

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 6 JUIN /// N°18-2016

Document destiné aux clients professionnels

Etats-Unis: ralentissement ou plein emploi?

Points clés

- **L'emploi américain ralentit en mai, le chômage à 4,7%**
- **La question du plein emploi cruciale pour la Fed**
- **Neutralité sur le Bund et le T-note**
- **Le crédit soutenu par le démarrage du CSPP le 8 juin**

La publication du chiffre de l'emploi américain a provoqué une violente réaction des rendements obligataires occidentaux. Le 10 ans américain s'établit à 1,70%, en bas de sa fourchette de cotation depuis février. Le Bund s'échange sous 0,10% après un fort mouvement d'aplatissement. Au Royaume-Uni, un sondage suggérant une remontée du 'oui' au referendum sur la sortie de l'UE a poussé le Gilt sous 1,30%.

Malgré la volatilité des taux sans risque, les spreads de crédit ont peu évolué. Les rendements des emprunts périphériques sont inchangés, ce qui signifie un élargissement des primes de l'ordre de 10 à 20pdb sur l'Italie et l'Espagne. Les emprunts des pays les mieux notés évoluent en ligne avec la courbe allemande. Les émergents ont bien accueilli la baisse du dollar américain consécutive à la publication de l'emploi. Le billet vert s'affaiblit contre l'euro qui remonte à 1,1350\$. Le yen japonais bondit de plus de 3% pour s'établir autour de 107.

Net ralentissement de l'emploi aux États-Unis

Selon le rapport sur l'emploi, l'économie américaine a créé 38k emplois en mai. Ce chiffre est inférieur à l'estimation du consensus (160k). Le ralentissement d'avril se poursuit en mai. La moyenne des créations d'emplois s'élèvent à 116k sur les trois derniers mois. Dans le secteur privé, l'emploi augmente de 25k en mai contre 173k selon l'ADP. Ce chiffre indique en outre une révision

haussière sur le mois précédent (+10k). Cet écart est inhabituel. Le traitement statistique des 35k grévistes de Verizon l'explique en partie. Mais, le doute subsiste compte tenu d'autres indicateurs du marché du travail bien orientés. Les inscriptions au chômage ou les annonces licenciements (Challenger) restent très faibles.

Ralentissement ou plein emploi ?

L'enquête auprès des ménages indique une diminution du chômage à 4,7% de la population active (-0,3pp en mai) sous l'effet d'une baisse de la participation de 0,2pp à 62,6%. Cela dit, le taux U-5, incluant les individus souhaitant travailler mais n'ayant pas cherché d'emploi dans les quatre dernières semaines, se réduit dans des proportions similaires (-0,3pp à 5,7%). La tendance baissière de la participation reflète donc des sorties permanentes du marché du travail, défavorables à la croissance potentielle. Il est probable que le taux de chômage soit passé sous son niveau de long terme. Cet élément est crucial pour la politique monétaire. L'absence d'output gap signale un risque d'instabilité financière et/ou d'inflation interne alors que le crédit bancaire croît au rythme de 8% l'an. La Fed considère que le déclin de la participation n'est pas irréversible et cache un potentiel inexploité de ressources humaines. L'enjeu est de savoir si c'est l'offre potentielle ou la demande qui contraint la croissance américaine. Les conséquences en termes de politique monétaire sont diamétralement opposées.

Sur le plan de l'activité, la croissance devrait se situer aux alentours de 2,5% Ta au 2T16. La consommation durable rebondit en avril. L'investissement résidentiel reste dynamique. Cependant, l'investissement des entreprises et la demande publique tardent à se redresser.

Le secteur manufacturier (ISM à 51,3) poursuit son lent redressement. Les commandes s'améliorent depuis le mois de janvier mais les stocks sont toujours jugés élevés par les entreprises. L'emploi se contracte. Dans le secteur des services, l'activité (52,9 en mai)

ralentit malgré la croissance stable des nouvelles affaires. Dans le secteur de la distribution, la réduction des coûts apparaît comme une priorité.

En zone euro, la BCE a actualisé ses prévisions d'inflation pour la période 2016-2018 (+0,2%A, +1,3%A puis +1,6%A). Compte tenu de la remontée du pétrole depuis mars, l'inflation sous-jacente projetée a été réduite.

Stratégies sur les taux

Le 10 ans américain a retouché 1,70% après la publication du rapport mensuel sur l'emploi médiocre en mai (+38k). Ce niveau de taux constitue la borne basse de la fourchette qui prévaut depuis février. La violence de la réaction du marché s'explique par son positionnement en amont de la publication. Les fonds spéculatifs acheteurs de contrats T-note avaient nettement réduit leurs positions au cours des deux dernières semaines. L'activité sur les options de vente suggère également que les investisseurs actifs avaient vendu le T-note. Les valorisations nous paraissent tendues comparativement à notre estimation de la valeur d'équilibre du 10 ans (2,38%). À noter que les montants réinvestis par la Fed vont diminuer en juin. Toutefois, le contexte technique reste favorable à la baisse des rendements sous 1,95%. Nous maintenons donc la neutralité à court terme. Notre exposition à la courbe reste à l'aplatissement du segment 2-10 ans.

Sur le marché allemand, le Bund s'échange sous 0,10% après un *rally* d'environ 10pdb la semaine écoulée. Sur le plan technique, le Bund est sorti de sa phase de consolidation. Cette cassure à la hausse milite pour une poursuite du mouvement tant que le contrat septembre 2016 se maintient au-dessus de 162,10. La valeur d'équilibre ressort à 0,48%. Selon Citi, les flux étaient net vendeurs de dette allemande la semaine passée (en particulier sur le 30 ans), ce qui semble indiquer que la hausse du contrat reflète principalement des flux de couverture. Sur les maturités longues, des intérêts receveurs ont porté la baisse des taux. En conclusion, nous optons pour la neutralité en termes directionnels. La vue à l'aplatissement du spread 2-10 ans a été neutralisée. L'émission de Schatz devrait réduire le swap spread 2 ans. En revanche, la pression au

resserrement du 10-30 ans perdure. Nous maintenons la position en amont du référendum britannique. L'échéance du 23 juin attise l'appétit des investisseurs pour le Gilt. Le 10 ans est tombé sous 1,30% surperformant le Bund et le T-note. Mark Carney avait en effet laissé entendre qu'il pourrait réduire son taux en cas de vote pour une sortie du RU de l'Union Européenne.

Écartement mécanique des souverains

Les flux sur les ETFs montrent des ventes régulières sur les emprunts souverains de la zone euro. La France subit des prises de profits selon les données de flux de Citi sans toutefois engendrer d'écartement significatif des primes sur l'OAT. Le spread sur l'obligation française à 10 ans augmente de 3pdb à 37pdb. Nous sommes neutres sur la France à l'exception des maturités 5 ans qui présentent un intérêt en termes de valorisation face au Bund. Nous restons à l'écart des pays les mieux notés. La Finlande a perdu son Aaa chez Moody's malgré une croissance révisée en hausse sur les deux derniers trimestres.

Au sein des marchés de dettes périphériques, nous avons réduit les risques en limitant nos investissements aux maturités inférieures à 5 ans sur l'Italie et l'Irlande et en dessous de 2 ans sur l'Espagne. La proximité du référendum et des élections espagnoles sont des facteurs de risque susceptibles d'engendrer de la volatilité.

Stabilité des marchés du crédit

Les spreads de crédit sont sans tendance cette semaine. Le marché primaire est pourtant toujours très actif en amont du CSPP qui démarrera le mercredi 8 juin. Les estimations de montants d'achats de la BCE se situent autour de 5mds € par mois dont 1-2mds € sur le marché primaire. Cinq émetteurs actuellement éligibles au PSPP seront inclus dans le CSPP, plus flexible en termes de maturité (6 mois minimum au lieu de 2 ans) et d'encours par ligne (70% maximum). Nous gardons un biais favorable au crédit euro.

Sur le marché des covered bonds, les spreads s'échangent au-dessus de 50pdb. Nous sommes constructifs sur cette classe d'actifs peu risquée. Concernant les agences, la BCE a élargi sa liste d'entités éligibles à treize nouvelles entités. Cela devrait soutenir les spreads.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	7-juin-16	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.54 %	-2	-2	-19
EUR Bunds 10 ans	0.08 %	-6	-7	-55
EUR Bunds 30 ans	0.74 %	-11	-9	-74
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	62 pdb	-4	-4	-36
USD Treasuries 2 ans	0.79 %	-9	+6	-26
USD Treasuries 10 ans	1.73 %	-12	-5	-54
USD Treasuries 30 ans	2.55 %	-10	-8	-47
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	94 pdb	-3	-11	-28
GBP Gilt 10 ans	1.28 %	-15	-14	-68
JGB 10 ans	-0.12 %	-1	-1	-38
Spreads Souverains € (10 ans)	7-juin-16	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	36 pdb	+3	-1	+1
Belgique	40 pdb	+3	-3	+6
Italie	137 pdb	+15	+2	+40
Espagne	142 pdb	+9	-3	+28
Portugal	310 pdb	+17	-8	+121
Points Morts d'Inflation (10 ans)	7-juin-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	91 pdb	-3	-15	-17
USD TIPS	158 pdb	+0	-4	+1
GBP Gilt Indexé	234 pdb	0	+10	-2
Swap Spreads (10 ans)	7-juin-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	44 pdb	+4	+4	+6
USD Swap Spread	-12 pdb	+2	+4	-4
Indices Crédit (BarCap)	7-juin-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	128 pdb	-1	+2	-6
EUR Financières OAS	143 pdb	+2	+1	+13
EUR Agences OAS	52 pdb	+1	+0	+3
EUR Securitized - Covered OAS	51 pdb	+1	-2	0
EUR High Yield Pan-Européen OAS	420 pdb	-2	-19	-38
Devises	7-juin-16	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.137 \$	+2.04	-0.22	+4.6
GBP/USD	1.453 \$	+0.11	+0.92	-1.38
USD/JPY	107.63 ¥	+2.83	+0.72	+11.68

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	-1
USD Treasuries 10 ans	=
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)	+1
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 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.