

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 5 JUIN /// N°19-2017

Document destiné aux clients professionnels

La BCE va amender sa *forward guidance*

Points clés

- États-Unis : le manque de main d'œuvre qualifiée freine la hausse de l'emploi
- Le chômage américain à 4,3%
- Draghi devrait modifier sa communication sur les taux
- Biais acheteur sur les marchés de taux
- L'Italie s'écarte (200pdb)

Les principaux taux à 10 ans ont continué de glisser la semaine passée. Le Bund s'échange sous 0,30% alors que le T-note a rejoint son point technique de 2,17%. Le discours de Mario Draghi de lundi dernier avait initié ce mouvement de baisse des rendements. Le repli de l'inflation en zone euro à 1,4% en mai l'a sans doute amplifié. Une nouvelle fois, la politique accommodante porte l'ensemble des marchés obligataires, des emprunts d'états au *high yield*. L'Italie fait exception compte tenu de l'accélération probable du calendrier électoral. Le BTP cote à nouveau autour de 200pdb contre Bund.

Sur le marché des Treasuries, la volatilité s'effondre. Les stratégies d'aplatissement et de portage sur le crédit ou les émergents (300pdb contre USTs) sont favorisées. Le *spread* 2-10 ans se resserre à 86pdb.

La tendance baissière du dollar se confirme contre les principales devises. L'indice DXY est au plus bas depuis l'élection de Donald Trump. L'euro passe 1.12\$ et la monnaie nippone s'établit autour de 109 yens pour un dollar.

Ralentissement inévitable de l'emploi aux Etats-Unis

Au-delà d'un probable rebond de l'activité au deuxième trimestre, la situation de plein emploi réduit les perspectives de croissance aux États-Unis dans les trimestres à venir. La

croissance ne peut être supérieure au potentiel à ce stade du cycle économique. En effet, le taux de chômage atteint 4,3%, soit un demi-point au-dessous du seuil incompressible à long terme. La hausse de l'emploi est contrainte par les perspectives démographiques. Par ailleurs, la politique migratoire de l'Administration en place constitue un frein supplémentaire.

Selon le rapport mensuel du BLS, un total de 138k emplois a été créé en mai contre 174k le mois précédent. Il ne s'agit pas d'un déficit de demande de travail mais d'un manque de main d'œuvre qualifiée. L'enquête JOLTS recense plus de 6mn de postes vacants en avril, un sommet historique, mais les embauches brutes au cours de ce mois sont inférieures d'1mn. Le problème d'appariement sur le marché du travail est d'une ampleur inédite. L'atonie des salaires moyens (+2,5%A) souvent mise en avant par la Fed traduit mal les tensions sur le marché du travail et les difficultés à recruter rapportées par les entreprises américaines. Le salaire médian est en effet en hausse de 3,8%A (avril) selon l'estimation de la Fed d'Atlanta. Par ailleurs, les licenciements publics perdurent.

Cela étant, les enquêtes d'activité dépeignent un environnement de croissance supérieure au potentiel. L'ISM manufacturier se situe à 54,9 en mai et l'enquête dans le secteur des services est proche de 57. La consommation des ménages se redresse après un premier trimestre modeste. Les dépenses en biens durables ont rebondi alors même que les ventes de véhicules devraient s'inscrire en baisse de 20% en termes annualisés au 2T17. L'investissement en équipement reste bien orienté malgré un ralentissement prévisible dans les forages pétroliers. La reconstitution des stocks permet un rebond de la production industrielle. En revanche, le rebond de la demande interne dégrade le solde du commerce extérieur.

BCE : la *forward guidance* va évoluer

L'amélioration cyclique de l'économie en zone euro permettra sans doute à Mario Draghi d'amender sa communication sur les taux

d'intérêt. Il est trop tôt pour télégraphier une hausse du taux de dépôt mais la possibilité d'une baisse doit être écartée à la lumière des enquêtes conjoncturelles. Les risques sur l'activité se sont dissipés. Cela dit, Draghi maintiendra un discours validant l'emploi de politique quantitative jusqu'en décembre.

Biais acheteur sur les marchés de taux

Le marché des *Treasuries* reste porté par les couvertures de positions vendeuses sur les échéances supérieures à 5 ans. La hausse de juin anticipée n'est pas remise en cause mais le marché doute de la poursuite du cycle monétaire. La politique de réinvestissement n'est pas encore clairement définie. La Fed opéra probablement pour une solution simple en communiquant un montant mensuel de retrait des réserves excédentaires. Janet Yellen cherchera à éviter tout accès de volatilité. L'indice MOVE représentatif de la volatilité implicite des contrats à terme sur les *Treasuries* est proche de son plus bas historique. Le FOMC, terrorisé par la sortie du QE, cherche à gagner du temps, ce que le marché a bien intégré. Dans ce contexte de volatilité réduite, les stratégies de portage sont favorisées. Les positions à l'aplatissement de la courbe s'accumulent. Le *spread* 2-10 ans ressort à 85pdb contre 125pdb en début d'année. La cherté du 10 ans américain (valeur d'équilibre à 2,71%) ne décourage en rien ce positionnement qui prend à revers le consensus baissier anticipant le 'vrai' resserrement de la Fed. Il convient de se positionner à l'achat sur les *Treasuries*.

En zone euro, l'inflation (1,4%A en mai) demeure inférieure à l'objectif de la BCE. Sauf surprise sur le pétrole et les prix alimentaires, l'inflation totale va converger vers une inflation des services à peine supérieure à 1% aujourd'hui. Le piège parfait du ciblage d'inflation se referme sur une BCE court-termiste et obnubilée par la réaction des marchés financiers. La croissance au plus haut et une énorme stimulation monétaire sont sans effet notable sur les prix mais gonflent les valorisations des actifs (immobilier, actions, obligations risquées...). Jusqu'à la liquidation des actifs déflationniste ? L'euro s'apprécie à mesure que les intervenants intègrent la possibilité d'une communication plus conforme aux

réalités économiques sous-jacentes. Un mouvement sur le taux de dépôt paraît exclu à l'horizon de quelques mois mais devrait intervenir en 2018. Pour le moment, une position acheteuse sur le Bund est recommandée. En outre, le positionnement de courbe sur le 2-10 ans est neutralisé. Cela étant, le risque penche pour la pentification à l'horizon d'un mois.

Les emprunts indexés tendent à sous-performer en zone euro depuis un mois. La fin des portages d'inflation favorables et un pétrole sans tendance compriment les points morts d'inflation. L'inflation anticipée par les marchés se situe à 110pdb sur l'OAT indexée à 10 ans.

Au Royaume-Uni, le Gilt à 10 ans est passé sous 1%. Les élections semblent jouées et ne devraient pas engendrer de volatilité.

Dettes souveraine : les spreads italiens s'écartent

Les *spreads* italiens ont augmenté au-delà de 200pdb. Le risque politique est réapparu avec le vote probable d'une nouvelle loi électorale ouvrant la voie à des élections anticipées à l'automne. Le positionnement acheteur des investisseurs finaux sur les dettes périphériques peut expliquer en partie l'écartement des *spreads*. L'Espagne (129pdb) sous-performe ainsi le Bund par mimétisme. Le Portugal (285pdb) retrace également une partie des gains récents. Nous restons néanmoins confiants sur les Bonos de maturités inférieures à 10 ans. L'OAT est sans tendance autour des 40pdb.

Concernant les dettes des émetteurs privés, le *spread* moyen du marché IG euro s'établit à 109pdb. Les dettes des entreprises financières traitent 10pdb plus larges que l'indice. Les secteurs liés aux matières premières étaient bien orientés. Les indices iTraxx représentatifs du marché de CDS restent à des niveaux serrés de 62pdb sur l'IG et sous 250pdb sur le Crossover. Les primes sur les dettes d'agences (51pdb) et *covered bonds* (57pdb) se sont stabilisées. Le *high yield* pan-européen s'échange sous 300pdb contre Bund. Enfin, les marchés émergents profitent de l'absence de volatilité sur les taux américains. La réaction épidermique à la crise institutionnelle au Brésil a engendré un élargissement de 30pdb des *spreads* du pays mais la volatilité a rapidement disparu.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	7-juin-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.73 %	-2	-6	+4
EUR Bunds 10 ans	0.26 %	-5	-16	+5
EUR Bunds 30 ans	1.13 %	-3	-7	+18
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	99 pdb	-3	-10	+2
USD Treasuries 2 ans	1.29 %	+1	-2	+11
USD Treasuries 10 ans	2.15 %	-5	-20	-29
USD Treasuries 30 ans	2.81 %	-5	-17	-25
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	86 pdb	-6	-18	-40
GBP Gilt 10 ans	0.99 %	-6	-13	-25
JGB 10 ans	0.05 %	0	+3	+0
Spreads Souverains € (10 ans)	7-juin-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	42 pdb	-1	0	-5
Belgique	36 pdb	+1	-3	+3
Italie	202 pdb	+13	+28	+42
Espagne	129 pdb	+4	+15	+11
Portugal	285 pdb	+9	-12	-71
Points Morts d'Inflation (10 ans)	7-juin-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	111 pdb	-2	-14	-16
USD TIPS	180 pdb	-4	-7	-17
GBP Gilt Indexé	303 pdb	-1	+1	+1
Swap Spreads (10 ans)	7-juin-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	51 pdb	+3	+8	+5
USD Swap Spread	-4 pdb	+2	+2	+7
Indices Crédit (BarCap)	7-juin-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	109 pdb	+1	+2	-14
EUR Financières OAS	119 pdb	+0	+0	-20
EUR Agences OAS	51 pdb	+1	+2	-6
EUR Securitized - Covered OAS	57 pdb	+2	+4	-10
EUR High Yield Pan-Européen OAS	296 pdb	-8	-16	-83
Devises	7-juin-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.126 \$	+0.21	+3.01	+7.07
GBP/USD	1.290 \$	+0.09	-0.28	+4.55
USD/JPY	109.28 ¥	+1.27	+3.39	+7.03

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	=
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)	+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)	=
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.