

# STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

## L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 18 AVRIL /// N°13-2016

Document destiné aux clients professionnels

### Stabilité sur les marchés de taux

#### Points clés

- **Les Treasuries oscillent autour d'1,75%, 0,15% sur le Bund**
- **Neutralité sur le Bund, biais acheteur sur le T-note**
- **Maintenir les expositions souveraines et crédit**

Les taux sont toujours sans tendance autour d'1,75% sur les Treasuries à 10 ans malgré les statistiques médiocres et le repli du brut après l'échec de Doha. Le Bund allemand s'échange à 0,15%. Le 10-30 ans américain s'aplatit à l'inverse de la courbe européenne, les syndications d'OAT à 20 et 50 ans pesant sur les maturités longues. Il y a peu de mouvements sur les spreads souverains. Le spread portugais repasse néanmoins sous 300pdb. Sur les marchés du crédit, les spreads obligataires sont stables (130pdb selon Barclays). Les financières subordonnées profitent de l'annonce d'un nouveau fonds de soutien au système bancaire en Italie. Le secteur des matières premières se resserre également. Le rebond des actions réduit les spreads des indices synthétiques. Le CDX HY se resserre de 18pdb malgré 14mds \$ de défaut aux États-Unis en avril selon Fitch.

Concernant les émergents, l'optimisme quant à une solution rapide après la destitution probable de Dilma a porté les marchés. L'ensemble des spreads émergents est bien orienté et la classe d'actifs soutenue par les flux surperforme (392pdb vs. USTs).

#### Chine : la croissance à tout prix

Selon les Banques Centrales (Fed, BCE), les risques sur la croissance sont orientés à la baisse en raison de la situation internationale. Un atterrissage brutal de l'économie chinoise constitue un risque important. Les autorités chinoises stabilisent l'activité au forceps. La croissance chinoise à 6,7%A est conforme aux attentes. Cela dit, le crédit soutient

l'activité et la spéculation immobilière dans des proportions dangereuses. L'encours total de nouveaux crédits atteint 2384mds CNY en mars. La question de la soutenabilité de la reprise de l'activité reste donc entière au vu de l'envolée spectaculaire de l'investissement des entreprises publiques et des prix du logement. La croissance des ventes au détail se maintient à 10,5%A et le rééquilibrage espéré vers davantage de consommation tarde à se matérialiser. Les points positifs concernent les exportations qui confirment les chiffres américains et allemands pointant un réchauffement du commerce mondial. Les sorties de capitaux privés se modèrent un peu à tout de même 50mds \$. Le change est stabilisé.

#### États-Unis vers une embellie au 2T

Aux États-Unis, la croissance au premier trimestre devrait marquer le point bas de l'année. La progression du PIB entre janvier et mars devrait être inférieure à 1%Ta. La production industrielle diminue de 2,3%Ta au 1T16. L'activité manufacturière réagit avec retard au ralentissement de la consommation durable, visible dans la baisse des ventes de véhicules notamment. L'ajustement des stocks s'est donc poursuivi pour le troisième trimestre consécutif. En outre, la faiblesse des prix des matières premières se traduit par une baisse de l'activité d'extraction de ressources naturelles. La production de gaz naturel se contracte de 12%A. Toutefois, les enquêtes et les anecdotes rapportées dans le beige book pointent une éclaircie dans le cycle manufacturier. Le déstockage touche à sa fin et les perspectives d'investissement se redressent. L'activité dans les services et les créations d'emploi ne montrent pas d'inflexion. Le risque de rupture dans le cycle d'expansion entamé en avril 2009 réside dans l'endettement des entreprises non-financières désormais comparable aux points hauts de 2001 ou de 2007.

En zone euro, la réunion de la BCE s'annonce comme un non-événement. Mario Draghi juge possible une spirale prix-salaires à la baisse. Quoique peu crédible, cet argument constitue

le principal élément de langage rappelant le caractère très accommodant de la politique de la BCE. L'enquête sur les conditions de crédits bancaires sera sans doute commentée.

### Aucune tendance sur les taux

Depuis le début de l'année, les quatre marchés de taux majeurs évoluent de manière similaire. Les rendements à 10 ans sur les marchés du G4 ont baissé de 40 à 50pdb. La semaine passée, les marchés ont ignoré les statistiques médiocres aux États-Unis (ventes au détail, IPC sous les attentes). La hausse des actions puis les hésitations du pétrole avant la réunion de Doha, qui s'avèrera finalement infructueuse, ont maintenu le T-note entre 1,70% et 1,80%. Les données du secteur du logement et l'enquête Philly Fed devraient rester bien orientées mais leur impact sur les taux sera sans doute limité. La courbe évolue peu. Le spread 2-10 ans est stable au-dessus de 100pdb. La stratégie d'aplatissement est maintenue. L'absence de réinvestissements significatifs de la Fed la semaine passée explique peut-être l'atonie du marché. Les flux sur les ETFs montrent une légère pression vendeuse mais une préférence accrue pour les TIPS. Le portage d'inflation devrait s'améliorer dans les mois à venir après la surprise négative sur l'IPC du mois de mars. Une stratégie favorable aux indexés permet en outre de couvrir le risque d'une normalisation de la prime de terme. Le discours de la Fed et les achats de la BCE et de la BoJ entretiennent une survalorisation du Tnote estimée à 30pdb. En revanche, le contexte technique continue de favoriser les acheteurs sous 1,84% à l'horizon d'une semaine. Nous maintenons un biais acheteur sur le T-note.

Sur le Bund, les échanges s'équilibrent à 0,15% après un sommet hebdomadaire à 0,18%. La volatilité demeure très faible. Les syndicats de dettes longues ont temporairement pesé sur les maturités au-delà de 10 ans. Le 10-30 ans cote 67pdb. Nous jugeons les valorisations toujours peu attrayantes. La valeur d'équilibre se situe à 0,45% selon nos estimations. La prime de rareté du Bund maintient le swap spread à 10 ans autour de 40pdb, malgré l'adjudication de 4mds € de Bund prévu mercredi. Sur le contrat Bund juin 2016, l'action des prix de la semaine passée est une alerte. Le niveau de 164,40 pourrait être difficile à effacer sans

nouveau catalyseur. Nous optons pour la neutralité en termes de sensibilité. La pression continue des achats de la BuBa entretient en revanche la tendance à l'aplatissement tant sur le 2-10 ans que sur le 10-30 ans.

### Consensus moins favorable aux non-core

Les investisseurs finaux continuent d'afficher une préférence pour les pays *core* au détriment des émetteurs périphériques. Toutefois, les émissions de DSL 2047 et les syndicats longues d'OAT 20 et 50 ans ont contribué à une tension sur les rendements à long terme. L'AFT a émis un total de 6 et 3mds € respectivement sur ces deux souches à des taux à l'émission inédits. Les flux autour des maturités 10 ans se sont maintenus. Le spread de l'OAT 10 ans se traite à 35bps avant les flux de coupons et de remboursements du 25 avril. Cette tendance à l'allongement des maturités perdurera cette semaine avec notamment des emprunts belges (2035), slovaques (2031) et espagnols (2032, 2041). Nos portefeuilles restent positionnés sur les spreads périphériques malgré l'absence de tendance au resserrement cette année. Le spread italien cote sous 120pdb, l'Espagne s'échange autour de 135pdb. Le *rally* du Portugal offre sans doute une opportunité pour alléger les positions avant la décision de DBRS sur sa notation souveraine (29 avril). Les primes sur les petits pays *core* sont peu élevées. Nous restons à l'écart des DSL, RAGB et RFGB. La neutralité est en revanche préconisée sur l'OAT.

### Le crédit subordonné se resserre

Les financières subordonnées ont bénéficié de l'annonce d'un nouveau plan de soutien aux banques italiennes. Atlante, doté de 5mds €, facilitera la recapitalisation de banques en souscrivant des augmentations de capital ou en achetant les tranches junior d'ABS de créances douteuses. Ce plan complètera le dispositif de garantie de l'État italien portant sur les tranches senior. Dans ce contexte, les spreads des dettes subordonnées ont diminué. Le crédit IG cote toujours 130pdb contre Bunds. Il est peu probable que Mario Draghi dévoile les détails du CSPP dès cette semaine. En revanche, la perspective de ces achats accentue la pression à la baisse des spreads au primaire.

Les marchés émergents (390pdb) ont connu une bonne semaine portés par les espoirs d'une issue au Brésil et un baril de pétrole resté proche de 40\$. Devises, taux locaux et spreads ont évolué favorablement.

## Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	19-avr.-16	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.51 %	+1	-3	-16
EUR Bunds 10 ans	0.16 %	-1	-5	-47
EUR Bunds 30 ans	0.85 %	-2	-6	-64
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	67 pdb	-1	-2	-31
USD Treasuries 2 ans	0.76 %	+2	-8	-29
USD Treasuries 10 ans	1.78 %	+1	-9	-49
USD Treasuries 30 ans	2.59 %	-1	-8	-42
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	103 pdb	-1	-1	-20
GBP Gilt 10 ans	1.5 %	+6	+5	-46
JGB 10 ans	-0.12 %	-2	-3	-39
Spreads Souverains € (10 ans)	19-avr.-16	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	34 pdb	-2	0	-2
Belgique	39 pdb	-2	-1	+5
Italie	122 pdb	+1	+17	+26
Espagne	136 pdb	-2	+14	+22
Portugal	299 pdb	-29	+28	+110
Points Morts d'Inflation (10 ans)	19-avr.-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	99 pdb	-2	+4	-10
USD TIPS	158 pdb	+0	-4	+0
GBP Gilt Indexé	236 pdb	-3	-2	0
Swap Spreads (10 ans)	19-avr.-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	39 pdb	-2	+1	+2
USD Swap Spread	-15 pdb	-1	+1	-7
Indices Crédit (BarCap)	19-avr.-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	130 pdb	-1	-4	-4
EUR Financières OAS	147 pdb	-1	+0	+17
EUR Agences OAS	51 pdb	-1	+0	+2
EUR Securitized - Covered OAS	54 pdb	-1	-1	+3
EUR High Yield Pan-Européen OAS	438 pdb	-21	-28	-20
Devises	19-avr.-16	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.133 \$	-0.4	+0.73	+4.27
GBP/USD	1.433 \$	+0.58	-0.49	-2.77
USD/JPY	109.1 ¥	-0.31	+2.47	+10.17

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	-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	=
Spreads Inter-pays	Vue de marché
USD Treasuries - EUR Bunds (10a)	=
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 Obligataires	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.**