

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 8 JANVIER /// N°1-2018

Document destiné aux clients professionnels

Début d'année très favorable au risque

Points clés

- La croissance reste robuste aux États-Unis comme en zone euro
- L'inflation ressort à 1,4% en décembre
- Biais vendeur sur le T-note, tendance à l'aplatissement du 2-10 ans
- Surperformance du high yield et des marchés émergents

Les marchés ont débuté l'année 2018 sur les chapeaux de roues. Les actions s'affichent en hausse de 3% en Europe, voire 3,5% au Japon. Les spreads sur le high yield ou la dette émergente se réduisent sensiblement. Les mouvements sur les taux demeurent modestes. Le T-note et le Bund s'établissent respectivement sous 2,50% et 0,45%. La pression à l'aplatissement a repris.

Les emprunts indexés profitent de la fermeté des cours du pétrole. Le breakeven issu des TIPS à 10 ans évolue au-dessus de 2%.

Les emprunts souverains de la zone euro sont recherchés. Les spreads espagnols et portugais diminuent de 6 à 7pb depuis le début de l'année. La performance de l'Italie est moins bonne du fait du risque politique spécifique. Le spread à 10 ans est remonté de 22pb depuis un mois.

Le crédit bénéficie de la faible aversion pour le risque. Le spread moyen face au Bund tombe à 83pb. Les financières subordonnées sont favorisées (-8pb). Les notations spéculatives se resserrent de 17pb.

La tendance est à la dépréciation du dollar en particulier contre les devises latino-américaines liquides (BRL, MXN). Le dollar canadien s'adjuge plus d'1% contre le billet vert, sur fond de hausse des taux probable de la BoC à court terme.

Poursuite du cycle de croissance aux États-Unis

L'emploi reste très solide aux États-Unis. L'année 2017 s'est terminée avec un taux de chômage au plus bas depuis l'an 2000 (4,1%). L'économie américaine a créé 2,1mn d'emplois l'an passé contre 2,2mn en 2016. Selon l'enquête auprès des entreprises, les créations d'emplois nettes se situent à 148k en décembre après une plus forte hausse au mois précédent (252k). Le secteur manufacturier embauche à hauteur de 25k personnes supplémentaires en décembre. Le sondage ADP indiquait par ailleurs 250k créations nettes le mois dernier. Le taux de salaire horaire moyen progresse de 2,5% sur un an.

L'ISM manufacturier reste proche des sommets à 59,7. L'emploi et les nouvelles commandes témoignent de la vigueur de l'activité dans l'industrie. L'indicateur des services se tasse légèrement mais, à 55,9, l'enquête dépeint toujours une économie forte. L'environnement de croissance supérieure au potentiel de long terme perdure. Du côté de la demande des ménages, les ventes de véhicules se maintiennent au plus haut du cycle à 17,8mn d'unités en rythme annualisé en décembre. Les dépenses de construction progressent solidement. Cela confirme le rebond de l'investissement logement après les ouragans de l'été. En revanche, la vigueur de la demande dégrade le solde commercial. Le déficit commercial dépasse les 50mds \$ en novembre. La croissance sera pénalisée par l'aggravation du déficit extérieur qui retranchera environ 0,7pp à la croissance au 4T17. La demande interne permettra néanmoins à l'activité de progresser de 2,8%Ta selon nos estimations.

Zone euro : croissance mais l'inflation diminue

Les enquêtes manufacturières et des services sont conformes aux attentes dans l'ensemble. La croissance est soutenue partout. La palme revient à la locomotive allemande dont le PMI à ressort 63,3. L'inflation baisse à 1,4%A en décembre. L'indice sous-jacent se situe à

0,9%A. La hausse des prix reste modeste en France et en Italie. Les prix à la production accélèrent en revanche de 2,8%A.

Biais à la vente sur les *Treasuries*

La croissance économique, les trois hausses de taux de la Fed en 2017 et la performance des actifs risqués auraient dû engendrer une correction obligataire. Cela n'a pas été le cas. Les maturités longues restent protégées du resserrement monétaire. Les investisseurs finaux sont aussi massivement vendeurs selon les enquêtes de positionnement. Les volumes d'options traités indiquent un biais vendeur parmi les intervenants finaux. Les anticipations d'inflation ont monté. La courbe de points morts de marché (en référence à l'indice CPI) est au-dessus de 2% sur la plupart des maturités. Les hausses de taux se poursuivront cette année. Ces éléments favorisent une poursuite de la tendance haussière sur le 10 ans américain avec comme prochain objectif technique 2,63%. Le niveau d'équilibre se situe plus haut mais il semble difficile de converger rapidement vers 2,84%, d'autant que la demande de strips à long terme reste forte. Nous prôtons une sous-exposition en sensibilité sur le marché des *Treasuries*. La tendance à l'aplatissement du 2-10 ans perdure.

En zone euro, l'embellie économique est désormais bien intégrée même si la discussion sur l'ajustement du stimulus monétaire ne fait que commencer au sein du Conseil des Gouverneurs de la BCE. Le Schatz est remonté vers -0,60%. Le 10 ans s'échange juste au-dessus de 0,40%, de sorte que le 2-10 ans est inchangé sur la semaine (104pb). Si les valorisations demeurent peu attrayantes sur le Bund, les rendements négatifs jusque 7 ans entretiennent la demande de taux à long terme. L'émission d'une nouvelle référence à 10 ans rencontrera probablement une bonne demande cette semaine. En termes de stratégies, nous maintenons la neutralité directionnelle. Les syndications à venir pourrait peser sur la partie longue de la courbe. Pour cette raison, une stratégie à l'élargissement du 10-30 ans est recommandée. Le portage global est positif sur le 10-30 ans.

En parallèle, malgré un ajustement du 2 ans vers 0,50%, il semble que les marchés ne

reflètent pas la probable hausse des taux de la BoE au printemps. Cela milite pour une position exposée au resserrement du spread 2-10 ans. Au Japon, la politique de contrôle de la courbe des taux maintient le rendement à 10 ans entre 0 et 0,10%.

Italie, Espagne, Portugal : trois histoires distinctes

Les dettes périphériques sont les seules offrant un surcroît de rendement adéquat face au Bund. Le Portugal cote 150pb après le relèvement de sa note par S&P (BBB-) et Fitch (BBB) en 2017 pleinement justifié par l'embellie cyclique. Le retour de l'émetteur dans les indices obligataires investment grade crée une demande pour cet actif. Une surexposition aux PGBs est justifiée. L'Espagne aurait sans doute bénéficié d'un relèvement de notation à A mais la crise catalane a retardé le mouvement. La confiance des investisseurs envers la dette espagnole est élevée. Le spread sur le Bonos à 10 ans traite autour de 110pdb. Il convient de surpondérer la dette espagnole. A l'inverse, la situation politique en Italie est plus complexe qu'espéré après la réforme de la loi électorale. L'issue la plus probable est une coalition de droite dans laquelle la Ligue aurait un rôle majeur. Le discours anti-européen et la remise à cause des engagements budgétaires sera source de volatilité et de tensions sur les spreads des BTPs. Il convient de vendre les obligations souveraines italiennes notamment les maturités longues. A l'inverse, les pays cœur n'ont pas d'intérêt en terme de valorisation. La courbe irlandaise devrait converger vers celles de la France et de la Belgique.

Forte performance du high yield et des émergents

La faible aversion au risque s'est traduite par une nette surperformance du crédit et des emprunts spéculatifs. Le crédit de bonne qualité affiche un spread moyen de 83pb contre Bund. Le high yield s'est resserré de près de 20pb depuis le début de l'année. Les flux d'investissement continuent de porter la dette souveraine émergente en monnaie dure. Le spread contre *Treasuries* s'est contracté vers 270pb. Par ailleurs, les taux locaux évoluent à l'inverse des *Treasuries* sans préjudice à la dynamique des devises (BRL, MXN).

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	8-janv.-18	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.62 %	+1	+12	+1
EUR Bunds 10 ans	0.43 %	+0	+12	+0
EUR Bunds 30 ans	1.27 %	+1	+13	+1
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	105 pdb	-1	+0	-1
USD Treasuries 2 ans	1.96 %	+7	+16	+7
USD Treasuries 10 ans	2.48 %	+8	+11	+8
USD Treasuries 30 ans	2.82 %	+8	+5	+8
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	53 pdb	+0	-6	+0
GBP Gilt 10 ans	1.24 %	+5	-4	+5
JGB 10 ans	0.06 %	+2	+1	+2
Spreads Souverains € (10 ans)	8-janv.-18	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	36 pdb	0	+3	0
Belgique	22 pdb	+1	+2	+1
Italie	155 pdb	-4	+21	-4
Espagne	105 pdb	-9	-4	-9
Portugal	144 pdb	-8	-6	-8
Points Morts d'Inflation (10 ans)	8-janv.-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	142 pdb	-1	+0	-1
USD TIPS	202 pdb	+4	+12	+4
GBP Gilt Indexé	309 pdb	+3	+0	+3
Swap Spreads (10 ans)	8-janv.-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	45 pdb	-2	-5	-2
USD Swap Spread	-1 pdb	+0	-2	0
Indices Crédit (BarCap)	8-janv.-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	83 pdb	-3	-5	-3
EUR Financières OAS	87 pdb	-4	-6	-4
EUR Agences OAS	38 pdb	+0	-2	+0
EUR Securitized - Covered OAS	38 pdb	-1	-6	-1
EUR High Yield Pan-Européen OAS	277 pdb	-17	-15	-17
Devises	8-janv.-18	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.196 \$	-0.68	+1.45	-0.35
GBP/USD	1.356 \$	-0.17	+1.57	+0.36
USD/JPY	113.11 ¥	-0.73	+0.29	-0.37

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	-1
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)	-1
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)	= / +1
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)

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.