

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 4 SEPTEMBRE /// N°29-2017

Document destiné aux clients professionnels

BCE : exercice de communication délicat

Points clés

- Absence totale de volatilité sur les marchés malgré les risques multiples
- Croissance soutenue aux États-Unis (3% au 2T17)
- BCE : annonce du *tapering* en octobre
- Neutralité sur les marchés de taux
- Le *spread* italien à 10 ans repasse sous 170pdb

Les marchés de taux sont sans tendance et extraordinairement peu volatiles. Le Bund à 10 ans cote à 0,37% alors que le T-note s'échangeait à 2,17% avant *Labor Day* aux États-Unis. La possibilité d'un *shutdown* du gouvernement américain à partir de début octobre, l'impact économique de la tempête tropicale Harvey ou les tensions provoquées par l'essai nucléaire de la Corée du Nord constituent néanmoins des réelles sources d'inquiétude. De fait, les actions affichent un gain hebdomadaire de 0,3% en Europe à 1,3% aux États-Unis. La brutale hausse des prix de l'essence consécutive à l'arrêt de l'activité des raffineries texanes provoque une légère tension sur les points morts américains.

Les *spreads* des émetteurs souverains sont bien orientés sur une semaine. Les rumeurs (probablement infondées) d'une évolution de la clé de répartition ont rétréci les *spreads* italiens sous le seuil de 170pdb. Le crédit de bonne qualité se maintient sous 100pdb face à l'actif sans risque allemand. Les valorisations du *high yield* contribuent à une légère dégradation (+4pdb) des *spreads*.

Le marché des changes est atone. Les intervenants guettent une réaction de la BCE après l'appréciation forte de la monnaie unique au cours des dernières semaines. Le dollar s'est stabilisé cette semaine.

Croissance soutenue aux États-Unis

L'économie américaine affiche une croissance annualisée de 3% entre avril et juin. La consommation des ménages et l'investissement privé sont les moteurs de la demande agrégée. La contribution à la croissance des stocks et des dépenses publiques est proche de zéro au 2T17. Le rebond de la consommation durable (+8,9%Ta) est particulièrement impressionnant compte tenu du ralentissement du marché automobile et de la baisse de l'investissement logement (-6,5%Ta). L'investissement des entreprises est dynamique, en particulier dans la technologie et l'équipement industriel. Les dépenses en structures productives ont doublé au 2T17 dans le secteur de l'exploration minière.

Cela étant, la tempête tropicale qui s'est abattue sur Houston devrait avoir un impact significatif et durable sur l'activité dans la quatrième ville du pays. La région produit 1,4mn de barils par jour, soit 15 à 20% de la production d'or noir des États-Unis. Les raffineries sont à l'arrêt et les importations d'essence vont devoir augmenter. La hausse des prix de l'essence ponctionnera le pouvoir d'achat des ménages. En effet le prix du gallon d'essence est passé de 2,36\$ le 28 août à 2,64\$ actuellement en moyenne nationale. En outre, le risque de *shutdown* pourrait empêcher le déboursement d'aides fédérales aux ménages sinistrés destinées au paiement des loyers et des réparations de l'habitat. À l'horizon de quelques mois, la reconstruction devrait soutenir la croissance texane mais le manque de main d'œuvre disponible, qui pénalise le secteur depuis 2015, constitue une difficulté majeure.

Exercice de communication délicat pour Draghi

La BCE présentera cette semaine son nouveau jeu de prévisions économiques à l'horizon de 2019. L'accélération de la croissance se confirme. Le PIB de la zone euro progressera de 2% cette année. Malgré la force de l'euro, l'inflation devrait être arrondie à la hausse afin

de justifier un recalibrage du programme d'achats d'actifs. La réelle raison de la réduction à venir du QE est la raréfaction des titres *core* éligibles sous la contrainte de détention de 33% de l'encours de dette de chaque pays. La clé de répartition des achats de dettes publiques n'est plus respectée depuis plusieurs mois. L'annonce de ce recalibrage devrait intervenir le mois prochain.

Neutralité sur les taux

Les sources de risques sont multiples mais les marchés de taux mondiaux sont sans tendance. Les *Treasuries* sont soutenus par les achats des banques centrales étrangères, dont la PBoC agissant face à la hausse du yuan. Le sentiment baissier qui ressort des enquêtes auprès des investisseurs finaux américains semble pris en défaut. Toutefois, l'absence de volatilité et la prime de terme négative témoignent de la fragilité de cet équilibre entretenu par les risques politiques internes (*shutdown*) et externe (Corée du Nord). La valeur d'équilibre du 10 ans américain (2,79% selon nos modèles) est inatteignable à court terme, tant que la question du *shutdown* n'est pas résolue. Les émissions prévues au 4T17 chiffrées à 501mds \$ devraient ensuite peser sur le marché. À court terme, la neutralité directionnelle prévaudra.

En zone euro, la problématique est identique. La croissance justifie des taux d'intérêt plus élevés. La BCE, seule acheteuse de dettes publiques à l'exception du secteur de l'assurance, peine à sortir de sa politique expansionniste. Le montant des achats de dettes publiques est trois fois supérieur au besoin de financement consolidé des gouvernements et, de surcroît, sans effet notable sur l'inflation. Mario Draghi sait parfaitement qu'une sortie brutale est inenvisageable compte tenu du risque d'attaque spéculative sur la dette italienne en amont des élections de l'an prochain. Un commentaire sur l'appréciation de l'euro constituerait un signal de report de la hausse de taux de dépôt anticipée par certains économistes pour 2018. Dans ce contexte, la neutralité en sensibilité aux taux euro est recommandée. Nous conservons un biais à l'aplatissement du segment 10-30 ans de la courbe. Les *swap spreads* se sont élargis dans

la phase de *rally* du Bund. Les niveaux de valorisation militeraient peut-être pour la mise en œuvre de stratégies de ventes d'*asset swaps* mais la remontée des rendements sans risque requiert la levée des incertitudes citées ci-dessus.

L'enlisement des négociations entre le Royaume-Uni et l'Union Européenne paralyse la BoE. Il est pourtant probable que le Brexit s'apparentera à un choc d'offre négatif, dont l'issue pourrait être la stagflation. Dans ce cas, une hausse des taux d'intérêt serait inévitable pour éviter un arrêt brutal du financement du déficit extérieur du pays. Là aussi, la neutralité s'impose. Au Japon, le 10 ans porté par les tensions régionales revient en territoire négatif.

Détente des *spreads* italiens

Le marché de la dette souveraine s'est détendu au cours de la semaine passée. Il semble que les intervenants aient anticipé une annonce portant sur la clé de répartition. Le BTP a alors effacé une partie de la tension survenue après la sortie de Silvio Berlusconi au sujet de l'introduction d'une monnaie parallèle. Cette rumeur apparaît peu crédible mais le BTP à 10 ans s'échange en effet de nouveau sous 170pdb. Nous restons cependant à l'écart de la dette italienne notamment sur les échéances longues avant les prochaines élections régionales qui devraient donner le ton des parlementaires de l'an prochain. L'Espagne pourrait bénéficier de décisions favorables des agences de notation au cours du mois de septembre. Notre allocation surpondère les Bonos. À plus long terme (décembre 2017), l'agence Fitch pourrait relever la note du Portugal (en catégorie IG). Le Portugal vient en effet de rembourser une nouvelle tranche du prêt accordé en 2011 par le FMI. Le marché *core* est sans volatilité. L'OAT semble trop chère face à l'Irlande dont le *spread* poursuit sa convergence vers le couple OLO-OAT et les pays *core*.

La volatilité apparaît très faible sur le marché du crédit. Le *spread* moyen des obligations privées notées IG se situe sous 100pdb. Si la BCE devrait mettre un terme aux achats d'ABS et de *covered bonds*, le CSPP restera une composante de l'APP jusqu'à son terme (soit au plus tôt en juin 2018).

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	4-sept.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.73 %	+1	-5	+3
EUR Bunds 10 ans	0.37 %	-1	-10	+16
EUR Bunds 30 ans	1.16 %	+1	-5	+22
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	111 pdb	-2	-5	+13
USD Treasuries 2 ans	1.34 %	+2	-1	+15
USD Treasuries 10 ans	2.17 %	+1	-10	-28
USD Treasuries 30 ans	2.78 %	+2	-7	-29
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	82 pdb	-1	-9	-43
GBP Gilt 10 ans	1.06 %	+0	-12	-18
JGB 10 ans	-0.01 %	-2	-7	-6
Spreads Souverains € (10 ans)	4-sept.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	31 pdb	-1	+3	-17
Belgique	31 pdb	-2	+1	-1
Italie	167 pdb	-3	+12	+6
Espagne	119 pdb	-4	+17	+1
Portugal	246 pdb	-3	+6	-110
Points Morts d'Inflation (10 ans)	4-sept.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	121 pdb	+1	0	-6
USD TIPS	179 pdb	+4	0	-18
GBP Gilt Indexé	305 pdb	+2	+7	+3
Swap Spreads (10 ans)	4-sept.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	43 pdb	-2	+2	-3
USD Swap Spread	-5 pdb	+1	-2	+6
Indices Crédit (BarCap)	4-sept.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	99 pdb	+2	+7	-24
EUR Financières OAS	105 pdb	+2	+8	-34
EUR Agences OAS	47 pdb	-1	+2	-10
EUR Securitized - Covered OAS	51 pdb	0	+1	-16
EUR High Yield Pan-Européen OAS	280 pdb	+4	+17	-99
Devises	4-sept.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.191 \$	-0.54	+1.18	+13.26
GBP/USD	1.296 \$	+0.19	-0.64	+5
USD/JPY	109.51 ¥	-0.28	+1.08	+6.8

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)	=
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.