

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 1 MAI /// N°14-2017

Document destiné aux clients professionnels

Stabilité des taux avant la Fed

Points clés

- **Croissance modeste aux États-Unis au 1T17 (0,7%Ta)**
- **Zone euro: inflation en hausse en avril (1,9%A)**
- **Biais acheteur sur le T-Note, neutre sur le Bund**
- **Le *spread* de l'Italie revient vers 200pdb**
- **Le crédit et le high yield toujours bien orientés**

Le premier tour des élections françaises passé, le risque de *shutdown* aux États-Unis effacé ont permis une stabilisation des rendements obligataires. Le Bund s'échange au-dessus de 0,30% à l'instar du T-Note proche de 2,30%.

Après une rapide détente des *spreads* souverains, la volatilité est revenue sur l'Italie. Le BTP cote autour de 200pdb. Le crédit se resserre en raison de la bonne performance des financières. La prime des financières s'est réduite à 12pdb par rapport au marché dans son ensemble. Les notations spéculatives profitent du rebond des actions en début de semaine. Les *spreads* émergents continuent de surperformer (300pdb vs. *Treasuries*).

PIB médiocre au 1T17 malgré le rebond de l'investissement

L'activité économique aux États-Unis a ralenti à 0,7%Ta entre janvier et mars après 2,1%Ta au trimestre précédent. La décomposition de la demande révèle cependant des éléments encourageants. Le ralentissement provient de la variation des stocks qui retranchent 0,9pp à la croissance. Les dépenses publiques diminuent de 1,7%Ta en raison de la contraction de 4%Ta des dépenses militaires. La demande publique soustrait ainsi 0,3pp à la croissance. La consommation ressort à +0,3%Ta. La faiblesse de la consommation

durable était attendue. La décélération des services est plus surprenante (+0,4%Ta). Une révision haussière de ce poste est probable compte tenu du niveau des enquêtes dans le secteur. La bonne nouvelle provient de l'investissement. Les dépenses en structures (+22%Ta) et équipement productif (+9%Ta) accélèrent. La recherche-développement croît à un rythme plus modéré. L'investissement en logements est en hausse de 13,7%Ta. Le commerce extérieur a une contribution à la croissance nulle. Les exportations augmentent de 5,8%Ta au 1T17 contre 4,1%Ta pour les importations. Le déflateur du PIB augmente de 2,2%Ta. La croissance nominale se situe à 4% sur un an.

En conclusion, la croissance américaine doit se rééquilibrer vers davantage d'investissement et moins de consommation. Un soutien public est nécessaire pour réussir cette transition et desserrer la contrainte d'offre qui pèse sur la croissance.

Conjoncture en zone euro

Les premiers chiffres de croissance du 1T17 ont été diffusés. La France affiche un décevant 0,3%T mais le quatrième trimestre a été revu à la hausse (0,5%T). L'Espagne maintient un rythme de croissance soutenu à +0,8%T. Le PIB autrichien ressort à 0,5%T. La hausse des prix accélère au-delà des attentes dans de nombreux pays. L'inflation s'affiche à 2%A en Allemagne en avril et 2,3%A en Belgique. L'indice harmonisé préliminaire pour l'ensemble de la zone euro est à 1,9%A en avril. L'inflation hors éléments volatiles (1,2%A). L'inflation des prix des services accélère nettement à 1,8%A. Des effets saisonniers (dans l'hôtellerie) liés aux fêtes de Pâques ont probablement joué. Les prix des biens industriels sont stables sur un an.

L'enquête trimestrielle auprès des banques révèle que la demande de crédit aux entreprises ralentit quelque peu. La demande de crédit est tirée par le refinancement alors que l'activité de fusions-acquisitions et d'investissement faiblit par rapport aux

trimestres précédents. Les conditions de crédit restent favorables aux emprunteurs en raison de la forte concurrence bancaire. Dans le secteur des ménages, la demande de crédits hypothécaires et de prêts à la consommation (biens durables) restent vives. Le crédit aux ménages progresse de 2,4%A contre 2,2%A dans le secteur des entreprises non-financières. L'agrégat monétaire M3 est en croissance de 5,3%A.

Maintien du biais acheteur sur le T-note

Le marché des *Treasuries* reste sans tendance. Le rendement à 10 ans est revenu dans la bande de fluctuation de 2,30 à 2,60% qui prévaut depuis quelques mois. Outre les publications économiques d'importance comme l'emploi, le communiqué du FOMC devrait retenir toutes les attentions. Le *statu quo* monétaire est acquis. Il s'agira pour la Fed d'indiquer les prochaines étapes en matière de politique bilancielle et/ou de taux avant le FOMC de juin. En termes de valorisation, nos modèles indiquent 2,74% comme valeur d'équilibre sur le taux 10 ans. Selon l'analyse technique, le retour dans la bande 2.30-2.60% réduit la possibilité d'un mouvement de taux baissier. Néanmoins, le consensus baissier représente un soutien pour le marché américain. Nous maintenons une surexposition en sensibilité sur le T-Note. En termes de courbe, le lancement possible d'un emprunt à 50 ans devrait peser sur le *spread* 10-30 ans (68pdb). Le risque de pentification paraît significatif sur ce *spread*.

En zone euro, le Bund se situe autour de son pivot technique de 0,34%. La conférence de presse de la BCE n'a apporté aucun élément nouveau. L'inflation sous-jacente a certes évolué favorablement en avril mais une inflexion de la politique monétaire est peu probable avant la fin d'année. Malgré l'adjudication de 3mds € mercredi et des valorisations peu attrayantes (équilibre vers 0,56%), nous estimons que la neutralité en sensibilité doit prévaloir dans les portefeuilles euro. En termes de courbe, le segment 2-10 ans offre un potentiel à la hausse avec un objectif de 115pdb. La Bundesbank continue de se démarquer des autres BCN en achetant essentiellement des obligations courtes. La maturité moyenne des achats est restée sous 5 ans en avril pour le troisième mois consécutif. Cette position est toutefois à

portage négatif. Le positionnement sur le *spread* 10-30 ans est en revanche neutre. Les emprunts indexés n'ont pas réagi à la surprise à la hausse sur les indices de prix en avril. Le point mort d'inflation euro est resté stable autour de 130pdb sur la référence française à 10 ans.

Volatilité accrue sur les BTPs italiens

L'annonce des résultats du premier tour des élections françaises a permis une détente généralisée des *spreads* à l'ouverture du marché, lundi dernier. L'OAT s'échange autour de 50pdb contre Bund. Le mouvement favorable au risque et donc aux périphériques s'est estompé au cours de la semaine. Pourtant, les enquêtes de positionnement indiquaient une nette reprise de risque de la part des investisseurs finaux sur ces marchés. Cependant, les primaires du Parti démocrate en Italie ont réinstallé Matteo Renzi comme candidat naturel de la gauche aux prochaines élections. Cela a peut-être accru le risque d'élections anticipées. Le BTP à 10 ans cote de nouveau autour de 200pdb. Nos stratégies sont inchangées dans la sphère souveraine. L'Espagne constitue le meilleur compromis entre risque et rendement sur les maturités de 2 à 10 ans. La neutralité est préférable sur l'Italie. L'OAT est meilleur marché que son équivalent belge, voire la dette irlandaise. Les pays *core* n'ont pas d'intérêt contre Bund.

Le marché du crédit bien orienté

Sur le marché du crédit IG, les achats de la BCE constituent toujours un soutien important, qui fait plus que compenser les flux vendeurs des allocataires (ventes d'ETFs notamment). Le *spread* moyen se situe à 112pdb par rapport au Bund. On observe une surperformance des financières dont la prime se rapproche de la moyenne du marché.

En revanche, les *covered bonds* subissent la surreprésentation du risque italien et la réduction des interventions des banques centrales sur ce segment. Le *spread* des obligations sécurisées témoignent d'une légère sous-performance (+2pdb à 57pdb).

Le *high yield* continue de se renchérir par rapport à l'actif sans risque. Le *spread* de la classe d'actifs ressort à 327pdb contre Bund, en diminution de 10pdb sur la semaine.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	2-mai-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.71 %	-4	+3	+5
EUR Bunds 10 ans	0.33 %	-5	+0	+12
EUR Bunds 30 ans	1.11 %	-2	+0	+17
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	104 pdb	-1	-3	+7
USD Treasuries 2 ans	1.26 %	-1	+1	+7
USD Treasuries 10 ans	2.31 %	-2	-8	-14
USD Treasuries 30 ans	3 %	+1	-1	-7
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	105 pdb	-1	-9	-21
GBP Gilt 10 ans	1.09 %	+0	-5	-15
JGB 10 ans	0.02 %	-1	-5	-3
Spreads Souverains € (10 ans)	2-mai-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	49 pdb	-3	-15	+2
Belgique	43 pdb	-2	-9	+11
Italie	198 pdb	+9	-1	+37
Espagne	133 pdb	+3	-1	+15
Portugal	324 pdb	+1	-41	-32
Points Morts d'Inflation (10 ans)	2-mai-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	130 pdb	+3	0	+3
USD TIPS	191 pdb	-1	-7	-6
GBP Gilt Indexé	311 pdb	-2	-6	+9
Swap Spreads (10 ans)	2-mai-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	47 pdb	+2	+1	+1
USD Swap Spread	-4 pdb	-2	-2	+7
Indices Crédit (BarCap)	2-mai-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	112 pdb	-3	-6	-11
EUR Financières OAS	124 pdb	-4	-7	-15
EUR Agences OAS	53 pdb	+1	-8	-4
EUR Securitized - Covered OAS	57 pdb	+2	-2	-11
EUR High Yield Pan-Européen OAS	327 pdb	-10	-27	-52
Devises	2-mai-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.091 \$	-0.4	+2.29	+3.69
GBP/USD	1.292 \$	+0.62	+3.55	+4.69
USD/JPY	112.09 ¥	-0.99	-0.95	+4.34

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	=
USD Treasuries 10 ans	+1
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	=
USD Treasuries 10 ans - 30 ans	+1
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	-1
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)	+1
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.