

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 30 OCTOBRE /// N°36-2017

Document destiné aux clients professionnels

Draghi prolonge la fête

Points clés

- **BCE : 9 neuf supplémentaires à 30mds € mensuels**
- **Le PIB américain à 3%Ta grâce à l'investissement**
- **Neutralité sur le Bund, biais acheteur sur le T-note**
- **S&P relève la note de l'Italie, les *spreads* à 150pdb**

Les rendements américain et européen ont eu une évolution contrastée sur la semaine écoulée, de sorte que le *spread* Treasuries-Bund à 10 ans s'est désormais stabilisé autour de 200pdb. Le Bund s'échange sous 0,40% après que la confirmation de la prolongation de 9 mois du QE. La recherche de Bund provoque un léger écartement des *swap spreads*. Le T-note oscille autour de 2,40% après un sommet à 2,47%.

La surprise du relèvement de la note souveraine italienne à BBB par S&P a accentué la compression des *spreads*. Le BTP cote autour de 150pdb. Les Bonos traversent la crise de régime espagnole sans volatilité (112pdb). Le Portugal continue de marquer des plus bas.

Le crédit poursuit invariablement sa tendance au resserrement. Les notations IG en euros offrent une prime moyenne de 89pdb contre Bund. Le *high yield* s'est légèrement écarté mais les *spreads* demeurent proches des points les plus bas de l'année (253pdb).

Le prix du baril (60\$ sur le Brent) reste orienté à la hausse mais cela reste sans effet sur les emprunts indexés. L'euro retombe vers 1,16\$ après la décision de la BCE. Le peso mexicain reste fragile au-delà de 19 pesos pour un dollar.

Croissance solide aux États-Unis

L'économie américaine a crû à un rythme soutenu entre juillet et septembre malgré les pertes d'activité liées au passage des

ouragans Harvey et Irma. Le PIB progresse de 3%Ta contre 3,1%Ta au trimestre précédent. La consommation des ménages a été affectée par les événements climatiques mais les dépenses en biens durables ont bondi de 8,3% (grâce notamment à un bon mois de septembre). Les services sont en hausse de 1,5%Ta mais ce poste a fréquemment été révisé en hausse au cours des dernières années. Les enquêtes relatives à ce secteur n'indiquent pas d'inflexion. L'investissement résidentiel est en baisse de 6%Ta, la hausse des prix et la rareté de l'offre disponible pesant sur la demande de logements. L'investissement des entreprises privées reste dynamique, en particulier l'équipement et la propriété intellectuelle. Les investissements en structures sont en contraction.

Le commerce extérieur apporte près d'un demi-point de croissance grâce à une croissance forte des exportations. L'effet stock apporte 0,7pp au PIB. Sur un an, la croissance atteint 2,3%A au 3T17.

Il existe néanmoins un bémol. L'absence chronique de demande publique reste une aberration, qui ne sera sans doute pas corrigée par la réforme fiscale à venir. Celle-ci ne fera que creuser la dette de 10% de PIB environ à l'horizon de 2027.

La BCE prolonge le QE comme prévu

La Banque Centrale avait orchestré des fuites afin d'influencer les anticipations du marché avant l'annonce de jeudi dernier. Le potentiel d'achats d'actifs était estimé entre 200 et 270mds € pour 2018. La BCE a naturellement opté pour la borne haute de la fourchette pour 'surprendre' favorablement les intervenants. Mario Draghi a annoncé une prolongation de neuf mois du programme à hauteur de 30 mds € mensuels. De façon surprenante, la BCE n'a pas communiqué d'évolution dans la composition des achats. Le PSPP restera sans doute le principal programme. Par ailleurs, les craintes d'un arrêt du CSPP ou du CBPP3 se sont révélées infondées. On peut envisager, des achats nets de l'ordre de 22 à 25mds € de

dettes publiques et entre 5 et 8 mds € de *covered bonds* et de titres privés non-bancaires. Les interventions sur le marché des *asset-backed securities* reste marginales.

Draghi ramène le Bund sous 0,40%

La stratégie de communication de la BCE semble avoir fonctionné. L'intervention de Mario Draghi a coïncidé avec un *rally* du 10 ans allemand qui avait touché 0,50% la veille. L'emprunt de référence de la zone euro clôturera finalement la semaine à 0,39%. La prolongation des achats à hauteur de 30mds € par mois entretiendra la pression à la hausse des prix compte tenu de la rareté de l'emprunt allemand. Certes, l'environnement économique militerait pour des taux plus élevés mais la politique monétaire a une telle emprise sur les marchés qu'un plafond semble exister sur les rendements. Il semble peu probable que le marché puisse rejoindre sa valeur d'équilibre de l'ordre de 0,70% actuellement. Techniquement, la borne haute de la fourchette se situe vers 0,43%. Sous ce niveau, la neutralité directionnelle prévaudra. Malgré les à-coups, la tendance sur la courbe reste à la pentification. L'action de la BuBa centrée sur les maturités intermédiaires est favorable à un élargissement des *spreads* 10-30 ans. Les flux payeurs des institutions bancaires accentuent cette pression. Nous retenons également un positionnement favorable à la pentification sur le segment 2-10 ans.

Aux États-Unis, les publications économiques hebdomadaires seront dominées par l'emploi au mois d'octobre et les enquêtes ISM. Le secteur manufacturier ne devrait pas décélérer. En revanche, l'incertitude est grande sur le chiffre d'emploi non-agricole après une contraction douteuse de 33k en septembre. Le FOMC apparaît cependant comme un non-événement. L'inflation basse (déflateur hors éléments volatiles à 1,3%A) reste l'argument principal pour une politique prudente. Cela étant, une hausse en décembre semble acquise. Le 10 ans américain s'est tendu jusque 2,47% avant de rechuter autour de 2,40%. La sous-performance des *Treasuries* face au Bund se traduit par un écartement du *spread* au-delà de 200pdb. La prolongation du QE en zone euro est un point d'ancrage des taux malgré la tension sur le *spread*. La cherté du 10 ans

américain par rapport à sa valeur d'équilibre de 2,79% est donc à relativiser. Nous privilégions un biais à la baisse des rendements. En outre, le marché n'intègre quasiment aucun mouvement de taux au-delà du relèvement prévu en décembre 2017. Cette situation est favorable à la poursuite de l'aplatissement de la courbe américaine par une réévaluation progressive des taux courts. Le *spread* 2-10 ans américain se situe à 80pdb proche des plus bas sur les dix dernières années. La pentification reviendra lorsque la Fed réduira la maturité de ses réinvestissements pour reconstituer ses avoirs en bonds à court terme. Il est trop tôt pour changer d'optique sur la tendance à l'aplatissement.

La BoE devrait finalement opter pour une hausse de taux de 25pdb cette semaine. L'inflation se situe sur la borne haute de sa cible (3%). L'assouplissement décidé après le référendum n'a fait qu'accélérer l'inflation importée et provoquer une chute rapide du revenu réel. Les ménages ont dû puiser dans leur épargne pour maintenir une consommation dynamique. Nous retenons un biais négatif sur le Gilt à 10 ans au-dessus d'1,29%.

La décision de la BCE a semble-t-il effacé les inquiétudes catalanes. Les emprunts de la zone euro se resserrent, dans une phase de *rally* du Bund. Par ailleurs, la notation souveraine de l'Italie a été relevée d'un cran à BBB par S&P. Si les arguments de l'agence sont surprenants compte tenu de la timidité de la reprise en Italie et l'absence de perspectives positives sur la note, cette décision a fait tache d'huile sur les *spreads* portugais et espagnols. Le BTP s'échange désormais sous 150pdb contre Bund au plus bas depuis un an. En termes de stratégie, nous avons neutralisé la vue sur l'Italie et confirmé le biais positif sur le Portugal. Les positions en pays *core* sont majoritaires vendeuses vis-à-vis du Bund, pour des raisons de valorisations principalement.

Le crédit continue sur surperformer

Les *spreads* de crédit se resserrent fortement à la suite de la décision de la BCE, qui n'apporte aucune modification à la composition de ses achats. Le *spread* moyen sur l'IG euro s'est réduit sous 90pdb. Le *high yield* se maintient à des niveaux de *spreads* peu élevés. Le marché pan-européen se traite en effet autour de 250pdb.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	30-oct.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.75 %	-3	-6	+1
EUR Bunds 10 ans	0.37 %	-7	-10	+16
EUR Bunds 30 ans	1.25 %	-4	-5	+31
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	112 pdb	-4	-4	+15
USD Treasuries 2 ans	1.58 %	+1	+9	+39
USD Treasuries 10 ans	2.37 %	+1	+4	-7
USD Treasuries 30 ans	2.89 %	+0	+3	-18
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	80 pdb	-1	-5	-46
GBP Gilt 10 ans	1.34 %	+2	-3	+10
JGB 10 ans	0.07 %	+0	+0	+2
Spreads Souverains € (10 ans)	30-oct.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	40 pdb	-1	+12	-8
Belgique	25 pdb	-1	-2	-8
Italie	148 pdb	-9	-17	-13
Espagne	113 pdb	-7	-1	-5
Portugal	173 pdb	-13	-20	-183
Points Morts d'Inflation (10 ans)	30-oct.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	135 pdb	-1	+10	+8
USD TIPS	188 pdb	+1	+2	-9
GBP Gilt Indexé	307 pdb	-2	-3	+5
Swap Spreads (10 ans)	30-oct.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	48 pdb	+2	+1	+2
USD Swap Spread	-2 pdb	+1	+2	+9
Indices Crédit (BarCap)	30-oct.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	89 pdb	-3	-8	-34
EUR Financières OAS	97 pdb	-2	-6	-42
EUR Agences OAS	44 pdb	+1	-2	-13
EUR Securitized - Covered OAS	49 pdb	+2	+0	-18
EUR High Yield Pan-Européen OAS	253 pdb	+3	-23	-126
Devises	30-oct.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.163 \$	-1.15	-0.97	+10.57
GBP/USD	1.320 \$	+0.53	-0.54	+6.98
USD/JPY	113.17 ¥	+0.62	-0.42	+3.35

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	+1
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)	+1
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.