

# STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

## L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 22 MAI /// N°17-2017

Document destiné aux clients professionnels

### Trump, Temer vers la destitution ?

#### Points clés

- **Rally du T-note, risque de destitution de Trump**
- **Tensions sur l'immobilier américain**
- **Neutralité sur le T-note, vendre le Bund**
- **Italie et Portugal se resserrent**
- **Écartement limité des émergents malgré la crise brésilienne**

La destitution de Donald Trump apparaît possible s'il est établi que l'éviction du directeur du FBI James Comey constitue une entrave à la justice. Le rendement du T-Note a accéléré à la baisse avant de rebondir sur son support technique de 2,17%. Le 10 ans américain s'est ensuite stabilisé autour de 2,25%. La recherche de sécurité s'est étendue au Bund qui s'est échangé à 0,32% au plus bas avant une remontée à 0,40%. Ainsi, l'ampleur du repli sur l'actif sans risque est restée limitée. Le dollar a cédé près de 2% contre l'euro et le yen.

Les *spreads* souverains se sont réduits en Italie (175pdb à 10 ans) et au Portugal (278pdb). Le risque d'élections anticipées semble s'éloigner en Italie et l'embellie cyclique se prolonge au Portugal. En revanche, le *spread* espagnol est inchangé autour de 120pdb, les intervenants craignant une remise en cause de l'accord tacite des socialistes au maintien du gouvernement minoritaire mené par Rajoy. Le crédit européen s'élargit de 3pdb sur la semaine à 108pdb. Le *spread* des notations spéculatives revient sous 300pdb contre Bund.

Au Brésil, un scandale de corruption impliquant directement le Président Michel Temer, successeur de Dilma Rousseff, remet en cause l'amélioration du sentiment envers le pays. La bourse s'est effondrée et le réal plonge 5% sur la semaine. Toutefois, la

contagion du risque brésilien apparaît limitée. Le *spread* moyen de la dette externe émergente s'est élargi de 9pdb au cours de la semaine, soit l'équivalent de la variation des taux américains.

#### États-Unis : tensions sur l'immobilier résidentiel

L'indicateur NAHB témoigne d'une conjoncture porteuse dans le secteur de la construction résidentielle. L'optimisme des constructeurs traduit en fait l'insuffisance de l'offre disponible et les pressions à la hausse des prix des logements neufs. L'inflation immobilière se situe à 5-6% par an selon CoreLogic et le niveau des prix se compare aux sommets de 2006. Les mises en chantier ont diminué en avril, en particulier sur le segment de l'habitat collectif. Les constructions nouvelles sont sans tendance depuis près d'un an et demi. Les permis de construire, limités par la pénurie de main d'œuvre dans le secteur et les contraintes relatives à l'environnement, n'annoncent pas d'amélioration tangible dans les mois à venir. Dans ce contexte, les taux d'intérêt bas alimentent une demande spéculative, qui détériore l'abordabilité du logement pour de nombreux ménages. Le risque d'un emballement n'est pas à exclure.

Parallèlement, la production industrielle croît fortement aux États-Unis depuis quelques mois, conformément aux messages des enquêtes de conjoncture. L'embellie s'observe dans la plupart des secteurs industriels. La production est en hausse de 1%M en avril après une progression solide au 1T17. L'acquis de croissance trimestrielle de la PI s'élève à 5,4%T après un mois. L'Empire (-1) se tasse en mai mais le Phil Fed s'affiche à des niveaux record (38). L'indicateur avancé du *Conference Board* et le Chicago Fed Nat index incitent également à l'optimisme pour le 2T17. Enfin, la croissance du PIB au premier trimestre sera probablement revue en hausse à 1%Ta environ compte tenu des données de commerce extérieur meilleures qu'attendu en mars. Les dépenses des ménages en services devraient également être relevées.

En zone euro, l'inflation a été confirmée à 1,9%A en avril. L'Italie a connu une croissance limitée à 0,2%T, le chômage élevé pesant sans doute sur la consommation. A l'inverse, l'économie portugaise a crû de 1%T au 1T17, ce qui porte à 2,8% l'expansion sur un an.

### Le risque de destitution de Trump porte le T-Note

Donald Trump va-t-il être destitué ? La probabilité d'un *impeachment* encourage les rachats de positions vendeuses de *Treasuries*. Ces opérations se sont poursuivies cette semaine jusqu'à 2,17%, un niveau technique sur lequel le 10 ans américain a buté avant de rebondir vers 2,25%. Les comptes spéculatifs (*leveraged funds*) sont ainsi revenus à la neutralité. L'enquête de JP Morgan auprès de ses clients dits « actifs » montre un sentiment haussier. Les volumes traités d'options d'achats sur le T-Note témoignent de ce sentiment haussier... malgré des marchés d'actions au sommet et une volatilité financière basse. La recherche de sécurité s'exprime en priorité sur le 10 ans de sorte que la courbe s'est aplatie. Le *spread* 2-10 ans s'est réduit à 95pdb contre un sommet à 135pdb fin décembre. Dans ce contexte, nous préconisons la neutralité en sensibilité sur le T-Note. Le *spread* 10-30 ans (66pdb) présente un potentiel d'écartement.

En zone euro, le compte-rendu de la réunion de la BCE du 27 avril laissent entrevoir un changement de ton en juin. La promesse de maintenir les taux stables ou de les baisser ne semble plus compatible avec les indicateurs conjoncturels et le redressement de l'inflation. Jens Weidmann rappelle qu'une prolongation de la politique d'assouplissement monétaire ne saurait se justifier par l'état des finances publiques dans certains pays ou le risque de volatilité financière subi par les investisseurs. Le 10 ans allemand est revenu à 0,40%. Selon l'analyse de l'action des prix, un mouvement au-dessus de 0,42% favoriserait un test de la borne haute de la fourchette 0,15-0,50% qui encadre le Bund depuis plusieurs mois. La valeur d'équilibre se situe autour de 0,56% selon nos modèles. Une sous-sensibilité au Bund est recommandée. Un potentiel de pentification existe sur le segment 2-10 ans vers l'objectif de 115pdb. Nous conservons la vue à l'élargissement des *swap spreads* sur les échéances inférieures à 5 ans.

### L'Italie et le Portugal se resserrent

Les investisseurs sont disposés à accroître de nouveau leur exposition aux obligations d'États non-core. En Italie, le risque d'élections anticipées semble diminuer et les intervenants reviennent à l'achat sur le BTP. Le 10 ans italien ressort à 175pdb, soit le *spread* le plus serré depuis le mois de janvier. La croissance italienne reste néanmoins médiocre en raison notamment de la persistance d'un chômage élevé. Pour ces raisons, nous privilégions les maturités courtes sur la dette italienne. Au Portugal, la prime à 10 ans s'est réduite sous le seuil de 300pdb contre Bund. L'embellie cyclique et l'amélioration des finances publiques soutiennent les cours des emprunts d'États. Nous recommandons une surexposition à la dette portugaise sur l'ensemble des échéances.

Quant aux émetteurs *core*, le succès de l'OAT 2048 témoigne de l'appétit pour les dettes à long terme. Le rendement de 2% a attiré une demande supérieure à 30mds € pour une taille émise de 7mds €. La valeur relative de l'OAT 30 ans (contre DSLs, Bunds, OLOs,) milite pour un positionnement acheteur.

### Le marché du crédit respire

Le *spread* de crédit IG s'écarte de 3pdb sur la semaine écoulée. Le secteur financier subit des prises de profits (+4pdb) après le *rally* observé depuis un mois. Les flux entrants sur les ETFs de crédit semblent néanmoins se stabiliser après plusieurs semaines de sorties. La BCE achète environ 1,5mds € d'obligations privées non-bancaires en moyenne sur les quatre dernières semaines. Les *spreads* sur les dettes subordonnées financières sont remontés de 5pdb à 152pdb selon les indices iTraxx. En revanche, le marché du *high yield* continue d'attirer les investisseurs. Le *spread* moyen des notations inférieures ou égales à BB+ s'établit à 298pdb.

Malgré les déboires de Michel Temer, les flux sur les marchés émergents ne semblent pas s'affaiblir. L'absence de réelle contagion de la panique brésilienne peut surprendre mais l'écartement de l'indice reste contenu à 15pdb environ (contre 50pdb sur le Brésil). La hausse du prix du pétrole (50\$ sur le WTI) a sans doute soutenu une partie des émetteurs souverains de cet univers.

## Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	22-mai-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.67 %	+0	+12	+9
EUR Bunds 10 ans	0.4 %	-2	+14	+19
EUR Bunds 30 ans	1.23 %	-1	+26	+29
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	107 pdb	-2	+3	+10
USD Treasuries 2 ans	1.28 %	-2	+10	+9
USD Treasuries 10 ans	2.25 %	-10	0	-20
USD Treasuries 30 ans	2.91 %	-10	+1	-15
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	97 pdb	-8	-10	-29
GBP Gilt 10 ans	1.09 %	-5	+5	-15
JGB 10 ans	0.05 %	+1	+4	+1
Spreads Souverains € (10 ans)	22-mai-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	45 pdb	-1	-24	-3
Belgique	39 pdb	-2	-17	+6
Italie	174 pdb	-12	-27	+13
Espagne	123 pdb	+1	-22	+5
Portugal	276 pdb	-20	-74	-80
Points Morts d'Inflation (10 ans)	22-mai-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	117 pdb	-1	-11	-9
USD TIPS	184 pdb	-1	-2	-14
GBP Gilt Indexé	307 pdb	-5	-6	+6
Swap Spreads (10 ans)	22-mai-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	43 pdb	+3	-2	-3
USD Swap Spread	-6 pdb	+3	-4	+5
Indices Crédit (BarCap)	22-mai-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	108 pdb	+3	-13	-15
EUR Financières OAS	119 pdb	+4	-16	-20
EUR Agences OAS	47 pdb	+0	-18	-10
EUR Securitized - Covered OAS	50 pdb	+0	-11	-17
EUR High Yield Pan-Européen OAS	298 pdb	-7	-63	-81
Devises	22-mai-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.123 \$	+1.43	+3.63	+6.82
GBP/USD	1.301 \$	+0.74	+1.8	+5.45
USD/JPY	111.14 ¥	+1.88	-1.21	+5.24

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	=
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.