

# STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

## L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 16 MAI /// N°17-2016

Document destiné aux clients professionnels

### Les Treasuries insensibles aux ventes au détail

#### Points clés

- **États-Unis : la consommation se redresse en avril**
- **Zone euro : croissance de 0,5%T au 1T16**
- **Biais vendeur sur le Bund, acheteur de Treasuries**
- **Resserrement des spreads au Portugal**

Les marchés de taux américains ont peu réagi au rebond des dépenses de consommation en avril. Le réinvestissement des flux de portefeuille de la Fed ancre en effet les rendements à un niveau artificiellement bas. La courbe s'aplatit néanmoins et le spread 2-10 ans tombe sous les 100pdb. En Europe, le Bund oscille autour de 0,15%. Les flux vendeurs d'obligations d'États compensent les achats de la BCE. Après la France et la Belgique, l'Espagne a emprunté 3mds € à 50 ans au taux de 3,42%. L'Italie devrait suivre, ce qui suscite quelques dégagements et une repentification des spreads à long-terme. Les spreads périphériques se tiennent néanmoins. Une transaction à 10 ans au Portugal a aussi été bien accueillie. En zone euro, les spreads IG s'écartent de 4pdb, le high yield de 8pdb.

Le dollar se renforce en fin de semaine permettant au yen de repasser la barre des 109. La BoJ semble aussi disposé à agir davantage face au repli de l'inflation.

#### États-Unis : la consommation se redresse

Selon l'enquête JOLTS, les créations de postes sont à des niveaux record. Il existe 5,8mn de postes vacants pour lesquels les entreprises recherchent activement des collaborateurs. Les embauches sont moins nombreuses que les postes proposés. L'excès de demande de travail est le plus visible dans la construction, où les entreprises se plaignent d'un manque de travailleurs disponibles. Par ailleurs, l'incohérence entre les données des NFP et les flux nets

d'embauches perdure. Les chiffres de Labor Turnover sont à +351k en février et à +247k en mars, contre 233k et 208k respectivement pour les NFP.

Du côté de la demande des ménages, la hausse du crédit à la consommation de 30mds \$ au mois de mars annonçait un rebond des dépenses des ménages. Le chiffre d'affaires des détaillants a bondi de 1,3%M en avril. Onze des 13 catégories de dépenses augmentent en avril. Les achats de voitures ont progressé +3,2%M effaçant une baisse équivalente en mars. Hors autos et essence, les ventes montent de 0,6%M. La série dite 'control group' utilisée par les comptes nationaux a été révisée. La hausse trimestrielle du 1T16 est à 2,8%Ta. Après la hausse de 0,9%M en avril, l'acquis pour le 2T16 est désormais +3,9%Ta. En outre, la confiance des ménages s'améliore en mai malgré une réduction des anticipations d'inflation à 1 an (2,5%).

L'inflation américaine remonte graduellement. La contribution des prix des biens importés est redevenue positive depuis deux mois après une période de baisse de prix (énergie, biens durables) prolongée. L'IPC ressort à 1,1%A en avril. Hors éléments volatiles, la hausse des prix atteint 2,1%A.

#### Embellie en zone euro au 1T16

Le PIB de la zone euro a progressé de +0,5%T au 1T16. L'évolution des composantes de la demande sera intéressante. L'investissement productif avait constitué l'une des bonnes surprises en France et en Allemagne. L'Espagne (+0,8%T) et l'Allemagne (0,7%T) affichent la croissance la plus élevée. En Italie, l'activité est conforme au consensus et à la hausse prévue par la Banque Centrale (+0,3%T). Le 4T15 a en outre été révisé en hausse. La croissance néerlandaise est à +0,5%T. En revanche, la croissance portugaise (+0,1%T) a calé au premier trimestre. L'Espagne et le Portugal risquent d'ailleurs d'être sanctionnés prochainement par la Commission Européenne en raison de déficits excessifs. Théoriquement, une amende de 0,2pp de PIB peut être infligée

à ces pays mais, il est peu probable que la sanction tombe.

L'inflation des prix à la consommation reste négative. L'IPCH devrait être révisé à la baisse à -0,3%A en avril compte tenu des données des pays membres. L'inflation sous-jacente ressortait à +0,7%A en première estimation au mois de mars.

### **Biais toujours positif sur le T-note**

Le marché des Treasuries continue de sous-réagir aux données économiques. Le discours et les actions de la Fed contribuent à rendre asymétrique la réaction des marchés. Ainsi, la prime de terme reste négative. La semaine passée, l'institution a ainsi réinvesti 5,2mds \$ à 1,60% lors de l'émission de 23 mds \$ de 10 ans et 3,4mds \$ à 2,39% sur les 15mds \$ de titres à 30 ans émis. Ces taux se situaient respectivement 13pdb et 23pdb sous le secondaire au moment de ces transactions. La courbe s'aplatit néanmoins (-9pdb sur le 2-10 ans) après la publication des ventes au détail. Sur le plan technique, le contexte est jugé favorable aux Treasuries à court terme tant que le 10 ans reste sous 1,81%. Nous maintenons une surexposition en sensibilité ainsi qu'un positionnement à l'aplatissement de la courbe.

### **Correction possible sur le Bund**

En zone euro, le Bund évolue entre 0,10% et 0,30% depuis la fin du mois de janvier. Les flux recensés par Citi indiquent une pression à la vente sur le marché de dette allemande. Cependant, les chiffres préliminaires d'inflation indiquent un risque baissier sur l'IPCH final du mois d'avril, ce qui constituerait un soutien au marché de taux. Les valorisations restent peu attrayantes sous 0,20% alors que nos modèles estiment le niveau d'équilibre du rendement à 10 ans à 0,45%. Sur le plan technique, le contrat Bund a rencontré une zone de résistance entre 164,40 et 164,60. Une extension haussière nécessiterait de casser ces niveaux. Nous pensons néanmoins qu'un risque baissier existe à court terme, ce qui justifie un biais négatif sur les taux euro. La structure par terme évolue peu. Le segment 2-10 ans reste très directionnel. Nous conservons un biais à l'aplatissement de la courbe.

Sur les marchés des obligations d'États de la zone euro, le Trésor espagnol a emboîté le pas de l'AFT et de l'agence belge pour lancer

un emprunt inédit de maturité 50 ans. L'Espagne a levé sans difficulté 3 mds € de dette au taux de 3,42%. Les intérêts britanniques et d'Allemagne étaient importants lors de cette syndication. L'Italie pourrait suivre avec une nouvelle transaction à très long terme. Par ailleurs, le Portugal a emprunté plus que prévu sur l'échéance 10 ans et la réussite de l'opération a rassuré les marchés. Le spread sur les PGBs à 10 ans s'est nettement détendu pour s'établir désormais sous la barre des 300pdb contre Bunds. L'Irlande profite du relèvement à A3 (longtemps attendu !) de sa note par Moody's. La prime irlandaise cote environ 30pdb au-dessus de l'OAT équivalente à 10 ans. Nous sommes surexposés sur les spreads irlandais jusqu'à 5 ans. Toutefois, la diminution des achats de la BCE sur le Portugal et l'Irlande en avril laisse à penser que les détentions de l'institution s'approchent de la limite de 33% de la dette totale négociable.

Par ailleurs, les intérêts acheteurs sont prédominants sur les dettes core alors que selon les enquêtes les investisseurs finaux ont réduit leur surexposition aux souverains périphériques. En termes de stratégie, nous maintenons la neutralité sur les OAT françaises et surpondérons les obligations espagnoles et italiennes d'échéances inférieures à 2 et 5 ans respectivement.

### **Flux d'allocation toujours favorable au crédit**

En Europe, le crédit bénéficie des sorties des fonds actions. Selon les données relatives aux ETFs, les investisseurs finaux se détournent des dettes souveraines au profit principalement du crédit de bonne qualité en prévision de la mise en œuvre du CSPP. Toutefois, les spreads investment grade selon l'indice Barclays se sont élargis de 3pdb environ au cours de la semaine passée pour rejoindre 130pdb. Sur le plan sectoriel, les financières continuent d'offrir une prime de 13pdb par rapport au marché dans son ensemble. Par ailleurs, les spreads sur les obligations sécurisées et les agences demeurent très stables entre 50 et 55pdb. Concernant les obligations gagées sur les créances hypothécaires, il convient de rester prudent sur les titres britanniques.

Les spreads du high yield sont stables autour de 440pdb. La détérioration du taux de défaut est modeste en zone euro contrairement aux États-Unis où il atteint 5,7%.

## Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	17-mai-16	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.51 %	0	+0	-17
EUR Bunds 10 ans	0.13 %	+1	+1	-50
EUR Bunds 30 ans	0.84 %	+0	+3	-65
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	64 pdb	+1	+1	-33
USD Treasuries 2 ans	0.79 %	+7	+6	-25
USD Treasuries 10 ans	1.74 %	-2	-1	-53
USD Treasuries 30 ans	2.57 %	-4	+1	-44
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	95 pdb	-9	-7	-27
GBP Gilt 10 ans	1.37 %	-3	-4	-59
JGB 10 ans	-0.1 %	-2	+1	-37
Spreads Souverains C (10 ans)	17-mai-16	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	34 pdb	-2	0	-2
Belgique	39 pdb	-3	0	+5
Italie	132 pdb	-6	+12	+36
Espagne	143 pdb	-8	+7	+29
Portugal	294 pdb	-29	-10	+105
Points Morts d'Inflation (10 ans)	17-mai-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	103 pdb	-2	+6	-5
USD TIPS	165 pdb	+2	+10	+8
GBP Gilt Indexé	220 pdb	-1	-13	-16
Swap Spreads (10 ans)	17-mai-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	41 pdb	+1	+1	+3
USD Swap Spread	-13 pdb	+3	+2	-5
Indices Crédit (BarCap)	17-mai-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	130 pdb	+3	+0	-4
EUR Financières OAS	143 pdb	+1	-4	+13
EUR Agences OAS	52 pdb	+1	+0	+3
EUR Securitized - Covered OAS	52 pdb	0	-3	+0
EUR High Yield Pan-Européen OAS	444 pdb	+2	+5	-14
Devises	17-mai-16	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.134 \$	-0.41	+0.09	+4.32
GBP/USD	1.448 \$	+0.29	+1.39	-1.75
USD/JPY	109.07 ¥	+0.19	-0.2	+10.2

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 - EUR Bunds (10a)	=
EUR Bunds - GBP Gilts (10a)	=
Spreads Souverains € - Toutes Maturités	Vue de marché
France vs. Allemagne	=
Pays-Bas vs. Allemagne	-1
Belgique vs. Allemagne	-1
Espagne vs. Allemagne	=
Italie vs. Allemagne	+1
Autres Marchés Obligataires	Vue de marché
EUR Emprunts Indexés (Points Morts)	= / +1
EUR Crédit aux Entreprises	+1
EUR Agences (vs. Swaps)	+1
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 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

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé, sont à la date indiquée et sont susceptibles de changer. Il n'y aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Lorsque la réglementation locale l'exige, ce document est fourni uniquement sur demande écrite. Aux pays francophones de l'UE, le présent document est fourni aux Clients Professionnels par NGAM S.A. ou sa succursale sous-mentionnée. 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 (n.509 471 173 RCS Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris. En Suisse, le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

**Ce document est publié par la Direction de la Communication de Natixis Asset Management.**