

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 30 JANVIER /// N°4-2017

Document destiné aux clients professionnels

Les spreads souverains de nouveau sous tension

Points clés

- **Croissance modérée aux États-Unis (1,9% au 4T16)**
- **Fed : statu quo attendu**
- **BoE : arrêt du QU probable avec l'envolée des points morts d'inflation**
- **Dettes souveraines : Réduire l'exposition à l'Italie et à la France**

Les tensions haussières restent vives sur les taux allemands. Les enquêtes préfigurent en effet la poursuite de l'embellie conjoncturelle. Le Bund s'échange à 0,45% après un sommet hebdomadaire à 0,50%. La structure par terme s'est pentifiée de 7pdb à 112pdb concernant le spread 2-10 ans. La croissance américaine sous le consensus a provoqué des rachats amplifiés par le regain d'aversion pour le risque souverain. Le risque d'élections anticipées en Italie (dès cet été ?) et le début de la campagne présidentielle en France contribuent à élargir les *spreads*. La prime française à 10 ans s'établit au-delà de 60pdb. Le *spread* italien à 10 ans cote au-delà de 180pdb. Les syndicats d'OAT verte 22 ans (7mds € empruntés) ou de Bonos espagnols 10 ans (9mds €) avaient pourtant recueilli une participation élevée des comptes finaux.

Aux États-Unis, le rendement des *Treasuries* à 10 ans oscille autour du niveau de 2,50%. Les points morts d'inflation continuent de grimper. Cependant, la tendance à la pentification s'estompe au-delà des maturités à 10 ans. Le Gilt évolue en parallèle du Bund dans l'attente de la réunion de la BoE. L'arrêt du QE se précise compte tenu de la forte hausse des anticipations d'inflation.

Les marchés du crédit n'ont pas connu d'épisode de volatilité comparable à la dette souveraine. Le *spread* moyen de l'*investment grade* euro cote sous 120pdb. Le *high yield* reste stable conservant l'essentiel de sa forte surperformance depuis le début de l'année. La

dette externe émergente est insensible à la volatilité du T-Note (324pdb). En outre, le peso mexicain reprend 3% contre le dollar malgré les tensions accrues entre les deux pays.

Croissance modérée aux États-Unis

L'activité a cru à un rythme modéré d'1,9%*Ta* au cours du quatrième trimestre. La croissance ralentit par rapport aux trois mois précédents. Le modèle de croissance américain entretient des déséquilibres externes et inter-temporels. La consommation joue un rôle trop important au détriment de l'investissement public et privé. La part de la demande la plus sensible aux conditions de crédit (consommation durable, logement) reste le moteur de la croissance. Le corollaire de la vigueur de la demande des ménages est la dégradation du solde commercial. Les importations de biens ont en effet bondi au 4T16. La demande extérieure nette retranche 1,7pp à la croissance du PIB au 4T16, ce qui n'est que partiellement compensé par le restockage. Cela dit, l'investissement des entreprises donne des signes d'amélioration. L'équipement productif progresse de 3%*Ta* et la propriété intellectuelle, dont la recherche-développement, affiche une augmentation de 6,4%*Ta*. En revanche, la demande publique reste médiocre (+1,2%*Ta*) en raison de la contraction des dépenses militaires.

Idéalement, la politique économique américaine devrait être réorientée afin de prendre en compte les contraintes d'offre pesant sur la croissance. L'*output gap* étant comblé, les risques d'instabilité financière s'accroissent en l'absence d'ajustement de la politique monétaire. Le redressement de la productivité est une nécessité. La politique monétaire doit promouvoir une accumulation plus rapide du capital par tête par des taux d'intérêt élevés. Ce rééquilibrage requerra un soutien budgétaire face au ralentissement de la consommation. Le besoin d'interventions publiques va bien au-delà des allègements fiscaux promis par la nouvelle Administration. Il est nécessaire de mettre un terme à la crise de la dette étudiante (1300mds \$ d'encours avec un taux de défaut

de 11%), symptôme de la hausse immodérée du coût des études supérieures et frein à l'accumulation de capital humain. Le recours à l'immigration choisie semble en outre inenvisageable. Les dépenses d'infrastructure constituent un autre levier d'action, mais l'Administration Trump n'a toujours pas communiqué sur les partenariats public-privé sensés relancer l'investissement.

Biais vendeur sur le Bund et le T-Note

Le marché des *Treasuries* s'animerait à la publication du communiqué du FOMC à 20h ce mercredi 1^{er} février. La Fed ne modifierait sans doute sa politique mais une inflexion est déjà perceptible dans les discours récents de plusieurs membres du comité. Janet Yellen soulignera la hausse des anticipations d'inflation et les tensions sur le marché du travail. L'inflation et le taux de chômage sont proches des objectifs du mandat. La mention des risques d'instabilité financière à ce stade serait une surprise mais ils joueront sans doute un rôle majeur dans la réflexion des banquiers centraux américains cette année. La volatilité intra-journalière des marchés s'est accentuée mais le 10 ans reste proche de notre modèle qui situe la valeur d'équilibre à 2,56%. Outre le FOMC, la volatilité sera entretenue par la hausse probable de l'ISM manufacturier (vers 57 ?) et la poursuite du ralentissement graduel des créations d'emploi (150k). Sur le plan technique, la dynamique de hausse semble manquer de puissance. L'évolution du T-Note semble cadrée entre 2,30% et 2,63%, mais le maintien des taux au-dessus de 2,47% favorise le scénario de hausse des rendements. Pour ces raisons, nous optons pour un biais vendeur de sensibilité au taux américain. La courbe devrait s'aplatir au-delà de 10 ans.

En zone euro, la remontée des rendements traduit la poussée de l'inflation. L'estimation *flash* de l'IPCH de janvier pourrait accentuer la tendance d'autant que l'inflation allemande s'affiche à 1,9% sur un an. Ce niveau est susceptible de raviver les critiques visant la politique de la BCE. L'amélioration des enquêtes conjoncturelles continue de peser sur le marché. Les signaux quantitatifs militent pour une poursuite de la pentification. Pour ces raisons, le *spread* 2-10 ans devrait s'élargir vers le niveau cible de 115pdb. Toutefois, le Bund 10 ans semble peu cher dans la courbe. Une position acheteuse de Bund financée par des ventes

de 5 et 30 ans engendre un portage positif. Par ailleurs, notre modèle de valorisation affiche une valeur d'équilibre de 0,27%. L'analyse technique est peu conclusive sauf si le Bund s'établit au-dessus de 0,50%, ce qui militerait pour une nouvelle phase haussière. Dans ce contexte, nous gardons un biais sous-sensible en taux euro. Le Gilt reste soumis à la volatilité des autres marchés. La BoE annoncera sans doute l'arrêt des achats de Gilts alors que les points morts s'envolent (3,6% à 10 ans sur les swaps d'inflation).

Volatilité sur les dettes souveraines

Le risque politique semble de nouveau dominer les échanges sur les marchés d'emprunts souverains de la zone euro. Les intervenants intègrent la possibilité d'élections anticipées en Italie. Le *spread* italien a de fait rejoint les niveaux qui prévalaient avant le référendum de décembre, perdu par Matteo Renzi. Le BTP cote 185pdb contre Bund sur l'échéance 10 ans. Le risque italien fait tache d'huile sur l'ensemble des périphériques, y compris l'Espagne. La syndication de Bonos 10 ans avait pourtant rencontré une demande totalisant à 34mds €, provenant majoritairement de banques et de gestions locales. Le total d'émission atteint 9mds € sur le nouveau benchmark. En conclusion, une sous-exposition aux BTP est recommandée à l'exception du 2 ans d'autant que Moody's devrait prochainement abaisser la note de l'Italie. Notre préférence va à l'Espagne qui bénéficie d'une croissance plus robuste (3% en 2016). La perte de portage est compensée par une exposition à la dette portugaise pour des maturités inférieures à 5 ans en raison des bonnes nouvelles sur le plan budgétaire.

Parmi les pays *core*, la France fait l'objet d'attaques facilitée par la liquidité du marché de contrats à terme. Le *spread* s'écarte au-delà de 60pdb. Là aussi, la syndication de l'OAT verte laisse à penser que la dette française reste appréciée d'une large base d'investisseurs. Toutefois, il convient d'anticiper des tensions alors que la campagne présidentielle débute. Pour ces raisons, nous optons pour un allègement des pondérations sur l'OAT en revenant à la neutralité sur le 10 ans.

Le crédit est insensible à la volatilité accrue sur les taux. Il est possible que le risque italien transparaisse dans les *spreads* des crédits concernés. Toutefois, la classe d'actifs reste remarquablement résiliente malgré une légère diminution de l'appétit des investisseurs finaux.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	30-janv.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.67 %	+1	+9	+9
EUR Bunds 10 ans	0.45 %	+9	+24	+24
EUR Bunds 30 ans	1.18 %	+5	+23	+23
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	112 pdb	+8	+15	+15
USD Treasuries 2 ans	1.21 %	+7	+2	+2
USD Treasuries 10 ans	2.49 %	+9	+4	+4
USD Treasuries 30 ans	3.08 %	+9	+2	+2
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	127 pdb	+2	+2	+2
GBP Gilt 10 ans	1.44 %	+8	+21	+21
JGB 10 ans	0.09 %	+3	+4	+4
Spreads Souverains € (10 ans)	30-janv.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	61 pdb	+12	+13	+13
Belgique	57 pdb	+25	+25	+25
Italie	188 pdb	+25	+27	+27
Espagne	118 pdb	+11	+1	+1
Portugal	379 pdb	+36	+24	+24
Points Morts d'Inflation (10 ans)	30-janv.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	136 pdb	+4	+9	+9
USD TIPS	207 pdb	+5	+10	+10
GBP Gilt Indexé	338 pdb	+33	+36	+36
Swap Spreads (10 ans)	30-janv.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	38 pdb	+1	-8	-8
USD Swap Spread	-9 pdb	+0	+2	+2
Indices Crédit (BarCap)	30-janv.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	119 pdb	-2	-4	-4
EUR Financières OAS	135 pdb	-2	-4	-4
EUR Agences OAS	55 pdb	+1	-2	-2
EUR Securitized - Covered OAS	56 pdb	-2	-13	-12
EUR High Yield Pan-Européen OAS	350 pdb	-1	-31	-29
Devises	30-janv.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.069 \$	-0.62	+2.14	+1.65
GBP/USD	1.248 \$	-0.38	+1.58	+1.13
USD/JPY	113.74 ¥	-0.16	+3.21	+2.83

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	=
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	-1
Espagne vs. Allemagne	+1
Italie vs. Allemagne	-100.00%
Autres Marchés Obligataires	Vue de marché
EUR Emprunts Indexés (Points Morts)	= / +1
EUR Crédit aux Entreprises	= / +1
EUR Agences (vs. Swaps)	=
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.