

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 6 FEVRIER /// N°5-2017

Document destiné aux clients professionnels

Le BTP subit les anticipations de dégradation de sa note

Points clés

- **Le T-note insensible aux publications économiques**
- **La Fed opte pour le statu quo, souligne la faiblesse de l'inflation anticipée**
- **Relever l'exposition en sensibilité au T-note**
- **Le spread italien s'envole à 200pdb**

Les rendements obligataires ont diminué en zone euro. Le 10 ans allemand est passé sous le seuil de 0,40% ignorant la surprise à la hausse sur l'inflation (1,8%A en janvier). Les points morts sont inchangés. La baisse est plus prononcée encore sur le Schatz (2 ans). La volatilité persistante et généralisée sur les marchés souverains de la zone euro motive le repli vers les emprunts allemands. L'Espagne semble prise dans le courant vendeur initié en Italie et en France. Les *spreads* de crédit se sont écartés modérément dans le sillage des *swap spreads* courts. Le *high yield* subit des prises de profit. Les indices synthétiques sont en revanche inchangés à l'instar de la stabilité des marchés d'actions.

Aux États-Unis, les publications économiques attestent d'une embellie mais les marchés de taux sont sans tendance. Le positionnement et le communiqué de la Fed jugeant toujours bas le niveau des anticipations d'inflation ont compensé l'influence du cycle. Le T-note s'échange au même niveau qu'en fin d'année dernière (2,44%). La BoE ne semble pas se soucier de la hausse de l'inflation projetée. Le Gilt britannique surperforme au sein du G4.

Les émergents continuent de défier la gravité. Les *spreads* sur la dette externe (316pdb) se situent désormais au plus bas depuis novembre 2014. Le dollar s'est déprécié la semaine passée face au peso mexicain et au yen notamment. L'euro évolue au-dessus d'1,07\$.

Poursuite de l'embellie conjoncturelle aux États-Unis

Les enquêtes conjoncturelles pointent à la hausse en janvier. L'ISM (56) a sans surprise confirmé l'optimisme qui transparissait dans les enquêtes manufacturières régionales. La composante de production se situe au-delà de 60 et les nouvelles commandes accélèrent. Parallèlement, les délais de livraison et les prix payés témoignent d'une inflation naissante dans la chaîne de production. L'ISM des services (56,5) reste conforme aux mois précédents. La croissance de l'activité est tirée par la demande interne.

Les créations d'emplois atteignent 227k en janvier malgré 10k licenciements publics. Cette progression est nettement plus forte que l'estimation issue du consensus (180k). A ce stade du cycle, l'emploi devrait évoluer en ligne avec la croissance de la population active. Le taux de chômage (4,8% en janvier) est stabilisé sous 5% depuis plus d'un an, ce qui est son niveau incompressible. L'emploi et les heures travaillées ont été révisés en hausse pour 2015 et 2016. La croissance sera donc revue en conséquence dans les prochaines semaines.

Le sous-emploi (U-6) remonte de 0,2pp à 9,4% et l'augmentation du salaire horaire moyen demeure modeste à 2,5%A. La Fed a longtemps utilisé ces arguments pour justifier une politique accommodante. Le niveau de la demande agrégée (influencée par la Banque Centrale) n'est sans doute pas la cause des problèmes d'employabilité des individus subissant un temps partiel contraint. D'autres politiques publiques doivent être mises en œuvre pour réduire le chômage structurel et améliorer la croissance.

Draghi réaffirme la nécessité du QE

La BCE n'a aucune intention d'infléchir sa politique en réponse au redressement plus rapide que prévu de l'inflation en zone euro. La hausse des prix tirée par les prix de l'énergie atteint 1,8% sur un an en janvier. À l'exception

de l'Italie (0,7%), tous les grands pays de l'Union monétaire enregistre un tel rebond. L'inflation se situe par exemple à 2,7% en Belgique. Par ailleurs, la croissance de la zone euro s'est renforcée en fin d'année et les enquêtes préfigurent un bon premier trimestre. Face aux critiques allemandes, Mario Draghi a néanmoins réaffirmé la nécessité d'une politique expansionniste devant le Parlement européen.

Racheter le T-Note

Le marché des *Treasuries* semble insensible aux publications économiques. Le 10 ans oscille invariablement autour de son niveau de fin d'année (2,44%). L'embellie cyclique justifie un relèvement à 2,61% de la valeur d'équilibre estimée. Cette revalorisation potentielle a été compensée par d'autres facteurs annihilant les pressions haussières sur les rendements. Le communiqué de la Fed intègre par exemple une référence surprenante au niveau bas des anticipations d'inflation. Cette phrase anodine est peu compréhensible au regard du niveau des points morts à 10 ans (2% sur les TIPS, 2,3% sur les *swaps*). En outre, le sentiment négatif sur le marché obligataire américain constitue un signal contrariant. Les vendeurs sont déjà positionnés. Le volume élevé des options de vente traitées sur les marchés témoigne de ce positionnement comme les positions vendeuses de contrats par les acteurs spéculatifs. Tout ceci concourt à protéger le marché. Pour ces raisons, nous optons pour une position acheteuse en *duration*. Par ailleurs, le contexte reste favorable au resserrement sur le *spread* 10-30 ans.

En zone euro, la dynamique du marché de taux reflète les craintes sur la qualité de crédit souverain et, en particulier, celles pesant sur la France et l'Italie. L'environnement économique justifie selon nos modèles une hausse à 0,52% du taux d'équilibre allemand à 10 ans. Le Bund est repassé sous 0,40% en vertu du statut de valeur refuge de la dette allemande. Les flux rapportés par Citi montre sans équivoque une demande forte pour le Bund, en particulier sur le 10 ans et à un degré moindre le 30 ans. Le niveau de volatilité intra-journalière augmente du fait de ses facteurs de risque multiples. Du point de vue de la courbe, les interventions sous le taux de dépôt ont contribué à une diminution de la maturité moyenne des achats de la BuBa à 9,4 années

en janvier (contre 12,6 années le mois précédent). Il convient de maintenir un biais à la pentification de la courbe des taux euro mais, ayant atteint notre objectif, nous prenons des profits sur le 2-10 ans. Les *swap spreads* se sont élargis de nouveau après la détente enregistrée en janvier. Nous optons pour la neutralité. Nous préférons le Gilt au Bund à 10 ans. La BoE semble s'accommoder d'une période prolongée d'inflation supérieure à 2%. À court terme, le portage favorise l'emprunt britannique.

L'Italie à 200pdb, plus large depuis 2014

Les *spreads* souverains sont sous pression. Les sondages auprès des investisseurs de la zone euro indiquent une réduction de l'exposition aux dettes périphériques au cours de la seconde moitié du mois de janvier. La défiance des intervenants se focalise sur la dette italienne avant une probable dégradation de la note de Moody's en fin de semaine. La notation sera probablement abaissée d'un cran à Baa3, préservant ainsi la note *investment grade* tout en prenant acte des difficultés d'ordre politique et économique. Le *spread* du BTP à 10 ans a rejoint le niveau de 200pdb, pour la première fois depuis février 2014. La dynamique du marché conforte notre biais vendeur sur la dette italienne. L'Espagne subit cette défiance généralisée malgré les récents succès d'adjudications (2030, 2037) et une croissance de 3% en 2016. L'écart Italie-Espagne se situe à 60pdb sur le 10 ans au plus large depuis 2011. Les PGBs à long terme (387pdb) moins soutenus par le PSPP sous-performent parallèlement.

Concernant les pays *core*, les flux vendeurs sur le contrat OAT contribuent à élargir la prime française. Le *spread* à 10 ans se traite désormais au-dessus de 75pdb. Lors des précédentes élections, la prime avait touché 145pdb mais le contexte bancaire et la politique monétaire étaient sensiblement différents.

Sur les marchés du crédit, la volatilité des *spreads* est moindre mais on note un léger écartement. L'IG européen se traite à une prime de 121pdb contre Bund. On observe des dégagements sur les agences (+5pdb) et les obligations sécurisées (+4pdb), ce qui milite pour la prudence. À l'inverse, la dette émergente en dollars se resserre fortement notamment les emprunts mexicains (279pdb) revenus en grâce après un début de janvier chahuté (320pdb au plus large).

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	6-févr.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.77 %	-10	-5	-1
EUR Bunds 10 ans	0.37 %	-8	+7	+16
EUR Bunds 30 ans	1.14 %	-4	+8	+20
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	114 pdb	+2	+12	+17
USD Treasuries 2 ans	1.17 %	-5	-4	-2
USD Treasuries 10 ans	2.43 %	-6	+1	-1
USD Treasuries 30 ans	3.07 %	-1	+6	+0
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	126 pdb	-1	+6	+1
GBP Gilt 10 ans	1.31 %	-13	-7	+8
JGB 10 ans	0.11 %	+2	+5	+6
Spreads Souverains € (10 ans)	6-févr.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	77 pdb	+16	+23	+29
Belgique	64 pdb	+7	+24	+32
Italie	200 pdb	+12	+34	+39
Espagne	141 pdb	+23	+17	+24
Portugal	387 pdb	+8	+12	+31
Points Morts d'Inflation (10 ans)	6-févr.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	137 pdb	+1	+7	+10
USD TIPS	202 pdb	-5	+4	+5
GBP Gilt Indexé	336 pdb	-3	+24	+34
Swap Spreads (10 ans)	6-févr.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	41 pdb	+4	-1	-4
USD Swap Spread	-7 pdb	+2	+6	+4
Indices Crédit (BarCap)	6-févr.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	121 pdb	+2	-1	-2
EUR Financières OAS	137 pdb	+2	-1	-2
EUR Agences OAS	60 pdb	+5	+4	+3
EUR Securitized - Covered OAS	60 pdb	+4	-5	-8
EUR High Yield Pan-Européen OAS	357 pdb	+7	-11	-22
Devises	6-févr.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.073 \$	+0.34	+1.87	+2.02
GBP/USD	1.245 \$	-0.22	+1.33	+0.9
USD/JPY	112.35 ¥	+1.11	+4.16	+4.1

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	-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	=
EUR Agences (vs. Swaps)	-1
EUR Securitized - Covered (vs. Swaps)	=
EUR High Yield Pan-Européen	=

Vues sur une échelle de "-2" à "+2", "=" désigne la neutralité
+1 : achat (-1 vente)

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.