

# STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

## L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 16 OCTOBRE /// N°35-2017

Document destiné aux clients professionnels

### La BCE pourrait étendre le QE de 9 mois

#### Points clés

- Repli des taux vers 0,40% sur le Bund
- BCE : extension de 9 mois du QE à 30mds € maximum
- Neutralité sur le T-Note et le Bund, prudence sur le Gilt
- Neutralité recommandée sur l'Italie et l'Espagne

Les rendements obligataires ont rebaisé de 5 à 6pdb vers 0,40% sur le Bund à 10 ans et 2,30% concernant le T-Note. La BCE s'orienterait vers une prolongation du QE de 9 mois pour un total compris entre 200 et 270mds €. La baisse des taux s'est matérialisée en fin de semaine après la publication de l'inflation américaine en septembre (2,2%A). L'absence de volatilité financière aplatit les courbes de taux et contribue à réduire les *spreads* souverains et de crédit.

L'horizon s'éclaircit en Italie avec l'approbation par le Parlement d'une nouvelle loi électorale ainsi qu'une modernisation des procédures de faillite. Les élections interviendront peut-être dès le 4 mars. Le *spread* du BTP à 10 ans est stable sous 170pdb. En Espagne, la question catalane reste en suspens mais une réponse du gouvernement interviendra cette semaine. Les Bonos ont peu évolué autour de 120pdb.

Les marchés du crédit continuent de surperformer l'actif sans risque. La prime moyenne diminue de 2pdb sur une semaine à 94pdb. Le *high yield* poursuit son rally s'échangeant désormais à une prime de 260pdb contre Bund. Les indices synthétiques sont stables. Dans les pays émergents, le *spread* souverain moyen se situe sous 290pdb. Toutefois, le *spread* du Mexique se dégrade (élections l'an prochain, NAFTA). La faiblesse du peso retardera sans doute l'allègement monétaire.

Sur le marché des changes, la livre rebondit avant la publication de l'inflation qui devrait conforter les anticipations de hausse des taux en novembre. Le marché teste la crédibilité de l'engagement de la RBA à conserver le statu quo. Le dollar australien gagne 1,35% sur la semaine. L'euro cote au-dessus d'1,18\$.

#### La croissance américaine proche de 3%Ta au 3T17

Les ventes au détail ont bondi de 1,6%M en septembre. Les données du mois précédent ont été révisées à la hausse. La série *control group* (qui exclut du total des ventes les éléments volatiles) progresse de 2,6%Ta entre juillet et septembre. La consommation de biens a ralenti au 3T17 mais l'inflexion de la croissance des dépenses est moins marquée qu'anticipé. La consommation privée se situera entre 2 et 2,5%Ta dans les comptes nationaux du 3T17. L'investissement des entreprises poursuit son redressement. Les livraisons de biens d'équipement augmentent de 8%Ta sur le trimestre en cours. Le commerce extérieur est encourageant. Cela étant, la demande publique reste insuffisante, notamment en matière d'investissement. La croissance a probablement approché 3%Ta au 3T17 aux États-Unis.

L'inflation des prix à la consommation est passée au-dessus de 2% (IPC à 2,2% en septembre). La hausse mensuelle de 0,5%M provient principalement de la contribution des prix de l'essence, poussés à la hausse par l'arrêt de l'activité de raffinage lorsque Harvey avait atteint les côtes texanes. L'inflation sous-jacente est stable à 1,7%A. Bien loin du « mystère » évoqué par Janet Yellen, le comportement des prix traduit l'influence de la mondialisation des chaînes de valeur-ajoutée et l'intensification de la concurrence à tous les stades de la production des biens. Par ailleurs, la distribution en ligne réduit aussi les coûts de prospection au bénéfice du consommateur final. La dynamique des prix est double : les prix des biens manufacturés importés connaissent une baisse structurelle alors que l'inflation interne est stable. En effet, les prix des services

accéléraient à 2,6%A en septembre. Les politiques de ciblage de l'inflation n'ont aucun sens si l'indice de prix est structurellement biaisé par des facteurs externes.

### Neutralité sur le Bund et le T-Note

On s'ennuie ferme sur les marchés de taux. La volatilité est au plus bas laissant peu d'opportunités pour traiter à court terme. Le portage reste la meilleure stratégie, d'où l'aplatissement des courbes. Le Bund comme le T-note semblent irrémédiablement liés de sorte que le *spread* peine à s'écarter du niveau de 190pdb (0,39%-2,29%). Le rebond des cours a été initié par les fuites orchestrées par la BCE faisant état d'un total de 200 à 270mds € d'obligations éligibles restant pour l'année 2018. Ce chiffre attise les anticipations d'une prolongation du QE jusqu'en septembre 2018 à hauteur de 20 à 30mds € d'achats mensuels. Cette perspective a favorisé le 5 ans qui plonge de 6pdb pour s'échanger de nouveau sous le seuil de -0,30%. La publication de l'IPC américain 0,1pp sous le consensus a ensuite amplifié le mouvement. Paradoxalement, le sentiment baissier continue de prédominer sur les marchés de *Treasuries*. Les intervenants intègrent la distorsion induite par la présence sans précédent des Banques Centrales sur les marchés obligataires. Cela étant, ce pessimisme rend d'autant plus probables les rachats de positions vendeuses en cas de décalage à la hausse des cours. Les valorisations actuelles des taux à 10 ans sont certes peu attrayantes mais la dynamique intrinsèque des marchés de taux milite pour la neutralité directionnelle. L'absence de tendance sur le *spread* T-Note-Bund nous incite à la neutralité des deux côtés de l'Atlantique. Les courbes ont néanmoins une dynamique opposée. L'aplatissement va se poursuivre dans la perspective d'une hausse des Fed Funds en décembre prochain. A l'inverse, la diminution progressive des achats s'accompagnera d'une pentification de la courbe européenne. Sur sa partie longue, la pression payeuse sur le marché des *swap* et l'adjudication de Bund 2048 militent pour un élargissement du *spread* 10-30 ans.

Au Royaume-Uni, les négociations en vue d'un accord sur le commerce avec l'UE après 2019 sont au point mort. L'économie britannique fait face à un potentiel choc d'offre inflationniste. Une politique de demande est inadaptée dans ce contexte car

elle amplifie la hausse de l'inflation tout en dégradant le solde extérieur. Un quart de la dette britannique est indexée sur l'inflation. La hausse d'un point de l'indice RPI sur les douze derniers mois induit une charge supplémentaire réduisant les faibles marges de manœuvre budgétaire. Mark Carney ne peut plus nier la réalité et relèvera les taux en novembre. Cela étant, ce geste ramenant le taux repo de la BoE à 0,50% restera anecdotique face à l'ampleur de la tâche. Il convient ainsi de vendre le Gilt avec comme objectif 1,53% sur l'échéance 10 ans.

### Catalogne: l'indépendance en suspens

Le risque politique se réduit en Europe. Le gouvernement de Mariano Rajoy retirera ses prérogatives à l'assemblée catalane si Carles Puigdemont proclame (sans ambiguïté) l'indépendance de la région. La décision pourrait intervenir dès jeudi. Les Bonos sont revenus vers 120pdb après un pic proche de 135pdb. La neutralité sur la dette espagnole prévaudra pour les prochaines semaines. En Italie, le Parlement semble s'être mis d'accord sur la promulgation d'une nouvelle loi électorale. Ce mode de scrutin limite le risque d'accession au pouvoir du mouvement 5 étoiles en incitant à la formation de coalitions. Les élections devraient avoir lieu avant le printemps. En outre, une nouvelle loi sur les procédures de faillite accélérera le nettoyage des mauvaises créances dans les bilans bancaires. Le biais négatif sur le BTP est désormais à nuancer. Sur les autres marchés, l'absence de prime sur les pays *core* favorise le Bund.

Le crédit profite de l'absence de volatilité. Les *spreads* de crédit se resserrent de façon homogène sur l'ensemble des secteurs. Les financières subordonnées surperforment néanmoins à l'instar du *high yield*. Les notations spéculatives s'échangent à un *spread* de 260pdb contre Bund, rappelant l'optimisme de 2007.

Enfin la dette émergente en monnaie dure constitue un pôle de stabilité. Le *spread* moyen cote sous 290pdb contre *Treasuries*. La dette mexicaine subit néanmoins les inquiétudes liées aux prochaines élections et la renégociation de l'ALENA. Le peso se déprécie. La hausse de l'inflation importée retardera aussi l'allègement monétaire envisagé par les marchés.

## Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	16-oct.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.74 %	-4	-4	+3
EUR Bunds 10 ans	0.37 %	-7	-6	+17
EUR Bunds 30 ans	1.23 %	-5	+0	+29
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	111 pdb	-4	-2	+14
USD Treasuries 2 ans	1.52 %	+1	+14	+33
USD Treasuries 10 ans	2.29 %	-7	+9	-15
USD Treasuries 30 ans	2.82 %	-8	+5	-25
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	77 pdb	-8	-5	-48
GBP Gilt 10 ans	1.34 %	-2	+3	+10
JGB 10 ans	0.06 %	+1	+4	+2
Spreads Souverains € (10 ans)	16-oct.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	41 pdb	+14	+14	-6
Belgique	27 pdb	0	0	-5
Italie	167 pdb	0	+2	+6
Espagne	121 pdb	-3	+3	+3
Portugal	197 pdb	+0	-41	-159
Points Morts d'Inflation (10 ans)	16-oct.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	138 pdb	0	+16	+11
USD TIPS	186 pdb	-1	0	-11
GBP Gilt Indexé	315 pdb	+0	+10	+13
Swap Spreads (10 ans)	16-oct.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	47 pdb	+2	+3	+1
USD Swap Spread	-3 pdb	+1	0	+8
Indices Crédit (BarCap)	16-oct.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	94 pdb	-2	-5	-29
EUR Financières OAS	101 pdb	-2	-4	-38
EUR Agences OAS	45 pdb	+0	-1	-12
EUR Securitized - Covered OAS	49 pdb	+1	-1	-18
EUR High Yield Pan-Européen OAS	259 pdb	-5	-18	-120
Devises	16-oct.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.181 \$	+0.52	-1.03	+12.3
GBP/USD	1.328 \$	+1.02	-1.51	+7.62
USD/JPY	111.73 ¥	+0.85	-0.16	+4.68

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	=
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 durée ou de 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.