

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

11 novembre 2019 /// n°37-2019

Les actions marquent de nouveaux sommets

Points clés

- **L'espoir d'une désescalade soutient les marchés d'actions**
- **Le S&P au plus haut historique**
- **Le T-note s'échange au-delà d'1,90%**
- **Crédit, high yield et émergents surperforment dans la hausse des taux**

L'espoir d'une désescalade dans la guerre commerciale a une nouvelle fois porté les actifs risqués. Les actions continuent de grimper malgré une saison des résultats médiocre. Les bancaires et les cycliques tirent le marché à la hausse. L'aversion au risque diminue nettement. L'or et la volatilité baissent.

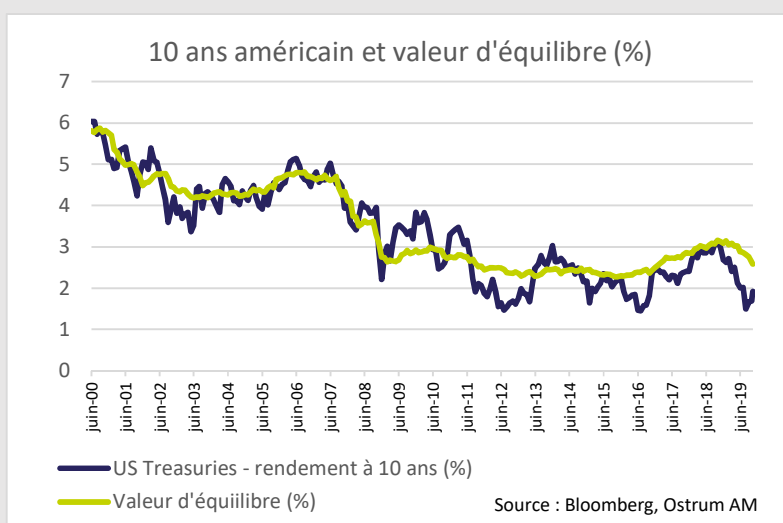
La remontée des taux longs s'accélère. Le T-note a passé la barre des 1,90% et le Bund s'échange autour de -0,25%. La pentification des courbes se poursuit, le spread 2-10 ans s'apportant de 40pb en zone euro. La hausse du Gilt se limite cependant à

2pb. Deux membres du MPC ont en effet voté pour une baisse des taux.

Le rendement de l'OAT est revenu en territoire positif. Le spread italien (+15pb) traduit toutefois les risques budgétaires soulignés par la Commission européenne. Les prises de profits sur les emprunts périphériques contrastent avec le resserrement graduel des spreads de crédit investment grade, des souverains émergents et des obligations high yield.

Le dollar s'apprécie contre toute devise. L'euro glisse à 1,10\$ alors que le yen japonais s'échange au-delà de 109.

Le graphique de la semaine



La remontée des taux américains intervient dans une période d'assouplissement monétaire. La Fed a abaissé les Fed Funds trois fois depuis juillet et repris les achats nets de Treasuries et de T-bills.

Toutefois, les niveaux atteints restent bien inférieurs à notre estimation de la valeur d'équilibre. Le taux américain à 10 ans se situe à 1,94% alors que notre modèle indique une valeur d'équilibre à 2,59%. La stabilisation des enquêtes de conjoncture et le manque de demande étrangères semblent compenser l'action de la Fed, centrée sur les maturités courtes. Cela explique aussi la tendance à la pentification.



La promesse d'une baisse des tarifs

L'espoir d'une résolution de la guerre commerciale continue de porter les marchés d'actions vers de nouveaux sommets. Les tensions à Hong-Kong, au Chili ou en Bolivie sont occultées. Les indices occidentaux gagnent environ 4% sur un mois. Les tarifs douaniers pourraient diminuer à brève échéance après la signature d'un accord partiel entre la Chine et les Etats-Unis. Les marchés ont envie d'y croire et le tweet de Donald Trump affirmant que la baisse des tarifs n'était pas acquise n'a pas enrayer la dynamique haussière des cours boursiers. L'indice S&P 500 grimpe ainsi au-delà des précédentes références historiques pour tutoyer les 3090 points. Les marchés guettent également les signaux de stabilisation de la conjoncture mondiale. L'ISM des services marque un rebond au-delà de 54 en octobre. Parallèlement, les ventes mondiales de semi-conducteurs se redressent pour atteindre 35,5mds \$ en septembre, soit 10% de hausse depuis le point bas de mars dernier. Certes, ce redressement n'efface qu'un tiers de la baisse précédente mais on observe désormais une nette accélération des ventes. Parallèlement, les chefs d'industrie dans le secteur de l'automobile en Allemagne semblent entrevoir la lumière au bout du tunnel selon l'enquête de l'IFO. Les données de commerce en Allemagne et en Chine sont aussi encourageantes.

Ainsi, les marchés répondent à un faisceau de signaux économiques rassurants. Le rally des cycliques en Europe témoigne d'un changement de psychologie des investisseurs. Le redressement des valeurs bancaires depuis un mois salue en outre la prise en compte par la BCE des effets néfastes des taux négatifs sur l'activité d'intermédiation. La repentification des courbes constitue un soutien pour ce secteur encore largement décoté. Malgré des indicateurs encourageants, la toile de fond micro-économique ne peut être occultée. La saison des résultats se solde par une baisse des résultats agrégés d'1% au 3t 2019 aux Etats-Unis. Sur l'Euro Stoxx, les bénéfices retrouvent de la croissance (+2,4%) après trois trimestres délicats. La hausse des multiples de valorisation requerra néanmoins une confirmation du redressement de la rentabilité en zone euro.

Remontée des taux et pentification

Sur les marchés de taux, la hausse des rendements obligataires fait écho au mouvement haussier sur les actions. Le T-note s'échange au-delà d'1,90%. Le plongeon du mois d'août (-50pb) a été effacé. L'allègement monétaire d'ampleur n'empêche pas une pentification de la courbe des taux face au maintien de la croissance autour de 2%, des tensions sur les coûts unitaires de production ou des interrogations sur la situation budgétaire. Ces éléments expliquent aussi la surperformance des TIPS face aux emprunts conventionnels à taux fixe. La Fed communiquera cette semaine sur le montant de T-bills qu'elle achètera

jusqu'au 15 décembre. Sur le mois écoulé, la Fed avait acheté 60mds \$ de titres courts afin d'éviter un effet d'éviction du déficit fédéral sur les réserves bancaires. Ces interventions contribuent probablement à la pentification de la courbe américaine.

En zone euro, la BCE observe un net changement de comportement des banques sur le court. Le système de tiering a provoqué l'effet escompté d'une redistribution des réserves bancaires au sein de l'union monétaire. Les banques du sud empruntent en repo aux banques du nord en surplus de trésorerie afin de bénéficier à plein du montant exonéré (fixé pour le moment à 6 fois les réserves réglementaires). L'encours des liquidités soumis au taux d'intérêt négatif (-0,50%) va diminuer à 800mds €. Cette demande de liquidités a fait remonter les taux à terme. L'OIS 1 an (Eonia) se traite à -0,47% contre -0,65% début septembre. Le Bund s'échange à -0,25%. Il apparaît que les adjudications françaises ont engendré un besoin de couverture amplifiant la tendance à la hausse des rendements. Le spread 2-10 ans s'est aussi élargi à près de 40pb. Pour l'essentiel, les tensions sur les taux ont eu un effet limité sur les spreads souverains. L'Italie fait exception en raison de l'incertitude entourant le budget 2020. Selon la Commission Européenne, le déficit atteindra 2,3pp du PIB l'an prochain puis 2,7pp en 2021. Cette trajectoire augmentera le ratio de dette à 137,4% du PIB dans deux ans. En cas de défiance envers les BTPs, la capacité des banques transalpines à maintenir leurs réserves de trésorerie via le repo pourrait être réduite.

Par ailleurs, le Gilt (+3pb à 0,81%) a suivi le mouvement global des taux mais le statu quo monétaire à la BoE assorti de deux votes en faveur d'une baisse a amorti le choc. Une fois n'est pas coutume, les JGBs ont connu la plus forte hausse hebdomadaire parmi le G4 (+10pb). Les sorties de capitaux semblent peser sur le yen (109).

Le crédit et les émergents surperforment

Le crédit IG euro constitue un bon substitut à la dette souveraine périphérique compte tenu de ses valorisations moins tendues. Le spread moyen se situe à 98pb contre Bund. Les financières subordonnées surperforment sur ce marché à l'instar du retour en grâce des actions du secteur. La santé (spread plus serré, duration élevée) perdait du terrain dans la phase de hausse des rendements. Le high yield européen est de nouveau en forte demande. Le spread de la classe d'actifs ressort en baisse de 31pb sur une semaine à 345pb. L'appétit des investisseurs finaux a été ravivé par le rally des actifs risqués. L'Europe, moins exposé au secteur de l'énergie se comporte mieux que le marché spéculatif américain. Enfin, la situation politique aurait pu dégrader les spreads sur la dette émergente en dollars. Certaines devises ont chuté (BRL) mais l'EMBI Global diversified traite au plus bas de l'année à 314pb.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	12-nov.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.62 %	+1	+10	-1
EUR Bunds 10a	-0.25%	+6	+19	-49
EUR Bunds 2s10s	37 bp	+4	+9	-48
USD Treasuries 2a	1.66 %	+3	+7	-83
USD Treasuries 10a	1.92 %	+6	+19	-76
USD Treasuries 2s10s	26 bp	+3	+13	+7
GBP Gilt 10a	0.81 %	+3	+10	-47
JPY JGB 10a	-0.02 %	+10	+16	-2
EUR Spreads Souverains (10a)	12-nov.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
France	30 bp	+0	-2	-17
Italie	147 bp	+13	+9	-103
Es pagne	70 bp	+6	+2	-48
Inflation Points-m orts (10a)	12-nov.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR OATi	88 bp	+2	+15	-
USD TIPS	172 bp	+4	+16	+0
GBP Gilt Indexés	314 bp	-2	-15	-4
EUR Indices Crédit	12-nov.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Credit IG OAS	98 bp	-1	-12	-54
EUR Agences OAS	44 bp	-1	-3	-16
EUR Obligations sécurisées OAS	39 bp	-2	-3	-24
EUR High Yield Pan-européen OAS	345 bp	-31	-43	-168
EUR/USD Indices CDS 5a	12-nov.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
iTraxx IG	48 bp	0	-7	-40
iTraxx Crossover	231 bp	+3	-14	-123
CDX IG	51 bp	+0	-5	-36
CDX High Yield	329 bp	+4	-17	-121
Marchés émergents	12-nov.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	314 bp	-9	-34	-101
Devises	12-nov.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
EUR/USD	\$1.102	-0.46	-0.12	-3.8
GBP/USD	\$1.287	-0.01	+2.39	+0.97
USD/JPY	¥109.07	+0.06	-0.64	+0.54
Matières Premières	12-nov.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2019 (\$)
Brent	\$62.1	-\$0.9	\$1.9	\$6.8
Or	\$1 453.6	-\$29.8	-\$39.8	\$172.1
Indices Actions	12-nov.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
S&P 500	3 096	0.68	4.22	23.49
EuroStoxx 50	3 712	0.97	3.99	23.68
CAC 40	5 920	1.25	4.49	25.14
Nikkei 225	23 520	1.15	7.90	17.51
Shanghai Composite	2 915	-2.57	-1.98	16.88
VIX - Volatilité implicite	12.68	-1.17	-18.61	-50.12

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management

Rédaction



AXEL BOTTE
STRATÉGISTE
axel.botte@ostrum.com

Avertissement

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management. Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier. Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions. 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.

En France : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg et en Belgique : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

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.



Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018

Société anonyme au capital de 27 772 359 euros – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753

Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com