

# STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

## L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 6 NOVEMBRE /// N°37-2017

Document destiné aux clients professionnels

## Powell assurera la continuité

### Points clés

- **Powell prochain Président de la Fed**
- **Croissance robuste en Europe comme aux États-Unis**
- **Biais vendeur sur le Bund, achat de T-Note**
- **Surperformance du crédit**

L'ensemble des marchés financiers est porté par une politique monétaire toujours très accommodante compte tenu de la croissance actuelle. Certes, la BoE a relevé son taux directeur de 25pdb. Cette décision n'a pas eu d'effet sur le niveau global des rendements mais accentue la tendance à l'aplatissement des courbes de taux. Aux États-Unis, le *T-note* cote juste au-dessus de 2,30%. Le Bund s'échange autour de 0,35%.

Les *spreads* périphériques se sont nettement réduits. La modification de la loi électorale en Italie puis la désescalade en Catalogne ont amplifié le message accommodant de la BCE. Le BTP à 10 ans cote à 140pdb, soit la prime la plus basse depuis un an. Le Portugal (170pdb) poursuit son *rally* dans la perspective d'un possible nouveau relèvement de sa note en décembre (Fitch). Le crédit reste très recherché. Le *spread* moyen se situe à 85pdb. La compression des *spreads* fait tache d'huile sur le high yield, où le faible taux de défaut et la croissance soutenue entretient la demande institutionnelle.

Les primes sur les emprunts émergents affichent un léger élargissement par rapport à la semaine passée. La dette souveraine turque est sous pression (322pdb) alors que les prix de l'or noir remontent (Brent à 63\$).

Enfin, sur le marché des changes, le réal brésilien perd 2,5% en cinq séances. Le yen et le sterling se déprécient contre le dollar.

### Le rebond de l'activité se confirme aux États-Unis

Les dépenses des ménages ont bondi d'1%M en septembre en termes nominaux. Ce chiffre meilleur qu'attendu préfigure une révision haussière du PIB du 3T17. En outre, les ventes de véhicules demeurent fortes en octobre à 18mn d'unités. La construction sera aussi révisée en hausse. Les commandes à l'industrie sont solides : les livraisons de biens d'équipement augmentent de 0,9%M en septembre. En revanche, l'évolution du commerce extérieur sera moins favorable à la croissance qu'estimé initialement. L'inflation totale se situe à 1,6%A. L'indice des prix hors éléments volatiles reste modeste à 1,3%A.

L'enquête ISM du secteur manufacturier se tasse quelque peu à 58,7 en octobre. Les nouvelles commandes (63,4) ainsi que l'emploi (59,8) sont toutefois en forte progression. L'indicateur des services atteint 60,1. Par ailleurs, la productivité accélère. La production horaire a monté de 3% au 3T17.

Les conditions sur le marché du travail restent très favorables. L'ADP estime à 235k les créations d'emplois le mois dernier après 110k en septembre. Les données du BLS sont désormais plus en ligne avec l'ADP. Le sondage effectué auprès des ménages donne un taux de chômage à 4,1%. Le taux du sous-emploi est sous 8%. Le taux de participation est toutefois en baisse. Le taux d'emploi est stabilisé au-delà de 60%. Le rebond des heures travaillées réduit en parallèle l'inflation du salaire horaire à 2,4%A.

### Poursuite de l'embellie cyclique en zone euro

Les enquêtes conjoncturelles continuent de pointer la prolongation de l'embellie cyclique en Europe. L'Espagne poursuit son chemin à un rythme supérieur à 3% l'an. Il est sans doute trop tôt pour juger l'impact de la crise catalane mais les enquêtes d'octobre n'indiquent pas d'inflexion. En France, le PIB progresse de 0,5%T (2,2%A) et le 2T17 a été arrondi à la

hausse (+0,6%T). L'investissement des entreprises constitue la bonne surprise du rapport d'activité. La demande des ménages est solide comme la consommation publique. Le commerce extérieur pèse en revanche. Pour l'ensemble de la zone euro, la croissance atteint 2,5% sur un an. Toutefois, l'indice des prix a diminué à 1,4%A. L'inflation ralentit dans les services (1,2%A) et les prix des biens industriels hors énergie (0,4%A) mais les prix alimentaires montent brusquement (2,4%A).

### Forte tendance à l'aplatissement

L'aplatissement est une tendance lourde sur les marchés de taux. La hausse du repo à 0,50% au Royaume-Uni, largement attendue par les intervenants, a engendré une baisse du rendement du Gilt vers 1,25%. La livre sterling a aussi chuté, les perspectives de resserrement restant modestes voire insignifiantes par rapport au niveau de l'inflation actuelle. Le fait d'annoncer très en amont un mouvement en réduit la portée.

De même, la Réserve Fédérale devrait relever la fourchette des *Fed Funds* à 1,25-1,50% en décembre. La pression haussière sur le 2 ans (au-delà d'1,60%) favorise le report des investissements sur les échéances longues. Cette tendance perdurera tant que la Fed ne modifie pas sa politique de réinvestissements uniforme sur l'ensemble des maturités offertes à l'émission. La perspective d'une réduction graduelle du bilan à l'horizon de 2022 nécessite de réduire la maturité des investissements en *Treasuries* et en MBS afin de restaurer à terme les avoirs en *T-bills*, une structure bilancielle plus appropriée pour gérer la liquidité bancaire.

La cherté des valorisations n'est pas un obstacle à la performance des taux longs à court terme. Cela étant, le *spread* de 200pdb favorise le T-note face au Bund. Il convient de marquer cette différence en adoptant une position vendeuse de Bund à court terme. Le *rally* inspiré par Draghi pourrait s'essouffler et empêcher la cassure de niveaux techniques. La nomination de Jerome Powell lève une incertitude et assure une continuité dans le resserrement monétaire à venir. Le biais de courbe est à l'aplatissement sur le marché des *Treasuries*, aussi bien sur le *spread* 2-10 ans que sur le segment 10-30 ans.

### Pression à la baisse des *spreads* périphériques

La prolongation de la politique monétaire accommodante bénéficie aux emprunts périphériques. L'Italie s'échange à 140pdb du Bund. Le vote d'une nouvelle loi électorale en Italie favorise le maintien d'une coalition au pouvoir et S&P a relevé la note du pays à BBB dernièrement. Le BTP avait toutefois été suracheté par la BCE du fait de la rareté des emprunts *core* disponibles sur les marchés secondaires. La réduction du QE effacera une partie de l'effet d'aubaine favorable au BTP depuis plusieurs mois. Nous sommes à la neutralité sur la dette italienne. L'Espagne profite de l'accalmie en Catalogne. Les Bonos oscillent autour de 110pdb. Nous ne prévoyons pas de resserrement fort à partir de ces niveaux. Le Portugal reste en revanche porté par les perspectives de relèvement de sa note et la recherche de rendement. Le *spread* se situe au-delà de 170pdb. L'adjudication de PGB 10 ans devrait rencontrer une bonne demande cette semaine. Ces emprunts refinancent notamment les prêts consentis par le FMI, ce qui constitue un bon signal pour les intervenants de marché. A l'inverse, nous restons à l'écart de la plupart des marchés *core* dont les valorisations ne justifient pas de diversification par rapport au Bund allemand.

### Le crédit euro se resserre

Le marché du crédit superforme l'actif sans risque. Le *spread* moyen sur l'univers *investment grade* ressort à 85pdb. De la même façon, les obligations notées en catégorie spéculative intègrent l'amélioration de la qualité de crédit avec la prolongation du cycle de croissance européen. La prime moyenne est désormais inférieure à 240pdb contre Bund. Les flux entrants sur les ETFs investis en *high yield* européen se sont nettement redressés au cours des dernières semaines. L'indice iTraxx IG s'est resserré sous le seuil de 50pdb et le Crossover s'approche de 220pdb. Aux États-Unis, les *spreads high yield* se situent sous 340pdb à moins de 15pdb des plus bas de l'année. L'énergie profite de la persistance du rebond de l'or noir. Le WTI s'inscrit au-dessus de 56\$ le baril. Ces tensions sont en revanche sans incidence sur les points morts d'inflation aux États-Unis comme en zone euro.

## Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	7-nov.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.76 %	-1	-6	+1
EUR Bunds 10 ans	0.35 %	-2	-11	+14
EUR Bunds 30 ans	1.23 %	0	-7	+28
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	110 pdb	-1	-6	+13
USD Treasuries 2 ans	1.62 %	+3	+12	+44
USD Treasuries 10 ans	2.33 %	-5	-3	-11
USD Treasuries 30 ans	2.8 %	-8	-9	-26
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	71 pdb	-7	-15	-55
GBP Gilt 10 ans	1.27 %	-6	-10	+3
JGB 10 ans	0.03 %	-4	-2	-1
Spreads Souverains € (10 ans)	7-nov.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	39 pdb	0	+11	-9
Belgique	24 pdb	+0	-3	-8
Italie	143 pdb	-3	-26	-18
Espagne	112 pdb	+2	-13	-6
Portugal	168 pdb	-3	-28	-188
Points Morts d'Inflation (10 ans)	7-nov.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	134 pdb	-1	-3	+7
USD TIPS	188 pdb	-1	+0	-10
GBP Gilt Indexé	307 pdb	-2	-10	+5
Swap Spreads (10 ans)	7-nov.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	48 pdb	+0	+3	+2
USD Swap Spread	-3 pdb	+0	+2	+8
Indices Crédit (BarCap)	7-nov.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	85 pdb	-3	-11	-38
EUR Financières OAS	93 pdb	-3	-10	-46
EUR Agences OAS	42 pdb	-1	-3	-15
EUR Securitized - Covered OAS	48 pdb	-1	0	-19
EUR High Yield Pan-Européen OAS	245 pdb	-7	-19	-134
Devises	7-nov.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.157 \$	-0.67	-1.54	+10
GBP/USD	1.314 \$	-0.98	-0.02	+6.51
USD/JPY	114.25 ¥	-0.5	-1.37	+2.37

Source: Bloomberg, Natixis Asset Management

## Sélection de nos vues de marché

Emprunts d'Etats	Vue de marché
EUR Bunds 10 ans	-1
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.