

# STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

## L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 20 NOVEMBRE /// N°39-2017

Document destiné aux clients professionnels

### Repli sur les taux, prises de profit sur le *high yield*

#### Points clés

- Poursuite de l'aplatissement sur les Treasuries
- États-Unis : inflation à 2%, conjoncture robuste
- Neutralité sur le Bund et le T-note
- Écartement des spreads de crédit

L'aplatissement de la courbe des taux se poursuit aux États-Unis et entraîne le marché européen dans son sillage. Le *spread* 2-10 ans se situe à 62pdb sur le marché des Treasuries. Il s'agit de l'écart le plus faible depuis 2007. Le T-note à 10 ans s'échange à 2,35%. Sur le marché européen, l'emprunt allemand de référence oscille autour de 0,35%.

Les *spreads* souverains se sont élargis de l'équivalent de la baisse du rendement allemand. Toutefois, la sous-performance de l'Espagne retient notre attention (+8pdb sur le *spread* à 10 ans). Le repli des marchés d'actions fait tache d'huile sur le crédit, et en particulier, sur les notations spéculatives. La prime moyenne sur le marché du *high yield* s'est élargie de 16pdb en une semaine. Le *spread* cote désormais 293pdb, soit une hausse de près de 40pdb depuis le début du mois.

Sur les marchés émergents, les *spreads* souverains en dollars sont repassés sous le seuil de 300pdb. Les marchés turcs, brésiliens ou colombiens semblent se stabiliser après une période de volatilité. Concernant le marché des devises, le dollar s'est affaibli. L'euro se rapproche de 1,18\$ et le yen se renforce vers 112.

#### Conjoncture aux États-Unis

L'indice des prix à la consommation affiche une hausse modeste de 0,1%M en octobre (2%A), limitée par la baisse des prix de

l'essence. L'inflation dans le secteur des services se raffermi à 2,7%A. Hors éléments volatiles, la hausse des prix se situe à 1,8%A, 0,1pp au-dessus du niveau du mois dernier. Le portage d'inflation perçu en décembre des obligations indexées s'avérera plus élevé que prévu. Les prix à la production accélèrent, l'inflation devrait poursuivre son redressement.

L'augmentation forte du crédit consommation (20mds \$) en septembre préfigurait un bon chiffre de ventes au détail. Les dépenses des ménages du 3T17 seront sans doute révisées à la hausse. Le début du quatrième trimestre est encourageant. L'acquis de croissance pour le 4T17 du chiffre d'affaires des distributeurs se situe à 5,8%Ta.

Sur le plan de la production, le rebond de l'industrie est plus fort qu'attendu. L'activité industrielle augmente de 0,9%M en octobre. Le taux d'utilisation des capacités est aussi en hausse à 77%. Les enquêtes présagent d'une poursuite de l'embellie. L'Empire *manufacturing* consolide en novembre sur des niveaux de haut de cycle mais les nouvelles commandes (20,7) et l'inflation des prix payés augmentent. Le NFIB se maintient (103,8 en octobre). De façon plus surprenante, la confiance dans le logement renoue avec les sommets (NAHB à 70).

#### La croissance allemande face à la crise politique

En zone euro, l'inflation des prix à la consommation a été confirmée à 1,4%A en octobre. Les prix à la production sont ressortis au-dessus des attentes en Allemagne, ce qui suggère une ré-accélération prochaine des prix finaux après six mois de baisse. L'économie allemande affiche une croissance de 0,8%T entre juillet et septembre. La décomposition de la demande sera publiée cette semaine ainsi que l'IFO qui affiche une santé insolente au plus haut depuis 48 ans. Les carnets de commandes sont pleins. Les entreprises peinent à embaucher pour satisfaire la demande, dans l'industrie et la construction notamment. L'impasse politique ne semble pas peser sur l'activité. L'échec de la chancelière Angela

Merkel à former un gouvernement pourrait néanmoins se traduire par des élections anticipées. L'affaiblissement du SPD rend peu probable une grande coalition au centre. Si l'inaction domine, il s'agit sans doute d'une mauvaise nouvelle pour Theresa May ou Emmanuel Macron.

### **Positionnement en sensibilité sur les marchés de taux**

L'environnement économique de la zone euro devrait conduire à des taux plus élevés. Cela étant, l'assouplissement monétaire a déjà prolongé jusqu'en septembre 2018. Le compte-rendu de la réunion de la BCE tenue fin octobre devrait nous renseigner sur les motivations de la décision. En particulier, la composition des achats est restée inchangée malgré les distorsions induites par la clé de répartition ou l'excès de demande de crédit de bonne qualité. Le positionnement en sensibilité des investisseurs finaux s'est rallongé quelque peu au cours des dernières semaines. Les valorisations demeurent peu attrayantes avec une valeur d'équilibre du Bund à 10 ans de l'ordre de 0,65% selon nos estimations. Le marché cote environ 30pdb sous cette référence. Sur le plan technique, la neutralité prévaudra tant que le marché reste cadré entre 0,30% et 0,43%. En revanche, il semble que la pentification reste la tendance en zone euro. Une position à l'écartement du spread 2-10 ans reste appropriée. Sur les échéances longues, les banques restent majoritairement payeuses de *swaps* longs. L'adjudication de Bund 2048 pourrait peser. Nous maintenons toutefois la neutralité sur ce *spread* ainsi que sur les *swap spreads*.

Sur le marché des *Treasuries*, l'aplatissement de la courbe se poursuit. Le marché a désormais totalement intégré un mouvement de taux de 25pdb en décembre mais l'ampleur du resserrement anticipé à l'horizon de 2019 reste modeste. L'activité sera réduite cette semaine en raison du weekend de Thanksgiving. Le Trésor reportera à lundi prochain les adjudications d'obligations à 5 et 7 ans. L'aplatissement empêche la convergence du rendement à 10 ans vers la valeur d'équilibre que nous situons à 2,88%. La Fed de New York place le niveau de rendement à 10 ans compatible avec une prime de risque nulle à 2,76%. Nous maintenons la neutralité. En terme de courbe, l'aplatissement prévaudra sur le 2-10 ans.

Au Royaume-Uni, le budget prévisionnel et le programme de financement de l'an prochain constituent les éléments de marché les plus importants cette semaine. Il semble que le Trésor réduira ses émissions de dette longue pour privilégier le financement via les bons du Trésor. L'inflation était ressortie au-dessous du consensus la semaine passée mais Mark Carney a confirmé que deux hausses restaient à prévoir à l'horizon de 2019. Nous conservons un positionnement vendeur de Gilts.

### **Stabilité globale des *spreads* souverains**

Les marchés de dettes souveraines ont peu évolué au cours des dernières séances. Les *spreads* français se resserrent néanmoins vers 35pdb. Nous jugeons toujours ces valorisations excessives au regard de la lenteur de la consolidation budgétaire en France. Cela étant, les derniers chiffres mensuels s'avèrent encourageants. En Espagne, les Bonos sous-performent quelque peu leurs équivalents portugais et italiens. La dette portugaise constitue notre principale surpondération. La perspective d'un relèvement de note favorise la convergence à terme vers les BTPs italiens.

### **Léger écartement du crédit, poursuite de la correction sur le *high yield***

Les marchés du crédit abandonnent une partie de leur performance récente. Les *spreads* restent néanmoins en réduction de plus de 30pdb depuis le début de l'année sur l'univers *investment grade*. La croissance forte, le soutien de la BCE conjugué à la demande institutionnelle empêchent un élargissement durable des *spreads*. Cela est moins vrai sur les notations spéculatives. Le *high yield* s'est écarté de 40pdb environ depuis le début du mois. Les fonds spécialisés accusent des sorties, malgré le faible taux de défaut et une amélioration continue de la qualité de crédit.

Enfin, la dette émergente en dollars semble se stabiliser. Le *spread* souverain moyen de la classe d'actifs oscille autour de 300pdb. Certains marchés restent néanmoins sous pression. Le défaut sélectif du Venezuela sera peut-être source d'opportunités en particulier sur les titres à long terme. Le Liban subit les tensions entre l'Arabie Saoudite et l'Iran. Les *spreads* libanais pourraient se dégrader encore davantage.

## Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	21-nov.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.71 %	+3	+0	+5
EUR Bunds 10 ans	0.35 %	-4	-10	+15
EUR Bunds 30 ans	1.22 %	-7	-10	+28
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	107 pdb	-7	-10	+9
USD Treasuries 2 ans	1.76 %	+7	+18	+57
USD Treasuries 10 ans	2.36 %	-1	-2	-8
USD Treasuries 30 ans	2.77 %	-6	-12	-29
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	60 pdb	-8	-21	-65
GBP Gilt 10 ans	1.28 %	-5	-6	+4
JGB 10 ans	0.03 %	-2	-4	-1
Spreads Souverains C (10 ans)	21-nov.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	33 pdb	-4	-8	-15
Belgique	21 pdb	+0	-5	-11
Italie	144 pdb	+0	-15	-17
Espagne	114 pdb	+1	-7	-3
Portugal	158 pdb	+1	-27	-197
Points Morts d'Inflation (10 ans)	21-nov.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	139 pdb	-1	+3	+12
USD TIPS	188 pdb	-2	+1	-9
GBP Gilt Indexé	310 pdb	-3	+2	+8
Swap Spreads (10 ans)	21-nov.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	47 pdb	+1	+2	+2
USD Swap Spread	0 pdb	+1	+2	+11
Indices Crédit (BarCap)	21-nov.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	90 pdb	+2	-2	-33
EUR Financières OAS	97 pdb	+2	-2	-42
EUR Agences OAS	41 pdb	+0	-2	-16
EUR Securitized - Covered OAS	45 pdb	0	-3	-22
EUR High Yield Pan-Européen OAS	290 pdb	+15	+40	-89
Devises	21-nov.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.175 \$	-0.27	+0.04	+11.72
GBP/USD	1.326 \$	+0.59	+0.43	+7.43
USD/JPY	112.51 ¥	+0.8	+1.06	+3.96

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	+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 Obligataires	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.