

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 29 MAI /// N°18-2017

Document destiné aux clients professionnels

La croissance américaine revue en hausse

Points clés

- Le PIB américain révisé à 1,2%Ta au 1T
- L'investissement tire la croissance aux États-Unis
- Le risque d'élections anticipées revient en Italie
- Neutralité sur le T-Note, léger biais vendeur de Bund
- Le crédit stable malgré des valorisations tendues

Le rendement du 10 ans américain a décroché à partir de jeudi dans des volumes réduits avant le lundi férié pour *Memorial Day* aux États-Unis. Le T-Note s'échangeait à 2,25% en fin de semaine. Le Bund à 10 ans cote 0,33% soit 7pdb sous les niveaux de lundi dernier. Les courbes de taux se sont aplaties. Le rendement du Gilt s'est détendu et s'approche désormais du seuil de 1% à 10 ans.

Concernant les emprunts d'états de la zone euro, le spectre des élections anticipées en Italie resurgit. Le *spread* des BTPs à 10 ans se tend de nouveau vers 185pdb sans réel préjudice aux autres dettes. Les *swap spreads* s'élargissent.

Le marché du crédit est sans tendance. Le *spread* moyen sur le crédit de bonne qualité en euros se traite à 108pdb contre Bund. Les indices iTraxx cotent respectivement 61pdb et 250pdb sur le *main* et le *crossover*. Le marché de la dette externe émergente semble ignorer la crise institutionnelle au Brésil. Le *spread* de la dette libellée en dollars se resserre de 8pdb cette semaine à 300pdb.

Croissance revue en hausse aux États-Unis

L'économie américaine a crû de 1,2%Ta entre janvier et mars. La deuxième estimation du PIB se situe 0,5pp au-dessus de la première. Le fléchissement de la consommation privée est confirmé. La demande d'automobiles se

contracte ainsi de 13,9%Ta. Les dépenses en services progressent timidement (+0,8%Ta). Les ménages ont reconstitué leur épargne financière réduite au cours des trois derniers trimestres. La faiblesse de la consommation est sans doute passagère compte tenu du niveau élevé des créations d'emplois et de la confiance des ménages et du dynamisme de l'investissement logement. L'investissement immobilier contribue à la croissance à hauteur de 0,5pp au 1T17.

C'est en fait l'investissement des entreprises qui tire la croissance. Les dépenses en structures, dont les forages pétroliers, affichent un rebond de 28,4%Ta au premier trimestre. L'équipement productif et les dépenses en recherche-développement augmentent de 7,2%Ta et 6,1%Ta respectivement durant la période sous revue. Le commerce extérieur contribue à la croissance du PIB à hauteur de 0,1pp grâce à la hausse de 5,8%Ta des exportations. A l'inverse le ralentissement de la constitution de stocks retranche 1,1pp à la croissance sur les trois premiers mois de 2017. Les dépenses publiques diminuent de 1,1%Ta sous l'effet d'une contraction de 4%Ta des dépenses militaires et de l'investissement immobilier public.

Au total, la croissance de la demande finale privée s'élève à 2,7%Ta au premier trimestre. La croissance du PIB sera probablement plus forte au deuxième trimestre grâce à la reconstitution des stocks et à une amélioration de la consommation. Les commandes de biens durables annoncent toutefois un ralentissement de l'investissement productif. Le stimulus budgétaire attendu tarde en revanche à se matérialiser. Le commerce extérieur devrait également se dégrader.

Croissance élevée en zone euro

Les enquêtes conjoncturelles en zone euro pointent une poursuite de l'embellie économique au deuxième trimestre. L'IFO est à son sommet depuis 47 ans. Les enquêtes PMI confirmeront sans doute l'optimisme d'aujourd'hui. Le flux net de crédit aux entreprises atteint

8,2mds € en avril. La demande de financement reste hétérogène au sein de l'UEM. En Italie, l'encours des prêts diminue de 5,2mds €. On observe une nette inflexion à la hausse pour le crédit aux ménages (+15mds € en moyenne sur 3 mois).

Neutralité sur les Treasuries, léger biais vendeur sur le Bund

La première semaine du mois est la plus chargée en termes de statistiques. Le plein emploi est atteint (chômage à 4,4%). Sous 240k, les inscriptions hebdomadaires au chômage se situent au plus bas historique. L'économie va buter contre ses contraintes démographiques, ce qui se traduira *in fine* par un ralentissement de l'emploi et davantage d'inflation interne.

Les minutes du FOMC de mai révèlent que la réduction du bilan se précise. La hausse attendue des taux contribue à aplatir la courbe américaine, le signal d'une diminution des réinvestissements pourrait avoir l'effet inverse. Depuis plusieurs années, la communication de la Fed est calibrée de façon à éviter tout accès de volatilité. La volatilité implicite des Treasuries est tombée à 54pdb selon le MOVE index, son plus bas niveau depuis 3 ans. Le consensus baissier parmi les finaux s'oppose aux stratégies acheteuses des acteurs de court terme et à la « prudence » de Janet Yellen. La rechute du pétrole sous 50\$ le baril de WTI a également soutenu le marché de taux. Dans ce contexte, la neutralité prévaut. Sous 2,30%, l'analyse technique place néanmoins le marché dans une configuration baissière en termes de taux. Le prochain objectif se situe à 2,17%. A l'inverse, un changement de ton de la Fed pourrait rapprocher le 10 ans de son équilibre, qui se situe à 2,74% selon nos modèles. Le 10-30 ans conserve un potentiel d'élargissement.

En Europe, la dynamique économique milite pour des rendements obligataires plus élevés. Cependant, l'estimation avancée de l'inflation au mois de mai indiquera probablement une décélération des prix. L'IPCH est attendu à 1,5%A en mai contre 1,9%A un mois auparavant. Le 10 ans allemand se situe sur la médiane de sa bande d'évolution depuis décembre. Le niveau de 0,33% devrait tenir favorisant une légère remontée des taux. Nous retenons un biais vendeur de Bund 10 ans. La maturité 10 ans est chère dans la

courbe. Une stratégie vendeuse de Bund 10 ans contre 2 et 30 ans a un portage positif. Cela nous conduit à parier sur la pentification du *spread* 2-10 ans et l'aplatissement du 10-30 ans.

Concernant les emprunts d'états de la zone euro, les investisseurs ont quelque peu réduit leur exposition par rapport à la quinzaine précédente selon l'enquête de JP Morgan.

La situation politique italienne pourrait être source de volatilité. Le risque d'élections anticipées à l'automne revient. Les partis au pouvoir devront s'entendre sur une nouvelle loi électorale avant le 30 juin pour organiser des élections dès septembre-octobre. Aucune coalition ne semble en mesure de réunir une majorité. L'incertitude politique qui en résulterait justifie des *spreads* plus élevés. Le BTP à 10 ans se traite autour de 185pdb. Le risque politique italien a jusqu'ici un effet limité sur les dettes environnantes. Le récent mouvement de réallocation des Bonos espagnols vers les BTPs italiens pourrait s'estomper. Il convient néanmoins de rester surexposé sur les maturités courtes en Italie et jusque 10 ans en Espagne. Le Trésor espagnol abondera de 500mn € son emprunt 2066 dans quelques jours. L'amélioration cyclique au Portugal justifie une surexposition.

Environnement favorable au crédit

Le crédit comme les actions ont tendance à surperformer l'actif sans risque lorsque que la croissance s'améliore. Les indices de CDS cotent environ 60pdb sur l'iTraxx IG et 250pdb sur le Crossover. Les signaux techniques dépeignent un environnement favorable à la poursuite du resserrement. Au regard des valorisations actuelles, le potentiel semble néanmoins réduit. Sur les marchés d'obligations d'entreprises, l'exposition au crédit des finaux continue de se redresser après une période de retrait autour des élections françaises. Le *spread* IG moyen ressort à 108pdb. Les financières ont réduit leur prime spécifique par rapport au marché.

Les *covered bonds* se sont élargis de 3pdb au cours de la semaine passée à 53pdb. On observe enfin une petite remontée des *spreads* sur le *high yield* (302pdb). Les fonds spécialisés dans les notations spéculatives accusent en effet des sorties ces dernières semaines.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	29-mai-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.72 %	-4	+2	+5
EUR Bunds 10 ans	0.3 %	-10	-2	+9
EUR Bunds 30 ans	1.13 %	-10	+3	+19
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	101 pdb	-6	-4	+4
USD Treasuries 2 ans	1.29 %	+1	+3	+11
USD Treasuries 10 ans	2.25 %	-1	-3	-20
USD Treasuries 30 ans	2.91 %	0	-4	-15
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	95 pdb	-2	-7	-30
GBP Gilt 10 ans	1.01 %	-8	-7	-23
JGB 10 ans	0.04 %	-1	+2	-1
Spreads Souverains € (10 ans)	29-mai-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	44 pdb	-1	-8	-3
Belgique	37 pdb	-2	-9	+4
Italie	188 pdb	+14	-8	+28
Espagne	126 pdb	+3	-7	+8
Portugal	286 pdb	+10	-37	-70
Points Morts d'Inflation (10 ans)	29-mai-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	112 pdb	-5	-16	-15
USD TIPS	183 pdb	-2	-9	-14
GBP Gilt Indexé	306 pdb	0	-4	+5
Swap Spreads (10 ans)	29-mai-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	48 pdb	+5	+1	+2
USD Swap Spread	-3 pdb	+3	+1	+8
Indices Crédit (BarCap)	29-mai-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	108 pdb	+0	-5	-15
EUR Financières OAS	118 pdb	-1	-7	-21
EUR Agences OAS	48 pdb	+1	-5	-9
EUR Securitized - Covered OAS	53 pdb	+3	-2	-14
EUR High Yield Pan-Européen OAS	302 pdb	+4	-32	-77
Devises	29-mai-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.118 \$	-0.49	+2.52	+6.29
GBP/USD	1.285 \$	-1.29	-0.55	+4.09
USD/JPY	111.31 ¥	-0.15	+0.4	+5.08

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	=
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 Obligataires	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.