

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 29 JANVIER /// N°4-2018

Document destiné aux clients professionnels

La correction des taux s'amplifie

Points clés

- La faiblesse du dollar s'étend sur fond de dégradation des fondamentaux externes
- La croissance à 2,6%ta au 4T17 grâce à une consommation des ménages soutenue
- Draghi maintient la politique monétaire inchangée
- Le Bund au plus haut depuis 2015
- L'Espagne et le Portugal se resserrent

Le mouvement haussier sur les principaux taux sans risque s'est amplifié la semaine passée. Le T-note à 10 ans cote au-delà de 2,70% après une période d'hésitation autour des sommets de l'an passé (2,63%). La courbe des taux s'est aplatie. En zone euro, le décalage haussier du Bobl (5 ans allemand) est caractéristique des mouvements de correction. Malgré les émissions à long terme à venir, le spread 5-30 ans se resserre de 15pb ! La recherche de rendement ne faiblit pas. La remontée des taux contribue à réduire les swap spreads. L'aversion au risque demeure particulièrement faible.

Les emprunts d'états espagnols et portugais sont portés par la forte probabilité de nouveaux relèvements de notation au printemps. Le Bono à 10 ans (-9pb sur la semaine) cote proche des 70pb.

Les obligations privées ne cessent de surperformer l'actif sans risque. Le spread moyen sur le crédit de bonne qualité en euros ressort sous 80pb par rapport à la référence allemande. Toutefois, les indices de CDS sont sans tendance depuis le début de l'année, ce qui contraste à la fois avec le crédit et la forte hausse des actions. Par ailleurs, les spreads émergents ont presque totalement annulé les tensions sur le T-note.

Sur le marché des changes, l'euro s'est échangé jusque 1,25\$ pendant la conférence de presse de Mario Draghi. La faiblesse du dollar perdure.

BCE : Draghi opposé à tout mouvement de taux cette année

La conférence de presse de Mario Draghi n'a apporté aucune information nouvelle quant aux perspectives de politique monétaire. Au sein du conseil, l'économiste Peter Praet s'oppose à un nombre croissant de membres (Cœuré, Knot, Hansson...) voulant communiquer sur la fin effective du QE. Le Président de la BCE attendra sans doute le printemps pour acter ce que l'ensemble du marché a déjà largement intégré. L'assouplissement quantitatif ne sera pas prolongé au-delà de septembre 2018. Draghi n'a en revanche laissé aucune ambiguïté sur le fait que les taux d'intérêt ne monteront pas cette année. Cet engagement ne semble pas conditionné à une trajectoire de l'économie. Il est possible que la BCE en dévoile davantage en mars avec l'actualisation de ses prévisions macroéconomique.

Sur le plan conjoncturel, les PMI préliminaires ou l'IFO confortent l'idée d'une accélération de la croissance au 1T17 après une fin d'année porteuse. La croissance se situera au-dessus de 2% en 2018.

États-Unis : le retour des déséquilibres externes

La faiblesse du dollar contraste avec les perspectives de hausses des taux d'intérêt et de réduction du bilan de la Fed. L'avoironnement extérieur net de l'économie américaine s'est considérablement détérioré avec la mise en place de politiques ultra-accommodantes en zone euro, au Japon et d'autres régions. La dette externe nette atteint désormais plus de 40pp de PIB. Le risque baissier sur le dollar apparaît très important.

Les comptes nationaux du quatrième trimestre montrent une accentuation de ces déséquilibres extérieurs. La croissance de 2,6%ta au 4T17 se décompose entre une contribution positive de

4,4pp de la demande finale interne et une contribution négative des variations de stocks (-0,7pp) et du commerce extérieur (-1,1pp). La consommation durable et l'investissement résidentiel ont bondi de respectivement 14%ta et 11%ta. Ce sont les deux postes les plus sensibles à la politique monétaire.

Le marché de taux reste baissier

Le rendement du T-note continue de s'ajuster à la hausse en amont du FOMC. La faiblesse du dollar et la remontée de l'or noir préfigurent un risque haussier sur les prochaines publications de l'indice des prix. Le taux américain à 2 ans a décalé à la hausse. Le niveau actuel de 2,15% intègre une trajectoire des taux telle que les Fed Funds se situeraient (en moyenne) entre 2,25% et 2,50% à l'horizon de fin 2019. Il est probable que la Fed aura davantage monté ses taux à cette échéance. Un biais baissier reste d'actualité d'autant que le point technique de 2,69% a été enfoncé. Nous retenons un biais à la baisse du marché des Treasuries avec en point de mire notre valeur d'équilibre à 2,85%. Une nouvelle accélération de la tendance à l'aplatissement apparaît possible mais le portage défavorable de la stratégie nous conduit à la neutralité sur la courbe.

Sur le Bund, l'environnement économique milite pour des rendements plus élevés. Le Schatz semble vouloir tester la réalité de l'engagement de Mario Draghi à ne pas modifier les taux cette année. Le 2 ans allemand a sensiblement sous-performé les taux swaps équivalents la semaine passée. Cette tendance devrait se poursuivre, possiblement au-delà de la valeur d'équilibre de 0,65% sur le 10 ans. Il est plus étonnant de constater l'inertie du 30 ans autour d'1,30% alors que les rendements du Bobl et du Bund décalaient fortement à la hausse. Les comptes spéculatifs semblent très actifs sur la mise en œuvre de stratégies d'aplatissement du segment 5-30 ans. Toutefois, les émissions de 50 ans italien et français cette semaine pourrait accroître la pression sur les taux allemands à long terme. En termes de stratégie, nous privilégions l'écartement sur le 2-10 ans et neutralisons notre exposition au spread 10-30 ans.

Au Royaume-Uni, la croissance d'1,5%a au 4T17 s'est révélée plus forte qu'attendu. Le Gilt a suivi le mouvement de taux mondial de

sorte que l'objectif d'1,55% paraît en passe d'être atteint.

Les spreads périphériques se resserrent encore

Les emprunts périphériques continuent leur impressionnant rally. Le Bono espagnol à 10 ans cote sous 80pb dans l'attente de probables relèvements de notations en mars-avril. Si d'autres agences notaient l'Espagne en catégorie A, la courbe espagnole convergerait sans doute rapidement vers celle de l'Irlande. L'Italie accuse un léger retard de performance sur la semaine écoulée. Le Trésor italien augmentera cette semaine sa ligne 2067 (3,22% à l'achat) ainsi que d'autres emprunts existants. Nous sommes toujours sous-exposés sur les maturités longues en Italie, les élections de mars étant susceptibles de raviver la volatilité. Le portage sur le 2 ans nous incite néanmoins à la neutralité compte tenu des écarts constatés vis-à-vis du Portugal ou de l'Espagne.

En ce qui concerne les émetteurs les mieux notés, la France émettra également à 50 ans cette semaine. Les spreads français pourraient se tendre et entraîner une pression à la pentification.

Le crédit se renchérit encore

Les distorsions de valorisation sont légion sur le crédit. La rareté du papier induite par la demande de la BCE se manifeste par des spreads toujours plus bas. Le spread moyen de l'IG euro se situe à 75pb, soit 11pb de moins qu'en début d'année. Cela étant, les marchés synthétiques (iTraxx IG et XO) envoient des signaux contradictoires en raison de la cherté apparente des valorisations. Le high yield est en forte demande (-37pb depuis le 31/12). La prime moyenne du marché diminue pour s'établir aujourd'hui sous les 260pb. Les changements de notations s'équilibrent en Europe sur la catégorie de crédit spéculative. La BCE a été active sur le segment des covered bonds, notamment pour remplacer les tombées.

La dette émergente s'échange à 264pb contre Treasuries. La classe d'actifs a largement amorti les tensions sur le T-Note dans les premières semaines de 2018. Il est néanmoins probable qu'une nouvelle vague haussière enclenchera une remise en cause des valorisations relatives.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	29-janv.-18	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.53 %	+8	+10	+10
EUR Bunds 10 ans	0.69 %	+13	+27	+27
EUR Bunds 30 ans	1.35 %	+4	+9	+9
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	122 pdb	+5	+17	+17
USD Treasuries 2 ans	2.12 %	+6	+24	+24
USD Treasuries 10 ans	2.7 %	+5	+30	+30
USD Treasuries 30 ans	2.95 %	+4	+21	+21
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	58 pdb	-1	+6	+6
GBP Gilt 10 ans	1.45 %	+10	+26	+26
JGB 10 ans	0.09 %	+1	+4	+4
Spreads Souverains € (10 ans)	29-janv.-18	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	28 pdb	0	-8	-8
Belgique	14 pdb	0	-7	-7
Italie	133 pdb	-2	-26	-26
Espagne	73 pdb	-10	-42	-42
Portugal	125 pdb	-12	-27	-27
Points Morts d'inflation (10 ans)	29-janv.-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	144 pdb	-2	+1	+1
USD TIPS	211 pdb	+4	+12	+12
GBP Gilt Indexé	313 pdb	-1	+7	+7
Swap Spreads (10 ans)	29-janv.-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	38 pdb	-3	-8	-8
USD Swap Spread	3 pdb	-2	+4	+4
Indices Crédit (BarCap)	29-janv.-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	75 pdb	-4	-12	-11
EUR Financières OAS	80 pdb	-5	-12	-11
EUR Agences OAS	36 pdb	-2	-3	-2
EUR Securitized - Covered OAS	36 pdb	-3	-6	-4
EUR High Yield Pan-Européen OAS	257 pdb	-9	-41	-37
Devises	29-janv.-18	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.236 \$	+0.95	+2.96	+2.96
GBP/USD	1.405 \$	+0.67	+3.98	+3.98
USD/JPY	109.13 ¥	+1.82	+3.26	+3.26

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 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 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.