

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 9 JANVIER /// N°1-2017

Document destiné aux clients professionnels

High yield et émergents superforment en début d'année

Points clés

- **Croissance toujours bien orientée aux États-Unis**
- **L'inflation de la zone euro remonte à 1,1%**
- **Neutralité sur le Bund, biais vendeur de T-note et de Gilt**
- **Resserrement des spreads sur le high yield et les émergents**

L'année débute avec un regain de volatilité sur les marchés de taux. Le positionnement négatif envers le T-note en fin d'année a abouti des rachats. Les *Treasuries* se sont échangés à 2,33% au plus bas de la semaine avant de remonter vers 2,40%. La baisse du 10 ans américain, sans publication ni déclaration pour la motiver, reflète ces débouchements de positions. Le 30 ans américain revient ainsi à 3%. En zone euro, le Bund cote autour de 0,30% et la pente de la courbe s'accroît. L'accélération de l'inflation allemande y a contribué. L'écart de rendements 2-10 ans s'ajuste 5pdb.

Les Trésors européens continuent d'allonger la maturité de leurs dettes. La sensibilité vendue au marché en France (10, 20, 30 et 50 ans) et en Espagne (5, 10, 30 plus indexé 15 ans) ont pesé sur les primes avant l'émission du nouveau Bund de référence (01/2027) cette semaine. Le Portugal subit les rumeurs de syndication (+25pdb). Le PGB à 10 ans casse le seuil de 4%. Les indexés britanniques surperformant les Gilt à taux fixe (+10pdb) avec un nouvel accès de faiblesse du sterling.

En revanche, les émissions notées *investment grade* rencontrent une bonne demande. Le *high yield* se resserre de 25pdb la première semaine. Les *spreads* sur la dette émergente se réduisent fortement (-18pdb). Concernant les devises, les prises de profit sur le dollar font rebondir l'euro au-dessus de 1,05\$. Le sterling reste pénalisé par l'incertitude sur la

stratégie du gouvernement britannique décidé à sortir de l'UE. Le peso mexicain (21,3) subit la volatilité engendrée par les déclarations du Président américain élu Donald Trump.

Croissance solide aux États-Unis au 4T16

À l'instar de la plupart des enquêtes dans le monde, les ISM s'améliorent en décembre. L'indicateur manufacturier monte à 54,7 avec une forte hausse des nouvelles commandes (60,2). Les commandes à l'exportation progressent rapidement malgré l'appréciation du dollar. Les commentaires des entreprises sont encourageants. Le secteur alimentaire rapporte des pressions à la hausse des prix. L'augmentation des délais de livraison est un signe de tensions dans la chaîne de production. Dans les services, l'indice ressort à 57,2, deux points au-dessus de sa moyenne sur 12 mois. La hausse des nouvelles commandes préfigure une poursuite de la croissance. Le PIB a sans doute crû entre 2,5% et 3% Ta entre octobre et décembre.

L'économie américaine est au plein emploi. L'emploi a crû de 2,2mn en 2016 contre 2,7mn l'année précédente. Le taux de chômage (4,7%) se situe à son niveau d'équilibre. Les créations d'emploi (156k le mois dernier) ralentissent conformément à l'augmentation de la population active. En outre, ces créations d'emplois élevées traduisent une situation inédite au niveau des licenciements. Les inscriptions au chômage continuent de baisser. Avec des salaires en constante amélioration (+2,9%A), la pression sur les marges bénéficiaires des entreprises entrainera des restructurations. La mesure globale du sous-emploi (U-6) diminue à 9,2%. Lors des cycles monétaires précédents, ce niveau de 9,2% avait correspondu à des *Fed Funds* à 5,5% en 1997 ou 2,5% en 2005 contre 0,625% aujourd'hui.

Rebond de l'inflation en zone euro

L'inflation de la zone euro se redresse. L'indice des prix harmonisé ressort à 1,1%A en décembre. La contribution des prix de l'énergie

est redevenue positive. Le rebond du pétrole est amplifié par la chute de l'euro. Cependant, les prix des services (1,2%A) et des biens industriels hors énergie n'accélèrent pas. La remontée des prix est la plus forte en Allemagne (1,7%A contre 1,4% selon le consensus), ce qui nourrira les commentaires de la BuBa opposée au maintien d'une politique monétaire ultra-accommodante.

Positionnement vendeur sur le T-note

Le rally du contrat T-note est en contradiction avec les publications économiques récentes. Le 10 ans s'est échangé à 2,33% au plus bas la semaine passée. Le sentiment négatif qui prévalait en fin d'année et le positionnement vendeur des *hedge funds* plaçaient en effet le marché dans un contexte technique favorable à un rebond. Les comptes spéculatifs vendeurs avaient fortement augmenté leurs positions au cours du mois passé. Les volumes de *puts* échangés traduisaient une forte demande de protection à la baisse. Le rebond du marché offre des points d'entrée pour réduire la sensibilité. La valeur d'équilibre du 10 ans est estimée à 2,56% selon nos modèles. En outre, le *spread* 10-30 ans offre un potentiel d'aplatissement.

En zone euro, le Bund oscille autour de 0,30%. Cela semble conforme à la valeur d'équilibre du 10 ans. L'émission d'une nouvelle référence à 10 ans (Bund 01/2027) attirera sans doute une demande élevée. Certes, l'inflation pourrait justifier des rendements supérieurs mais l'excès de demande créé par le QE ancre les taux allemands à des niveaux bas. Nous privilégions la neutralité en sensibilité en zone euro.

Malgré l'évolution du paramétrage du PSPP, il ne semble pas que les Banques Centrales soient intervenues sous le niveau de -0,40% à ce jour. De fait, la maturité moyenne des achats de la BCE est remontée en décembre. Pour ces raisons, nous ne retenons pas de biais de courbes. La rareté des obligations allemandes reste préoccupante du point de vue du fonctionnement du marché du repo, clé de la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle. Le QE de la BCE a porté le repo à un niveau inédit de -4,9% pour le passage de fin d'année. Le contrecoup de cet excès de demande devrait contribuer à un resserrement des *swap spreads* à 2 et 5 ans.

Au Royaume-Uni, les dernières publications et le risque inflationniste lié à la faiblesse de la devise nous conduit à adopter une stratégie vendeuse de Gilts. La prime de risque politique favorise aussi une pentification de la courbe de taux britannique.

Durations élevées à l'émission en zone euro, les spreads sous pression

Les *spreads* souverains se sont montrés volatiles en début d'année. Les enquêtes auprès des investisseurs révèlent une réduction des expositions en emprunts périphériques au profit des pays *core*. L'allongement des maturités à l'émission se poursuit en France et en Espagne notamment. L'OAT 2066 a, par exemple, été réémise la semaine passée. Le 50 ans français a trouvé preneur à un rendement de 2,02% pour un montant de 1.1md €. L'Espagne empruntait également sur plusieurs échéances au-delà de 10 ans. Le Portugal a subi des flux vendeurs d'intervenants anticipant une syndication de dette à long terme courant janvier à l'instar des trois dernières années. Le *spread* des PGB à 10 ans s'est élargi au-delà de 370pdb. Il convient de rappeler que la dette portugaise bénéficie de moins en moins du soutien de la BCE dont les détentions s'approchent de la limite de 33% de la dette négociable. Par ailleurs, l'Italie (162pdb) est sous pression alors que DBRS actualisera sa notation en fin de semaine (AL).

High yield et émergents démarrent l'année en trombe

Avec des indices actions bien orientés en ce début d'année, les dettes jugées risquées se sont appréciées. Les *spreads* sur le *high yield* européen se sont resserrés de 25pdb depuis le 30 décembre. Les primes sur les notations spéculatives sont au plus bas depuis mars 2015. Dans l'univers *investment grade*, on note un léger resserrement des *spreads* à 121pdb contre Bund. Les signaux techniques indiquent toujours un potentiel de surperformance des indices (XO).

La dette émergente externe se resserre (324pdb, -18pdb) à l'exception du crédit mexicain (302pdb) qui s'écarte en réaction aux interventions de Donald Trump. L'optimisme prévaut au sujet de la Russie, du Brésil et d'autres dettes d'Amérique du Sud dont les *spreads* s'échangent sur les plus bas de 2016.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	10-janv.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.73 %	+5	+2	-34
EUR Bunds 10 ans	0.29 %	+3	-7	-22
EUR Bunds 30 ans	1.07 %	+6	-9	-31
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	102 pdb	-2	-10	+11
USD Treasuries 2 ans	1.19 %	-3	+5	+26
USD Treasuries 10 ans	2.38 %	-7	-9	+26
USD Treasuries 30 ans	2.97 %	-8	-18	+6
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	119 pdb	-4	-14	+1
GBP Gilt 10 ans	1.35 %	+2	-10	-42
JGB 10 ans	0.06 %	+2	+0	-17
Spreads Souverains € (10 ans)	10-janv.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	53 pdb	+1	+8	+16
Belgique	41 pdb	+2	+7	+6
Italie	163 pdb	+3	-4	+62
Espagne	120 pdb	+5	+5	+1
Portugal	370 pdb	+6	+22	+161
Points Morts d'Inflation (10 ans)	10-janv.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	128 pdb	-4	+4	+25
USD TIPS	197 pdb	-3	-3	+47
GBP Gilt Indexé	310 pdb	+2	+7	+75
Swap Spreads (10 ans)	10-janv.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	42 pdb	-2	+1	+6
USD Swap Spread	-13 pdb	+1	+0	+2
Indices Crédit (BarCap)	10-janv.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	121 pdb	-2	-3	-19
EUR Financières OAS	138 pdb	-1	-3	+4
EUR Agences OAS	54 pdb	-3	+0	+2
EUR Securitized - Covered OAS	62 pdb	-5	-2	+10
EUR High Yield Pan-Européen OAS	355 pdb	-24	-43	-122
Devises	10-janv.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.061 \$	+1.72	-0.34	+0.85
GBP/USD	1.212 \$	-1.18	-4.57	-1.82
USD/JPY	115.82 ¥	+1.4	-0.73	+0.98

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	-1
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	=
USD Treasuries 10 ans - 30 ans	-1
Spreads Inter-pays	Vue de marché
USD Treasuries - GBP Gilts (10a)	=
USD Treasuries - EUR Bunds (2a)	-1
Spreads Souverains € - Toutes Maturités	Vue de marché
France vs. Allemagne	=
Pays-Bas vs. Allemagne	-1
Belgique vs. Allemagne	-1
Espagne vs. Allemagne	+1
Italie vs. Allemagne	=
Autres Marchés Obligataires	Vue de marché
EUR Emprunts Indexés (Points Morts)	= / +1
EUR Crédit aux Entreprises	= / +1
EUR Agences (vs. Swaps)	=
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

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.