

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

13 janvier 2020 /// n°3-2020

Les marchés croient à la détente

Points clés

- La pression internationale semble atténuer les tensions dans le Golfe
- Le yen, l'or et la volatilité des actions se replient
- Les taux pointent légèrement à la hausse
- Les spreads souverains et de crédit bien orientés

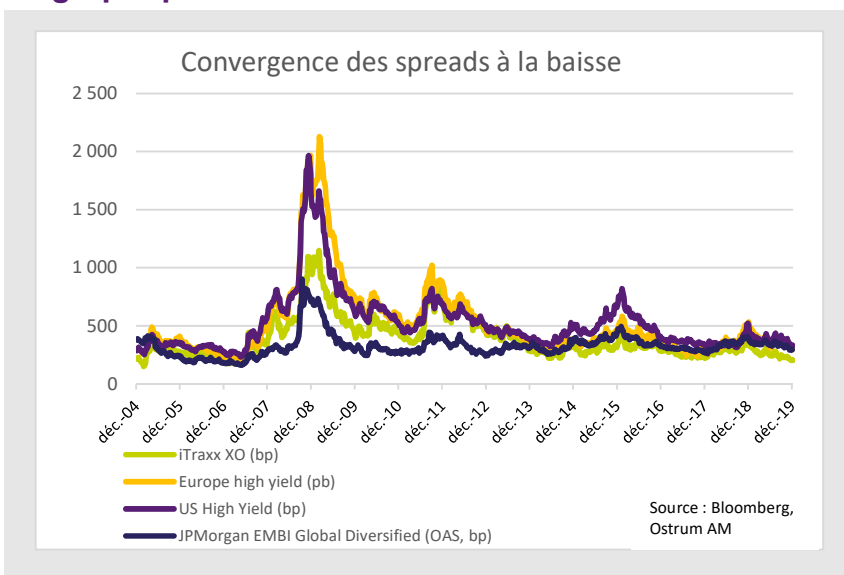
Les tensions dans le Golfe semblant s'atténuer en fin de semaine, les actions ont poursuivi leur hausse avec de nouveaux records sur les principaux indices américains. A l'inverse, le pétrole et la volatilité implicite des actions s'inscrivent en repli. Le yen japonais perd également 1% sur la semaine.

Le 10 ans américain est en légère hausse à 1,82% après une avec néanmoins une amplitude de près de 20pb en deux séances en milieu de semaine. La nouvelle référence allemande se situe à -0,20% en

clôture. Les emprunts syndiqués irlandais et portugais ont rencontré une forte demande finale. Le marché du crédit a également absorbé le retour du primaire. Les spreads sont quasiment inchangés sur la semaine, y compris sur les émissions spéculatives. Les spreads émergents se maintiennent sous le seuil de 300pb.

Le dollar s'est renforcé la semaine passée contre l'ensemble des devises majeures, en particulier contre le yen.

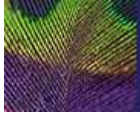
Le graphique de la semaine



Les conditions monétaires accommodantes maintenues par les Banques Centrales ont engendré une recherche de rendement indiscriminée.

On peut légitimement s'interroger sur la capacité des marchés du crédit à détecter les mauvais risques dans un tel environnement.

La croissance au mieux au potentiel n'empêche pas une convergence généralisée des spreads vers les niveaux les plus serrés historiquement sur le high yield obligataire et synthétique ou encore la dette émergente en dollars.



Iran et la stratégie de « containment »

La situation iranienne ne semble pas s'envenimer à ce stade. L'embrasement n'est jamais loin dans la région du Golfe mais l'hypothèse d'un conflit ouvert s'éloigne après l'aveu des autorités iraniennes assumant la responsabilité d'un tir de missile accidentel sur un avion de ligne ukrainien. La situation économique exsangue et l'inflation galopante entretiennent la contestation populaire envers le régime des mollahs. La production pétrolière de l'Iran est tombée à 2mn de barils par jour. La capacité de l'Iran à provoquer un choc de prix est nulle mais on ne peut exclure des opérations de sabotage visant les installations saoudiennes ou le trafic des tankers dans le détroit d'Hormuz. Les ambitions nucléaires du régime resteront un point de tensions. Par ailleurs, Donald Trump aura peut-être intérêt à accroître la pression et les sanctions s'il y voit un intérêt politique en vue de l'élection présidentielle de novembre. La situation demeurera précaire tout au long de l'année.

La croissance américaine se maintient

L'économie américaine a probablement crû à un rythme supérieur à 2% au dernier trimestre de 2019. La consommation des ménages décélère mais demeure la principale source de croissance outre-Atlantique. Les dépenses en biens et services progressent d'environ 2,5%Ta entre octobre et décembre. L'investissement reste inégal. Les dépenses d'équipement des entreprises diminuent (-2%Ta environ) comme les investissements en structures productives (-10%Ta estimés). La recherche-développement et les autres dépenses immatérielles sont en revanche beaucoup plus dynamiques. Le marché du travail reste solide malgré la décélération du salaire moyen horaire à 2,9%A en décembre. Le chômage est stable et le sous-emploi se réduit encore à 6,7%. L'économie a créé 145k emplois le mois dernier. Malgré la contraction de l'activité manufacturière rapportée dans l'enquête ISM du secteur, l'emploi manufacturier reste en hausse de plus de 240k depuis le début de l'escalade des tensions commerciales au printemps 2018. Certes, le protectionnisme de Trump a sans doute eu un coût d'opportunité en termes d'emplois non créés estimé à 1,5% du total dans une étude de la Fed mais ce secteur a connu une décennie favorable après des années 2000 marquées par les délocalisations et deux profondes récessions. L'activité dans les services est soutenue (ISM à 55 en décembre). Ainsi, nous prévoyons une croissance de 2,3%Ta entre octobre et décembre avec une contribution surprenante du solde extérieur en net redressement jusqu'en novembre.

La zone euro est moins dynamique. Les projections pour la France pointent une croissance de 0,2%T au 4T19. Les enquêtes conjoncturelles sont globalement stables (PMI composite au-dessus de 50) malgré une légère amélioration dans les services. L'inflation en zone euro est remontée à 1,3%A en décembre sous

l'effet de la hausse des prix de l'énergie et des services (1,8%A).

Légère tension sur les taux

La volatilité financière est entièrement liée aux nouvelles en provenance du Proche-Orient. Le 10 ans américain a évolué dans une large fourchette entre 1,70% et 1,90% en deux séances en milieu de semaine. La hausse hebdomadaire du T-note (1,82%) se chiffre à 3pb sans réel mouvement de courbe finalement. Le swap spread s'est resserré et d'autres indicateurs d'aversion pour le risque (la volatilité implicite des actions par exemple) se sont également détendus. Le repli rapide du pétrole (-3\$) se traduit par une réduction des points morts d'inflation à 10 ans de 2pb (TIPS).

En Europe, la nouvelle référence à 10 ans a rencontré une demande limitée à 3,5mds €. L'emprunt allemand cotait à -0,20% en fin de semaine. Les syndicats d'emprunts souverains (Irlande 15 ans à MS+6pb, Portugal 10 ans à MS+33pb) ont drainé une partie de la demande d'obligations souveraines d'autant que les trésors français et espagnols émettaient également sur plusieurs échéances. La saisonnalité des émissions laisse entrevoir la possibilité de primes plus élevés au 1T20 mais la forte demande finale et les achats de la BCE absorberont sans difficultés le besoin de financement des états. Le consensus des investisseurs finaux reste long en sensibilité avec une surexposition sur les dettes périphériques. Le BTP italien à 10 ans se resserrait la semaine passée de 6pb.

Les marchés du crédit ont digéré le retour des émissions en janvier après une baisse de l'activité en décembre. En outre, le nombre de calls et le vieillissement du gisement des indices obligataires avaient réduit l'encours en décembre. La reprise du primaire et la remontée de la sensibilité crédit engendre une hausse de la demande de sorte que les spreads sont inchangés sur la semaine (93pb contre Bund). Les obligations high yield s'écartent de 2pb cette semaine (305pb). Malgré deux évènements de crédit au 4T19, le taux de défaut sur 12 mois s'est réduit sur les trois derniers mois. L'iTraxx Crossover se traite à des niveaux réduits de 205pb en clôture hebdomadaire. La recherche de rendement reste le facteur prédominant sur les marchés du crédit.

La bourse américaine s'affiche à des niveaux record sur ses trois principaux indices. Le secteur de la technologie surperforme, malgré des publications trimestrielles inférieures aux attentes dans le secteur des logiciels. L'effet bêta de la classe d'actifs l'emporte. Les matières premières dont l'énergie perdaient en revanche du terrain. Les signaux techniques sont haussiers en Europe au-dessus de 3760 points sur l'Euro Stoxx 50. Concernant le marché des changes, le dollar est mieux orienté cette semaine. Le yen japonais paye l'apaisement temporaire des tensions dans le Golfe (au-dessus de 109).

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	13-janv.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.59 %	+4	+3	+1
EUR Bunds 10a	-0.17%	+12	+12	+2
EUR Bunds 2s10s	42 bp	+8	+9	+0
USD Treasuries 2a	1.58 %	+3	-3	+1
USD Treasuries 10a	1.84 %	+4	+2	-7
USD Treasuries 2s10s	27 bp	+0	+5	-8
GBP Gilt 10a	0.74 %	-3	-5	-8
JPY JGB 10a	0 %	+1	+1	+1
EUR Spreads Souverains (10a)	13-janv.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	25 bp	-6	-5	-5
Italie	155 bp	-10	0	-5
Es pagne	64 bp	-4	-6	-2
Inflation Points-m orts (10a)	13-janv.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi	100 bp	-2	+9	-
USD TIPS	177 bp	+1	+5	-2
GBP Gilt Indexés	316 bp	-1	+8	+4
EUR Indices Crédit	13-janv.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Credit IG OAS	93 bp	+0	-6	+0
EUR Agences OAS	43 bp	-2	-2	-1
EUR Obligations sécurisées OAS	39 bp	-2	-2	-2
EUR High Yield Pan-européen OAS	305 bp	+2	-24	+1
EUR/USD Indices CDS 5a	13-janv.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	43 bp	-2	-3	-1
iTraxx Crossover	207 bp	-6	-9	+0
CDX IG	44 bp	-2	-4	-1
CDX High Yield	278 bp	-3	-18	-2
Marchés émergents	13-janv.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	295 bp	-6	-18	+5
Devises	13-janv.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.112	-0.67	-0.01	-0.97
GBP/USD	\$1.299	-1.32	-2.6	-2.1
USD/JPY	¥109.84	-1.36	-0.42	-1.15
Matières Premières	13-janv.-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$65.0	-\$3.9	\$0.8	-\$1.0
Or	\$1 555.1	-\$9.5	\$78.8	\$32.3
Indices Actions	13-janv.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	3 265	0.94	3.05	28.9%
EuroStoxx 50	3 784	0.84	1.42	24.8%
CAC 40	6 043	0.49	2.09	26.4%
Nikkei 225	23 851	0.82	-0.72	18.2%
Shanghai Composite	3 116	1.04	4.98	22.3%
VIX - Volatilité implicite	12.75	-7.94	0.95	-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