

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

2 janvier 2020 /// n°1-2020

Une brève revue de l'année 2019

Points clés

- **Les actions au zénith malgré l'escalade des tensions politiques**
- **La surenchère monétaire gonfle les performances**
- **Risque souverain reporté, forte diminution des spreads de crédit**
- **Volatilité réduite sur le change, à l'exception du sterling et des devises émergentes**

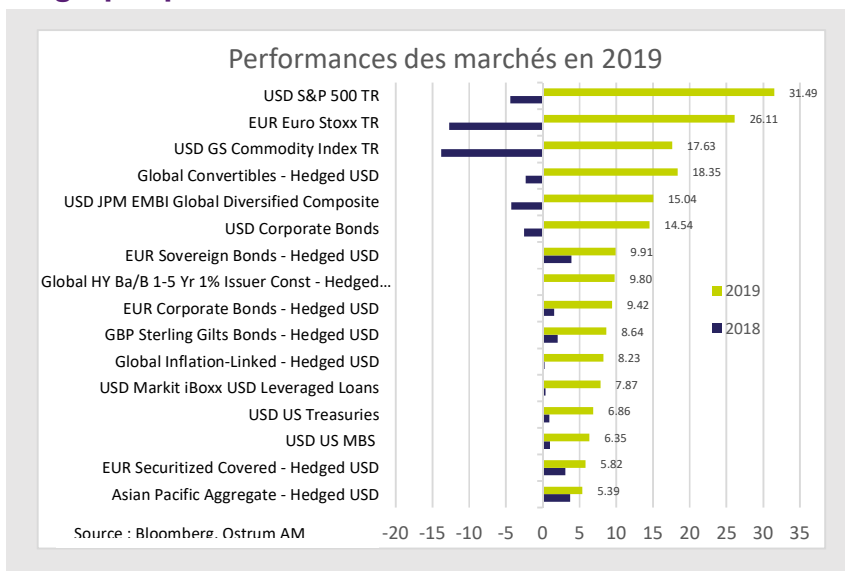
L'année 2019 s'est soldée par des performances très élevées pour l'ensemble des actifs risqués. La guerre commerciale sino-américaine, les crispations politiques autour du Brexit puis les vives tensions sociales en Amérique du Sud et à Hong-Kong n'auront finalement occasionné que des tensions sporadiques sur les marchés financiers. Après une correction à la hausse au 1T19 et un été sans tendance, les actions ont connu une accélération haussière inattendue à partir de septembre.

Les marchés d'actions occidentaux ont progressé de plus de 25%. La volatilité financière est restée

étonnamment réduite tout au long de l'année, en particulier sur les devises des grands pays. Les actions émergentes (+15% en dollars) ont en revanche sous-performé, en partie à cause d'ajustements brutaux des parités de change contre le dollar.

Dans la sphère obligataire, le revirement monétaire opéré par la Fed et la BCE a provoqué un rally historique des emprunts publics au cours de l'été. Le dernier tiers de l'année a été dominé par la remontée graduelle des rendements au profit du crédit, du high yield et autres produits à spreads.

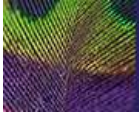
Le graphique de la semaine



Après un exercice 2018 difficile, les actions ont largement surperformé les autres classes d'actifs qui ont néanmoins toutes bénéficié de l'allègement monétaire de l'été. Le S&P offre un rendement total de 31%, suivi de près par les indices européens.

Le pétrole et les métaux précieux surperforment les matières premières agricoles et les métaux industriels.

Les convertibles se situent entre les actions et les produits de taux portés par la durée et une réduction généralisée des spreads de crédit.



Les marchés résistent à la guerre commerciale...

Les performances financières de 2019 semblent à l'inverse des tendances macro-économiques et de la multiplication des événements politiques vecteurs d'incertitudes. Après un premier trimestre miroir de la faiblesse du 4T18, les actions ont traversé sans encombre une période pourtant marquée par l'escalade des tensions sino-américaines. La Fed donnera ensuite un coup de fouet aux valorisations initiant le rally de fin d'année.

Le commerce mondial décélère depuis le sommet de 2017. Le climat délétère imposé par Donald Trump et les hausses successives de tarifs douaniers envers la Chine ont probablement amplifié le ralentissement des échanges mondiaux en faisant peser de nombreuses contraintes tarifaires et non-tarifaires (telles que la liste noire d'entreprises chinoises interdites aux Etats-Unis) sur l'activité. Les chaînes de valeur mondiales ont tendance à se régionaliser de nouveau. Les entreprises s'adaptent à la nouvelle donne sans toutefois empêcher un coup d'arrêt de leur croissance bénéficiaire aux deuxième et troisième trimestres. Les secteurs liés aux matières premières sont durement touchés par la faiblesse des prix. Les équipementiers technologiques voient leurs profits fondre également.

Toutefois, les accès de volatilité provoqués par les revirements incessants de la politique commerciale de l'Administration américaine ont, tout au long de l'année, constitué de solides points d'achats sur les actions en mai, en août puis en octobre et en décembre. La stratégie de Donald Trump ne pouvait en réalité déboucher que sur une désescalade. Elle aura finalement lieu en décembre avec un accord partiel validant l'optimisme des intervenants. Par ailleurs, le montant de rachats d'actions s'est maintenu à un niveau élevé de l'ordre de 175mds \$ chaque trimestre aux Etats-Unis. Le cycle de fusions-acquisitions reste très porteur également avec un total de transactions au plan mondial de 3800mds \$ en 2019. C'est l'un des paradoxes de l'année boursière. Les entreprises elles-mêmes restent les principales acheteuses d'actions. Les investisseurs finaux sont revenus tardivement sur les actions, capitulant en fin d'année après l'allègement monétaire conjoint de la Fed et de la BCE.

En Europe, la menace de tarifs sur l'automobile s'est progressivement dissipée permettant un rally boursier mené par les valeurs cycliques décotées offrant des multiples inférieurs à 10x. La surperformance des cycliques en fin d'été prend le contrepied de la dégradation des enquêtes du secteur manufacturier notamment en Allemagne. Il s'agit sans doute d'une correction des écarts de valorisation extrêmes constatés entre les secteurs défensifs ou non-cycliques de consommation (luxe) et le reste de la cote. Les banques européennes massacrées en raison d'un

environnement de taux d'intérêt difficile retrouvaient aussi un peu d'allant après l'été.

... avec l'aide des banques centrales

La résilience des marchés s'explique essentiellement par l'assouplissement monétaire entrepris dès le début de l'année par la PBoC et la Fed, suivies ensuite par la BCE. La Banque chinoise abaisse rapidement le taux de réserves obligatoires provoquant une hausse inédite des prêts bancaires. La dépréciation contrôlée du yuan en réponse au protectionnisme américain s'ajoute à la stimulation du crédit. De son côté, la Fed abandonne l'idée d'une poursuite des hausses de taux de 2018. La Fed annonce dès le 2T19 l'arrêt anticipé de la réduction de son bilan et procèdera à trois baisses des Fed Funds entre juillet et octobre. Les tensions apparues en septembre justifieront une intervention massive sur le marché du repo et un programme d'achat de Treasury bills. L'augmentation du bilan de la Fed n'a jamais été aussi rapide qu'au 4T19.

La fin du mandat de Mario Draghi est tumultueuse. La reprise du QE et la nouvelle réduction du taux de dépôt rencontrent une forte opposition de membres éminents du Conseil. Les dissensions sont à peine diminuées par l'annonce du tiering des réserves bancaires qui prend enfin la mesure des effets néfastes des taux négatifs. Les banques de la zone euro sont exonérées des taux négatifs à hauteur de 6 fois leurs réserves obligatoires. Cette mesure relance néanmoins le marché du repo européen en améliorant l'accès à la liquidité des institutions du sud. L'annonce de la reprise du QE engendre un rally obligataire sans précédent au cours de l'été. Le Bund touche son point bas historique fin août à -0,71%. L'éviction de Matteo Salvini du gouvernement italien met à terme à la spéculation contre le BTP. Les spreads effacent l'élargissement depuis mai 2018. Le T-note américain s'échange à 1,46% au plus bas de l'année avant de corriger vers 1,90% fin décembre. Quant au Gilt, balloté par les attermoissements du Brexit aboutissant à la démission de Theresa May au profit de Boris Johnson, l'accord de sortie ratifié après les élections de décembre ramènera le 10 ans britannique vers 0,85%.

Les marchés du crédit ont connu une année faste dans le sillage des actions et du nouveau CSPP. Les spreads ont baissé d'un tiers terminant sous 100pb contre Bund. Le resserrement est plus impressionnant encore sur le high yield européen où les primes ont plongé de plus de 200pb en 2019. La croissance modeste en zone euro ne s'est pas traduite par une hausse significative des défauts de paiement.

Sur le marché des changes, l'absence de volatilité dans l'univers du G10 à l'exception du sterling contraste avec les fortes corrections des devises émergentes liées au protectionnisme américain favorisant un dollar fort et aux troubles sociaux provoquant des sorties de capitaux (Amérique du sud).

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	2-janv.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.58 %	+4	+3	+1
EUR Bunds 10a	-0.17%	+8	+12	-43
EUR Bunds 2s10s	42 bp	+4	+9	-44
USD Treasuries 2a	1.58 %	-5	-2	-92
USD Treasuries 10a	1.93 %	+4	+11	-77
USD Treasuries 2s10s	35 bp	+9	+13	+15
GBP Gilt 10a	0.86 %	+10	+13	-46
JPY JGB 10a	-0.01 %	+1	+6	-1
EUR Spreads Souverains (10a)	2-janv.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
France	30 bp	0	-1	-17
Italie	162 bp	-5	-1	-90
Es pagne	65 bp	-3	-12	-52
Inflation Points-m orts (10a)	2-janv.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR OATi	96 bp	+2	+7	-
USD TIPS	179 bp	+3	+12	+7
GBP Gilt Indexés	311 bp	-4	-2	-6
EUR Indices Crédit	2-janv.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Credit IG OAS	93 bp	-1	-10	-59
EUR Agences OAS	44 bp	-2	-2	-16
EUR Obligations sécurisées OAS	41 bp	-2	+1	-22
EUR High Yield Pan-européen OAS	304 bp	-4	-38	-209
EUR/USD Indices CDS 5a	2-janv.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
iTraxx IG	44 bp	-1	-5	0
iTraxx Crossover	205 bp	-4	-20	-1
CDX IG	45 bp	+1	-6	+0
CDX High Yield	280 bp	+1	-51	0
Marchés émergents	2-janv.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	291 bp	-2	-34	-125
Devises	2-janv.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
EUR/USD	\$1.121	+0.97	+1.23	-0.02
GBP/USD	\$1.322	+1.62	+2.21	+0.05
USD/JPY	¥108.77	+0.79	+0.25	-1.08
Matières Premières	2-janv.-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2019 (\$)
Brent	\$66.3	\$0.2	\$6.1	\$0.3
Or	\$1 519.7	\$11.0	\$56.0	-\$3.1
Indices Actions	2-janv.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
S&P 500	3 231	0.21	2.86	28.9%
EuroStoxx 50	3 745	-0.83	1.12	24.8%
CAC 40	5 978	-0.85	1.23	26.4%
Nikkei 225	23 657	-0.69	1.56	18.2%
Shanghai Composite	3 085	3.46	7.42	22.3%
VIX - Volatilité implicite	13.78	9.28	9.19	-45.8%

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