

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 5 FEVRIER /// N°5-2018

Document destiné aux clients professionnels

Les tensions s'accumulent sur les taux américains

Points clés

- **Le T-note touche 2,85%, Le Bund se maintient au-delà de 0,70%**
- **Croissance de l'emploi solide aux États-Unis**
- **L'embellie se poursuit en zone euro (2,7%a au 4T17)**
- **Conserver un biais vendeur sur les principaux marchés de taux**
- **Les spreads souverains et de crédit sont stables, les marchés synthétiques se dégradent**

Les rendements américains se sont tendus de 15pb sur la semaine écoulée. Le T-note à 10 ans s'échange autour de 2,85%. La correction obligataire entraîne une nette baisse des marchés d'actions de près de 4% sur le S&P 500. Environ un tiers de la hausse du 10 ans américain depuis le début de l'année provient des anticipations d'inflation. Parallèlement, les spreads high yield s'écartent du fait de la hausse de l'aversion pour le risque, visible dans le rebond de la volatilité implicite.

En zone euro, le Bund à 10 ans évolue au-delà de 0,70%. La pente de la courbe des taux s'est accentuée ; le Schatz (2 ans) ayant rebaisé vers le niveau de -0,55%. Le marché hésite à intégrer un mouvement de taux de la BCE cette année. Les tensions sur les emprunts allemands sont sans conséquence sur les spreads souverains. La France cote aux alentours de 25pb. L'Espagne se maintient autour de 70pb. L'emprunt italien à 50 ans s'est placé sans difficulté à un rendement de 3,19%.

Le crédit obligataire s'avère insensible à la remontée de l'aversion pour le risque au contraire des indices de CDS. Le spread de l'iTraxx crossover s'élargit de près de 20pb en cinq séances pour revenir au-delà de 250pb.

Le marché des changes est volatile. L'euro-dollar cote autour d'1,245\$ alors que le dollar australien ou le réal subissent des prises de profit face au billet vert. Les déséquilibres externes de l'économie américaine suggèrent un affaiblissement du dollar.

L'économie américaine reste en forte croissance

L'estimation de l'ADP rapportait 234k créations d'emplois privés en janvier après 242k le mois précédent. Le chiffre publié par le BLS indique 200k créations nettes et des révisions haussières sur décembre à 160k. Le secteur manufacturier continue de créer environ 10 à 15k emplois chaque mois, ce qui se situe en haut de la fourchette. Le taux de chômage est inchangé à 4,1% de la population active. Le taux de salaire horaire moyen progresse de 2,9%a. Cette évolution des salaires justifie de relever les taux en mars d'autant que l'inflation intégrera la faiblesse récente du dollar et le rebond du pétrole vers 65 \$ le baril de WTI. Le coût du travail est en hausse de 0,6%t au 4T17, de sorte que les coûts unitaires augmentent de 1,3%a. Les rémunérations globales augmentent de nouveau plus rapidement que la productivité.

L'ISM manufacturier se maintient au-dessus de 59 en janvier. La conjoncture reste porteuse dans le secteur manufacturier comme en témoigne la forte hausse des nouvelles commandes. L'inflation des intrants se redresse avec le rebond des prix de l'énergie. L'indice des directeurs d'achats de Chicago reflète la forte demande d'automobiles. Le nombre de véhicules vendus était encore supérieur à 17mn en rythme annuel le mois dernier. Les dépenses en construction étaient bien orientées en décembre (0,7%*m*). Les prix de l'immobilier résidentiel accélèrent à 6,4%a. La confiance des ménages est au zénith.

Croissance de 2,7%a en zone euro

En zone euro, l'activité s'accélère encore selon les enquêtes dans le secteur manufacturier et les services. Le PMI composite de la zone euro

marque un point haut cyclique à 58,8 en janvier. L'économie de la zone euro est en croissance de 2,7% sur un an. L'embellie se poursuit donc en début d'année. On observe un rattrapage bienvenu en Italie. L'inflation décélère légèrement à 1,3%a après 1,4%a en décembre dernier.

Maintien du biais vendeur sur les principaux marchés de taux

Le T-note a comblé l'essentiel de l'écart à la valeur d'équilibre estimée. Ce niveau d'équilibre se situera à 2,90% en février selon nos modèles. La courbe des taux s'est pentifiée la semaine passée. Le spread 2-10a avait touché un point bas à 50pb en début d'année, incompatible avec un portage positif sur une stratégie d'aplatissement. Le portage total associé à une position de pentification du 2-10a se situe à 39pb à l'horizon d'un mois. Parallèlement, l'aplatissement de la courbe des taux avait été concomitant avec la hausse des actifs risqués. Le regain d'aversion au risque explique le revirement sur la courbe. La stratégie d'émission du Trésor américain a évolué. Les montants des adjudications mensuelles sur les maturités 10 et le 30 ans ont été relevés d'1md \$. L'ajustement sur le 3 ans est de 2 mds \$. En conclusion, nous conservons un biais vendeur de Treasuries. Selon l'analyse technique, le contexte de marché restera favorable à une hausse des rendements tant que le T-Note s'échangera au-dessus de 2,63% (le sommet de 2017). L'exposition en termes de courbe est neutralisée.

En zone euro, le Bund a touché 0,78% au plus haut de la semaine passée. Le 10 ans allemand (0,73%) cote environ 20pb au-dessus du niveau à l'émission. La référence sera d'ailleurs émise pour 3mds € supplémentaires cette semaine. La pente de la courbe s'est accentuée la semaine passée. Le spread 2-10a est désormais proche de 130pb. Quoique cette stratégie s'avère fortement pénalisante en termes de portage global, nous conservons un biais vendeur des maturités longues face au 2 ans. En revanche, le spread 10-30a s'est énormément resserré depuis le début de l'année. Les émissions ultra-longues en Italie et en France n'ont eu qu'un effet modeste sur le 30 ans allemand. Ce taux est ainsi revenu sous le seuil de 1,40%. Nous préconisons la neutralité sur le spread 10-30a. Les emprunts indexés ont légèrement surperformé dans la

phase de remontée des taux mais les anticipations d'inflation restent contenues. Concernant les swap spreads, la hausse de l'aversion au risque nous incite à revenir à la neutralité.

Le marché britannique connaît une dynamique similaire aux marchés directeurs américains et européens. Le Gilt à 10 ans a dépassé 1,55% et les prochains objectifs techniques se situent au-delà d'1,72%. La réunion de la BoE et la publication du rapport trimestriel sur l'inflation cette semaine devraient faire réagir les intervenants. Le marché intègre une faible probabilité de hausse cette année. Cela étant, un mouvement en mai nous semblerait justifié compte tenu du niveau de l'inflation.

Les spreads souverains résistent aux tensions sur le Bund

Les emprunts souverains de la zone euro sont quasiment inchangés sur la semaine. L'OAT à 50 ans a été adjugée à hauteur d'1,9md € pour un rendement de 1,91%. Le spread français à 10 ans s'est maintenu sous le seuil de 30pb. De la même façon, le BTP n'a pas décalé à la hausse malgré un calendrier d'émissions chargé. Le BTP à 50 ans offrait un rendement à l'émission de 3,19%. Il convient de rester prudent sur ces deux émetteurs compte tenu des valorisations et des prochaines échéances électorales. L'Espagne (70pb), dont la croissance annuelle est au-delà de 3% l'an, bénéficie de meilleures perspectives de notations à court terme. Un relèvement en catégorie A rapprocherait immanquablement le Bonos de son équivalent irlandais. Le Portugal est sur une dynamique similaire. Moody's s'apprête à relever la note souveraine portugaise en catégorie investissement.

Correction sur le crédit synthétique

Les indices de CDS (iTraxx XO au-dessus de 250pb) se sont écartés la semaine passée alors que les marchés d'actions perdaient environ 4%. Les signaux techniques sont désormais favorables à un élargissement des primes à court terme. A l'inverse, le marché des obligations privées reste orienté au resserrement grâce au soutien de la BCE. Les financières subordonnées affichent néanmoins une plus forte volatilité. Le spread moyen sur l'investment grade ressort à 73pb. Le marché du high yield est toutefois chahuté avec des sorties de fonds significatives. Le spread moyen sur l'indice pan-européen s'élargit de 13pb à 270pb.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	5-févr.-18	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.56 %	-3	+5	+7
EUR Bunds 10 ans	0.74 %	+4	+30	+31
EUR Bunds 30 ans	1.39 %	+4	+12	+13
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	129 pdb	+8	+25	+24
USD Treasuries 2 ans	2.12 %	+0	+16	+23
USD Treasuries 10 ans	2.84 %	+15	+36	+43
USD Treasuries 30 ans	3.11 %	+17	+30	+37
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	72 pdb	+14	+21	+20
GBP Gilt 10 ans	1.56 %	+11	+31	+37
JGB 10 ans	0.08 %	-1	+2	+4
Spreads Souverains € (10 ans)	5-févr.-18	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	26 pdb	-2	-10	-10
Belgique	27 pdb	+13	+5	+6
Italie	129 pdb	-4	-28	-30
Espagne	72 pdb	0	-36	-42
Portugal	131 pdb	+6	-19	-21
Points Morts d'Inflation (10 ans)	5-févr.-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	148 pdb	+4	+6	+5
USD TIPS	214 pdb	+4	+10	+15
GBP Gilt Indexé	316 pdb	+3	+7	+10
Swap Spreads (10 ans)	5-févr.-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	37 pdb	0	-8	-9
USD Swap Spread	3 pdb	+0	+4	+4
Indices Crédit (BarCap)	5-févr.-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	73 pdb	-2	-13	-13
EUR Financières OAS	78 pdb	-2	-13	-13
EUR Agences OAS	35 pdb	-1	-3	-3
EUR Securitized - Covered OAS	33 pdb	-2	-5	-7
EUR High Yield Pan-Européen OAS	270 pdb	+13	-20	-24
Devises	5-févr.-18	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.241 \$	+0.32	+3.18	+3.39
GBP/USD	1.401 \$	-0.41	+3.25	+3.69
USD/JPY	110.06 ¥	-0.88	+2.72	+2.39

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	=
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	-1
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	= / +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

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.