

# STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

## L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 12 FEVRIER /// N°6-2018

Document destiné aux clients professionnels

### Le T-note se tend, signes de faiblesse sur le high yield

#### Points clés

- Les actions américaines baissent de 10% depuis fin janvier
- Le 10 ans américain poursuit sa hausse vers 2,90%
- Les emprunts périphériques épargnés par la volatilité
- Neutralité sur le T-Note ; vendre le Bund et le Gilt
- Le high yield et les émergents s'écartent

Le marché de taux américain reste orienté à la baisse. Le T-Note s'approche de 2,90% et entraîne le Bund dans son sillage. L'emprunt allemand de référence s'échange sous le seuil de 0,80%. Le discours plus offensif de Mark Carney pèse aussi sur le Gilt. La correction sur les actions initiée le 26 janvier s'est poursuivie la semaine passée. L'indice S&P 500 abandonne près de 5%. La liquidation de produits de volatilité entretient une spirale d'aversion pour le risque et des ventes d'actions forcées. Les valeurs refuge traditionnelles dont l'or n'ont pas bénéficié de la chute des actions. La contagion aux autres classes d'actifs est limitée à ce stade mais la fin de semaine a été difficile sur la dette émergente (+27pb vendredi) et le high yield (+21pb). Les actifs de haute qualité de crédit et les emprunts souverains de la zone euro ont été largement épargnés. Les spreads de crédit s'élargissent de 4pb à 77pb. Les obligations souveraines se resserrent en Espagne, en Italie ou au Portugal.

Sur le marché des changes, le dollar a rebondi de plus d'1% contre les principales devises à l'exception notable du yen. La monnaie nippone s'échange sous 109 face au billet vert.

#### Analyse de la correction boursière

Le S&P 500 a perdu plus de 10% depuis le sommet du 26 janvier 2018. La liquidation de produits structurés indexés sur la volatilité

engendre des ventes forcées d'actions de la part de gestions systématiques de type risk-parity. Une spirale se développe dans laquelle la hausse de la volatilité provoque des flux vendeurs amplifiant à leur tour la hausse de la volatilité. Le rebond, certes limité, du dollar s'explique par ailleurs par la liquidation d'avoirs détenus par des investisseurs non-résidents. Ces derniers rachètent leurs positions vendeuses de dollar lors des opérations de débouchements. Cela explique la légère surperformance des actions européennes mesurée en monnaie locale. Le rebond du billet vert pourrait néanmoins s'avérer de courte durée étant donné les déséquilibres externes caractéristiques de la fin de cycle économique aux États-Unis. Le resserrement monétaire de la Fed - quoique très modeste historiquement - aura suffi à remettre en cause le positionnement des investisseurs. Le retrait de cette assurance modifie profondément les règles du jeu. Les investisseurs sont forcés de s'interroger sur les valorisations : Quel est le multiple soutenable sur les actions au sommet du cycle lorsque les taux remontent ? Par ailleurs, la hausse du levier sur les marchés financiers comme dans l'économie réelle est préoccupante. Comment justifier que près de la moitié des transactions de LBOs portent désormais sur des multiples de plus de 6 fois l'excédent brut d'exploitation ? Cette proportion est au-delà des excès de 2007. En outre, la vente systématique de volatilité, liée au put des Banques Centrales, était devenue l'une des stratégies les plus rémunératrices en termes de portage. La pente de la courbe de volatilité permettait d'engranger des profits récurrents et prévisibles sans lien avec les risques économiques sous-jacents. Le changement d'environnement financier expose désormais les stratégies de portage (stratégies d'aplatissement de la courbe, high yield, émergents) à un fort risque de correction, en premier lieu sur les marchés libellés en dollars. La baisse du dollar ne sera bientôt plus vue comme un facteur favorable au risque mais comme le reflet de déséquilibres d'une économie à bout de souffle dans laquelle la qualité de crédit se dégrade visiblement. Les sorties des

fonds de MBS répondent sans doute à la détérioration des taux de défauts au 4T17 (5,2%).

### Retour à la neutralité sur le T-note

L'emprunt américain à 10 ans s'est déprécié la semaine passée. Son rendement s'affiche à 2,88%. L'émission de la nouvelle référence à 10 ans a attiré une forte demande des investisseurs plaçant leurs ordres via la Fed de New York (indirect bidders), dont les Banques Centrales étrangères. Ce groupe d'investisseurs a été servi à hauteur de 16mds \$ sur 19mds \$ demandés et 5% des ordres ont été placés sous 2,66%, un niveau de rendement très inférieur au secondaire au moment de l'émission (2,81%). Il est probable que les intervenants sensibles au prix (gestions, hedge funds, banques) aient un prix de réserve inférieur. Cela étant, les niveaux actuels sont conformes à la valeur d'équilibre issue de nos modèles (2,90%). Par ailleurs, l'activité de stripping sur les obligations à long terme témoigne d'une bonne demande de Treasuries sur le 30 ans, en absolu ou contre swap. Dans ce contexte de marché, nous estimons la neutralité directionnelle appropriée sur les Treasuries. La courbe n'offre pas d'opportunités à court terme malgré un portage favorable pour les stratégies de pentification.

En zone euro, le marché obligataire a intégré l'environnement de croissance supérieure au potentiel. Le 10 ans allemand oscille autour de 0,75% à quelques points de base de notre valeur d'équilibre (0,81%). La courbe de taux s'est pentifiée avec le retour de Schatz vers le niveau de -0,58%. Le spread 10-30 ans poursuit sa tendance au resserrement en vigueur depuis le début de l'année (-24pb). L'émission de Bund 2044 cette semaine devrait capitaliser sur la forte demande institutionnelle. En termes de duration, nous maintenons un biais vendeur. La pentification du segment de courbe 2-10 ans devrait se poursuivre. Cela étant, le portage de cette stratégie est défavorable. En parallèle, nous préconisons la neutralité sur les swap spreads qui ne semblent pas réagir à la hausse de la volatilité.

Le discours de Mark Carney s'est durci la semaine passée. Le Président de la BoE laisse

entendre que la Banque agira plus tôt et davantage que prévu en novembre dernier. Une hausse du taux repo est probable dès le prochain rapport sur l'inflation en mai. Le Gilt à 10 ans est donc sur une trajectoire haussière avec comme premier objectif 1,72%. L'emprunt britannique devrait sous-performer le Bund.

### Les spreads périphériques inchangés malgré la volatilité boursière

Il est à noter que les emprunts d'états de la zone euro, et en particulier les maturités longues, ont très bien résisté aux turbulences sur les marchés d'actions. L'Espagne se maintient autour de 70pb. Une surexposition reste valide compte tenu de la consolidation budgétaire dans le pays qui se traduit par l'annonce de remboursements anticipés auprès de l'ESM pour un total de 5mds € cette année. Cette opération accrédite encore le scénario d'un nouveau relèvement de notation au printemps. La dette portugaise s'est légèrement écartée vis-à-vis des comparables italiens et espagnols. L'activité sur les plateformes de trading est le reflet d'intérêts finaux à l'achat comme à la vente significatif sur les PGBs. Les spreads de l'Italie (125pb à 10 ans) n'affichent pas de variabilité excessive à l'approche du scrutin parlementaire du 4 mars. Un gouvernement minoritaire se dessine, ce qui pourrait inquiéter les agences de notation. Nous maintenons une sous-exposition sur la partie longue de la courbe italienne. Parmi les pays core, le niveau de 1% sur l'OAT française à 10 ans déclenche des intérêts institutionnels à l'achat. Les valorisations demeurent cependant peu attrayantes sur cet émetteur.

### Le high yield et les émergents souffrent

Les marchés investment grade ont traversé sans encombre la période de correction sur les actions. Le marché des obligations d'entreprise cote 77pb contre Bund en baisse de 9pb en 2018. Certes, l'iTraxx IG s'est élargi mais la hausse des primes se limite à 9pb depuis le début de l'année. Les sorties des fonds high yield dépeignent une situation différente sur les notations spéculatives. Le spread moyen sur la classe d'actifs s'est écarté pour rejoindre 300pb par rapport à 255pb au plus serré de janvier. La dette émergente corrige finalement après une longue période de stabilité. Le spread de la classe d'actifs se situe à 295pb.

## Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	12-févr.-18	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.58 %	-2	-1	+5
EUR Bunds 10 ans	0.76 %	+2	+18	+33
EUR Bunds 30 ans	1.36 %	-4	+3	+9
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	133 pdb	+4	+18	+28
USD Treasuries 2 ans	2.08 %	+6	+9	+20
USD Treasuries 10 ans	2.86 %	+16	+32	+46
USD Treasuries 30 ans	3.14 %	+14	+29	+40
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	78 pdb	+10	+23	+26
GBP Gilt 10 ans	1.6 %	+4	+26	+41
JGB 10 ans	0.07 %	-2	-1	+2
Spreads Souverains € (10 ans)	12-févr.-18	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	24 pdb	-2	-3	-12
Belgique	26 pdb	-1	+12	+5
Italie	128 pdb	-1	-12	-31
Espagne	72 pdb	+0	-20	-42
Portugal	132 pdb	+1	+11	-20
Points Morts d'Inflation (10 ans)	12-févr.-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	147 pdb	-1	+3	+4
USD TIPS	208 pdb	-1	+6	+10
GBP Gilt Indexé	314 pdb	-3	+2	+8
Swap Spreads (10 ans)	12-févr.-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	41 pdb	+3	+2	-6
USD Swap Spread	1 pdb	-1	+2	+2
Indices Crédit (BarCap)	12-févr.-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	77 pdb	+4	-5	-9
EUR Financières OAS	84 pdb	+6	-2	-7
EUR Agences OAS	36 pdb	+1	-2	-2
EUR Securitized - Covered OAS	35 pdb	+1	-3	-5
EUR High Yield Pan-Européen OAS	300 pdb	+30	+31	+6
Devises	12-févr.-18	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.228 \$	-1.23	+0.61	+2.26
GBP/USD	1.382 \$	-1.53	+0.65	+2.25
USD/JPY	108.74 ¥	+1.12	+2.13	+3.63

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	=
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)	=
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 durée 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.