

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

9 décembre 2019 /// n°41-2019

## Fed : l'illusion d'une pause

### Points clés

- **Le S&P au sommet après une semaine contrastée**
- **L'emploi américain surprend à la hausse, le 10 ans à 1,85%**
- **Lagarde doit recréer un consensus au sein de la BCE**
- **Le high yield surperforme**

Les marchés d'actions ont connu une plus forte volatilité la semaine passée au gré des perspectives d'accord et des publications économiques inégales aux Etats-Unis. L'or se replie. Le S&P perdait jusqu'à 80 points avant d'entamer un rebond vers son sommet historique au-delà de 3145. Le même schéma prévaut en Europe mais les indices restent en deçà des précédents points hauts. Les valeurs bancaires mènent la cote. Les opérations d'acquisitions s'accélèrent.

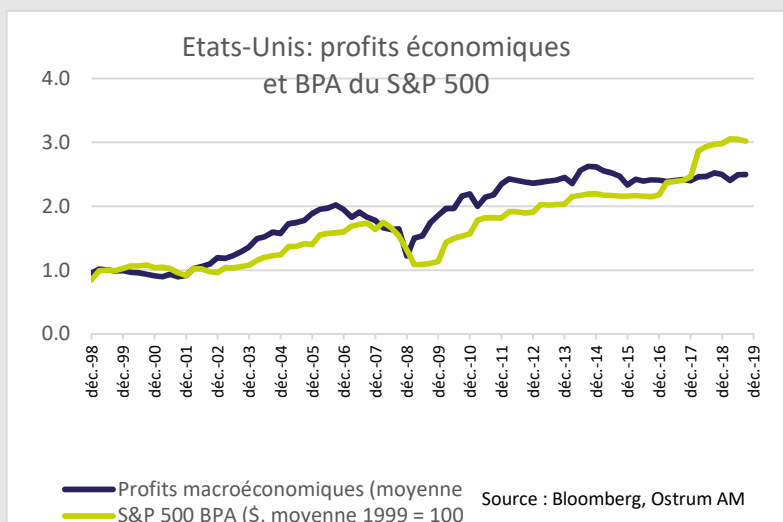
Les taux à 10 ans touchent 1,85% soit le haut de fourchette depuis un mois après la surprise sur

l'emploi américain. Le Bund oscille autour de -0,30%. Les produits à spreads sont recherchés.

La dette portugaise se resserre, le high yield également. Les Tier 1 bancaires font écho à la surperformance des actions du secteur. Le spread moyen sur l'IG européen se maintient autour des 100pb contre Bund.

Sur le marché des changes, le sterling intègre une victoire conservatrice permettant une sortie du RU de l'UE. Les devises sud-américaines (CLP, BRL) se stabilisent sous l'effet des interventions des Banques Centrales. Le peso mexicain profite de l'embellie.

### Le graphique de la semaine



Les comptes nationaux américains produisent une série de profit économique ajustée de la valorisation des stocks et de la consommation de capital. Son évolution est globalement similaire aux profits des sociétés cotées.

La profitabilité du secteur privé est stagnante depuis 5 ans. A l'inverse, les bénéfices par action du S&P 500 ont largement accéléré.

L'écart n'est pas lié à la baisse de l'imposition sur les sociétés mise en œuvre en 2018. L'effet relatif des rachats d'actions explique l'essentiel de la divergence.



## Signaux conjoncturels contradictoires

La lecture de la conjoncture est sans doute un art tant les statistiques semblent parfois incohérentes. L'écart important entre les estimations de l'emploi privé en novembre de l'ADP (+67k) et du Bureau of Labor Statistics (+254k) interpelle. L'ISM des services (53,9) rapporte à la fois un affaiblissement de l'activité et un rebond de l'emploi et des nouvelles commandes. La production industrielle allemande plonge malgré la stabilisation des enquêtes et de meilleures données d'exportations en octobre. L'incohérence gagne aussi la politique budgétaire japonaise. Les autorités lancent un programme d'investissements publics de 120mds \$ un mois seulement après une hausse délétère de la TVA. L'investissement n'est pourtant pas le point faible de l'économie nipponne, notamment dans la perspective des JO de 2020.

## Fed : l'illusion d'une pause

Aux Etats-Unis, le dynamisme du marché du travail éloigne les craintes de ralentissement brutal. Le niveau réduit des licenciements traduit la rareté des compétences. Le taux de chômage (3,5%) se maintient au plus bas depuis 50 ans. Si l'atterrissage de la consommation semble acquis, l'amélioration du solde extérieur (déficit de 46mds \$ en octobre) et la confirmation du rebond du logement présagent d'une croissance d'1,5%ta environ sur les trois derniers mois de l'année. Le contexte est bien celui d'un verre « plus qu'à moitié plein » selon les termes de Jerome Powell. La Fed a rapidement allégé sa politique au cours derniers mois et ses décisions sont contestables au regard de son mandat interne d'inflation et de chômage. La Fed trouvera dans la vigueur de l'emploi la justification d'une « pause » monétaire qui masque en réalité une politique hyperactive. Les tensions sur le marché du repo peuvent être une source de rupture tant l'économie américaine et les marchés financiers sont dépendants de l'accès au crédit. La BRI estime que les banques et les hedge funds ont joué un rôle crucial dans le renchérissement du repo en septembre, mais le problème sous-jacent provient des effets d'éviction du déficit fédéral. La Fed étendra le statu quo apparent sur les taux balayant d'un revers de main les opérations « techniques » nécessaires à la stabilisation du marché du repo.

Le T-note a connu un épisode de volatilité entre 1,70 et 1,85% en amont du FOMC. Le consensus parmi les investisseurs finaux est haussier alors que les comptes spéculatifs maintiennent leurs positions vendeuses sur le 10 ans. L'inflation annuelle (IPC) augmentera à 2% en novembre compte tenu du redressement des prix de l'énergie. Les emprunts indexés (TIPS) et les stratégies de pentification sont attractifs à l'horizon du premier trimestre. L'OPEP a annoncé une prolongation de sa politique d'offre réduite mais les motivations de l'Arabie Saoudite ont peut-être évolué depuis l'introduction en bourse d'Aramco.

Les marchés d'actions ont rapidement effacé la chute provoquée en début de semaine par la menace de Donald Trump d'appliquer les tarifs prévus au 15 décembre. A l'instar des corrections de mai, d'août et d'octobre, la volatilité s'est dissipée et le S&P 500 est revenu sur ses sommets. Le positionnement des gestions et des comptes spéculatifs ne semble pas un obstacle à la poursuite de la hausse des cours. Les opérations d'acquisitions reprennent, les valorisations élevées favorisant désormais les opérations en titres. Un retour vers la thématique des valeurs de croissance est aussi perceptible depuis un mois.

## Première pour Christine Lagarde

En zone euro, Christine Lagarde présidera le Conseil des gouverneurs pour la première fois cette semaine. La Présidente devra recréer un consensus au sein de l'institution alors que les dernières décisions de Draghi avaient rencontré une opposition inédite. Une baisse des taux est exclue. Il est aussi trop tôt pour redéfinir l'objectif d'inflation de la BCE. La BCE pourrait accompagner le green deal évoqué annoncé par Von Der Leyen en étendant l'éligibilité des titres au QE aux obligations vertes. Le premier mois de reprise du QE indique une inflexion des achats nets favorable au crédit par rapport aux emprunts publics. Toutefois, les montants de dette publique à réinvestir restent plus importants.

Dans ce contexte, le Bund évolue en ligne avec le T-note. L'emprunt allemand s'échange à -0,32%. Toute tension sur la liquidité en fin d'année motiverait des achats de dette sans risque contribuant à un élargissement des swap spreads. L'Italie (160pb) reste le souverain le plus volatile. Les investisseurs sont de nouveau à l'achat sur le Portugal. L'Irlande a vu sa note réhaussée par S&P (AA-) et la position de trésorerie de l'état suggère une réduction des émissions en 2020.

Sur les marchés du crédit, la balance des flux s'est améliorée. Les spreads cotent aux alentours de 100pb contre Bund sur le crédit européen de bonne qualité. La surperformance du segment des Tier 1 fait écho au rebond des valeurs bancaires sur le marché des actions européennes. Le high yield reste en forte demande. Les spreads sur les dettes spéculatives se réduisent sous 340pb par rapport au Bund. Les indices de CDS amplifient en outre ce sentiment haussier. L'iTraxx XO représentatif du crédit BB-B européen s'affiche autour de 220pb.

Le marché des changes s'est animé cette semaine avec une hausse forte de la livre Britannique. Les sondages préfigurent une majorité conservatrice qui devrait valider l'accord de Brexit. Certains intervenants cherchent néanmoins à couvrir le risque de rechute du sterling. Aux antipodes, la chute du CLP s'atténue après l'intervention de la Banque chilienne. Le portage nul du CLP vis-à-vis du dollar est un facteur de risque compte tenu du déficit courant de 3pp de PIB.

## Marchés financiers

Emprunts d'Etats	9-déc.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.64 %	-2	-2	-3
EUR Bunds 10a	-0.31%	-3	-4	-55
EUR Bunds 2s10s	33 bp	0	-2	-52
USD Treasuries 2a	1.62 %	+2	-5	-87
USD Treasuries 10a	1.83 %	+1	-12	-86
USD Treasuries 2s10s	20 bp	-1	-6	+1
GBP Gilt 10a	0.76 %	+2	-3	-51
JPY JGB 10a	0 %	+4	+5	-1
EUR Spreads Souverains (10a)	9-déc.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
France	32 bp	+1	+3	-15
Italie	158 bp	-5	+13	-92
Espagne	76 bp	-1	+11	-41
Inflation Points-morts (10a)	9-déc.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR OATi	91 bp	+1	+4	-
USD TIPS	170 bp	+3	-3	-1
GBP Gilt Indexés	314 bp	+1	-1	-4
EUR Indices Crédit	9-déc.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Crédit IG OAS	101 bp	-2	+3	-51
EUR Agences OAS	46 bp	+0	+2	-14
EUR Obligations sécurisées OAS	41 bp	+1	+1	-22
EUR High Yield Pan-européen OAS	337 bp	-5	-31	-176
EUR/USD Indices CDS 5a	9-déc.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
iTraxx IG	47 bp	-1	-1	-41
iTraxx Crossover	221 bp	-4	-10	-133
CDX IG	50 bp	-2	-2	-38
CDX High Yield	325 bp	-5	-1	-125
Marchés émergents	9-déc.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	317 bp	-7	-2	-98
Devises	9-déc.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
EUR/USD	\$1.106	-0.24	+0.2	-3.41
GBP/USD	\$1.316	+1.13	+2.31	+3.21
USD/JPY	¥108.61	-0.07	+0.38	+0.97
Matières Premières	9-déc.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2019 (\$)
Brent	\$64.3	\$3.4	\$2.7	\$9.0
Or	\$1 459.7	-\$19.3	\$3.8	\$178.2
Indices Actions	9-déc.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
S&P 500	3 142	0.91	1.59	25.35
EuroStoxx 50	3 672	1.26	-0.74	22.35
CAC 40	5 837	0.87	-0.89	23.39
Nikkei 225	23 431	-0.42	0.17	17.07
Shanghai Composite	2 914	1.34	-1.68	16.86
VIX - Volatilité implicite	15.08	1.14	24.94	-40.68

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](http://www.ostrum.com)