

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 09 OCTOBRE /// N°34-2017

Document destiné aux clients professionnels

Le risque catalan contenu jusqu'ici

Points clés

- **Sommets à 0,50% sur le Bund et 2,40% sur le T-Note**
- **Le marché du travail américain toujours robuste**
- **Neutralité sur le Bund, la BCE se veut prudente pour 2018**
- **Contagion limitée du risque catalan**

Le Bund et le T-note ont brièvement touché 0,50% et 2,40% en réaction à la publication du rapport mensuel sur l'emploi aux États-Unis. La clôture hebdomadaire est néanmoins conforme à l'absence de tendance qui prévaut depuis plusieurs mois sur les marchés de taux. Les points morts d'inflation se tendent quelque peu. Le swap d'inflation cote 1,53% à 10 ans en zone euro et 2,18% outre-Atlantique.

Les marchés de dette souveraine sont les plus affectés par la crise catalane. La tension initiale du *spread* des Bonos vers 135pdb s'est dissipée en fin de semaine. La dette espagnole s'échange désormais autour de 120pdb. La contagion à l'Italie et au Portugal est restée très limitée. De fait, les PGBs cotent sous 200pdb avec une variabilité minime.

Le crédit est tout aussi peu volatile. Le *spread* moyen de l'*investment grade* européen se maintient sous 100pdb. Le *high yield* poursuit en revanche son *rally*. La prime traite au niveau le plus serré de l'année à 264pdb en resserrement de 7pdb sur cinq séances.

Le marché des devises est plus animé. Le dollar reste orienté à la hausse. Le sterling et le peso mexicain se déprécient sensiblement.

États-Unis : croissance révisée en hausse au 3T17

L'emploi a baissé de 33k en septembre selon les données du BLS, progressé de 135k dans le secteur privé selon ADP et explosé à la

hausse (+906k) selon l'enquête effectuée auprès des ménages. Plus d'1,5mn de travailleurs n'étaient pas au travail durant toute ou partie de la période de référence de l'enquête. Le taux de chômage se réduit à 4,2%, ce qui constitue un nouveau point bas cyclique. La mesure la plus large du sous-emploi U-6 tombe à 8,3%. La dernière fois (2007) que l'indicateur U-6 était à ce niveau l'inflation sous-jacente était à 2%, la croissance à 1,7%A et les *Fed Funds* à 5,25%. Aujourd'hui, l'inflation est à 1,3%A, la croissance à 2,2%A et les taux à 1-1,25%... Le mandat dual de la Fed a, semble-t-il, disparu au profit du ciblage unique de l'inflation. Concernant les salaires, le taux horaire accélère à 2,9%A. Le consensus concluant à une absence de tensions salariales nous paraît d'autant plus contestable. Le salaire médian d'un travailleur à temps plein est en réalité en croissance de 4,5%A environ, un niveau en ligne avec les précédents cycles. En fait, la sortie des *baby boomers* (i.e. le vieillissement de la population) et le retour des travailleurs peu qualifiés à mesure que le cycle s'améliore amputent la hausse annuelle des salaires moyens de près de 2%. Une lecture simple du taux de salaire moyen est erronée car elle confond des effets de flux (entrées/sorties sur le marché du travail) et l'effet prix (formation des salaires). En conclusion, le marché du travail reste dynamique comme l'indique la poursuite de la tendance baissière du chômage. Compte tenu du niveau de la demande de travail, les personnes encore en dehors de l'emploi à ce stade sont probablement inemployables.

Sur le plan conjoncturel, les enquêtes préfigurent une croissance soutenue au 3T17. L'ISM manufacturier dépasse 60 et l'enquête des services se situe à 59,8 en septembre. Le PIB a probablement crû de près de 3%Ta entre juillet et septembre. L'investissement des entreprises est robuste comme en témoignent les livraisons de biens d'équipement. Le commerce extérieur s'est redressé et la faiblesse relative de la consommation observée

en juillet-août s'est nettement atténuée en septembre. Les ventes de véhicules ont connu un mois record en septembre atteignant un plus haut cyclique à 18,5mn en rythme annualisé. La tendance baissière reprendra sans doute mais ce rebond témoigne de la vigueur de la consommation après le passage des ouragans. L'inflation devrait accélérer et dépasser le seuil de 2% (IPC) en septembre.

Neutralité sur le Bund et sur le T-Note, biais négatif sur le Gilt

Le rendement du T-Note s'est tendu en réaction à la publication des statistiques d'emploi en septembre. Le 10 ans a brièvement traité à 2,40% avant de se replier dans la perspective de Columbus Day. Les intervenants réduisent habituellement leur positionnement en amont d'un weekend prolongé. Les publications de la semaine incluent l'IPC de septembre probablement au-dessus de 2%A et les ventes au détail attendues en net rebond après le chiffre élevé de ventes de véhicules le mois dernier (18,5mn en termes annualisés). Le compte-rendu du FOMC de septembre sera en revanche sans incidence sur les cours. Les adjudications de la semaine concernent les échéances 3, 10 et 30 ans. Le début de la phase de contraction du bilan signifie que le soutien de la Fed sera moindre qu'auparavant. Le consensus est très fortement baissier désormais selon les enquêtes de JP Morgan. Cela étant, le consensus marqué à la hausse des taux pointe le risque inverse, c'est-à-dire la possibilité de rachats de positions vendeuses. La volatilité reste en outre très faible historiquement. La volatilité implicite du contrat T-note (TYVIX) se situe à 4,36% à l'horizon d'un mois environ 1pp sous la moyenne de long terme. Cela maintient un écart entre les cours actuels et la valeur d'équilibre de 2,79%. L'analyse technique de l'évolution du 10 ans américain identifie deux niveaux pouvant signaler une sortie de la dérive latérale actuelle. Au-dessus de 2,42%, une accélération haussière se matérialiserait selon nos projections. À la baisse, le niveau clé se situe à 2,28%. Dans ce contexte de marché, la neutralité en sensibilité est recommandée. Le *spread* 2-10 ans offre toujours un potentiel d'aplatissement.

Le Bund n'offre pas davantage d'opportunités. Le compte-rendu du dernier conseil des gouverneurs de la BCE met l'accent sur la

prudence de ses membres. Plusieurs options sont envisagées pour diminuer le QE à partir de janvier prochain. Les évolutions possibles incluent 6 mois supplémentaires à 30mds € et 9 mois à 20mds €. La neutralité directionnelle est privilégiée malgré des valorisations peu attrayantes sur le 10 ans allemand. La pentification reste aussi un thème majeur.

Au Royaume-Uni, la croissance a décéléré au 3T17. L'inflation n'atteindra son sommet qu'en novembre. La BoE ne défend plus l'idée qu'un assouplissement monétaire peut contrecarrer les effets de l'incertitude liée au Brexit. Mark Carney prend acte du choc d'offre à venir et doit désormais relever les taux. Une hausse est prévue en novembre. L'accentuation du positionnement spéculatif baissier sur la livre compliquera la donne si une nouvelle chute du sterling augmente encore l'inflation.

Les esprits se calment en Espagne

Le risque d'une annonce unilatérale proclamant l'indépendance de la Catalogne a exercé une pression haussière sur les *spreads* espagnols. En outre, les obligations catalanes se sont dégradées face aux Bonos. L'emprunt espagnol à 10 ans s'est tendu jusque 135pdb. Le *spread* s'est ensuite stabilisé quelque 10pdb plus bas. Nous avons réduit la voilure sur l'Espagne, les agences étant moins enclines désormais à relever leur note malgré l'amélioration continue de la conjoncture. Concernant les autres émetteurs, nous restons prudents sur l'Italie. Les pays *core* n'offrent pas de prime suffisante face au Bund pour justifier une surexposition.

Le crédit semble insensible au risque espagnol. Certes, les dettes financières espagnoles, notamment les titres AT1, ont souffert du sentiment négatif envers la région. Quant aux non-financières, les *spreads* résistent contre Bonos en particulier sur les maturités longues. Les primes sur le crédit IG européen sont inchangées à 96bps contre l'emprunt allemand par rapport à la semaine passée. Le *high yield* continue en revanche de se resserrer à 264pdb.

Le crédit souverain émergent poursuit sa surperformance. On note toutefois une légère décélération des flux sur la dette en dollars, probablement liée au niveau serré des primes. Les comptes finaux continuent néanmoins d'acheter ce marché tiré par la performance du Brésil (235pdb), de l'Indonésie (165pdb) ou encore du Mexique (232pdb) qui s'échangent aux plus bas de 2017.

Principaux indicateurs de marché

| Emprunts d'Etats | 10-oct.-17 | -1sem (pdb) | -1m (pdb) | dep. 31/12 (pdb) |
|-----------------------------------|------------|--------------|------------|------------------|
| EUR Bunds 2 ans | -0.7 % | +1 | +6 | +7 |
| EUR Bunds 10 ans | 0.45 % | -1 | +14 | +24 |
| EUR Bunds 30 ans | 1.29 % | -1 | +18 | +34 |
| EUR Bunds 2 ans - 10 ans | 115 pdb | -2 | +8 | +18 |
| USD Treasuries 2 ans | 1.5 % | +3 | +24 | +32 |
| USD Treasuries 10 ans | 2.36 % | +4 | +31 | -8 |
| USD Treasuries 30 ans | 2.9 % | +4 | +23 | -16 |
| USD Treasuries 2 ans - 10 ans | 86 pdb | +1 | +7 | -40 |
| GBP Gilt 10 ans | 1.37 % | +2 | +38 | +13 |
| JGB 10 ans | 0.06 % | -2 | +5 | +1 |
| Spreads Souverains € (10 ans) | 10-oct.-17 | -1sem (pdb) | -1m (pdb) | dep. 31/12 (pdb) |
| France | 27 pdb | -2 | -3 | -21 |
| Belgique | 27 pdb | +0 | -4 | -6 |
| Italie | 168 pdb | -2 | +4 | +7 |
| Espagne | 124 pdb | -2 | +1 | +7 |
| Portugal | 197 pdb | +2 | -52 | -159 |
| Points Morts d'Inflation (10 ans) | 10-oct.-17 | -1 sem (pdb) | -1 m (pdb) | dep. 31/12 (pdb) |
| EUR OATi | 138 pdb | +2 | +16 | +11 |
| USD TIPS | 187 pdb | +2 | +7 | -10 |
| GBP Gilt Indexé | 315 pdb | +4 | +7 | +13 |
| Swap Spreads (10 ans) | 10-oct.-17 | -1 sem (pdb) | -1 m (pdb) | dep. 31/12 (pdb) |
| EUR Swap Spread | 44 pdb | -1 | -2 | -2 |
| USD Swap Spread | -4 pdb | 0 | +0 | +7 |
| Indices Crédit (BarCap) | 10-oct.-17 | -1 sem (pdb) | -1 m (pdb) | dep. 31/12 (pdb) |
| EUR Crédit OAS | 96 pdb | +0 | -5 | -27 |
| EUR Financières OAS | 103 pdb | +0 | -5 | -36 |
| EUR Agences OAS | 45 pdb | -1 | -3 | -12 |
| EUR Securitized - Covered OAS | 48 pdb | -2 | -5 | -19 |
| EUR High Yield Pan-Européen OAS | 265 pdb | -7 | -18 | -114 |
| Devises | 10-oct.-17 | -1 sem (%) | -1 m (%) | dep. 31/12 (%) |
| EUR/USD | 1.177 \$ | +0.14 | -1.67 | +11.91 |
| GBP/USD | 1.316 \$ | -0.63 | -0.11 | +6.68 |
| USD/JPY | 112.66 ¥ | +0.16 | -3.17 | +3.82 |

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 | = |
| 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.