 119pdb contre plus de 160pdb après le Brexit. En Espagne, les Bonos ont brièvement coté sous le seuil de 100pdb. La situation politique s'éclaircit progressivement. Un accord de gouvernement est possible entre le PP et Ciudadanos mais cela reste conditionné à l'abstention de 7 députés d'opposition. En termes de stratégie, nous restons sous-exposés aux dettes core privilégiant le Bund et maintenons nos expositions favorables à l'Italie et à l'Espagne notamment.

### **Surperformance du crédit et de la dette émergente**

La décision de la BoE d'ajouter les dettes privées à son programme d'achats d'actifs a accentué la ruée vers le crédit. Le retard de performance des dettes en sterling a été comblé. Le crédit euro (109pdb contre Bund) est également bien orienté et l'appétit des investisseurs s'étend au high yield (-11pdb sur une semaine).

Concernant la dette émergente, l'absence de volatilité sur le T-note semble soutenir les actifs de portage dont le crédit souverain. Le spread de la classe d'actifs s'établit à 332pdb en baisse de 83pdb depuis le début de l'année.

## Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	23-août-16	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.63 %	-2	-2	-28
EUR Bunds 10 ans	-0.09 %	-6	-6	-72
EUR Bunds 30 ans	0.4 %	-8	-8	-109
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	54 pdb	-4	-4	-44
USD Treasuries 2 ans	0.74 %	-1	+4	-31
USD Treasuries 10 ans	1.55 %	-3	-2	-72
USD Treasuries 30 ans	2.24 %	-6	-5	-78
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	81 pdb	-2	-6	-41
GBP Gilt 10 ans	0.56 %	+3	-24	-140
JGB 10 ans	-0.08 %	+1	+14	-35
Spreads Souverains € (10 ans)	23-août-16	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	23 pdb	+0	-1	-13
Belgique	21 pdb	-1	-6	-13
Italie	120 pdb	+5	-7	+23
Espagne	103 pdb	+2	-11	-11
Portugal	313 pdb	+26	+5	+125
Points Morts d'Inflation (10 ans)	23-août-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	86 pdb	-4	+4	-22
USD TIPS	148 pdb	+2	-3	-10
GBP Gilt Indexé	252 pdb	+7	+20	+16
Swap Spreads (10 ans)	23-août-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	37 pdb	+2	-2	-1
USD Swap Spread	-14 pdb	-1	-6	-6
Indices Crédit (BarCap)	23-août-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	109 pdb	+0	-4	-25
EUR Financières OAS	128 pdb	+0	-10	-2
EUR Agences OAS	45 pdb	+0	-4	-4
EUR Securitized - Covered OAS	44 pdb	+1	-6	-7
EUR High Yield Pan-Européen OAS	391 pdb	-4	-30	-67
Devises	23-août-16	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.133 \$	+0.58	+3.16	+4.31
GBP/USD	1.316 \$	+0.97	+0.2	-10.66
USD/JPY	100.09 ¥	+0.24	+5.76	+20.09

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	-1
EUR Bunds 10 ans - 30 ans	+1
USD Treasuries 10 ans	+1
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	-1
USD Treasuries 10 ans - 30 ans	-1
Spreads Inter-pays	Vue de marché
USD Treasuries - EUR Bunds (10a)	+1
EUR Bunds - GBP Gilts (10a)	-1
Spreads Souverains € - Toutes Maturités	Vue de marché
France vs. Allemagne	=
Pays-Bas vs. Allemagne	-1
Belgique vs. Allemagne	-1
Espagne vs. Allemagne	+1
Italie vs. Allemagne	+1
Autres Marchés Obliguaires	Vue de marché
EUR Emprunts Indexés (Points Morts)	= / +1
EUR Crédit aux Entreprises	= / +1
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 de 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

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé, sont à la date indiquée et sont susceptibles de changer. Il n'y aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Lorsque la réglementation locale l'exige, ce document est fourni uniquement sur demande écrite. Aux pays francophones de l'UE, le présent document est fourni aux Clients Professionnels par NGAM S.A. ou sa succursale sous-mentionnée. 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 (n.509 471 173 RCS Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris. En Suisse, le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

**Ce document est publié par la Direction de la Communication de Natixis Asset Management.**