

# STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

## L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 4 DECEMBRE /// N°41-2017

Document destiné aux clients professionnels

### Maintien de la neutralité en duration

#### Points clés

- **Croissance revue en hausse aux États-Unis**
- **La hausse de l'Eonia laisse perplexes les intervenants**
- **Maintien de la neutralité sur le Bund et le T-note**
- **Surperformance des souverains et du crédit**

Les rachats de T-note en fin de semaine (suite aux révélations concernant Michael Flynn) n'ont pas remis en cause la tendance haussière sur les rendements obligataires américains. Le 10 ans s'établit autour de 2,40%. Le 5 ans, la maturité la plus directionnelle de la courbe augmente de 10pdb à 2,14%. Le Bund est inchangé en revanche cette semaine, ce qui entraîne l'élargissement du *spread* à 10 ans à 206pdb. La courbe de taux américaine s'aplatit sur ses échéances les plus lointaines. Le *spread* 10-30 ans s'échange à moins de 40pdb.

En zone euro, les emprunts souverains sont bien orientés et surperforment le Bund. L'OAT cote à 31pdb de la référence allemande à 10 ans.

Concernant le crédit, la tendance reste au rétrécissement des primes. Les flux finaux et le soutien de la BCE maintiennent une pression baissière sur les taux. L'iTraxx Crossover (228pdb) cote au plus serré de l'année. Le *high yield* subit néanmoins des flux vendeurs. Les *spreads* sur les marchés émergents oscillent autour de 290pdb.

La livre britannique, à 1,35\$, semble anticiper des avancées sur les négociations entre l'UE et le RU. La couronne suédoise perd 1,2% sur fond de retournement de l'immobilier.

#### États-Unis : croissance révisée en hausse

La croissance américaine ressort à 3,3%Ta entre juillet et septembre. La consommation

des ménages décélère globalement malgré une nouvelle forte progression des achats de biens durables. L'investissement des entreprises est robuste (+10%Ta dans l'équipement, +6%Ta dans la propriété intellectuelle). Les structures et le résidentiel se contractent. L'horizon s'éclaircit néanmoins dans le secteur du logement. Les ventes de maisons neuves totalisent 685k en octobre. Cela intervient alors que la hausse des prix du logement accélère à 6,2%A selon l'indice S&P CoreLogic.

Les enquêtes régionales étaient bien orientées en générale en novembre. Richmond a surpris à la hausse, d'autres se tassaient légèrement. L'ISM manufacturier est finalement ressorti à 58,2. Les stocks se contractent conformément aux statistiques du secteur mais production et nouvelles commandes sont en hausse. Le commerce extérieur s'est néanmoins dégradé en octobre et les entreprises tapent dans les stocks. La croissance au 4T17 sera probablement plus faible qu'au trimestre précédent. L'acquis de consommation ressort à 1,7%Ta après le 0,1%M d'octobre. Le revenu des ménages progresse toujours mais la baisse du taux d'épargne laisse peu de marge pour une ré-accélération significative des dépenses. L'investissement des entreprises reste bon (ce qui rend la réforme fiscale inutile). L'inflation est arrondie à la hausse en septembre. Le déflateur décélère néanmoins à 1,6%A en octobre. L'inflation core reste à 1,4%A.

#### L'énigme de la hausse de l'Eonia

L'EONIA est un taux basé sur des transactions en blanc. Ce taux d'intérêt n'est pas déclaratif contrairement aux Euribor. Ses mouvements sont donc liés à la demande de financement interbancaire au jour le jour. La fin de mois engendre en général des mouvements liés au pic de demande (hausse de taux) ou à un excès de trésorerie du panel (baisse). L'Eonia fixait ainsi à -0,24% le 30 novembre. Les hausses sont plus fréquentes et miroir en général d'une baisse du repo. La hausse de cette semaine est inhabituelle. L'équivalent EUREONIA - échangé à Londres - ne montre aucune tension dans des

volumes similaires d'environ 5mds €. Lorsqu'on regarde la facilité de prêts d'urgence de la BCE, l'encours reste insignifiant (220 millions d'euros) et a même diminué autour de la fin de mois. Les raisons de cette tension sont difficiles à établir.

### Maintien de la neutralité directionnelle (Bund/Treasuries)

L'environnement de croissance favorise des taux plus élevés mais la politique monétaire ancre les rendements à des niveaux bas. Les indicateurs PMI européens confirmeront sans doute la robustesse de la reprise. La croissance est la plus élevée depuis le rebond en trompe l'œil de 2010. Les valorisations demeurent peu attrayantes. La valeur d'équilibre du Bund se situe à 0,60% alors que les cotations ont oscillé entre 0,30% et 0,40% tout au long du mois de novembre. Cette fourchette s'apparente à une bande de neutralité selon l'analyse technique restera neutre. Le positionnement des finaux est invariablement neutre face aux achats de la BCE et à la remontée surprenante des maturités moyennes achetées par la BuBa. Dans ce contexte, la neutralité prévaut sur le Bund allemand. Nous pensons toutefois que l'aplatissement récent du 10-30 ans ne reflète pas les perspectives d'émissions longues de début 2018. Nous maintenons une stratégie à l'écartement du *spread* 10-30 ans. La clôture annuelle favorisera un renchérissement des obligations allemandes sans risque par rapport aux *swaps*.

Aux États-Unis, les *Treasuries* intègrent un environnement de taux courts plus élevés. La courbe américaine continue de s'aplatir. La hausse probable des Fed Funds, le 13 décembre prochain, et la révision des anticipations pour 2018 se reflètent dans le rendement à 2 ans au-dessus d'1,80%. Le 10 ans et le 30 ans restent en revanche recherchés. Le *spread* 2-10 ans s'échange autour de 60pdb et l'écart 10-30 ans ne cote que 40pdb environ. Cette pression à l'aplatissement perdurera tant que la Fed réinvestira sur l'ensemble des maturités émises par le Trésor. Nous optons pour la neutralité en termes de sensibilité mais restons exposés au resserrement du *spread* 2-10 ans.

Au Royaume-Uni, le Gilt remonte vers 1,30%. Les négociations avec l'UE n'ont pas avancé mais la hausse d'1,35% du sterling sur une

semaine vers 1,35\$ laisse envisager une issue positive à la rencontre prévue cette semaine entre Juncker, Barnier et May. Sans accord commercial solide, un scénario de rupture est probable avec des conséquences fortes en termes de solvabilité de l'État. Pour ces raisons, le rendement du Gilt est susceptible de monter davantage.

### Surperformance de la dette souveraine face au Bund

Les *spreads* sont orientés à la baisse. L'OAT française à 10 ans cote 31pdb contre l'emprunt allemand. La recherche de duration facilitera le placement des obligations à émettre cette semaine avant la trêve des confiseurs. La France augmentera ses lignes d'emprunts 2026, 2029 et 2039. Le *spread* apparaît insuffisant pour justifier une surexposition à l'OAT sur les échéances 5-10 ans, d'autant que les flux nets de janvier seront défavorables.

Concernant les marchés périphériques, le renchérissement des *spreads* valide notre exposition au Portugal. Nous sommes proches de neutralité sur les Bonos ou les BTPs et sélectifs en termes de positionnement sur la courbe. La prochaine réunion de la BCE ne devrait pas apporter de changement majeur dans la communication des banquiers centraux.

### Flux acheteurs sur l'investment grade

Les intervenants restent constructifs sur le crédit. La conjonction d'une économie forte et d'une politique monétaire expansionniste pousse les *spreads* de crédit à la baisse. La tendance sur le *high yield* est plus incertaine. Le rendement global du *high yield* est tombé sous 3% en zone euro. Les flux finaux témoignent de prises de profit dernièrement alors que les indices synthétiques se renchérissement encore. L'ITraxx Crossover s'affiche sous 230pdb.

Dans l'univers des pays émergents, la volatilité des *spreads* reste très faible au regard de la variabilité du taux sans risque sous-jacent. Le *spread* moyen sur la classe d'actifs est de l'ordre de 290pdb. On note des prises de profit sur les dettes en dollars du Mexique et du Brésil après un mois de novembre très favorable grâce aux rebonds de leurs devises respectives. Sur les taux locaux, la tendance est à la détente avec un taux moyen (6,18%) en diminution de 6pdb par rapport à la semaine passée.

## Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	4-déc.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.7 %	+0	+5	+6
EUR Bunds 10 ans	0.34 %	+0	-2	+14
EUR Bunds 30 ans	1.17 %	-1	-7	+23
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	105 pdb	0	-7	+7
USD Treasuries 2 ans	1.81 %	+7	+19	+62
USD Treasuries 10 ans	2.39 %	+6	+6	-6
USD Treasuries 30 ans	2.78 %	+1	-3	-29
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	58 pdb	-1	-14	-67
GBP Gilt 10 ans	1.29 %	+3	+3	+5
JGB 10 ans	0.04 %	0	-1	-1
Spreads Souverains € (10 ans)	4-déc.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	31 pdb	-3	-8	-17
Belgique	18 pdb	-4	-6	-15
Italie	137 pdb	-7	-6	-24
Espagne	107 pdb	-6	-4	-11
Portugal	156 pdb	-2	-15	-200
Points Morts d'Inflation (10 ans)	4-déc.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	139 pdb	+2	+5	+13
USD TIPS	190 pdb	+4	+3	-7
GBP Gilt Indexé	305 pdb	-7	-3	+3
Swap Spreads (10 ans)	4-déc.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	47 pdb	+0	-1	+1
USD Swap Spread	1 pdb	+2	+4	+12
Indices Crédit (BarCap)	4-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	-2	-1	-46
EUR Agences OAS	40 pdb	+0	-2	-17
EUR Securitized - Covered OAS	44 pdb	+0	-5	-24
EUR High Yield Pan-Européen OAS	291 pdb	+5	+48	-88
Devises	4-déc.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.185 \$	-0.46	+2.02	+12.65
GBP/USD	1.346 \$	+0.96	+2.32	+9.05
USD/JPY	112.83 ¥	-1.58	+0.9	+3.66

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 Obliqataires	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 durée ou de 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.