

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 27 MARS /// N°10-2017

Document destiné aux clients professionnels

Réforme d'Obamacare ajournée, les taux en baisse

Points clés

- **Échec de la réforme de la santé aux États-Unis, le T-note sous 2,40%**
- **Succès du dernier TLTRO en zone euro**
- **Relever l'exposition au T-note, neutralité sur le Bund**
- **Surexposition sur la France et l'Italie courte, maintien d'un biais haussier sur le crédit**

L'échec de Donald Trump à faire adopter rapidement une réforme du système de santé a engendré un accès de volatilité sur les actions. Le S&P a connu une baisse de plus de 1% pour la première fois en 100 séances. Ce coup d'arrêt a pesé sur les rendements obligataires. Le T-note a plongé de 10pdb sur la semaine à 2,36%. La courbe des taux américains s'est aplatie de 5pdb sur son segment 2-10 ans. En zone euro, le Bund a réagi parallèlement au *rally* du T-note. Le taux allemand revient sous 0,40%. La baisse du Bund est sans conséquences pour les *spreads* souverains. Ces *spreads* ont bénéficié de la demande de financement bancaire lors du dernier TLTRO. Le BTP italien à 10 ans se resserre de 10pdb à 182pdb.

Les emprunts indexés ont subi le repli vers les obligations nominales et la faiblesse de l'or noir. Les *linkers* constituent une exception alors que l'inflation accélère. Le point mort des emprunts britanniques à 10 ans augmente de 12pdb à 319pdb.

Concernant le crédit, les *spreads* (118pdb) ont peu évolué. Les dettes d'agence ont suivi l'amélioration du risque souverain. Le *high yield* reste sans tendance. Dans les émergents, les *spreads* sont stables au-dessus de 300pdb. Le dollar faible constitue un soutien au marché de la dette externe. L'euro, le sterling et le yen se renforcent contre le billet vert.

Quelle croissance au 1T17 aux États-Unis ?

Selon le consensus, la croissance du PIB américain devrait être supérieure à 2% en rythme annualisé au 1T17. Les enquêtes (ISM, NAHB, confiance des ménages...) sont dans l'ensemble bien orientées. L'emploi est beaucoup plus soutenu qu'attendu. En effet, les heures travaillées progressent rapidement avec un acquis trimestriel de 2,5%Ta après deux mois. Le climat favorable a soutenu l'activité de construction. Toutefois, la consommation durable ralentit après trois trimestres de croissance robuste. La consommation affichera probablement une hausse modeste de l'ordre de +1,5%Ta au 1T17. L'investissement des entreprises s'améliore, y compris dans les stocks. L'investissement résidentiel devrait s'améliorer fortement. La demande publique reste en revanche déprimée. En outre, la dégradation du solde extérieur se poursuit de sorte que le commerce retirera environ 0,5pp de croissance entre janvier et mars. Notre estimation ressort à +2,3%Ta. Les Fed de New York et d'Atlanta calculent un *nowcast* en intégrant l'information au fur et à mesure des publications. Atlanta voit +1%Ta alors que New York situe la croissance à +2,8%Ta. Cet écart inhabituel provient de l'estimation de la contribution des variations de stocks. Atlanta attend une contraction de 32mds \$ qui retirerait 1,9pp à la croissance trimestrielle. Une telle chute semble incompatible avec les composantes d'inventaires des enquêtes de conjoncture. Les données de stocks et de commerce extérieur de février publiées cette semaine permettront d'affiner notre projection.

Forte demande lors du dernier TLTRO-II

Les enquêtes préfigurent un solide premier trimestre en zone euro. L'IFO s'est amélioré en mars à 112 sous l'effet d'une hausse conjointe de la situation courante et des anticipations. Le sondage se situe à son sommet depuis 2011. Les PMI avancés (France, Allemagne, zone euro) progressent également à la fois dans le secteur manufacturier et les services. L'inflation devrait se tasser légèrement à 1,8-1,9%A en

mars après la remontée des derniers mois. Concernant la politique monétaire, le dernier TLTRO-II a rencontré une demande plus forte qu'attendu. Les débats au sujet d'une hausse anticipée du taux de dépôt ont peut-être influé sur la demande. Les 474 banques participantes ont emprunté 233mds € au total. L'exposition des banques italiennes au financement de la BCE a sans doute encore augmenté à partir de 200mds € actuellement.

Acheter le T-note

Le rally récent du T-note ne semble pas liée à la conjoncture économique. Il s'agit d'un repli des investisseurs vers l'actif sans risque en réaction à l'échec de la réforme du système de santé. Les dissensions au sein du Parti Républicain illustrent les difficultés à mettre en œuvre les promesses de campagne de Donald Trump. La réforme de la taxation des entreprises promet d'être mouvementée. En outre, la baisse du brut réduit l'inflation anticipée à court terme. Le 10 ans américain s'échange autour de 2,35%. Techniquement, une cassure de 2,30% constituerait un signal d'achat mettant un terme à la dérive latérale qui prévaut depuis trois mois. Nous optons pour un biais acheteur de T-Note. Le *spread* 10-30 ans conserve un potentiel haussier.

Au Royaume-Uni, l'inflation accélère au-delà des attentes à 2,3%A en février (3,2% selon le RPI). Les minutes du dernier MPC laissent entendre que trois membres envisageaient une hausse des taux à brève échéance. Le rendement à 2 ans (0,16%) est remonté alors que le Gilt à 10 ans suivait ses homologues allemand et américain. Nous optons pour la neutralité.

En zone euro, le Bund à 10 ans se traite de nouveau sous 0,40%. La situation économique plaide pour des taux plus élevés mais la corrélation avec le T-note limite le potentiel haussier. La valeur d'équilibre nous semble de l'ordre de 0,35%. Nous retenons la neutralité sur le Bund. Le taux du Schatz remonte vers -0,70% avant l'adjudication de 4mds € prévue mercredi. Les tensions récurrentes en fin d'exercice (mois, trimestre, année) pourraient pousser le Schatz plus bas à court terme. Une stratégie d'aplatissement sur le *spread* 2-10 ans serait difficile à maintenir compte tenu de son portage négatif

et du risque de dislocation du marché du *repo* à l'approche de la fin mars. La neutralité est recommandée sur la courbe. Ce risque favorise un élargissement des *swap spreads* à court terme. Nous maintenons la position acheteuse de Bobl en *asset swap*.

Revenir sur l'OAT

Les emprunts d'États de la zone euro sont toujours boudés par les investisseurs. Les gestions ont effacé tout biais favorable aux souverains périphériques. Les flux sortants des ETFs souverains restent en effet majoritaires. Cela étant, la pression vendeuse via dérivés sur les marchés français et italien s'estompe. A l'instar de la courbe néerlandaise après les élections, un dégonflement des *spreads* apparaît probable à l'horizon d'un mois sur la France (grâce au réinvestissement anticipé des flux du 25 avril). La valeur relative semble en faveur de l'OAT face à la Belgique ou l'Irlande, en particulier pour les maturités inférieures à 5 ans. Les flux japonais globalement vendeurs d'obligations souveraines en euros demeurent acheteurs nets en France. Pour ces raisons, nous estimons appropriée une surexposition à l'OAT sur les maturités 2 et 10 ans. En Italie, la forte demande de financement lors du dernier TLTRO-II préfigure la mise en œuvre de stratégies de portage de titres publics par les banques. Le rendement des BTPs à 4 ans se situe à 0,46%. Ce prêt de la BCE inclut un bonus conditionnel pouvant réduire le coût de financement à -0,40%. À titre de comparaison, le rendement de l'actif des banques italiennes (RoA) atteignait 0,11% en septembre 2016. Il convient d'être surexposé sur l'Italie 2 ans. En parallèle nous prenons des profits sur l'Irlande.

Les flux restent bien orientés sur le crédit euro. L'essentiel de la réduction à 60mds € par mois des achats d'actifs par la BCE à partir d'avril sera supporté par les souverains. Le *spread* IG euro se réduit d'1pdb sur la semaine à 118pdb. Les dettes d'agence profitent de la réduction des risques perçus sur les emprunts souverains. Le *high yield* apparaît sans tendance malgré des valorisations tendues historiquement. Le *spread* est stable à 360pdb. Les pays émergents constituent une bonne diversification depuis le début de l'année. La dette externe en dollars cote 308pdb contre *Treasuries*.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	28-mars-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.7 %	+5	+20	+7
EUR Bunds 10 ans	0.4 %	-6	+19	+19
EUR Bunds 30 ans	1.14 %	-5	+15	+20
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	110 pdb	-11	-1	+12
USD Treasuries 2 ans	1.27 %	+1	+1	+8
USD Treasuries 10 ans	2.38 %	-4	-1	-6
USD Treasuries 30 ans	2.98 %	-5	-1	-8
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	111 pdb	-5	-2	-14
GBP Gilt 10 ans	1.17 %	-8	+2	-7
JGB 10 ans	0.06 %	-1	+0	+1
Spreads Souverains € (10 ans)	28-mars-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	57 pdb	-7	-12	+9
Belgique	47 pdb	-5	-3	+15
Italie	178 pdb	-8	-10	+17
Espagne	128 pdb	-8	-17	+10
Portugal	367 pdb	-8	+0	+12
Points Morts d'Inflation (10 ans)	28-mars-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	131 pdb	-8	-9	+4
USD TIPS	197 pdb	-1	-4	+0
GBP Gilt Indexé	319 pdb	+8	+9	+17
Swap Spreads (10 ans)	28-mars-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	42 pdb	+2	-5	-4
USD Swap Spread	-3 pdb	+1	-1	+8
Indices Crédit (BarCap)	28-mars-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	118 pdb	-1	-6	-5
EUR Financières OAS	132 pdb	-1	-8	-7
EUR Agences OAS	58 pdb	-7	-14	+1
EUR Securitized - Covered OAS	57 pdb	-6	-15	-10
EUR High Yield Pan-Européen OAS	361 pdb	+4	+3	-18
Devises	28-mars-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.086 \$	+0.47	+2.39	+3.26
GBP/USD	1.257 \$	+0.76	+1.26	+1.89
USD/JPY	110.62 ¥	+1	+1.19	+5.73

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	+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)	=
USD Treasuries - EUR Bunds (2a)	=
Spreads Souverains € - Toutes Maturités	Vue de marché
France vs. Allemagne	=
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)	=
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

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.