

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 12 MARS /// N°8-2018

Document destiné aux clients professionnels

La BCE modifie sa communication sur le QE

Points clés

- États-Unis : croissance forte mais déséquilibrée
- L'emploi américain en hausse de 313k en février
- La BCE exclut une nouvelle hausse du QE
- Neutralité sur les taux en zone euro et aux Etats-Unis
- Les BTPs italiens ignorent le risque politique

Les taux sont inchangés depuis une semaine malgré le fort rebond des marchés d'actions. L'indice américain S&P 500 s'adjuge 3,5% laissant le T-note sans réelle tendance. Les forces s'équilibrent sur le 10 ans américain autour de 2,90%. En Europe, le Bund à 10 ans oscille autour de 0,65%. Le changement de communication de la BCE a motivé quelques flux vendeurs jeudi dernier mais le discours de Draghi a rapidement calmé les tensions naissantes. Les spreads souverains ont repris le chemin de la baisse, y compris en Italie où le résultat des élections empêche la formation rapide d'un gouvernement. Les spreads des Bonos à 10 ans contre Bund traitent sous 80pb.

La prime moyenne sur le crédit de bonne qualité ressort à 82pb. Le high yield (-7pb en cinq séances) profite du rebond des actions après plusieurs semaines de prises de profit. La dette externe s'échange 286pb au-dessus des Treasuries après un léger resserrement des primes.

Le dollar évolue en ordre dispersé. L'euro cote au-dessus d'1,23\$, le dollar-yen repasse au-delà de 106. Le peso mexicain et le dollar canadien bondissent à l'annonce de l'exclusion des deux pays de la hausse des tarifs douaniers sur l'acier et l'aluminium imposée par Trump.

L'emploi américain au zénith

Le marché du travail américain affiche une croissance insolente. Les nouvelles inscriptions au chômage sont au plus bas depuis 50 ans. Les créations nettes d'emplois privés selon l'ADP ressortent à 235k en février. L'estimation de l'emploi non-agricole est plus élevée à 313k dont 287k dans le privé. Janvier a été en hausse. L'emploi manufacturier progresse de 31k. Le taux de participation bondit à 63% et le taux de chômage est stable à 4,1%. Les heures travaillées hebdomadaires augmentent à 34,5. Cela impacte négativement le taux de salaire horaire (+0,1%_m, +2,6%_a).

Les coûts unitaires ont progressé au rythme de 2,5%_{ta} au 4T17. Alors que la Fed regrette l'atonie des salaires, la productivité horaire stagnante appelle à la réflexion. La politique monétaire n'a aucune incidence sur les facteurs d'offre. Or le salaire réel dépend étroitement de la productivité marginale. L'inflation salariale est en réalité «trop» rapide. Avec des coûts unitaires en hausse, le socle d'inflation interne n'est pas faible, ce qui explique l'inflation des services de l'ordre de 2,5%.

Sur le plan de l'activité, l'ISM des services est ressorti à 59,5 avec une accélération des commandes. Seize secteurs sur 18 rapportant de la croissance. Cela étant, le déficit extérieur s'aggrave. La croissance américaine est forte (sous l'impulsion de l'investissement productif notamment) mais produit des déficits jumeaux chroniques. Le déficit commercial de janvier atteint ainsi 56,6mds \$, sa hausse pèsera sur la croissance. La croissance du 1T (2-2,5%_{ta}) sera flatteuse grâce au rebond de la variation de stocks mais la fragilité du cycle est désormais évidente.

BCE : changement de communication inattendu

La BCE a modifié son communiqué de politique monétaire en retirant la phrase stipulant les conditions d'une augmentation des achats de titres. Ce changement fait écho à l'engagement à ne plus baisser les taux d'intérêt intervenu

l'an passé. La fin du programme d'achat approche. Au sujet du débat incongru entre flux d'achats et stock d'actifs, le principal vecteur d'assouplissement monétaire est aujourd'hui le stock accumulé. Du fait des énormes réinvestissements à venir (130mds € en 2018), toute politique de normalisation s'inscrira dans la durée.

Neutralité sur les taux

Les vendeurs sont apparus sur le Bund à la lecture du communiqué révisé de la BCE publié jeudi à 13h45. Le mouvement de taux semblait valider une orientation plus restrictive de la politique monétaire avant que Mario Draghi ne dilue le message durant la conférence de presse. Le Bund s'est échangé à 0,70% au plus haut pour terminer la semaine 5pb plus bas. L'émission d'1,5md € de 30 ans à venir n'a induit aucun écartement du spread 10-30 ans. Le resserrement du spread observé en 2018 témoigne de la forte demande d'actifs à long terme de la part d'institutions cherchant à protéger leur production financière annuelle. Nous estimons la valeur d'équilibre du 10 ans allemand autour de 0,70%. Toutefois, la valeur relative dans la courbe se situe probablement autour de 10 ans. Le portage d'une stratégie vendeuse de 10 ans pour financer des achats de 2 et 30 ans est négatif dans les conditions de marché actuelles. Le contexte haussier reste valide au-dessus de 0,54% mais la dynamique s'est estompée. Nous optons pour la neutralité directionnelle et en termes d'exposition à la courbe des taux.

Aux États-Unis, les forces s'équilibrent autour de 2,90% sur le 10 ans. Les intervenants haussiers se rassurent en regardant la hausse modeste du taux de salaire horaire (+0,1% en février), les vendeurs relèvent à l'inverse les créations d'emplois au-delà de 300k. Les émissions de Treasuries 3, 10 et 30 ans seront concentrées sur deux jours cette semaine. La statistique susceptible de faire réagir les marchés est sans doute l'IPC de février attendu à 2,2%a par le consensus. L'inflation accélèrera dans les prochains mois en raison d'effet de base et de la faiblesse récente du dollar. Cela étant, le positionnement vendeur de certains intervenants (sondage auprès d'investisseurs finaux, positions spéculatives en contrats) suggère un risque de rachat. Ce risque sera d'autant plus fort que le marché ne parvient pas à effacer les sommets récents (2,95%).

En effet, les échéances 5-10 ans sont les moins chères relativement dans la courbe. La neutralité directionnelle est recommandée.

Sur le Gilt, la surperformance récente s'est effacée. L'emprunt à 10 ans cote autour d'1,50%. Au Japon, Kuroda sera probablement reconduit à la tête de la BoJ. La politique monétaire accommodante se poursuivra, de sorte que le 10 ans devrait continuer d'évoluer entre 0 et 0,10%. Nous observons la neutralité.

Nouveau resserrement des spreads souverains

La situation (récurrente) de blocage politique en Italie ne semble pas inquiéter les marchés. Le M5S a ouvert la porte à des dissidents éventuels du PD et l'extrême-droite vise à ressembler jusqu'au centre. Le spread des BTPs s'est rapidement resserré après les ventes spéculatives de contrats à terme à l'ouverture de lundi. La BCE est sans doute intervenue pour calmer les tensions naissantes. Cette accalmie est remarquable compte tenu des émissions à long terme prévues cette semaine (2033, 2047) et de la décision de Fitch et Moody's sur la notation souveraine de l'Italie ce vendredi. L'Espagne et le Portugal profiteront également des conditions de marché actuelles favorables pour emprunter à 20 et 30 ans (Bonos 2033 et 2040, PGB 2045). Pour ces deux émetteurs, un succès d'émission renforcerait la probabilité d'un relèvement de notation. Nous maintenons la surexposition à l'Espagne et au Portugal au détriment des BTPs.

Les ventes de crédit se modèrent

Depuis fin janvier, le crédit s'est déprécié récemment relativement à l'actif sans risque. Le spread s'est néanmoins stabilisé au-delà de 80pb. Le crédit est pourtant favorisé depuis janvier dans le programme de la BCE. La correction boursière de janvier a sans doute motivé des réallocations de la part des gestions. Les flux vendeurs se poursuivent mais tendent à diminuer. Sur le high yield, les ventes se modèrent aussi et les indices synthétiques rejoignent les niveaux de valorisations de janvier. En revanche, agences et covered bonds sont stables contre Bund sous le seuil de 40pb.

Les spreads émergents traitent sous 290pb contre la référence américaine. La volatilité des spreads est limitée. L'Indonésie et la Turquie (Moody's ayant abaissé sa note à Ba2 en raison des risques politiques et de la situation externe) s'écartent quelque peu.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	12-mars-18	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.57 %	-2	+0	+6
EUR Bunds 10 ans	0.63 %	-1	-13	+21
EUR Bunds 30 ans	1.28 %	-3	-8	+2
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	120 pdb	+1	-13	+15
USD Treasuries 2 ans	2.26 %	+3	+19	+38
USD Treasuries 10 ans	2.88 %	+0	+2	+48
USD Treasuries 30 ans	3.14 %	-1	0	+40
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	62 pdb	-2	-16	+10
GBP Gilt 10 ans	1.49 %	0	-11	+30
JGB 10 ans	0.05 %	+1	-1	+1
Spreads Souverains € (10 ans)	12-mars-18	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	24 pdb	-2	+0	-12
Belgique	28 pdb	-2	+2	+7
Italie	137 pdb	+1	+9	-22
Espagne	77 pdb	-8	+5	-37
Portugal	119 pdb	-12	-13	-32
Points Morts d'Inflation (10 ans)	12-mars-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	142 pdb	-3	-6	-1
USD TIPS	211 pdb	-3	+4	+13
GBP Gilt Indexé	308 pdb	+0	-5	+2
Swap Spreads (10 ans)	12-mars-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	44 pdb	-1	+3	-3
USD Swap Spread	3 pdb	+2	+2	+4
Indices Crédit (BarCap)	12-mars-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	82 pdb	-1	+5	-4
EUR Financières OAS	89 pdb	-2	+5	-2
EUR Agences OAS	39 pdb	+0	+3	+1
EUR Securitized - Covered OAS	38 pdb	0	+3	-2
EUR High Yield Pan-Européen OAS	296 pdb	-7	-4	+2
Devises	12-mars-18	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.233 \$	-0.05	+0.43	+2.69
GBP/USD	1.390 \$	+0.39	+0.6	+2.86
USD/JPY	106.51 ¥	-0.32	+2.05	+5.8

Source: Bloomberg, Natixis Asset Management

Sélection de nos vues de marché

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

Vues sur une échelle de "-2" à "+2", "=" désigne la neutralité
+1 : achat (-1 vente) de spread ou de duration ou pontification
Source: Natixis Asset Management

Rédaction

axel.botte@am.natixis.com

Avertissement

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. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. 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 Natixis Investment Managers S.A. ou sa succursale Natixis Investment Managers Distribution. Natixis Investment Managers 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 Natixis Investment Managers S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : Natixis Investment Managers 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 Natixis Investment Managers, 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 Investment Managers, 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 Investment Managers 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 Investment Managers 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.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

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.