

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 16 JANVIER /// N°2-2017

Document destiné aux clients professionnels

Rachats de *shorts* sur les *Treasuries*

Points clés

- Forte demande finale lors des adjudications de T-Notes
- Consommation robuste aux États-Unis en fin d'année
- Biais vendeur sur le Bund et les *Treasuries*
- Stabilité des spreads de crédit, pression baissière sur les spreads émergents

Le *T-note* a connu une semaine contrastée. Le 10 ans américain s'est échangé à un point bas de 2,30% avant de clore la semaine à 2,40%. Le positionnement vendeur d'obligations du Trésor s'est en grande partie normalisé à la faveur d'adjudications réussies.

En zone euro, la nouvelle obligation de référence à 10 ans se traite à 0,32%. Les *spreads* des émetteurs souverains ont peu évolué. La dégradation de la note italienne par DBRS induit une légère sous-performance des BTPs. La prime portugaise (357pdb) s'est détendue après le succès de la syndication de 10 ans. La dette espagnole se resserrait vers 110pdb.

Le marché du crédit IG offre un *spread* moyen de 122pdb, stable depuis le début de l'année. Les *spreads* sur le *high yield* cotent 356pdb après un *rally* de 23pdb.

Les marchés émergents sont soutenus par la recherche de rendement. Les *spreads* (325pdb) sont proches des niveaux bas de l'an passé. La Banque Centrale du Brésil a abaissé ses taux de 75pdb à 13%. Le réal s'est apprécié temporairement avant de repasser le seuil de 3,20 pour un dollar.

Enfin, le sterling a plongé à 1,20\$. Theresa May est pressée de dévoiler ses priorités dans la négociation avec l'UE avant l'activation de l'Article 50 prévue fin mars. Le yen prolonge sa remontée avec un gain de 1,8% contre le dollar la semaine passée.

La consommation américaine bien orientée

La croissance des États-Unis a sans doute été proche de 2,5%Ta au dernier trimestre de 2016. La consommation est le principal moteur de l'économie. Le crédit à la consommation augmente de 24mds \$ en novembre, la plus forte hausse depuis le mois d'août. Les ventes au détail progressent de 6,6%Ta entre octobre et décembre. En conséquence, le déficit commercial s'est rouvert et devrait soustraire près d'1pp au PIB du 4T16. L'investissement en équipements productifs se redresse quelque peu. Le rebond des dépenses de structures est un signe supplémentaire d'une amélioration de l'investissement.

L'inflation (IPC total) se situera au-dessus de 2% en décembre pour la première fois depuis juillet 2014. La contribution des prix importés s'est inversée avec la remontée des prix de l'énergie. Le discours de la Fed sur l'inflation pourrait changer pour des raisons plus fondamentales que celles liées à la variabilité des prix de l'énergie. Les coûts unitaires augmentent de 3,6%A au 3T16 dans le secteur manufacturier. Depuis 1988, la rémunération du facteur travail évolue en parallèle avec la productivité horaire. La hausse moyenne des coûts unitaires atteint 0,15% l'an. Dans l'ensemble de l'économie, ces coûts ressortent en hausse de 3% sur un an. L'évolution des coûts de production constitue un réel risque à la hausse des prix à moyen terme. En outre, la politique budgétaire devrait s'assouplir. Les dépenses publiques d'infrastructure et les baisses d'impôt promises soutiendront la demande intérieure. La réforme de l'impôt sur les sociétés revêt des aspects protectionnistes susceptibles d'accroître l'inflation importée.

Dans ce contexte, la politique de la Fed deviendra plus restrictive au cours de l'année. Le cycle monétaire dépendra étroitement de l'ampleur du stimulus budgétaire et des risques de dérapage de l'inflation. Janet Yellen affina ses projections en mars en fonction de ces éléments. Le FOMC prévoit deux à quatre relèvements en 2017. Le marché n'intègre à ce

stade qu'une à deux hausses de 25pb des Fed Funds en 2017.

En zone euro, la BCE se réunit cette semaine. Mario Draghi ne modifiera pas son analyse malgré la hausse prononcée de l'inflation en décembre (1,1%A). La croissance se renforce selon les dernières enquêtes.

Passer vendeur de Bund

La lettre de la BCE autorisant les achats sous le taux de dépôt est parue mercredi. Ces transactions ont débuté vendredi 13 janvier. Suite à cette publication, la courbe des taux s'est pentifiée, le taux à 30 ans franchissant le seuil d'1%. La demande de Bund à 10 ans avait pourtant été forte lors de l'émission de la nouvelle référence d'échéance janvier 2027. Autour de 0,30%, le 10 ans semble proche de sa valeur d'équilibre, que nous plaçons à 0,29%. Le positionnement sur-sensible des investisseurs finaux ne constitue pas un obstacle à une reprise de la hausse des rendements en lien avec l'inflation courante. La BCE est, de fait, le principal acheteur sur le marché des emprunts d'États. Selon l'analyse technique, le niveau de 0,31% constitue un point de pivot. Au-dessus de 0,37%, la cible s'établit à 0,55%. Les références à la baisse s'établissent à 0,22% puis 0,12%. Nous optons pour un biais vendeur sur le Bund. L'environnement reste favorable à la pentification à l'horizon d'un mois. L'excès de demande de Schatz/BoBl en fin d'année s'est quelque peu dégonflé. Il convient de prendre des profits et de revenir à la neutralité sur les *swap spreads* à 2 et 5 ans. Nous complétons cette vue par un positionnement tactique au resserrement du 2-10 ans en zone euro.

Les adjudications de *Treasuries* à 10 et 30 ans ont attiré une demande finale élevée. Les *indirect bidders* ont représenté 70% de la demande totale. Les Banques Centrales étrangères sont revenues à l'achat. Le *T-note* à 10 ans émis mercredi s'est arraché, certains intervenants achetant à 2,25%. Le taux servi le plus bas s'élevait à 2,75% sur le 30 ans. La valeur d'équilibre du 10 ans se situe à 2,56% selon nos modèles. Le déboucement de positions vendeuses des comptes spéculatifs a maintenu les valorisations sous ce niveau depuis le début de l'année. Nous conservons un biais vendeur de T-notes. La cassure de 2,47% constituerait un signal de poursuite du

mouvement vers les précédents sommets de 2,57-2,63%.

DBRS abaisse la note de l'Italie

L'agence de notation DBRS a abaissé d'un cran à BBBH sa note de l'Italie. Si cette dégradation est sans incidence sur l'éligibilité des BTPs au PSPP, la révision de la notation induit une hausse des décotes appliquées au collatéral posté par les banques en contrepartie des prêts de la BCE. Les banques italiennes sont dépendantes à hauteur de 205mds € (décembre 2016) du financement de la Banque Centrale. Par exemple, dans le cas d'un BTP à 10 ans, la décote passe de 3% à 11,5%. Le marché a néanmoins peu réagi à cette annonce. Le spread italien reste proche de 160pb. La prudence reste de mise avant la décision de Moody's (Baa2 perspectives négatives) le 10 février prochain. Le Bono espagnol offre davantage de stabilité mais un *spread* plus faible de 110pb. Nous restons surexposés sur l'Espagne. Le *spread* du Portugal avait souffert des rumeurs de syndication en début d'année. Cela dit, la transaction effectuée la semaine passée s'est soldée par un succès sur des niveaux de 4,12%. La courbe de *spreads* des PGBs reste néanmoins pentue car le soutien du PSPP va en diminuant sur ce marché. Concernant les dettes *core*, les *spreads* ne constituent pas une alternative attrayante au Bund, hormis le 10 ans français ou le 30 ans belge.

Stabilité du crédit

Le crédit IG euro est stable à 122pb avec de différences sectorielles dans l'évolution des *spreads*. La classe d'actifs continue d'attirer les flux compte tenu des *spreads* supérieurs aux souverains à notations comparables. Le *high yield* consolide quelque peu après un début d'année très bien orienté. Les *spreads*, soutenus par une forte demande finale, sont en diminution de 23pb depuis le 31 décembre.

Les marchés émergents font preuve de résilience en ce début d'année. Les *spreads* se maintiennent à 325pb, soit les niveaux les plus serrés de 2016. L'allègement monétaire (-75pb) est allé au-delà des attentes au Brésil. La réduction de l'inflation donne des marges de manœuvre à la Banque Centrale pour soutenir la croissance. La Turquie reste sous pression comme tenu des fondamentaux externes et d'une situation politique difficile. La livre turque perd 22% contre le dollar depuis novembre.

Principaux indicateurs de marché

| Emprunts d'Etats | 17-janv.-17 | -1sem (pdb) | -1m (pdb) | dep. 31/12 (pdb) |
|-----------------------------------|-------------|--------------|------------|------------------|
| EUR Bunds 2 ans | -0.74 % | -2 | +5 | +2 |
| EUR Bunds 10 ans | 0.29 % | +1 | -2 | +8 |
| EUR Bunds 30 ans | 1.02 % | -3 | -3 | +8 |
| EUR Bunds 2 ans - 10 ans | 103 pdb | +3 | -8 | +6 |
| USD Treasuries 2 ans | 1.16 % | -3 | -9 | -3 |
| USD Treasuries 10 ans | 2.33 % | -4 | -26 | -11 |
| USD Treasuries 30 ans | 2.93 % | -4 | -24 | -14 |
| USD Treasuries 2 ans - 10 ans | 117 pdb | -2 | -17 | -8 |
| GBP Gilt 10 ans | 1.27 % | -9 | -17 | +3 |
| JGB 10 ans | 0.05 % | -2 | -3 | +0 |
| Spreads Souverains € (10 ans) | 17-janv.-17 | -1sem (pdb) | -1m (pdb) | dep. 31/12 (pdb) |
| France | 48 pdb | -5 | +2 | 0 |
| Belgique | 34 pdb | -6 | +4 | +2 |
| Italie | 158 pdb | -5 | +2 | -3 |
| Espagne | 109 pdb | -10 | -2 | -8 |
| Portugal | 353 pdb | -24 | +4 | -3 |
| Points Morts d'Inflation (10 ans) | 17-janv.-17 | -1 sem (pdb) | -1 m (pdb) | dep. 31/12 (pdb) |
| EUR OATi | 125 pdb | -2 | +4 | -2 |
| USD TIPS | 200 pdb | +3 | +12 | +3 |
| GBP Gilt Indexé | 310 pdb | -3 | +12 | +8 |
| Swap Spreads (10 ans) | 17-janv.-17 | -1 sem (pdb) | -1 m (pdb) | dep. 31/12 (pdb) |
| EUR Swap Spread | 36 pdb | -6 | -7 | -9 |
| USD Swap Spread | -12 pdb | +1 | -3 | -1 |
| Indices Crédit (BarCap) | 17-janv.-17 | -1 sem (pdb) | -1 m (pdb) | dep. 31/12 (pdb) |
| EUR Crédit OAS | 123 pdb | +2 | +0 | +0 |
| EUR Financières OAS | 140 pdb | +2 | +1 | +1 |
| EUR Agences OAS | 55 pdb | +1 | -1 | -2 |
| EUR Securitized - Covered OAS | 61 pdb | -1 | -5 | -6 |
| EUR High Yield Pan-Européen OAS | 358 pdb | +3 | -26 | -21 |
| Devises | 17-janv.-17 | -1 sem (%) | -1 m (%) | dep. 31/12 (%) |
| EUR/USD | 1.066 \$ | +0.92 | +2.05 | +1.34 |
| GBP/USD | 1.213 \$ | -0.26 | -2.35 | -1.73 |
| USD/JPY | 113.22 ¥ | +2.31 | +3.09 | +3.3 |

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 | = |
| 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 | = |
| 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.