

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

2 décembre 2019 /// n°40-2019

Actions : consolidation en décembre ?

Points clés

- Tensions sur les taux à la reprise des échanges après Thanksgiving
- Signaux de stabilisation sur les enquêtes manufacturières
- Quelques prises de profit sur les actions
- Nette surperformance du high yield, l'iTraxx XO autour de 225pb

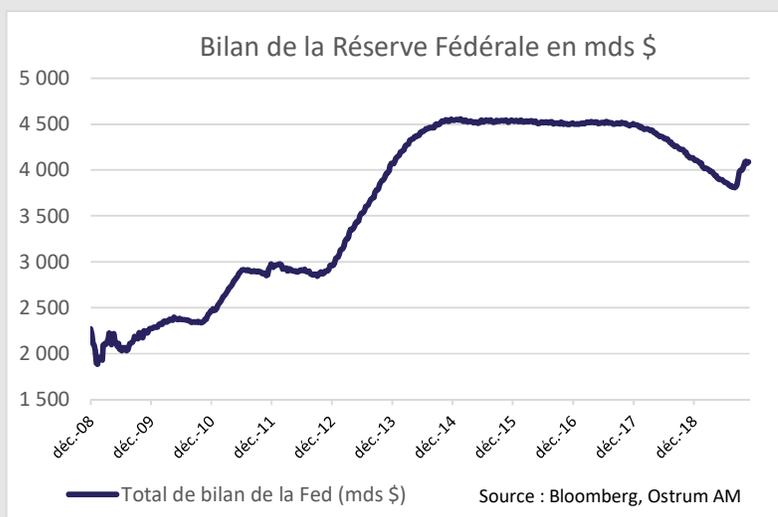
Les volumes sont restés réduits la semaine passée en raison du week-end de Thanksgiving. A la reprise des échanges lundi, les actions ouvraient en hausse à la faveur d'enquêtes meilleures que prévu en Chine et en Europe. Le yen et l'or s'inscrivent en baisse. Néanmoins des prises de profit ont inversé la tendance en séance. Sur le plan sectoriel, les valeurs de consommation et les télécommunications se distinguent en Europe. Les banques et l'automobile subissent des prises de profit à l'amorce de la fin d'année.

Les marchés obligataires accusent le coup avec une hausse de 7pb depuis une semaine. Le T-note

remonte au-delà de 1,80%. Le mouvement de pentification reprend. En zone euro, le Bund se tend vers -0,28%. Le spread italien (163pb à 10 ans) se dégrade néanmoins sans entrainer de mouvement global sur les emprunts périphériques. Le crédit amortit la hausse des rendements sans risque. Les spreads diminuent de 3pb sur l'IG européen. Le high yield est recherché. Les obligations spéculatives se renchérissent de 32pb. L'iTraxx XO s'échange autour de 225pb.

Concernant les devises, la faiblesse historique du réal a motivé une intervention des autorités monétaires brésiliennes.

Le graphique de la semaine



Le virage à 180 degrés opéré par la Fed est l'élément clé de 2019.

La Fed a procédé cette année à 3 baisses des Fed Funds et d'autres ajustements sur l'ioER et le taux des reverse-repos.

En outre, depuis septembre, la Fed poursuit un objectif quantitatif sur les réserves qui conduit à une forte expansion de son bilan. L'encours prêté en repo dépasse les 200mds \$. La Fed intervient enfin sur les T-bills et réinvestit les tombées de MBS en Treasuries.

En fait, la Fed n'a jamais autant acheté de dettes publiques qu'actuellement (80mds \$ chaque mois).



Les marchés saluent la stabilisation des enquêtes... du moins à l'ouverture

L'environnement de marché semble favorable au risque. Les indices boursiers se maintiennent à des niveaux élevés malgré la promulgation d'une loi américaine en soutien de l'opposition hongkongaise à Pékin réduisant sans doute la probabilité d'un accord commercial. Le repli du yen japonais et de l'once d'or ainsi que la faiblesse de la volatilité implicite traduisent l'optimisme des intervenants.

La stabilisation des enquêtes de conjoncture y contribue sans doute. Le PMI chinois (51,8 en novembre) s'avère supérieur aux attentes. La contraction manufacturière en Allemagne semble aussi s'atténuer. L'IFO remonte à 95 et le PMI final de novembre est arrondi à la hausse (44,1). Les comptes nationaux allemands révèlent que l'essentiel de l'affaiblissement de la croissance reflète la liquidation des stocks. Certes, la diminution de l'investissement en équipement illustre les obstacles à la reprise du commerce mondial mais la demande publique est au rendez-vous.

Aux Etats-Unis, la deuxième estimation du PIB du 3t19 indique une croissance de 2,1%ta entre juillet et septembre. Une hausse plus forte des stocks ajoute 0,2pp à la première publication. L'investissement immobilier confirme son redressement. Les ventes de maisons veuves sont au plus haut depuis 2007. Les émissions de MBS brutes dépassent les 200mds \$ mensuels depuis le mois d'août. Les dépenses d'équipement des entreprises progressent également selon les données de livraisons de biens capitaux (+0,8% en octobre). En revanche, la consommation des ménages a calé en octobre (0% en termes réels) après six mois de croissance soutenue. L'indicateur de la Fed de Chicago (CFNAI) préfigure également un ralentissement de l'activité au quatrième trimestre. L'indice composé de 85 publications économiques est tombé à -0,71 en octobre. Lorsque la moyenne sur 3 mois de cet indice se situe sous le seuil de -0,70, la probabilité de récession augmente. Les marchés d'actions en hausse de 25% cette année ne sauraient s'accommoder d'un retournement conjoncturel marqué aux Etats-Unis alors que la Fed est déjà engagée dans un programme d'assouplissement significatif.

La Fed face aux besoins de liquidité de fin d'année

Le bilan de la Fed (+280mds \$ depuis le 4 septembre) croît désormais plus rapidement que sous le régime du QE. La Fed assume moins de risques (de taux ou de crédit hypothécaire) mais octroie toujours plus de liquidités. La Réserve Fédérale procède actuellement à une série d'opérations de prêts afin d'éviter les tensions sur la liquidité à l'approche de la fin d'année. Les deux premières transactions d'échéances 6 et 13

janvier 2020 étaient limitées à 25mds \$. Ces opérations à terme ont été largement sursouscrites de sorte que les premiers taux servis lors des enchères s'élèvent à 1,73% et 1,65% respectivement contre un taux de repo plancher d'1,55%.

Pentification des courbes de taux

Dans ce contexte, il semble judicieux de maintenir un biais à la pentification de la courbe américaine. L'optimisme qui porte les marchés d'actions engendre des flux défavorables aux obligations à long terme. Les Treasuries à 10 ans est ainsi revenu au-delà d'1,80% après le rebond sur le seuil technique d'1,73%. L'action de la Fed centrée sur la liquidité bancaire à court terme maintient un plafond sur les maturités courtes. Le spread 2-10 ans (22pb) s'est ainsi élargi de 7pb la semaine passée. Le segment 5-30 ans permet de s'exposer davantage à un scénario de rupture de la croissance américaine.

En zone euro, le taux du Bund suit le mouvement du T-note en remontant vers -0,30%. Le spread 2-10 ans s'élargit également à 32pb. La hausse des taux sans risque est sans effet sur les spreads souverains. Les emprunts italiens sous-performant néanmoins. Le spread s'écarte de 11pb à 163pb sur une semaine. Une modification des CACs (clauses d'action collective incluses dans les emprunts souverains depuis 2013) doit être avalisée prochainement par le Conseil Européen. La réforme, visant à limiter les passagers clandestins ('hold-outs') lors des restructurations, inquiète les détenteurs de BTPs. La dynamique de la dette italienne reste problématique compte tenu de la faiblesse de la croissance potentielle transalpine.

Prises de profits sur les actions ?

Les actions européennes s'échangent sur des points hauts. L'Euro Stoxx 50 consolide néanmoins à partir des 3700 points. Les multiples de valorisation sont élevés autour de 14x les BPA prévus pour 2020. Les révisions de résultats sont majoritairement en baisse sur 3 mois. L'approche de la fin d'année est propice aux prises de profit sur les valeurs bancaires et l'automobile après leurs surperformances marquées depuis la fin de l'été. A l'inverse, les valeurs de consommation profitent des dernières rotations.

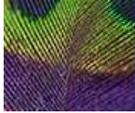
Les marchés du crédit restent bien orientés. La hausse des rendements sans risque a contribué à réduire marginalement les spreads sur l'investment grade européen. Les flux finaux diminuent à la marge sur les dernières semaines, sans doute au profit des actions.

Les spreads high yield se resserrent à 342pb contre Bund. La recherche de rendement et l'orientation des politiques monétaires dans le monde demeurent de puissants moteurs pour les dettes spéculatives d'autant que le taux de défaut restera contenu en 2020 selon la plupart des projections.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	2-déc.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.61 %	+1	+4	0
EUR Bunds 10a	-0.28%	+7	+10	-52
EUR Bunds 2s10s	33 bp	+5	+6	-52
USD Treasuries 2a	1.61 %	0	+6	-88
USD Treasuries 10a	1.83 %	+7	+12	-86
USD Treasuries 2s10s	22 bp	+7	+6	+2
GBP Gilt 10a	0.74 %	+4	+8	-54
JPY JGB 10a	-0.05 %	+3	+13	-5
EUR Spreads Souverains (10a)	2-déc.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
France	31 bp	0	0	-16
Italie	163 bp	+12	+26	-87
Es pagne	77 bp	+1	+11	-40
Inflation Points-m orts (10a)	2-déc.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR OATi	89 bp	+7	+10	-
USD TIPS	165 bp	+1	+6	-6
GBP Gilt Indexés	313 bp	+4	+2	-4
EUR Indices Crédit	2-déc.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Credit IG OAS	103 bp	-3	+2	-49
EUR Agences OAS	46 bp	+0	+2	-14
EUR Obligations sécurisées OAS	41 bp	-1	-1	-22
EUR High Yield Pan-européen OAS	342 bp	-32	-35	-171
EUR/USD Indices CDS 5a	2-déc.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
iTraxx IG	49 bp	+0	0	-40
iTraxx Crossover	225 bp	-4	-2	-129
CDX IG	51 bp	+1	0	-37
CDX High Yield	331 bp	-2	+7	-120
Marchés émergents	2-déc.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	324 bp	-9	-3	-91
Devises	2-déc.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
EUR/USD	\$1.108	+0.51	-0.58	-3.28
GBP/USD	\$1.294	+0.6	+0.29	+1.51
USD/JPY	¥109.01	+0.06	-0.39	+0.6
Matières Premières	2-déc.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2019 (\$)
Brent	\$61.0	-\$1.6	\$0.0	\$5.6
Or	\$1 464.4	\$4.2	-\$45.4	\$182.8
Indices Actions	2-déc.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
S&P 500	3 118	0.25	1.67	24.38
EuroStoxx 50	3 627	-2.19	0.08	20.83
CAC 40	5 787	-2.33	0.43	22.32
Nikkei 225	23 530	1.02	2.97	17.56
Shanghai Composite	2 876	-1.04	-2.79	15.31
VIX - Volatilité implicite	14.16	14.75	15.12	-44.30

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