

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

16 décembre 2019 /// n°42-2019

Le diable est dans les détails

Points clés

- **Les actions saluent l'accord sino-américain et l'issue des élections au RU**
- **BCE : revue stratégique dès janvier 2020**
- **Fed : statu quo mais des mesures de soutien autour de la fin d'année**
- **Nette surperformance des spreads**

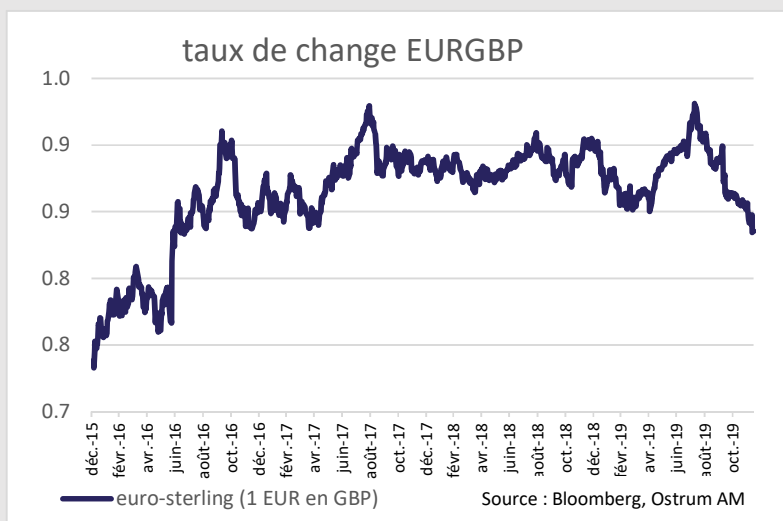
Une semaine intense vient de s'achever. La BCE et la Fed se réunissaient, les britanniques étaient appelés aux urnes et les négociations sino-américaines s'accéléraient avant l'échéance du 15 décembre.

Finalement, peu de surprises et des marchés bien orientés saluant la levée d'un certain nombre d'incertitudes. Les indices boursiers (S&P au plus haut historique) et les dettes risquées sont en hausse sur fond de baisse du dollar. Shanghai s'adjuge 2%. Le décrochage du yen profite au Nikkei.

Les indices iTraxx de crédit enfoncent leurs points bas de 2019. Les matières premières s'apprécient y compris l'or.

Toutefois, la hausse des rendements sans risque s'est interrompue en fin de semaine dans la confusion des tweets présidentiels. Le T-note américain termine la semaine à 1,82%. Son équivalent allemand s'échange à -0,30%. La forte hausse du sterling engendre une dégradation du Gilt et une compression notable des points morts d'inflation britanniques.

Le graphique de la semaine



Boris Johnson a remporté les élections parlementaires britanniques avec une majorité claire. Il a désormais un mandat pour concrétiser le Brexit avant la date butoir du 31 janvier.

Sur le marché des changes, le sterling s'est fortement apprécié rejoignant ses plus hauts depuis 2017.

Cela étant, les incertitudes persistantes notamment les risques politiques internes au Royaume-Uni and les difficultés anticipées pour déterminer la future relation du RU avec l'UE empêchent un retour vers les niveaux pré-référendum de 2016.



Un accord commercial à minima

La Chine et les Etats-Unis sont parvenus à un accord partiel la semaine passée. La menace de nouveaux tarifs douaniers américains est suspendue sine die. Certaines taxes portant sur 120mds \$ de produits chinois ont été réduites de moitié à 7,5%. Cela étant, 250mds \$ d'importations sont encore frappées d'une taxe de 25%. De leur côté, les autorités chinoises n'ont pas annoncé de réduction tarifaire mais s'engagent à acheter davantage de produits américains, dont 40 à 50 mds \$ de biens agricoles sur 2 ans, tout en rappelant leur objectif d'autonomie alimentaire. Des déclarations d'intention au sujet des transferts forcés de technologie et des conditions d'accès au marché interne chinois complètent le document. Un groupe de travail sino-américain encadrera les litiges. L'accord doit être signé début janvier à Washington et prendra effet a priori 30 jours plus tard.

Au Royaume-Uni, la victoire écrasante de Boris Johnson lui donne un mandat clair pour une sortie de l'UE effective au 31 janvier 2020. Le plus dur commence. La phase de transition permettant de définir les relations futures du pays avec l'Europe débute ainsi dès février. Le risque politique persiste. L'Ecosse, majoritairement opposée au Brexit, exige un nouveau référendum d'indépendance.

Fed : statu quo en trompe l'œil

Les deux principales banques centrales rendaient leurs décisions en milieu de semaine. La Fed a laissé ses taux inchangés à 1,50-1,75%. Une référence à l'incertitude a été ôtée du communiqué. Le soft landing de l'économie américaine semble faire consensus au sein du FOMC. Les banquiers centraux sont davantage préoccupés par les tensions sur la liquidité à court terme. Malgré un discours optimiste, la Fed a annoncé une série d'opérations de financement au jour le jour et à terme allant jusque 150mds \$ en vue du passage de fin d'année. La Fed ne semble pas comprendre la dynamique d'un système de réserves surabondantes mais mobilisées par les ratios réglementaires, qui n'empêche pas l'apparition de tensions. C'est un enjeu considérable pour l'économie américaine dont le modèle dépend étroitement des conditions d'accès au crédit.

BCE : revue stratégique dès janvier

En zone euro, Christine Lagarde faisait son baptême du feu. La Présidente de la BCE a annoncé une revue de la stratégie monétaire. Des discussions seront ouvertes sur nombre de sujets dont l'objectif de prix, la capacité de l'institution à contribuer à la lutte contre les risques climatiques ou à la hausse des inégalités. Ces ambitions outrepassent le rayon d'action possible pour une Banque Centrale. Un instrument pour un objectif (l'inflation) disait Tinbergen. On peut déjà imaginer une tolérance accrue pour une inflation supérieure à 2% et un traitement particulier des dettes liés aux investissements verts européens. Concrètement,

Lagarde s'emploie à rétablir un consensus. Une baisse des taux est hypothétique à court terme. La faiblesse de la demande aux TLTRO-III de décembre (97,7mds €) est peut-être liée au tiering des réserves qui réduit désormais la demande de financement des banques pour motif d'arbitrage du coût de portage des liquidités. Compte tenu des remboursements du 18 décembre 2019 (146,8mds €), l'opération se solde par un retrait net de liquidités de 50mds €. Si cette tendance se maintient, l'euro (1,11\$) s'appréciera en dépit du maintien des taux négatifs.

L'actualité politique a occulté les publications économiques. L'inflation américaine est ressortie à 2,1%a en novembre et continuera de monter au 1t20. Les couts salariaux unitaires augmentent de 2,5%ta au 3t19. Par ailleurs, les ventes au détail progressaient moins vite qu'attendu. La faible hausse mensuelle des dépenses est surprenante compte tenu des données récentes d'emplois, de salaires et de crédit. La croissance américaine se situe probablement entre 1,5% et 2%ta au 4t19.

Aux Etats-Unis, les marchés d'actions poursuivent leur ascension. Le S&P 500 s'offre de nouveaux sommets avant la trêve des confiseurs. La volatilité induite par les tweets de Donald Trump a rapidement été effacée comme souvent cette année. Le positionnement acheteur des gérants sur les dérivés actions s'est accentué malgré des valorisations élevées. L'asymétrie à la baisse de la volatilité nous rappelle que le marché évolue sur des points hauts. Les marchés de taux sont plus hésitants. Le T-note s'échange à 1,82% en clôture hebdomadaire après un sommet à 1,90%. Le mouvement de pentification s'estompe. La crainte d'une fin d'année sous tensions sur le marché de repo engendre des rachats sur les Treasuries, notamment contre swap depuis le début du mois. Cette prudence n'empêche pas un net resserrement des spreads sur les obligations risquées. La dette émergente en dollars voit sa prime plonger vers 300pb. Les marchés ont déjà oublié les tensions en Colombie (120pb), au Chili (61pb) ou au Brésil (183pb). Le CDX high yield cote à moins de 300pb. Le taux de défaut est attendu en hausse l'an prochain, en particulier dans le secteur de l'énergie (730pb vs. UST) qui s'échange environ 300pb plus large que le marché dans son ensemble.

En Europe, l'issue des élections britanniques provoque une poussée haussière du sterling (EURGBP au plus bas depuis 2017 à 0,83), des rendements obligataires et une compression des points morts d'inflation à 10 ans de 15pb sur la seule séance de vendredi. Le Bund se dégrade rapidement vers -0,22% après la double annonce d'un accord et de la nette majorité conservatrice au RU avant de revenir vers -0,30%. La BCE ayant maintenu le cap, les spreads périphériques se resserrent. L'Italie 10 ans s'échange sous 150pb. Le crédit profite de l'embellie. Le spread IG moyen s'établit sous 100pb. La surperformance du high yield (318pb) se poursuit avec un resserrement de 195p en 2109.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	16-déc.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.63 %	+1	+0	-2
EUR Bunds 10a	-0.30%	+1	+4	-54
EUR Bunds 2s10s	33 bp	+0	+3	-52
USD Treasuries 2a	1.64 %	+3	+3	-85
USD Treasuries 10a	1.87 %	+5	+4	-81
USD Treasuries 2s10s	23 bp	+3	+1	+3
GBP Gilt 10a	0.8 %	+4	+7	-48
JPY JGB 10a	-0.01 %	-1	+6	-1
EUR Spreads Souverains (10a)	16-déc.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
France	30 bp	-2	-2	-17
Italie	157 bp	-1	+0	-93
Es pagne	70 bp	-6	-7	-47
Inflation Points-m orts (10a)	16-déc.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR OATi	91 bp	+1	+6	-
USD TIPS	175 bp	+5	+11	+3
GBP Gilt Indexés	304 bp	-10	-3	-13
EUR Indices Crédit	16-déc.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Credit IG OAS	96 bp	-5	-4	-56
EUR Agences OAS	44 bp	-2	+0	-16
EUR Obligations sécurisées OAS	41 bp	-1	+1	-22
EUR High Yield Pan-européen OAS	318 bp	-19	-53	-195
EUR/USD Indices CDS 5a	16-déc.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
iTraxx IG	45 bp	-2	-4	-43
iTraxx Crossover	210 bp	-11	-22	-144
CDX IG	47 bp	-3	-4	-41
CDX High Yield	290 bp	-35	-43	-160
Marchés émergents	16-déc.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	305 bp	-12	-18	-110
Devises	16-déc.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
EUR/USD	\$1.114	+0.72	+0.5	-2.75
GBP/USD	\$1.333	+1.41	+2.82	+4.61
USD/JPY	¥109.6	-0.85	-0.92	+0.05
Matières Premières	16-déc.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2019 (\$)
Brent	\$65.6	\$1.4	\$3.2	\$10.3
Or	\$1 475.6	\$15.6	\$3.5	\$194.1
Indices Actions	16-déc.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
S&P 500	3 196	1.91	2.42	27.49
EuroStoxx 50	3 776	2.83	1.74	25.81
CAC 40	5 999	2.77	1.00	26.80
Nikkei 225	23 952	2.23	2.79	19.67
Shanghai Composite	2 984	2.40	3.22	19.67
VIX - Volatilité implicite	11.86	-25.22	-1.58	-53.34

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