

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 11 DECEMBRE /// N°42-2017

Document destiné aux clients professionnels

Fed : hausse des taux cette semaine

Points clés

- **Le Bund de nouveau sous 0,30%**
- **La Fed va relever son taux de 25pdb**
- **Tensions de fin d'année sur le financement en dollars**
- **Neutralité directionnelle pentification du 10-30**
- **Les Bonos sous-performent**

Les rendements obligataires ont baissé en zone euro. Le Bund à 10 ans s'établit de nouveau sous 0,30% dans un mouvement homogène de baisse des taux sur l'ensemble des maturités. Les taux britanniques (1,22%) se sont également détendus après l'accord sur une période de transition à partir de mars 2019. Aux États-Unis, la courbe a peu évolué.

Les *spreads* souverains évoluent en ordres dispersés. Les BTPs se sont resserrées après l'annulation des émissions prévues cette semaine. Le *spread* italien à 10 ans se maintient sous 140pdb. A l'inverse, l'Espagne abondera ses lignes d'emprunts à long terme, et les *spreads* ont réagi à la hausse (112pdb). Les marchés du crédit de haute qualité sont stables. Cela étant, les *spreads* sur le *high yield* s'avèrent plus volatiles (+14pdb en cinq séances). Les flux finaux sont vendeurs sur la classe d'actifs. L'indice iTraxx Crossover traite quasiment sur ses niveaux les plus serrés.

Sur le marché des changes, le dollar s'est repris et s'apprécie contre toute monnaie. L'euro s'échange sous 1,18\$. Le peso mexicain et le dollar canadiens accusent des reculs de plus d'1%.

Tensions sur le dollar

Les conditions de financement en USD se resserrent en fin d'année. La Fed relève ses taux et la taille de son bilan diminue à hauteur de 10mds \$ par mois. Les institutions financières prêteuses de dollars ont en outre tendance à réduire leur bilan en fin de

période. Cela induit une prime sur le coût de financement en dollars. L'impact est plus fort sur les entités emprunteuses n'ayant pas de ressources naturelles en dollars. La chaîne de financement est généralement la suivante : prêts en blanc (restreints depuis la crise), le repo (en forte demande) puis les *swaps* de change et *cross-currency swaps*. Les banques concernées échangent leur financement en devise locale (issu de la provision de liquidité par la BCE, la BoJ...) en dollars. Le passage de fin d'année crée par ailleurs des tensions obligeant les banques non-américaines à surpayer leurs emprunts de dollars. Parallèlement, la réforme des fonds monétaires américains intervenue l'an passé a tari une source de financement des banques étrangères au profit des bons du Trésor américain. Les banques prêteuses de dollars (arbitrant vis-à-vis de l'IOER de la Fed) seront naturellement incitées à réinvestir les euros ou les yens reçus, auprès de la Banque Centrale étrangère (dépôts) si elles y ont accès ou en achetant un titre. Cela peut expliquer la surperformance du Schatz vis-à-vis des obligations américaines à 2 ans. A un mois, le taux implicite du dollar dans les *swaps* de change est monté à 3% (en fixant la patte euro au taux de marché). Il est proche de 9% pour le passage de fin d'année. Ce phénomène de rareté relative du dollar est visible dans la baisse des marges sur les *swaps cross-currency* à 3 mois. Cette marge appliquée à l'Euribor 3 mois atteint -57pdb désormais contre -20/25pdb courant septembre 2017. Ce phénomène récurrent est amplifié cette année par le resserrement monétaire de la Fed. Ce phénomène pourrait perdurer. Le Trésor américain reconstituera ses réserves de trésorerie par émissions de T-bills à l'horizon de quelques mois. Cela contribuera aussi à réduire l'excédent de réserves bancaires disponibles pour les prêts.

L'emploi américain crée 228k emplois en novembre

L'économie américaine continue de créer beaucoup d'emplois. L'emploi augmente de 228k en novembre. Le taux de chômage est de

4,1%. Les licenciements de masse (35k par mois) restent nettement inférieurs à la norme pré-crise. Le taux de salaire horaire moyen progresse de 2,5%A. La rémunération horaire est limitée par la hausse des heures travaillées.

Neutralité maintenue

Le Bund se renchérit nettement au cours de la semaine. L'emprunt allemand à 10 ans est passé sous 0,30%. Les raisons invoquées sont multiples. La BCE laisse planer le doute sur la date de fin de son programme d'achat. La réunion de cette semaine ne devrait pas apporter d'information nouvelle à ce sujet mais les divergences de vues sont palpables au sein de l'institution. Dans ce contexte, le marché prêterait sans doute attention à la projection d'inflation pour 2020. Les achats nets d'obligations par la BCE réduiront encore l'encours disponible pour les marchés l'an prochain, maintenant un plafond sur les taux en première partie d'année. Les valorisations peu attrayantes n'empêchent pas la recherche de sécurité en cette période de fin d'exercice comptable. Certains investisseurs anticipent peut-être leurs investissements avant la mise en œuvre de MiFid II. La neutralité prévaut en termes de sensibilité. La demande est homogène sur l'ensemble des maturités avant la dernière adjudication de Schatz de l'année 2017. Le *spread* 2-10 ans est sans tendance. En revanche, nous conservons une exposition favorable à l'écartement du *spread* 10-30 ans sur la dette allemande. La recherche de sécurité milite pour un écartement des *swap spreads* sur les maturités intermédiaires.

Aux États-Unis, la Fed relèvera sans nul doute son principal taux de 25pdb à l'issue du FOMC ce mercredi. Il s'agira de la dernière conférence de presse de Janet Yellen avant son ultime FOMC en février 2018. La recomposition du *Board* depuis septembre – le départ de Stanley Fischer et l'arrivée de Randal Quarles – aura peut-être une incidence sur les projections de taux d'intérêt pour les trois années à venir. Sur le marché, la neutralité directionnelle reste privilégiée tant que le niveau de 2,42% sur le T-note à 10 ans tient. Cela étant, nous optons pour la neutralité sur le *spread* 2-10 ans (56pdb) et estimons que le 10-30 ans devrait s'élargir de nouveau à partir des niveaux actuels faibles (38pdb).

Au Royaume-Uni, les avancées dans les négociations sur la sortie de l'UE ont permis une détente des rendements obligataires. Le 10 ans traite légèrement au-dessus de 1,20% alors que l'inflation marquera un sommet en novembre.

Nette surperformance de l'Italie

Les *spreads* souverains ont connu une semaine contrastée. L'Espagne a choisi d'avancer son financement pour 2018 en abondant des lignes d'emprunts à long terme (2027, 2032) avant l'échéance des élections catalanes le 21 décembre. Ce contexte a pesé sur les *Bonos* et favorisé les arbitrages vers la dette italienne et les obligations portugaises. Fitch relèvera probablement sa note du Portugal en fin de semaine. Une seconde notation *investment grade* permettrait à l'émetteur de rejoindre les principaux indices obligataires, ce qui augmenterait mécaniquement la demande de PGBs (150pdb à 10 ans). Nous conservons une vue favorable à la dette portugaise. Quant aux pays *core*, les *spreads* français et belges semblent avoir atteint un plancher autour de 30pdb.

Stabilité du crédit IG, mais dégradation du *high yield*

Les *spreads* de crédit se sont réduits de 34pdb depuis le début de l'année à 89pdb contre la référence allemande. Les dettes subordonnées financières se sont fortement renchériées, l'iTraxx sub s'établit sous 110pdb. Les *covered bonds* se dégradent légèrement en revanche. La croissance économique forte et les flux d'achats de la BCE poussent les primes à la baisse. Les secteurs des communications et la technologie ont légèrement surperformé sur la semaine.

En revanche, on note des sorties des fonds *high yield* et un net écartement des *spreads*. La prime moyenne ressort au-delà de 300pdb. Cette tendance ne s'observe que sur le marché obligataire car l'indice *Crossover* traite proche des niveaux les plus serrés de l'année autour de 230pdb.

Enfin, la dette émergente en devises conclue une année de surperformance marquée. Le *spread* de la classe d'actifs s'établit autour de 290pdb. La plupart des *spreads* sont inchangés. La dette mexicaine (243pdb) subit toutefois le regain de volatilité sur le peso depuis le début du mois.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	12-déc.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.73 %	0	+1	+3
EUR Bunds 10 ans	0.3 %	-2	-11	+9
EUR Bunds 30 ans	1.12 %	-2	-18	+18
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	103 pdb	-2	-13	+6
USD Treasuries 2 ans	1.82 %	+0	+17	+63
USD Treasuries 10 ans	2.38 %	+3	-2	-6
USD Treasuries 30 ans	2.77 %	+4	-11	-30
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	56 pdb	+3	-19	-70
GBP Gilt 10 ans	1.21 %	-4	-13	-3
JGB 10 ans	0.05 %	+0	+0	+0
Spreads Souverains € (10 ans)	12-déc.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	33 pdb	+2	-4	-15
Belgique	19 pdb	+1	-4	-14
Italie	134 pdb	-5	-10	-27
Espagne	110 pdb	+1	-6	-7
Portugal	148 pdb	-8	-17	-207
Points Morts d'Inflation (10 ans)	12-déc.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	142 pdb	+2	+2	+15
USD TIPS	190 pdb	+1	-1	-8
GBP Gilt Indexé	307 pdb	-1	-6	+5
Swap Spreads (10 ans)	12-déc.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	50 pdb	+2	+3	+4
USD Swap Spread	1 pdb	0	+3	+12
Indices Crédit (BarCap)	12-déc.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	88 pdb	+0	+0	-35
EUR Financières OAS	93 pdb	+0	-2	-46
EUR Agences OAS	41 pdb	+2	+0	-16
EUR Securitized - Covered OAS	45 pdb	+2	0	-22
EUR High Yield Pan-Européen OAS	305 pdb	+25	+28	-74
Devises	12-déc.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.178 \$	-0.21	+1.01	+12.02
GBP/USD	1.336 \$	-0.56	+1.89	+8.27
USD/JPY	113.46 ¥	-0.65	+0.14	+3.08

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	=
USD Treasuries 10 ans - 30 ans	+1
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 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.