

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 22 JANVIER /// N°3-2018

Document destiné aux clients professionnels

La note de l'Espagne relevée, le crédit se resserre

Points clés

- Les taux américains au plus haut depuis 2014
- Shutdown du gouvernement américain
- La BCE fera patienter les marchés
- Neutralité tactique sur le T-note, biais vendeur de Bunds
- Fitch note l'Espagne A-, le spread sous 90pb
- Nette surperformance du crédit

La faiblesse du dollar semble indissociable de la recherche de rendement qui porte les marchés à spreads. Les rendements des Treasuries grimpent de façon régulière. Le rendement à 10 ans s'établit à 2,65% au plus haut depuis septembre 2014. Le 2 ans se situe au-dessus de 2%. La hausse de 10pb du rendement à 10 ans provient, à parts égales, du taux réel et des points morts d'inflation.

En zone euro, les taux sans risque ont peu évolué. Le Bund traite au-dessous de 0,60%. Les spreads des emprunts d'états du sud de l'Europe se réduisent. La perspective d'un relèvement de la note de l'Espagne par Fitch (effectivement annoncé en fin de semaine) avait entretenu la demande de Bonos tout au long de la semaine. Le 10 ans espagnol s'est resserré de 10pb à 84pb face à la référence allemande.

A l'instar des souverains, le crédit fait mieux que l'actif sans risque. La prime face au Bund a baissé à 79pb. Les financières affichent une sous-performance limitée. Le high yield connaît un début d'année en fanfare avec une réduction de près de 30pb de la prime moyenne du marché.

Sur les marchés émergents, les spreads sont passés sous le seuil de 270pb contre Treasuries. Les marchés libellés en devises

locales ont peu réagi à la remontée des taux américains. La tendance à la baisse sur le dollar perdure, en particulier face au peso mexicain (+5,6% en 2018).

Nouvel épisode de shutdown aux États-Unis

Le sénat n'a pas réuni les 60 votes nécessaires à l'adoption du budget fédéral. En conséquence, des agences du gouvernement et les services publics considérés comme non-essentiels seront fermés temporairement. Près de 800k travailleurs publics seront mis au chômage forcé. La justice et l'armée sont épargnées. Les agences de statistiques (Census, BEA, BLS...) pourraient devoir retarder la publication de certaines données. En revanche, les services fiscaux fonctionneront au ralenti. Le remboursement du trop-perçu fiscal lié au prélèvement de l'impôt à la source (tax refunds) interviendra avec retard. Ce ne sera pas sans conséquence sur les dépenses des ménages, le taux d'épargne actuel étant insuffisant pour amortir l'impact du shutdown sur le revenu courant. Alors que nous écrivons ces lignes, il semble que des avancées aient eu lieu permettant le vote du budget au Sénat.

Cela étant, l'économie américaine est solide. Le PIB du 4T17 (s'il est publié) devrait indiquer une croissance annualisée proche de 3%. La consommation des ménages a progressé de 4%ta et l'investissement résidentiel a rebondi après les perturbations climatiques de l'été. Les dépenses d'investissement productif sont en hausse de plus de 10%ta. La robustesse de la demande interne induit une aggravation des déficits commerciaux. La variation des stocks amputera la croissance de près d'un demi-point entre octobre et décembre.

La BCE se réunit cette semaine

La BCE tiendra sa première réunion de 2018 le 25 janvier. Le compte-rendu de la réunion de décembre laisse présager d'un changement de discours courant 2018. Il s'agira en premier lieu de mettre un terme au programme d'achat d'actifs (en septembre 2018). L'instrument

principal de la politique redeviendra alors le taux court. Un relèvement des taux est probable à l'horizon de 2019. Mario Draghi évoquera peut-être la remontée de l'euro pour souligner les effets possiblement néfastes d'une volatilité accrue des taux de change. Cela étant, l'appréciation de l'euro n'a pas eu d'effet défavorable à la croissance européenne. Le compte courant de la zone est excédentaire à hauteur de 3pp de PIB.

Biais baissier sur Bund, neutre aux États-Unis

La dynamique du marché des taux reste baissière notamment aux États-Unis. Le 10 ans américain s'établit au-dessus des sommets de 2017 dans la perspective d'un relèvement des Fed Funds en mars. Si le marché intègre désormais près de trois hausses cette année, l'ajustement des anticipations n'est sans doute pas terminé. Les intervenants finaux restent très majoritairement vendeurs de Treasuries. Ce positionnement massif peut engendrer un mouvement inverse à court terme, reflet des prises de profits. La valeur d'équilibre estimée est de l'ordre de 2,85% sur le T-note. Le shutdown décidé vendredi n'a pas eu d'impact significatif sur la psychologie du marché. L'arrêt temporaire de certains services publics est parfois associé à un aplatissement de la courbe des rendements. Dans ce contexte, nous estimons appropriée une position de neutralité directionnelle sur les taux américains. La courbe américaine est aussi très plate. Le spread 10-30 ans est tombé sous 30pb. Cette tendance à l'aplatissement pourrait s'essouffler compte tenu du portage total négatif de ces stratégies.

En zone euro, le Bund cote sous le seuil de 0,60%. Le compte-rendu de la réunion de décembre préfigure un changement de politique monétaire cette année. La prochaine étape est l'annonce formelle de l'arrêt des achats d'actifs. Ensuite viendront les hausses de taux. Il est clair dans l'esprit de certains membres que le stimulus est surdimensionné par rapport à la situation cyclique de la zone euro. Cependant, Mario Draghi ne semble pas prêt à ajuster son discours avant le mois de mars. Du point de vue des valorisations, le 10 ans allemand est proche de sa valeur d'équilibre (0,65%). En termes de stratégie, nous maintenons le biais vendeur justifié par

l'embellie économique. La courbe des taux devrait en outre se pentifier davantage.

La BoJ se réunit également cette semaine. Le redressement progressif de l'inflation et de la croissance milite pour un ajustement de la politique de contrôle de la courbe des taux. Il paraît cependant prématuré d'envisager un décalage à la hausse de la cible de taux à 10 ans fixée aujourd'hui à 0%. Nous conservons la neutralité sur les JGBs.

Fitch améliore sa note de l'Espagne

L'agence Fitch a relevé sa notation de l'Espagne à A- d'un cran. La situation politique s'est détendue après les élections de fin décembre accordant une majorité de sièges aux indépendantistes mais une majorité de voix aux partis refusant la sécession de la région. Le risque réduit d'indépendance est un gage de stabilité malgré le coût économique induit par l'incertitude politique. Le spread du 10 ans espagnol s'établit sous 90pb. Le Trésor devrait lancer une syndication de Bonos 10 ans avant les remboursements de fin janvier. La taille de l'émission approchera probablement 10mds €. La Belgique a également procédé à une syndication qui a rencontré un succès similaire à celui des transactions portugaise, irlandaise ou italienne depuis le début de l'année. L'OLO Juin 2028 a été émise à hauteur de 5mds € pour une demande de plus de 15mds €.

En termes de stratégie, nous expositions restent inchangées et privilégient notamment l'Irlande et le Portugal.

L'ensemble du crédit surperforme

Les marchés obligataires de crédit affichent des performances élevées. Les émissions sont largement sursouscrites et les primes s'ajustent à la baisse. Le spread moyen dans l'univers investment grade représente 34pb contre la courbe swap. Toutefois, les indices synthétiques semblent buter sur des niveaux de valorisation tendus. L'ITraxx IG est étale depuis le début de l'année à 44pb.

On observe ce même écart sur le marché du high yield. Le spread des obligations notées en catégorie spéculative est tombé sous 270pb alors que l'iTraxx XO se maintient à 233pb. Les marchés émergents ont un rendement total proche de 0%, le rétrécissement des spreads compensant exactement la perte en capital observée sur les Treasuries.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	22-janv.-18	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.61 %	-3	+2	+2
EUR Bunds 10 ans	0.57 %	-2	+15	+14
EUR Bunds 30 ans	1.31 %	-3	+7	+5
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	117 pdb	+1	+12	+12
USD Treasuries 2 ans	2.07 %	+7	+18	+19
USD Treasuries 10 ans	2.65 %	+11	+17	+25
USD Treasuries 30 ans	2.92 %	+7	+9	+18
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	58 pdb	+4	-1	+6
GBP Gilt 10 ans	1.36 %	+4	+12	+17
JGB 10 ans	0.08 %	+0	+3	+3
Spreads Souverains € (10 ans)	22-janv.-18	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	28 pdb	+0	-4	-8
Belgique	14 pdb	+0	-4	-7
Italie	136 pdb	-6	-14	-23
Espagne	83 pdb	-12	-22	-31
Portugal	137 pdb	+16	-5	-15
Points Morts d'Inflation (10 ans)	22-janv.-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	146 pdb	+1	+4	+3
USD TIPS	207 pdb	+5	+12	+9
GBP Gilt Indexé	314 pdb	+3	+6	+8
Swap Spreads (10 ans)	22-janv.-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	41 pdb	+2	-6	-5
USD Swap Spread	4 pdb	+5	+7	+6
Indices Crédit (BarCap)	22-janv.-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	79 pdb	-3	-9	-7
EUR Financières OAS	85 pdb	-1	-8	-6
EUR Agences OAS	38 pdb	+1	-1	+0
EUR Securitized - Covered OAS	39 pdb	+1	-4	-1
EUR High Yield Pan-Européen OAS	266 pdb	-3	-39	-28
Devises	22-janv.-18	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.225 \$	+0.04	+3.19	+2.03
GBP/USD	1.396 \$	+1.36	+4.41	+3.3
USD/JPY	111.05 ¥	-0.29	+1.95	+1.48

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	=
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 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	= / +1

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.