

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 15 JANVIER /// N°2-2018

Document destiné aux clients professionnels

Le risque paye, sur fond de baisse du dollar

Points clés

- **États-Unis : la consommation porte la croissance au 4T17**
- **Les déficits jumeaux pèse sur le dollar**
- **Allemagne : surplus budgétaire d'1.2pp de PIB en 2017**
- **Maintenir un biais vendeur sur le T-Note et le Bund**
- **Les périphériques en forte demande**
- **Surperformance du high yield et des émergents**

Les tensions sur les rendements obligataires se sont accentuées la semaine passée des deux côtés de l'Atlantique. La nouvelle référence allemande à 10 ans s'échange à 0,57%. Le T-note s'équilibre à 2,55% après un point haut proche de 2,60% ayant suscité une forte demande à l'adjudication mensuelle de 10 ans.

Les emprunts souverains périphériques sont en forte demande. Le succès d'émission au Portugal (10 ans ; swap +114pb) permet un rétrécissement de la prime de 12pb sur une semaine. L'Espagne en profite pour repasser sous le seuil de 100pb à 10 ans.

Concernant les marchés du crédit, le high yield poursuit son impressionnant rally. Les spreads se resserrent de 25pb depuis le début de l'année. La dette émergente amortit également la remontée des taux sans risque en dollars.

Le dollar américain s'affaiblit contre toute devise. La dégradation du déficit commercial et du solde budgétaire semblent l'emporter sur le resserrement monétaire en cours. L'euro profite de la formation probable d'une coalition au centre en Allemagne. La monnaie unique cote au-delà d'1,22\$.

La consommation américaine se redresse au 4T17

L'augmentation de 27mds \$ du crédit à la consommation en novembre préfigurait une révision haussière des chiffres de ventes au détail. Hors éléments volatiles, le chiffre d'affaires ressort en augmentation de 1,4% en novembre suivi de 0,3% en décembre. Les ventes totales progressent de 0,9% et 0,4% sur deux mois, ce qui porte à +15,2% la progression trimestrielle des ventes en rythme annualisé.

Les ménages américains profitent grandement du dynamisme de l'emploi. Les créations de postes s'élèvent à 5,9mn, ce qui reste sensiblement au-dessus des embauches brutes. Le taux de départs volontaires de l'emploi se maintient au plus cyclique. Il est probable que les travailleurs améliorent leur rémunération en changeant plus fréquemment d'emplois. Par ailleurs, l'enquête JOLTS semble plus positive que le rapport mensuel sur l'emploi. L'écart entre embauches brutes et départs est supérieur à la statistique des créations nettes d'emplois non-agricoles (NFPs). Entre septembre et novembre, l'écart s'élève à 234k en moyenne contre des NFPs à 167k. Les conditions sur le marché de l'emploi restent étonnamment fortes à ce stade du cycle alors que le taux de chômage est au plus bas depuis 17 ans.

L'inflation mesurée par l'IPC est ressortie à 2,1% en décembre. La hausse des prix va s'accélérer au printemps en raison d'effets de base favorables liés à l'effondrement des prix de la téléphonie mobile en avril-mai 2017. L'inflation sous-jacente remonte à 1,8%.

Surplus budgétaire de plus d'1pp de PIB en Allemagne l'an passé

Le PIB est en croissance de 2,2% en 2017. L'activité industrielle est au beau fixe avec une hausse des commandes de 8,7% permettant une accélération de la production à 5,6% en novembre. Le rebond des exportations améliore encore le solde commercial en surplus de

245mds € sur douze mois. Les comptes publics sont excédentaires à hauteur de 1,2pp de PIB après un exercice 2016 en surplus de 0,8pp. Par ailleurs, les négociations en cours devraient permettre une coalition CDU-CSU/SPD qui sera sans doute plus fragile que la précédente.

Maintien d'un biais vendeur sur le Bund et le T-note

La tendance est à la baisse sur le marché des Treasuries depuis la cassure du niveau de 2,42% sur l'échéance 10 ans. La valeur d'équilibre ressort à 2,85% selon nos modèles. Le mouvement s'est brièvement accéléré en amont de l'adjudication de 10 ans mercredi, certains commentateurs prêtant aux autorités chinoises l'intention de réduire leur exposition aux obligations du Trésor américain. L'opération attirera, à l'inverse, une forte demande autour de 2,54% sur le 10 ans provenant notamment de Banques Centrales étrangères. Par ailleurs, les comptes spéculatifs ont un positionnement net vendeur dans des proportions rarement vues. Ces agents pourraient intervenir et prendre des profits en rachetant leurs contrats. Une correction passagère vers 2,45% apparaît donc possible à court terme sans remettre en cause l'environnement de marché baissier dont l'objectif technique suivant reste 2,63%. Le prétexte amenant à cette correction éventuelle pourrait être le risque de shutdown gouvernemental après l'expiration, le 19 janvier, de l'accord budgétaire temporaire signé en décembre. Cela étant, il convient de rester sous-exposé en sensibilité aux taux américains. Par ailleurs, l'aplatissement est une stratégie couteuse en termes de portage total. Nous revenons à la neutralité sur le spread 2-10 ans.

En zone euro, le nouveau 10 ans de référence en Allemagne a été adjugé à 0,54% avec un ratio de couverture réduit de 1,1. La demande est nettement plus favorable aux emprunts souverains moins bien notés et offrant un surcroît de rendement. Le Bobl souffre davantage que le Bund, ce qui est typique des mouvements de taux directionnels. La faiblesse de la demande pour le nouveau benchmark nous incite à anticiper une nouvelle baisse des cours et une reprise de la pentification de la structure par terme. L'émission d'1,5md € de Bund à 30 ans

accentuera la pression à la pentification. Nous conservons la vue à l'écartement du spread 10-30 ans.

Les syndications d'emprunts d'états sont nombreuses en janvier. Au Portugal, le nouveau PGB 10 ans (Oct28) a attiré un total d'ordres de 17mds €. Son rendement se situe à 2,14%. La taille émise est de 4mds €, ce qui couvre une part significative du besoin de financement de l'état en 2018 estimé à 10,9mds €. Les intérêts étrangers étaient également nombreux sur le BTP Sep38 adjugée la semaine passée à un taux moyen de 2,99%. La prochaine syndication pourrait concerner l'Espagne.

Nos stratégies sur la dette souveraine sont inchangées. Malgré la demande sur les dettes italiennes longues, les échéances électorales nous incitent à la prudence. Nous conservons la neutralité en Espagne préférant l'Irlande au-delà de 5 ans et le Portugal, revenu dans les principaux indices de marché. Les spreads offerts par les pays mieux notés, dont la France, restent insuffisants vis-à-vis du Bund pour justifier une surexposition.

La surperformance du crédit se poursuit

L'environnement de croissance continue de favoriser les actifs risqués, dont le crédit. Le spread moyen (82pb) se resserre de 4pb contre la référence allemande depuis la clôture annuelle. Les indices synthétiques sont au plus serré (44pb sur l'IG). Les subordonnées financières apportent un surcroît de performance alors que les disparités sectorielles sont minimales depuis le début de l'année. Les notations spéculatives sont favorisées en ce début d'année où la faible aversion pour le risque comprime l'ensemble des spreads. Le taux de défaut devrait en effet rester limité à 1% cette année. Le spread de la classe d'actifs ressort à 269pb.

Quant aux marchés émergents, les spreads absorbent sans difficulté la remontée des rendements américains. La faiblesse du dollar est favorable à la classe d'actifs ainsi qu'aux obligations libellées en devises locales. Les flux d'investissements ont repris au début de janvier et comprimé les spreads de 13pb à ce jour en 2018. Certains marchés chahutés en 2017 retrouvent la faveur des investisseurs. C'est le cas de la Turquie, dont le spread s'échange sous 280pb. En outre, la hausse des matières premières est bénéfique au Chili, à la Russie et à l'Indonésie.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	16-janv.-18	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.58 %	+4	+14	+5
EUR Bunds 10 ans	0.57 %	+10	+27	+14
EUR Bunds 30 ans	1.31 %	-1	+21	+5
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	115 pdb	+7	+13	+9
USD Treasuries 2 ans	2 %	+3	+17	+12
USD Treasuries 10 ans	2.53 %	-2	+18	+13
USD Treasuries 30 ans	2.83 %	-6	+14	+9
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	53 pdb	-6	+1	+1
GBP Gilt 10 ans	1.31 %	+3	+16	+12
JGB 10 ans	0.08 %	+1	+4	+4
Spreads Souverains € (10 ans)	16-janv.-18	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	27 pdb	-9	-6	-9
Belgique	13 pdb	-9	-6	-8
Italie	138 pdb	-19	-13	-20
Espagne	93 pdb	-12	-22	-21
Portugal	120 pdb	-20	-34	-32
Points Morts d'Inflation (10 ans)	16-janv.-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	145 pdb	+2	+2	+2
USD TIPS	202 pdb	-2	+13	+4
GBP Gilt Indexé	310 pdb	0	+8	+5
Swap Spreads (10 ans)	16-janv.-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	39 pdb	-5	-9	-7
USD Swap Spread	-1 pdb	+0	+0	+0
Indices Crédit (BarCap)	16-janv.-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	81 pdb	-2	-7	-5
EUR Financières OAS	86 pdb	-1	-7	-5
EUR Agences OAS	37 pdb	-1	-4	-1
EUR Securitized - Covered OAS	37 pdb	-1	-7	-2
EUR High Yield Pan-Européen OAS	264 pdb	-9	-45	-30
Devises	16-janv.-18	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.223 \$	+2.59	+3.73	+1.87
GBP/USD	1.378 \$	+1.88	+2.9	+1.98
USD/JPY	110.65 ¥	+1.74	+1.64	+1.84

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	+1
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)	-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	-1
Autres Marchés Obliqataires	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) 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.