

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 18 DECEMBRE /// N°43-2017

Document destiné aux clients professionnels

Neutralité sur les taux en fin d'année

Points clés

- **Fed : trois hausses probables en 2018**
- **BCE : inflation à 1,7% en 2020, suspense sur la fin du QE**
- **Aplatissement des courbes**
- **Neutralité conservée sur le Bund et T-note**
- **Fitch relève la note du Portugal**

L'aplatissement des courbes de taux a repris la semaine passée sur les principaux marchés obligataires. Le *spread* 2-10 ans se comprime de 5pdb aux États-Unis pour atteindre son niveau le plus bas de l'année à 52pdb. En zone euro, le Bobl (5 ans) et le Schatz (2 ans) ont sous-performé les maturités les plus longues. Le Bund s'échange autour de 0,30%.

Les *swap spreads* ont diminué. Le relèvement attendu de la note du Portugal entretient la tendance à la surperformance des PGBs. Les *spreads* portugais à 10 ans cotent désormais en dessous de ceux de l'Italie. Des prises de bénéfices ont pénalisé la dette italienne. L'Espagne (115pdb à 10 ans) attend l'issue des élections catalanes du 21 décembre.

Le rebond du Gilt est plus surprenant. Le Parlement aura son mot à dire sur l'accord final négocié par la PM Theresa May.

Le crédit *investment grade* affiche une grande stabilité. Le *spread* moyen sur la classe d'actifs ressort sous 90pdb. La dette émergente est également sans tendance autour de 290pdb contre *Treasuries*. Les notations *high yield* poursuivent en revanche leur correction. Le *high yield* européen s'élargit de 25pdb depuis un mois. Les indices de CDS ont moins réagi à l'instar des actions.

Les tensions sur les marges de *swaps* de change attestent un excès de demande de dollars en fin d'année. Cela étant, la parité

euro-dollar est inchangée sur une semaine. Par ailleurs, l'emploi australien a motivé une révision des perspectives de taux. La monnaie australienne s'adapte 1,7% contre le billet vert à 0,77\$.

Fed : trois hausses en 2018

Le FOMC relève ses prévisions de croissance (2,5%A au 4T18) et projette un niveau de chômage inférieur à 4%. L'inflation est inchangée à 1,9% l'an prochain. Neel Kashkari et Charles Evans se sont opposés à la hausse de taux de 25pdb pourtant attendue depuis des mois par les marchés. Les présidents des Fed de Minneapolis et de Chicago n'auront plus de droits de vote l'an prochain. Les projections de taux des membres du FOMC ont peu évolué. Un total de trois hausses des Fed Funds est envisageable en 2018.

Le marché du travail reste très bien orienté. L'enquête JOLTS est parfois dissonante par rapport aux données d'emploi (*non-farm payrolls*) publiées en début de mois. L'écart entre embauches brutes et départs de l'emploi indique des créations d'emplois nettes de 374k de l'emploi en octobre. Les embauches brutes atteignent 5,5mn en octobre, ce qui a réduit le flux de postes vacants sous 6mn. Ainsi, des révisions sont probables sur l'emploi entre septembre et novembre. L'inflation est stable aux États-Unis. Les prix à la consommation augmentent comme attendu de 2,2% sur un an en novembre. L'indice sous-jacent ralentit à 1,7%A. La consommation privée de biens rebondit fortement en octobre-novembre après un ralentissement engendré par les ouragans de l'été. Le chiffre d'affaires des détaillants progresse de 0,8%M en novembre après un solide 0,5%M au mois précédent. Par ailleurs, la production industrielle poursuit son redressement conformément aux enquêtes mensuelles. Les perspectives d'investissement sont notamment au beau fixe.

BCE : 1,7% d'inflation en 2020

Mario Draghi n'avait visiblement pas grand-chose à annoncer. La seule information résidait

dans la projection d'inflation pour l'année 2020. La prévision de 1,7%A permet d'entretenir le suspense sur la date de fin du programme d'achat. La fourchette d'incertitude s'étend de 0,8 à 2,6%A. La croissance de l'activité se maintiendra au-delà de 2% l'an prochain. Par ailleurs, les pertes sur le portefeuille de crédit sur une entité établie en Afrique du Sud n'appellent aucun commentaire de la part de la BCE.

Neutralité directionnelle sur les taux

La fin d'année est peu propice aux stratégies directionnelles marquées. Le Bund à 10 ans s'échange en bas de fourchette (0,30%-0,40%). La courbe des rendements allemands s'aplatit. Le *spread* 2-10 ans cote 100pdb. La hausse des rendements courts peut sembler surprenante tant les perspectives de hausses des taux d'intérêt paraissent lointaines en zone euro. La BCE ne devrait relever ses taux qu'en 2019. L'habillage des bilans bancaires en fin d'année se traduit souvent par un excès de demande d'actifs sans risque. Une exposition à l'élargissement des *swap spreads* en zone euro reste recommandée malgré un resserrement généralisé la semaine passée. Le Bund reste cher relativement à nos modèles de valorisation qui placent l'équilibre du marché à 0,60%. Selon l'analyse technique, la cassure de 0,30% favoriserait un mouvement de taux baissier supplémentaire vers 0,22%. Par conséquent, nous retenons la neutralité en sensibilité sur les taux euro. Le *spread* 10-30 ans devrait s'élargir dans la perspective des émissions de début d'année.

L'économie américaine affiche une croissance solide et évolue sans doute sous le niveau de chômage d'équilibre. L'inflation demeure néanmoins inférieure à l'objectif, ce qui laisse une altitude monétaire inespérée à la Fed. La pression réglementaire entretient la demande de taux longs par les fonds de pension. L'aplatissement de la courbe des taux est une tendance lourde. Nous restons exposés à l'aplatissement sur le 2-10 ans mais revenons à la neutralité sur le 10-30 ans.

L'UE a jugé que les avancées constatées dans les discussions sur le Brexit permettaient d'ouvrir la phase de négociation commerciale. En réalité, la facture du divorce et la question irlandaise sont loin d'être arrêtées. Le rendement du Gilt se situe sous 1,19%.

L'objectif technique hebdomadaire pointe un risque baissier chiffré à 1,07%. Nous restons à l'écart des paris de sensibilité. Cela étant, une stratégie d'aplatissement du 2-10 ans permet de tenir compte de la possibilité de hausse des taux au cours de l'année à venir.

Fitch : la note du Portugal relevée à BBB

L'agence Fitch a comme attendu relevé la note du Portugal la semaine dernière. Le Portugal compte désormais deux notations supérieures à BBB- parmi les trois principales agences. Cela permettra à cet émetteur d'être rapidement réintégré dans les indices de dette souveraine de la zone euro. Sous 150pdb à 10 ans, les obligations portugaises s'échangent ainsi à des niveaux de *spreads* inférieurs aux BTPs italiens. Nous maintenons une surexposition à la dette du Portugal, dont le rendement total atteint 14% toutes maturités confondues.

Les Bonos à 10 ans se traitent autour de 115pdb. L'émetteur souverain est candidat à un relèvement de notation en début d'année prochaine, une fois écarté le risque catalan. Les élections du 21 décembre pourraient constituer un premier signal favorable si le vote en faveur de Ciudadanos confirme les prédictions des sondeurs. Malgré une position de neutralité, les *spreads* des Bonos présentent un potentiel de resserrement significatif à l'horizon de quelques mois.

Spreads de crédit IG inchangés

Le crédit de bonne qualité en euros reste bien orienté. Le *spread* moyen se situe à 88pdb du Bund. La classe d'actifs continue d'être achetée par les investisseurs finaux européens.

En revanche, le *high yield* subit des prises de profit depuis le début du mois. Il est possible qu'un certain nombre d'investisseurs souhaitent réduire leurs expositions *non-core* à l'approche de la fin d'année. L'embellie économique en zone euro a engendré une amélioration sensible des fondamentaux avec un nombre important d'étoiles montantes en 2017 et une diminution du taux de défaut (environ 1% en Europe). Cela étant, les flux vendeurs ont poussé les *spreads* de la classe d'actifs au-delà de 300pdb contre la référence allemande sans risque. Cela représente une hausse de 25pdb depuis la fin du mois de novembre. On observe les mêmes flux vendeurs sur les ETFs spécialisés aux États-Unis.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	18-déc.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.7 %	+4	+1	+7
EUR Bunds 10 ans	0.3 %	+1	-6	+9
EUR Bunds 30 ans	1.11 %	-1	-13	+16
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	100 pdb	-3	-7	+3
USD Treasuries 2 ans	1.84 %	+2	+11	+65
USD Treasuries 10 ans	2.37 %	-2	+3	-8
USD Treasuries 30 ans	2.71 %	-7	-7	-36
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	53 pdb	-4	-9	-72
GBP Gilt 10 ans	1.15 %	-5	-15	-9
JGB 10 ans	0.04 %	-1	+1	0
Spreads Souverains € (10 ans)	18-déc.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	32 pdb	-1	-3	-16
Belgique	18 pdb	-2	-4	-15
Italie	150 pdb	+13	+2	-11
Espagne	114 pdb	+2	-6	-4
Portugal	148 pdb	-2	-14	-207
Points Morts d'Inflation (10 ans)	18-déc.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	144 pdb	+2	+5	+17
USD TIPS	190 pdb	+1	+2	-7
GBP Gilt Indexé	302 pdb	-4	-8	+1
Swap Spreads (10 ans)	18-déc.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	49 pdb	-1	+1	+3
USD Swap Spread	-1 pdb	-2	-1	+10
Indices Crédit (BarCap)	18-déc.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	88 pdb	-1	-3	-35
EUR Financières OAS	93 pdb	-1	-5	-46
EUR Agences OAS	41 pdb	+0	+0	-16
EUR Securitized - Covered OAS	44 pdb	-2	-1	-23
EUR High Yield Pan-Européen OAS	309 pdb	+4	+7	-70
Devises	18-déc.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.181 \$	+0.13	+0.51	+12.27
GBP/USD	1.341 \$	+0.43	+1.32	+8.66
USD/JPY	112.47 ¥	+0.86	+0.1	+3.99

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 - 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)	=
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

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. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. 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 Natixis Investment Managers S.A. ou sa succursale Natixis Investment Managers Distribution. Natixis Investment Managers 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 Natixis Investment Managers S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : Natixis Investment Managers 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 Natixis Investment Managers, 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 Investment Managers, 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 Investment Managers 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 Investment Managers 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.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

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.