

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

18 novembre 2019 /// n°38-2019

Les marchés occultent la crise à Hong Kong

Points clés

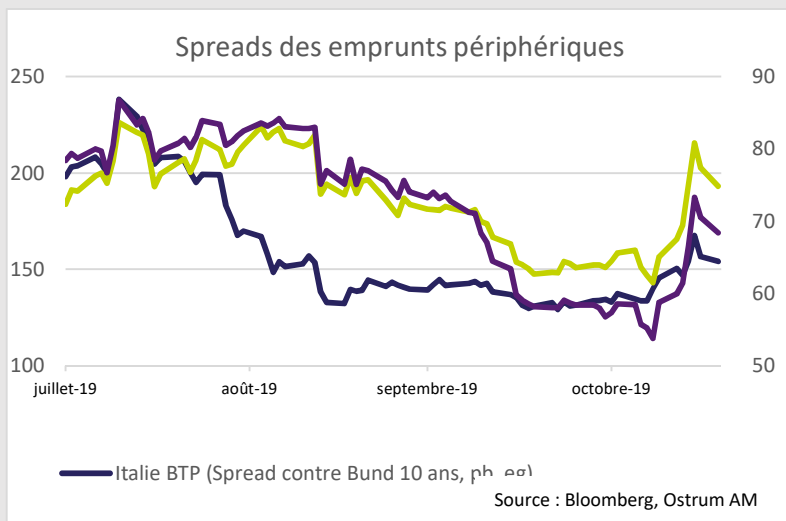
- Les marchés d'actions poursuivent leur hausse...
- ... avec une surperformance des défensives et une baisse des taux obligataires
- Le Bund sous le seuil de -0.30%
- Prises de profit sur les emprunts périphériques

Les marchés d'actions poursuivent leur ascension. Le S&P s'échange au-dessus des 3120 points. Le dernier mouvement haussier est toutefois tiré par les secteurs défensifs des services publics (sensibles aux taux bas) et de la santé. L'indice Euro Stoxx 50 dépasse le seuil de 3700. La dynamique des valeurs cycliques et des bancaires s'essouffle néanmoins. La hausse de Hong-Kong est plus surprenante compte tenu des violences émaillant le territoire. La hausse des cours boursiers n'entraîne pas de hausse supplémentaire des taux. Après le discours de Jerome Powell, le 10 ans américain cote de nouveau dans la zone 1.80-1,85%, quelque 10pb

sous les sommets de début novembre. Les rachats de Bund (-0,32%) semblent la contrepartie d'une réduction du positionnement acheteur des investisseurs finaux sur les dettes souveraines périphériques.

Les spreads de crédit se sont aussi élargis d'environ 4pb sur la semaine écoulée. Le high yield pourtant soutenu par les flux finaux s'est déprécié. Les spreads sur la dette spéculative remontent vers 375pb contre Bund. Sur le marché des changes, peu de mouvement notable hormis la glissade du réal vers 4,2 pour un dollar et le rebond du sterling.

Le graphique de la semaine



L'approche de la fin d'année s'accompagne de réallocations d'actifs, d'autant que la reprise du QE offre une porte de sortie.

Sur les marchés de dettes souveraines, des ventes de blocs de contrats BTP ont initié un écartement des primes sur la dette italienne qui a progressivement fait tache d'huile sur les emprunts espagnols et portugais.

Le resserrement des spreads depuis le début de l'été a été effacé concernant le 10 ans espagnol. La correction est moins violente sur la dette portugaise.



La croissance américaine devrait ralentir au 4t19

Les publications économiques sont passées au second plan la semaine passée. L'inflation américaine (IPC) ressort à 1,8%a en octobre. La surprise à la hausse (+0,1%) par rapport aux attentes du consensus est compensée par l'arrondi baissier de l'indice sous-jacent (2,3%a). La Fed voit toujours le verre à moitié plein sur la question de l'inflation pointant le niveau des points morts de marché pour justifier sa politique accommodante. Parallèlement, les ventes au détail s'avèrent un peu meilleures que ne laissait suggérer la hausse du crédit à la consommation en septembre. Les dépenses ont progressé de 0,3% le mois dernier. La production industrielle s'est dans le même temps contracté de 0,8%. Au total, les premières statistiques du 4t19 indiquent une légère inflexion. La croissance devrait se situer légèrement sous le potentiel au dernier trimestre.

Rebond du T-note dans le sillage du discours de Powell

L'allocation de Jerome Powell n'a apporté aucun élément nouveau. Le Président de la Fed continue de décrire les interventions sur le marché du repo comme une mesure technique indépendante de l'orientation de la politique monétaire. Les minutes du dernier FOMC publiées cette semaine nous éclaireront peut-être sur les réels enjeux de ces interventions. La Fed accroît régulièrement ses prêts sur le marché du repo. L'encours prêté se situe au-delà de 220mds \$ alors que l'injection initiale en septembre était limitée à 75mds \$. La Réserve Fédérale procédera par ailleurs à plusieurs opérations spéciales dont les maturités couvriront les échéances de fin d'année. Parallèlement, les achats de T-bills se poursuivent au rythme de 60mds \$ par mois. Le réinvestissement des tombées de MBS ajoute jusque 20mds \$ au bilan de la Fed chaque mois. Malgré une pause en décembre, l'assouplissement monétaire n'est pas terminé.

Dans ce contexte, le mouvement de la semaine passée constitue une alerte. Les intervenants vendeurs de contrats T-note, notamment les hedge funds ayant accru leurs positions récemment, auront tendance à réduire leurs risques à court terme. Les baisses de taux depuis le mois de juillet améliorent le portage sur les Treasuries, consolidant ainsi le consensus acheteur. L'action de la Fed favorise aussi un scénario de pentification.

Prises de profits sur les emprunts périphériques

En zone euro, l'Allemagne évite la récession au 3t19. Les enquêtes conjoncturelles ont cessé de se dégrader, sans toutefois préfigurer un redressement à brève échéance. La zone euro a cru de 0,2% au

troisième trimestre. Les intervenants prennent des profits sur leurs surexpositions aux marchés périphériques. Ces rotations bénéficient au Bund qui s'échangent de nouveau sous -0,30%. Si une baisse des taux en décembre apparaît désormais moins probable, le premier discours de Christine Lagarde donnera le ton de ses premiers mois à la tête de la BCE. La reprise du QE est peut-être l'élément déclencheur des ventes d'emprunts périphériques. L'Espagne (+9pb à 76pb à 10 ans) et le Portugal (70pb) suivent le mouvement initié, semble-t-il, par des ventes de contrats BTP. L'Italie s'échange à 153pb du Bund. Parallèlement, les comptes spéculatifs sont acheteurs de Schatz asset-swappés, autour de -30pb. Tout retour de l'aversion pour le risque ou accès de tensions sur la liquidité en fin d'année entraînerait un élargissement des swap spreads. Ainsi, la neutralité prévaudra sur les marchés de taux cette semaine. La tendance reste à la pentification sur le marché des Treasuries.

Le crédit subit un léger écartement. La hausse des primes se chiffre à 4pb sur une semaine. Le spread moyen de l'investment grade européen repasse le seuil de 100pb contre Bund. La balance des flux est moins favorable depuis quelques semaines. L'élargissement concomitant du high yield ne traduit en revanche aucun affaiblissement de la demande d'obligations spéculatives. Le spread moyen proche de 375pb offre un surcroît de rendement attrayant.

Les actions au plus haut

Le marché des actions poursuit sa hausse. L'absence d'alternative aux actions est souvent avancée pour expliquer le mouvement. La prime de risque est élevée mais le niveau absurde des taux y contribue grandement. Il est néanmoins étonnant de constater que les marchés ignorent totalement la situation hongkongaise, qui pourrait compromettre un éventuel accord commercial entre la Chine et les Etats-Unis. Le statut spécial accordé à Hong-Kong par les américains dépend étroitement de son indépendance de Pékin (et bien sûr de la qualité de ses infrastructures). La hausse des indices et l'absence de volatilité (VIX sous 13%) révèlent une certaine complaisance des opérateurs vis-à-vis des tensions à Hong-Kong. Cela étant, la récession des profits en cours et la surperformance des services publics ou d'autres secteurs défensifs tels la santé semblent préfigurer l'essoufflement du mouvement haussier sur le S&P.

En zone euro, le rally des cycliques et des valeurs bancaires suscitent quelques prises de profit sur la semaine écoulée. Les indices cotent au plus haut de l'année avec un Euro Stoxx 50 au-delà des 3700 points. Les flux vers les actions ont marqué une nette inflexion à la hausse ces dernières semaines. Les finaux semblent vouloir rattraper le temps perdu, ce qui n'est jamais bon signe.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	18-nov.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.63 %	-1	+4	-2
EUR Bunds 10a	-0.34%	-9	+5	-58
EUR Bunds 2s10s	29 bp	-8	+1	-56
USD Treasuries 2a	1.59 %	-8	+2	-90
USD Treasuries 10a	1.81 %	-13	+5	-88
USD Treasuries 2s10s	22 bp	-5	+4	+2
GBP Gilt 10a	0.75 %	-6	+4	-53
JPY JGB 10a	-0.08 %	-1	+5	-8
EUR Spreads Souverains (10a)	18-nov.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
France	31 bp	+1	+0	-16
Italie	154 bp	+4	+24	-96
Es pagne	75 bp	+8	+12	-42
Inflation Points-m orts (10a)	18-nov.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR OATi	85 bp	-2	+7	-
USD TIPS	164 bp	-9	+4	-7
GBP Gilt Indexés	307 bp	-7	-9	-10
EUR Indices Crédit	18-nov.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Credit IG OAS	102 bp	+4	-6	-50
EUR Agences OAS	46 bp	+2	-1	-14
EUR Obligations sécurisées OAS	41 bp	+1	-1	-22
EUR High Yield Pan-européen OAS	377 bp	+12	-6	-136
EUR/USD Indices CDS 5a	18-nov.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
iTraxx IG	49 bp	+0	-4	-40
iTraxx Crossover	232 bp	+2	0	-122
CDX IG	51 bp	0	-4	-36
CDX High Yield	334 bp	+7	-6	-117
Marchés émergents	18-nov.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	324 bp	+10	-7	-91
Devises	18-nov.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
EUR/USD	\$1.108	+0.64	-0.62	-3.23
GBP/USD	\$1.297	+0.84	-0.08	+1.73
USD/JPY	¥108.59	+0.46	-0.01	+0.99
Matières Premières	18-nov.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2019 (\$)
Brent	\$62.2	\$0.0	\$3.1	\$6.9
Or	\$1 472.0	\$18.0	-\$12.6	\$190.4
Indices Actions	18-nov.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
S&P 500	3 120	1.07	4.48	24.46
EuroStoxx 50	3 705	0.22	3.51	23.44
CAC 40	5 930	0.61	5.21	25.35
Nikkei 225	23 417	0.36	4.11	17.00
Shanghai Composite	2 909	-0.03	-0.99	16.65
VIX - Volatilité implicite	12.64	4.72	-11.30	-50.28

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