

# STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

## L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 02 OCTOBRE /// N°33-2017

Document destiné aux clients professionnels

### Zone euro entre croissance et risque catalan

#### Points clés

- Pentification des courbes de taux
- Le vote catalan ravive le risque politique européen
- Élargissement des *spreads* espagnols
- Neutralité recommandée sur les taux

La remontée des taux réels s'est poursuivie la semaine passée. Le 10 ans américain a touché son sommet depuis juillet à 2,37%. Le Bund oscille entre 0,45% et 0,50%. La hausse du rendement à 10 ans s'accompagne d'une pentification des courbes. Le Gilt a suivi le mouvement haussier, Mark Carney confirmant la possibilité d'une hausse des taux à l'automne.

En Espagne, le climat politique entourant le référendum catalan engendre une défiance envers les Bonos qui s'écartent de 10pdb en séance ce lundi. Les tensions entre le gouvernement de Mariano Rajoy et la Catalogne ont pesé dans la décision de S&P de ne pas relever la note de crédit du Royaume malgré des perspectives positives. La hausse du *spread* espagnol se transmet, dans une certaine mesure, aux BTPs italiens (+5pdb).

Les marchés du crédit sont sans tendance. Le *spread* moyen contre Bund s'établit à 96pdb pour les notations en catégorie investissement. Le *high yield* s'est légèrement resserré de 3pdb à 271pdb. Par ailleurs, le crédit souverain émergent s'est stabilisé sous 290pdb.

Sur le marché des changes, le dollar est porté par la probable hausse des *Fed Funds* en décembre. L'indice large du billet vert (DXY) gagne plus d'1% sur la semaine. L'euro se replie sous 1,18\$.

#### États-Unis : croissance soutenue au 2T mais ralentissement probable au 3T

Le PIB du 2T17 s'établit à 3,1%Ta avec une contribution marquée de la demande privée et des contributions quasi-nulles de la demande externe, des variations de stocks et des dépenses publiques. La consommation durable a rebondi entre avril et juin mais la contraction (qui devrait perdurer) de l'investissement logement pèsera probablement sur la demande de produits blancs et autres. De fait, l'acquis de croissance sur juillet-août de la consommation des ménages se limite à 1,4% pour le 3T17. La baisse des maisons vendues résulte de la hausse des prix, à la tendance haussière des coûts de construction et aux stocks insuffisants de maisons à vendre. Les ventes de maisons neuves marqueront une nouvelle baisse entre juillet et septembre. L'investissement des entreprises est en revanche soutenu. Le commerce extérieur apporte 0,2pp mais le début du trimestre est encourageant de sorte que sa contribution se situera au-delà de +0,5pp au 3T17. Ainsi, le PIB du 3T17 se situera aux alentours de 2,5%Ta. La consommation augmentera de 1,6% environ et le logement diminuera. Les livraisons de biens durables sont bien orientées et l'enquête TechPulse préfigure une accélération de l'investissement productif.

#### BoE : l'étrange aveu de Mark Carney

Mark Carney a fait un commentaire pour le moins inhabituel au sujet du mandat des Banques Centrales. Le gouverneur de la BoE s'exprimait lors de la conférence célébrant les 20 ans d'indépendance de la Banque Centrale: « (...) la crise financière a montré que l'objectif sain de stabilité des prix pouvait se révéler une dangereuse distraction ».

La BoE fait face à un potentiel choc d'offre défavorable, dont l'issue serait une forme de stagflation. Dans ce cas, l'assouplissement monétaire n'a aucune justification. Le Brexit engendre une incertitude considérable quant au climat des affaires au Royaume-Uni après 2019 ou à l'issue de l'éventuelle période de

transition. L'incitation à produire au Royaume-Uni risque de disparaître exposant les fragilités externes du pays.

### Neutralité sur l'exposition directionnelle au marché de taux

Le marché obligataire américain intègre progressivement une hausse des Fed Funds en décembre. Janet Yellen semble résolue à se conformer aux projections publiées en septembre par le FOMC. Son remplacement possible par Kevin Warsh attise aussi les anticipations d'une politique monétaire plus restrictive. Cela induit une pression durable à l'aplatissement de la courbe américaine. La tendance s'est néanmoins interrompue la semaine passée avec un écartement de 6pdb du *spread* 2-10 ans. À 2,35%, le T-note est revenu à quelque 10pdb sous son niveau de fin 2016. La semaine s'annonce volatile. L'ISM témoigne d'une activité soutenue dans le secteur manufacturier. Le rapport sur l'emploi indiquera en revanche un net ralentissement des embauches en septembre lié au passage des ouragans. La valeur d'équilibre du 10 ans américain se situe au-delà de 2,70% selon nos estimations, mais il semble prématuré d'envisager une convergence vers cet objectif. Selon l'analyse technique, un maintien des cours au-dessus de 2,29% laisse envisager une poursuite du mouvement haussier limitée à 2,42%. Dans ce contexte, nous jugeons la neutralité appropriée sur le T-note à 10 ans. L'aplatissement reste une tendance lourde sur le segment de courbe 2-10 ans.

En zone euro, le rendement du Bund est orienté à la hausse et oscille désormais entre 0,45 et 0,50%. Les divergences de vues au sein du Conseil maintiennent une prime par rapport à l'équilibre que nous situons à 0,70%. L'agence allemande émettra cette semaine 3mds € d'emprunt à 10 ans. Le positionnement reste proche de la neutralité parmi les intervenants finaux. Le 2 ans est inchangé à -0,70%. La position recommandée est la neutralité. Cela étant, le risque de pentification milite pour une surexposition aux maturités courtes. L'objectif de *spread* 2-10 ans se situe à 120pdb à court terme. La neutralité prévaut également sur les *swap spreads*.

Les emprunts souverains de la zone euro ont été chahutés en début de semaine. Le contexte houleux du vote d'indépendance catalan ravive les tensions sur les *spreads* espagnols et, par contagion, ceux de l'Italie et du Portugal. Le Bono à 10 ans s'est écarté du Bund de quelque 10pdb pour s'afficher autour de 125pdb. Une sécession de la Catalogne aurait pour conséquence immédiate d'amputer l'Espagne de 20% de son PIB. Une difficile négociation sur le partage de la dette nationale s'en suivrait. Par ailleurs, la Catalogne sortirait immédiatement de l'UE et de la zone euro, laissant ainsi les institutions financières locales sans accès à la BCE. L'agence S&P n'a pas pris de risque de relever la note de l'Espagne (BBB+) mais a néanmoins maintenu les perspectives positives précisant qu'elle anticipant 3% de croissance jusqu'en 2020 et le maintien de la région catalane dans l'état espagnol.

Sur les autres marchés d'emprunts souverains, la hausse du rendement allemand s'avère sans conséquence sur les pays *core*. L'OAT française à 10 ans cote sous le seuil de 30pdb, qui semble la borne basse de la fourchette admissible au regard de la lente consolidation budgétaire. Nos expositions sont inchangées à ce stade mais les développements politiques espagnols doivent être surveillés.

La volatilité des marchés de taux ne semble pas affecter la bonne dynamique du marché du crédit. Le *spread* moyen sur l'univers IG est stable sous la barre des 100pdb contre Bund. Les notations spéculatives continuent de s'échanger à des *spreads* inférieurs de l'ordre de 270pdb par rapport au Bund. Les indices synthétiques traitent à des niveaux de *spreads* peu élevés. En particulier, l'indice Crossover (251pdb) intègre un scénario de défaut optimiste compte tenu des notations que le composent.

Enfin, le crédit souverain émergent reste insensible à la remontée des taux américains et du dollar. Le *spread* de la classe d'actifs demeure sous le seuil de 300pdb. Le Brésil (240pdb), le Mexique (233pdb) et la Colombie (185pdb) s'échangent sur les niveaux les plus serrés depuis le début de 2017. La dette russe s'écarte en revanche malgré le redressement des cours de l'or noir récemment.

## Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	3-oct.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.7 %	+2	+3	+7
EUR Bunds 10 ans	0.49 %	+8	+11	+28
EUR Bunds 30 ans	1.32 %	+7	+16	+38
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	118 pdb	+6	+8	+21
USD Treasuries 2 ans	1.49 %	+5	+15	+30
USD Treasuries 10 ans	2.36 %	+12	+19	-9
USD Treasuries 30 ans	2.9 %	+12	+12	-17
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	87 pdb	+7	+5	-38
GBP Gilt 10 ans	1.38 %	+5	+32	+14
JGB 10 ans	0.07 %	+4	+8	+3
Spreads Souverains € (10 ans)	3-oct.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	28 pdb	-1	-2	-19
Belgique	27 pdb	-2	-4	-6
Italie	167 pdb	-5	-3	+6
Espagne	121 pdb	+0	-1	+3
Portugal	193 pdb	-8	-53	-163
Points Morts d'Inflation (10 ans)	3-oct.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	137 pdb	+14	+15	+10
USD TIPS	185 pdb	0	+5	-13
GBP Gilt Indexé	312 pdb	+2	+7	+10
Swap Spreads (10 ans)	3-oct.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	45 pdb	+0	+2	-1
USD Swap Spread	-5 pdb	-1	+0	+6
Indices Crédit (BarCap)	3-oct.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	96 pdb	-1	-3	-27
EUR Financières OAS	103 pdb	+0	-2	-36
EUR Agences OAS	46 pdb	+0	-1	-11
EUR Securitized - Covered OAS	49 pdb	-1	-2	-18
EUR High Yield Pan-Européen OAS	272 pdb	-4	-8	-107
Devises	3-oct.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.174 \$	-0.33	-1.23	+11.66
GBP/USD	1.325 \$	-1.36	+2.56	+7.37
USD/JPY	113.07 ¥	-0.7	-2.98	+3.44

Source: Bloomberg, Natixis Asset Management

## Sélection de nos vues de marché

Emprunts d'Etats	Vue de marché
EUR Bunds 10 ans	0
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	+1
EUR Bunds 10 ans - 30 ans	+1
USD Treasuries 10 ans	0
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	-1
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	-1
Autres Marchés Obligataires	Vue de marché
EUR Emprunts Indexés (Points Morts)	=
EUR Crédit aux Entreprises	=
EUR Agences (vs. Swaps)	=
EUR Securitized - Covered (vs. Swaps)	=
EUR High Yield Pan-Européen	=

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.