

# STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

## L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 28 AOUT /// N°28-2017

Document destiné aux clients professionnels

### Le risque de *shutdown* aux Etats-Unis revient

#### Points clés

- Draghi, Yellen évitent tout signal de politique monétaire
- Le risque de *shutdown* est prédominant
- Nombreuses incertitudes quant à la réforme fiscale à venir
- Neutralité sur les taux d'intérêt
- Réduire l'exposition à la dette italienne notamment

La réunion de Jackson Hole a paralysé les échanges durant l'essentiel de la semaine passée. Les sujets abordés par Draghi et Yellen (mondialisation, régulation financière) n'étaient pas de nature à engendrer une réaction des marchés financiers. Le 10 ans américain continue de s'échanger sous 2,20% en raison du risque persistant de *shutdown* du gouvernement aux États-Unis. L'activité sur les *calls* en dehors de la monnaie sur le contrat T-note témoigne de l'ampleur de l'activité de couverture. L'once d'or progresse vers 1300\$.

En zone euro, le Bund se situe sous le seuil de 0,40%. Les *spreads* souverains subissent la volatilité du BTP dans la perspective d'élections régionales en Italie. La prime italienne est de nouveau au-delà de 170pdb à 10 ans.

Les *spreads* de crédit en euros affichent un élargissement modeste de l'ordre de 2pdb. L'*investment grade* offre une prime légèrement inférieure à 100pdb en moyenne contre Bund. Le *high yield* (276pdb contre Bund) maintient un niveau de valorisation tendu avant le retour des émissions en septembre.

Le baril de WTI baisse à 47\$ du fait de l'arrêt de l'activité de raffinage dans la zone affectée par l'Ouragan Harvey au Texas. L'écart par

rapport au Brent est au plus bas depuis 2 ans. L'essence monte en revanche.

Les dollars canadien et australien s'apprécient sur fond de hausse sensible des prix des métaux. Le positionnement spéculatif préfigure peut-être un changement plus brutal de la politique monétaire. L'euro semble filer vers \$1,20 et la couronne suédoise s'apprécie fortement.

#### Septembre sera dominé par le risque de *shutdown*

Le Congrès américain aura peu de temps pour trouver un accord sur le budget de l'année fiscale 2018 et relever le plafond de la dette (suspendu depuis mars) afin d'éviter un *shutdown* du gouvernement fédéral au 1<sup>er</sup> octobre. La fermeture d'agences fédérales non critiques induirait une perte temporaire d'activité et la mise au chômage technique de 800k employés. En outre, le gouvernement fédéral ne pourra plus recourir à des 'mesures extraordinaires' pour assurer son financement à partir du 29 septembre. La position de trésorerie de l'état se situera alors à 60mds \$. Le Trésor entend restaurer sa trésorerie en émettant 501mds \$ (en termes nets) au 4T17 afin de porter ses liquidités à 360mds \$ en fin d'année. Le marché des T-bills va supporter l'essentiel de l'ajustement mais les tailles des adjudications d'obligations à long terme augmenteront également en cohérence à la diminution des détentions de *Treasuries* de la Fed.

En parallèle, les discussions sur la réforme fiscale semblent au point mort. La Maison Blanche en fait une priorité mais rien de concret ne se dessine. Un consensus existe pourtant sur la nécessité d'une réforme de l'impôt sur les sociétés (IS). Le taux de taxation officiel se situe à 35% mais la collecte ne représente que 17% des profits environ. Le taux officiel devrait être ramené à 22-25%. La proposition de Paul Ryan de taxation des *cash-flows* avec un ajustement de tarifs douaniers est désormais abandonnée. Cependant, la déduction des intérêts sur la dette ne devrait plus être totale.

L'incitation fiscale associée conduit en effet à un risque d'excès d'endettement qu'il convient de corriger. En revanche, l'amortissement des investissements dès la première année constituerait une mesure favorable aux entreprises.

Concernant l'impôt sur le revenu, la promesse de campagne de Donald Trump d'une baisse « historique », « massive » de la contribution des ménages au budget fédéral cache une réduction probable des dégrèvements liés au paiement des intérêts sur les prêts hypothécaires ou aux impôts locaux.

### Le risque de *shutdown* milite pour la neutralité

Les marchés sont quasiment inchangés sur une semaine. Le Bund s'inscrit en baisse de 2pdb à 0,38%. Le *spread* T-note-Bund à 10 ans évolue dans une fourchette de 10pdb autour de 180pdb depuis le début de l'été. Aux États-Unis, le risque de *shutdown* induit une pression à l'aplatissement de la courbe monétaire, voire au-delà. La hausse des cours des *Treasuries* semble liée à des stratégies de couvertures via des achats de *calls* en dehors de la monnaie. La volatilité implicite du T-Note – au plus bas historique à la monnaie – présente une asymétrie marquée pour les prix d'exercice supérieurs aux niveaux de marché actuels. Cela étant, le sentiment baissier des intervenants continue de prédominer malgré la reprise des achats de *Treasuries* des Banques Centrales étrangères depuis quelques mois. Il apparaît que l'amélioration conjoncturelle en Chine et la diminution des sorties de capitaux ont réduit la pression à la baisse du Renminbi. Le 10 ans s'est stabilisé sous 2,20% alors que la valeur d'équilibre s'établit à 2,79% selon nos modèles. Ces éléments militent pour la neutralité en duration sur le T-note.

Concernant le taux allemand, l'absence de signal de Mario Draghi à Jackson Hole entretient la perspective d'une diminution du QE annoncée en octobre. La dérive du programme par rapport à la clé de répartition oblige la BCE à diminuer son empreinte quelle que soit la dynamique de l'inflation (sur laquelle le QE a un impact quasiment nul en réalité). Nous conservons la neutralité, avec néanmoins un biais à l'aplatissement du *spread* 10-30 ans.

### Prudence sur l'Italie

La volatilité est revenue sur les marchés d'emprunts d'états de la zone euro. Le fragile équilibre politique de l'Italie fait craindre un automne mouvementé. Les commentaires de Silvio Berlusconi agitant le spectre d'une monnaie parallèle préfigure une campagne compliquée pour les partis de gouvernement face au populisme des extrêmes. Les élections régionales feront figure de test avec les parlementaires du printemps prochain. En outre, la réduction du QE sera défavorable à l'Italie (et d'autres pays dont la France, la Belgique) qui a bénéficié des reports du quota allemand. Ainsi, nous recommandons une sous-exposition aux obligations souveraines italiennes. L'Espagne subira cette volatilité mais le possible relèvement de sa note nous incite à conserver une surexposition. Malgré une embellie économique justifiant une notation *investment grade*, nous réduisons la position sur le Portugal. L'Irlande poursuivra sa convergence vers les émetteurs *semi-core*, d'autant que l'OAT et l'OLO paraissent chères au regard des fondamentaux. Il convient de réduire notre exposition à l'OAT. Les *spreads* des pays *core* offrent davantage de valeur que la France ou la Belgique.

### Léger retracement du crédit

Le marché du *high yield* connaît une dynamique complexe. L'embellie économique en zone euro contribue à une amélioration continue de la qualité de crédit. Le taux de défaut est faible et devrait le rester à l'horizon d'un an. Cela étant, les niveaux de valorisation tendus sur le marché du *high yield* en euros seront à l'épreuve du retour des émissions en septembre, dont des financements nouveaux de LBOs.

Le marché du crédit de bonne qualité semble offrir une prime de risque plus attrayante. Les flux vers l'IG en euros ont cependant ralenti au cours de l'été et les primes sont légèrement orientées à la hausse. Cela étant, le réajustement du QE devrait épargner le crédit. En revanche, la BCE pourrait mettre un terme aux programmes d'ABS et de *covered bonds* compte tenu d'un manque évident d'encours éligible.

## Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	28-août-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.74 %	-3	-7	+2
EUR Bunds 10 ans	0.38 %	-2	-17	+17
EUR Bunds 30 ans	1.15 %	+0	-17	+21
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	112 pdb	+0	-10	+15
USD Treasuries 2 ans	1.33 %	+3	-1	+15
USD Treasuries 10 ans	2.17 %	-1	-12	-27
USD Treasuries 30 ans	2.77 %	+1	-12	-29
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	84 pdb	-4	-10	-42
GBP Gilt 10 ans	1.05 %	-4	-21	-19
JGB 10 ans	0.01 %	-2	-7	-4
Spreads Souverains € (10 ans)	28-août-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	32 pdb	+2	+5	-16
Belgique	33 pdb	+1	+5	+0
Italie	171 pdb	+7	+13	+10
Espagne	122 pdb	+8	+24	+5
Portugal	248 pdb	+14	+10	-107
Points Morts d'Inflation (10 ans)	28-août-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	121 pdb	+1	-1	-6
USD TIPS	176 pdb	+0	-6	-21
GBP Gilt Indexé	303 pdb	+1	+0	+1
Swap Spreads (10 ans)	28-août-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	45 pdb	+4	+5	-1
USD Swap Spread	-6 pdb	-1	-2	+5
Indices Crédit (BarCap)	28-août-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	97 pdb	+1	+4	-26
EUR Financières OAS	103 pdb	+2	+4	-36
EUR Agences OAS	48 pdb	+2	+5	-9
EUR Securitized - Covered OAS	51 pdb	+2	+5	-16
EUR High Yield Pan-Européen OAS	276 pdb	+2	+3	-103
Devises	28-août-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.198 \$	+1.29	+1.91	+13.87
GBP/USD	1.293 \$	+0.16	-1.58	+4.77
USD/JPY	109.2 ¥	-0.35	+1.36	+7.11

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	=
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	=
USD Treasuries 10 ans - 30 ans	=
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	+1
Pays-Bas vs. Allemagne	=
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.