

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 13 NOVEMBRE /// N°38-2017

Document destiné aux clients professionnels

Reflux des marchés d'actifs risqués

Points clés

- Croissance robuste aux États-Unis et en Europe
- Le prix du pétrole proche de son pic ?
- Biais vendeur sur les taux allemands
- Prises de profits sur le *high yield*

Les rendements obligataires ont connu une semaine contrastée. Des prises de profits sur le Bund et les dettes périphériques ont inversé la tendance en milieu de semaine. Des commentaires de Benoit Cœuré, pourtant équilibrés, ont coïncidé avec ce revirement. L'emprunt allemand à 10 ans s'affiche à 0,40% en fin de semaine. Les *spreads* internationaux sont d'une grande stabilité de sorte que le T-Note évolue en parallèle du Bund. L'obligation américaine à 10 ans cote sous 2,40%.

Les *spreads* souverains en zone euro se réduisent. Le Portugal s'échange à 160pdb. L'accélération de ses remboursements au FMI améliore le profil de risque du pays. Les marchés du crédit respirent : des prises de profit sont visibles sur le *high yield* des deux côtés de l'Atlantique. L'indice pan-européen s'écarte de 39pdb en une semaine à 277pdb par rapport à la référence allemande. Les indices de CDS retracent une partie de leurs gains engrangés récemment. Le Cross-over se situe à 245pdb. Aux États-Unis, le maintien de prix du pétrole élevés ne suffit pas à enrayer les sorties des fonds *high yield*. Le *spread* moyen monte de 18pdb sur la semaine écoulée à 331pdb. Les pays émergents sont vendus également par les investisseurs finaux. Le *spread* cote autour de 300pdb face aux *Treasuries*. La Turquie sous-performe.

Le marché des changes est peu agité. L'euro s'établit au-delà de 1,16\$. Le sterling (sous

1,31\$) subit l'effet des démissions au sein du gouvernement May. Le réal brésilien perd 1% contre le dollar à 3,29.

Les raisons de la hausse du pétrole

Les prix de l'or noir sont en hausse depuis début septembre. La récente purge saoudienne explique en partie le rebond des prix. Nécessité (de faire monter les prix) fait loi alors que le Royaume cherche à vendre Aramco. Mais ce n'est pas l'essentiel. La demande mondiale reste bien orientée, en croissance d'environ 2 millions de barils par jour sur un an. La discipline de l'OPEP s'est améliorée, de sorte que l'excès d'offre a désormais disparu. Après les perturbations climatiques de l'été, le niveau des stocks américains, excessif en début d'année, est revenu dans la fourchette qui prévaut sur les cinq dernières années. Cependant, la production pétrolière américaine augmente de nouveau rapidement. Elle atteint 9,6mn barils par jour. Les nombreuses capacités existantes encore inutilisées (plus de 7k puits) constituent un potentiel rapidement mobilisable. La production de pétrole de schiste est en effet très rentable à 57\$ le baril. Le rebond de l'offre va sans doute s'accélérer. Il semble que les tensions récentes amplifiées par des rachats de positions spéculatives vendeuses vont s'estomper.

Croissance robuste aux États-Unis

Le crédit consommation augmente de plus de 20mds \$ en septembre ce qui traduit bien le rebond de la consommation privée entre septembre et octobre. Cela pourrait préfigurer des révisions haussières sur les ventes au détail. La dégradation manifeste de la qualité de crédit (prêts autos, cartes de crédit) n'enraye pas la progression des encours.

Sur le marché du travail, les créations de postes restent supérieures à 6mn en septembre (6,09mn). Le ratio du nombre de chômeur par emploi vacant est au plus bas historique (1,1). On crée beaucoup plus de postes que le nombre d'embauches (5,27mn). Le dynamisme de

l'emploi se traduit par une proportion élevée de départs volontaires.

En zone euro, les indicateurs conjoncturels dépeignent une croissance élevée. L'enquête de la Banque de France est révisée en hausse. L'inflation des prix à la production accélère en zone euro (2,9%A). Toutefois, l'inflation des prix à la consommation a ralenti en octobre (1,4%A) du fait des services.

Prudence sur les marchés de taux

Les marchés de taux internationaux sont étroitement corrélés. Le Bund oscille autour de 0,40%, le T-note est proche de 2,40%. Le *spread* à 10 ans peine à s'écarter du niveau de 200pdb. Les présidents des Banques Centrales du G4 (Fed, BCE, BoE, BoJ) débattront mardi à Francfort des difficultés dans la communication de leurs politiques monétaires. En l'absence de désaccord affiché, cette dynamique commune se maintiendra. En zone euro, l'agence allemande réabonnera ses lignes de Schatz et de Bund à hauteur de 5 et 3mds € au maximum respectivement cette semaine. Le rendement du 2 ans est peu volatile autour de -0,75% mais le 10 ans est susceptible de réagir davantage. Le principal risque de courbe reste en effet la pentification. Nos signaux quantitatifs pointent un risque à la hausse des taux centrés sur les maturités longues. Les valorisations demeurent peu attrayantes. Notre estimation de la valeur d'équilibre se situe à 0,64%. Dans ce contexte, nous adoptons un biais vendeur, l'analyse technique donnant un premier objectif à court terme à 0,50%.

Aux États-Unis, le marché sera attentif à la publication de l'indice des prix d'autant qu'une adjudication de TIPS 10 ans est prévue jeudi. Les points morts commencent à intégrer la hausse récente des prix du pétrole. La courbe des anticipations d'inflation s'est aplatie. En outre, la Fed continue d'absorber une grande partie du risque de taux via sa politique de réinvestissements. Pour ces raisons, la surperformance des *Treasuries* longues devrait se maintenir. Cela nous conduit à privilégier une position de neutralité en sensibilité tout en conservant un biais à l'aplatissement de la courbe.

Le contexte britannique reste délicat. L'inflation poursuit sa hausse. Mark Carney devra sans doute s'en expliquer auprès du chancelier de l'échiquier. La prudence affichée par la BoE laisse présager un resserrement monétaire modeste. Il convient néanmoins de rester sous-exposé aux Gilts.

Les *spreads* portugais toujours plus bas

Les marchés d'emprunts souverains de la zone euro étaient bien orientés la semaine passée. Quelques prises de profit ont réduit la performance en fin de semaine sur l'Espagne ou l'Italie mais la tendance est favorable. Le Portugal accélère le remboursement du prêt du FMI. Un passif moindre vis-à-vis de l'institution, créancier super-senior, devrait permettre à Moody's d'envisager un relèvement de la note du pays. Fitch s'exprimera mi-décembre. La note du pays sera probablement rehaussée. La convergence des *spreads* se poursuit. Nous maintenons une surexposition à la dette portugaise (158pdb à 10 ans). Les primes sur les émetteurs *core* se resserrent également dans des proportions moindres. L'OAT traite à 36pdb du Bund 10 ans. Nous estimons peu attrayantes ces valorisations et conservons un positionnement vendeur face au Bund.

Prises de profit sur le crédit

Après deux semaines très favorables dans le sillage de la prolongation du QE de la BCE, les intervenants ont pris des profits sur le crédit. Les notations spéculatives sont particulièrement impactées par ces dégagements. De fait, les flux sur les ETFs *high yield* affichent des sorties nettes (contrairement à l'univers IG). Le *high yield* européen voit son *spread* s'élargir de 39pdb contre l'emprunt allemand de référence. La prime se situe désormais à 277pdb. L'indice *Crossover* subit aussi des flux de rachats de protection, miroir des flux vendeurs sur les indices actions européens. A l'inverse, les *covered bonds* ont mieux résisté.

Sur le crédit en dollars, les investisseurs réduisent leur exposition au *high yield* indépendamment de la remontée des prix du pétrole généralement favorable à ce segment de marché. Il s'agit principalement de prises de profit après une longue période de surperformance.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	13-nov.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.74 %	+2	-2	+3
EUR Bunds 10 ans	0.42 %	+8	+1	+21
EUR Bunds 30 ans	1.31 %	+10	+4	+37
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	116 pdb	+6	+3	+18
USD Treasuries 2 ans	1.68 %	+6	+19	+49
USD Treasuries 10 ans	2.39 %	+8	+12	-5
USD Treasuries 30 ans	2.86 %	+6	+5	-21
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	71 pdb	+2	-7	-54
GBP Gilt 10 ans	1.33 %	+7	-4	+9
JGB 10 ans	0.05 %	+3	-1	+0
Spreads Souverains € (10 ans)	13-nov.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	36 pdb	-3	-5	-12
Belgique	21 pdb	-3	-6	-11
Italie	142 pdb	-3	-26	-19
Espagne	112 pdb	-2	-9	-6
Portugal	158 pdb	-11	-35	-198
Points Morts d'Inflation (10 ans)	13-nov.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	141 pdb	+6	+3	+14
USD TIPS	191 pdb	+3	+5	-7
GBP Gilt Indexé	315 pdb	+9	+1	+13
Swap Spreads (10 ans)	13-nov.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	47 pdb	-1	+0	+1
USD Swap Spread	-2 pdb	+1	+2	+9
Indices Crédit (BarCap)	13-nov.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	88 pdb	+3	-7	-35
EUR Financières OAS	95 pdb	+2	-7	-44
EUR Agences OAS	41 pdb	-1	-4	-16
EUR Securitized - Covered OAS	46 pdb	-2	-2	-22
EUR High Yield Pan-Européen OAS	277 pdb	+39	+12	-102
Devises	13-nov.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.167 \$	+0.73	-1.2	+10.94
GBP/USD	1.311 \$	-0.32	-1.29	+6.26
USD/JPY	113.57 ¥	+0.25	-1.59	+2.98

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	=
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	-1
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	=
Italie vs. Allemagne	=
Autres Marchés Obliqataires	Vue de marché
EUR Emprunts Indexés (Points Morts)	=
EUR Crédit aux Entreprises	=
EUR Agences (vs. Swaps)	=
EUR Securitized - Covered (vs. Swaps)	+1
EUR High Yield Pan-Européen	=

Vues sur une échelle de "-2" à "+2". "=" désigne la neutralité
+1 : achat (-1 vente) de spread ou de duration 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.