

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 24 AVRIL /// N°13-2017

Document destiné aux clients professionnels

Rally des spreads souverains

Points clés

- **Rally des actifs risqués après le premier tour en France**
- **Risque de *shutdown* aux États-Unis**
- **Croissance modeste au 1T17 aux États-Unis**
- **Vente de Bund, surexposition aux Bonos et aux OATs**
- **Stabilité du crédit, resserrement du *high yield* et des *covered bonds***

L'issue du premier tour des élections présidentielles françaises, conforme aux derniers sondages, déclenche une vague acheteuse d'actifs risqués à l'ouverture de lundi. Les marchés d'actions européens s'adjugent près de 4%. Le *spread* de l'OAT 10 ans se resserre à 50pdb. Le BTP italien à 10 ans s'échange à 185pdb malgré la dégradation de la note par Fitch contre près de 210pdb début avril. L'emprunt allemand cote 0,35% contre moins de 0,20% une semaine auparavant. L'euro rebondit à 1,085\$.

Le rendement du T-note se tend également vers 2,30%. Le risque de *shutdown* entretient une pression à la baisse sur les rendements américains. C'est l'une des raisons de l'aplatissement de la courbe.

Le marché du crédit IG en zone euro est stable à un *spread* moyen de 120pdb. Les *covered bonds* et dettes d'agence profitent de la détente sur les *spreads* souverains. Les notations spéculatives profitent du regain d'intérêt sur les actifs risqués. L'iTraxx Crossover s'échange à 270pdb.

Les marchés émergents s'avèrent peu sensibles aux mouvements sur les taux allemand et américain. La dette émergente en devises cote autour de 315pdb contre Treasuries. Sur le marché des changes, l'euro

remonte et le yen efface une partie de sa prime de *flight-to-quality*.

États-Unis : croissance modeste au 1T17 malgré des éléments encourageants

La première estimation du PIB sera de l'ordre de 1% en rythme annuel au 1T17. Au regard des publications, la Fed d'Atlanta estime la croissance à 0,5%Ta. La Fed de New York prévoit 2,6%Ta et l'indicateur cyclique de la Fed de Chicago indique une croissance conforme à la tendance (2%). Ces écarts proviennent sans doute d'hypothèses différentes sur la contribution des stocks. Cela étant, la consommation des ménages a marqué le pas après plusieurs trimestres de croissance supérieure à celle des revenus. Le taux d'épargne remontait à 5,6% du revenu disponible en février. La consommation durable a probablement diminué d'1%Ta environ au premier trimestre. La baisse des dépenses en services (-0,1%M en janvier et février) apparaît douteuse car elle n'est pas corroborée par une correction de l'emploi ou des enquêtes du secteur. Cela étant, la première estimation de la consommation privée devrait être modeste, de l'ordre de +0,5 à +1%Ta.

L'investissement des entreprises se redresse. Les dépenses d'équipement productif et de R&D sont en croissance solide. La hausse du résidentiel dépassera le seuil de 10%Ta. Le ralentissement de la consommation améliore le solde du commerce extérieur, dont la contribution à la croissance se situerait aux alentours de 0pp. Le dérapage du solde budgétaire fédéral pourrait préfigurer une rare surprise à la hausse sur la demande publique. En conclusion, sans soutien budgétaire pérenne, la situation de plein emploi contraindra la croissance américaine. L'activité devrait croître à un rythme inférieur au potentiel cette année. En outre, le cycle d'endettement privé entamé en 2012 fait peser un risque de crise financière, d'où la nécessité de réduire l'ampleur du soutien monétaire.

Croissance stable en zone euro

La croissance de la zone euro se maintiendra autour de 0,5%T au 1T17. Les indicateurs de conjoncture restent bien orientés, notamment l'IFO qui se situe 12 points au-dessus de sa moyenne de long terme en avril. La BCE se réunit cette semaine. Selon les dernières déclarations des membres de la BCE, l'inflation justifie de maintenir une politique accommodante. La hausse des prix atteint 1,5%A et à peine 0,7%A en mars. Mario Draghi devrait commenter l'enquête sur les conditions de crédit bancaire alors que le crédit aux entreprises n'accélère plus.

Vendre le Bund, conserver un biais acheteur de T-note

Le marché de taux euro s'est retourné à l'ouverture de lundi après l'annonce des résultats du premier tour de l'élection française. Le Bund s'échange autour de 0,35%, soit environ 10pdb au-dessus de la clôture de vendredi. Le rebond de l'euro à 1,085\$ réduit probablement les interventions de la BNS sur l'emprunt allemand. Les valorisations demeurent peu attrayantes. Selon nos estimations, l'équilibre se situe à 0,52%. Techniquement, un rendement de 0,50% correspond à la borne haute de la bande de fluctuation qui prévaut depuis plusieurs mois. Si le marché se maintenait au-dessus de 0,33%, le scénario haussier serait le plus probable. Ainsi, nous recommandons le Bund à la vente. La courbe a peu réagi. Le *spread* 2-10 ans est stable à 105pdb. Nous estimons que le choix de maturité de la BuBa entretient une pression à la pentification avec une cible à 115pdb. En revanche, nous neutralisons l'exposition au *spread* 10-30 ans. La correction des taux a aussi réduit les *swap spreads*. La neutralité est maintenue à court terme.

Aux États-Unis, le risque de *shutdown* lié au vote du budget exerce une pression à la baisse sur les rendements. Des éléments du projet (financement du mur mexicain, baisses de dépenses non-militaires) apparaissent inacceptables pour les Démocrates. Donald Trump pourrait annoncer une réforme fiscale en milieu de semaine mais sa mise en œuvre attendra probablement la prochaine année fiscale. En outre, la croissance modeste et le déflateur sous 2% en mars favoriseront les rachats. Le biais baissier consensuel empêche sans doute un retour rapide vers la valeur

d'équilibre que nous chiffrons à 2,75% sur le 10 ans américain. Ainsi, nous optons pour un biais acheteur sur le T-note, qui devrait surperformer l'emprunt allemand à court terme.

Détente des *spreads* souverains

Le premier tour des élections présidentielles a débouché sur un résultat favorable pour les marchés financiers. L'OAT s'est renchérie vis-à-vis du Bund et le *spread* français à 10 ans cote de nouveau autour de 50pdb. Cette détente s'est répercutée sur l'ensemble des marchés souverains. La Belgique s'est moins resserrée sans doute pour des raisons de valorisations tendues sur les échéances intermédiaires (5 à 7 ans) en particulier. Nous sommes de nouveau surexposés sur la France pour les maturités inférieures à 10 ans. Quant aux emprunts périphériques, le consensus émanant des enquêtes auprès des investisseurs finaux affiche une neutralité absolue face aux emprunts *core*. L'Espagne reste le meilleur compromis entre risque et rendement. Les *Bonos* de maturités 2 à 10 ans sont à privilégier. À l'inverse, les *spreads core* n'offrent aucune valeur relative vis-à-vis du Bund. La zone de maturité 7-10 ans en Finlande fait exception compte tenu du redressement de l'économie nationale et des *spreads* proches de 20pdb.

Stabilité du crédit, surperformance du *high yield*

Le marché du crédit a traversé sans encombre la volatilité liée au risque politique. Le *spread* moyen sur l'*investment grade* européen ressort à 120pdb, soit 3pdb sous le niveau de fin d'année 2016. La BCE maintient ses achats de dettes d'entreprises non-bancaires à hauteur de 1,8md € par semaine. En revanche, on note une diminution des interventions sur les *covered bonds* pour lesquelles les montants hebdomadaires moyens n'atteignent que 230mn € en avril. Cela étant les primes diminuent sur le segment des obligations sécurisées à l'instar des dettes d'agence. Les notations *high yield* bénéficient du regain d'appétit pour le risque en début de semaine. Les indices synthétiques se resserrent dans le sillage de l'ouverture haussière sur les marchés d'actions. Cependant, les valorisations actuelles pourraient limiter le potentiel haussier. Le *high yield* européen se traite à 357pdb au-dessus du Bund, soit 9 pdb en dessous des niveaux de fin décembre 2016.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	24-avr.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.69 %	+17	+5	+7
EUR Bunds 10 ans	0.33 %	+14	-7	+12
EUR Bunds 30 ans	1.07 %	+15	-8	+13
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	102 pdb	-2	-12	+5
USD Treasuries 2 ans	1.23 %	+2	-3	+4
USD Treasuries 10 ans	2.27 %	+2	-15	-18
USD Treasuries 30 ans	2.91 %	+0	-10	-15
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	104 pdb	-1	-12	-22
GBP Gilt 10 ans	1.05 %	+1	-15	-19
JGB 10 ans	0.02 %	+1	-4	-2
Spreads Souverains € (10 ans)	24-avr.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	50 pdb	-23	-8	+2
Belgique	45 pdb	-12	-3	+12
Italie	185 pdb	-28	+3	+24
Espagne	128 pdb	-24	-1	+10
Portugal	323 pdb	-47	-50	-33
Points Morts d'Inflation (10 ans)	24-avr.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	128 pdb	-3	-6	+1
USD TIPS	188 pdb	-1	-10	-9
GBP Gilt Indexé	313 pdb	-14	-6	+11
Swap Spreads (10 ans)	24-avr.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	44 pdb	-5	+1	-2
USD Swap Spread	-3 pdb	+1	-1	+8
Indices Crédit (BarCap)	24-avr.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	120 pdb	-1	+2	-3
EUR Financières OAS	133 pdb	-2	+1	-6
EUR Agences OAS	65 pdb	-4	+3	+8
EUR Securitized - Covered OAS	62 pdb	-4	+1	-5
EUR High Yield Pan-Européen OAS	357 pdb	-9	+2	-22
Devises	24-avr.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.084 \$	+1.71	+0.35	+3.03
GBP/USD	1.278 \$	+1.53	+2.45	+3.55
USD/JPY	109.76 ¥	-1.13	+1.44	+6.56

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	=
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 Obliqataires	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.