

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

20 janvier 2020 /// n°4-2020

Actifs risqués : la hausse continue

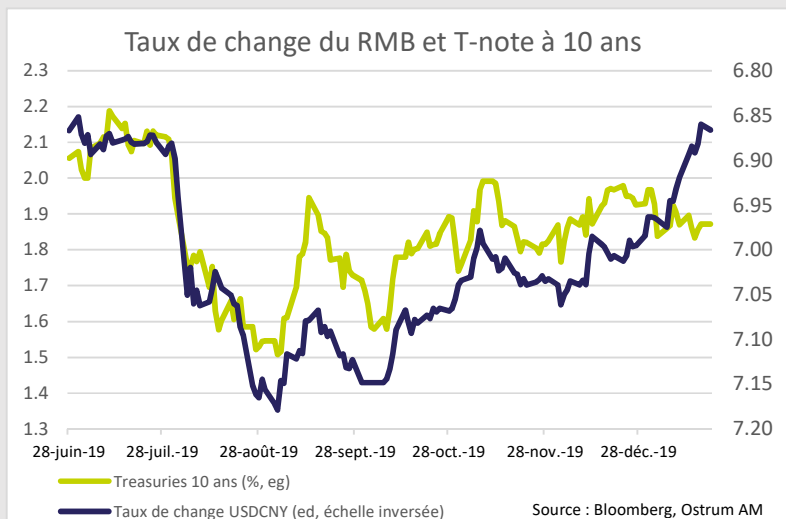
Points clés

- Signaux favorables sur l'immobilier américain
- Le S&P 500 proche des 3330 points
- Le 10 ans américain stable autour d'1,80%
- Les marchés du crédit absorbent sans difficulté la reprise du primaire

La hausse des actifs risqués entamée en septembre grâce à l'intervention de la Fed se poursuit en 2020. Les indices américains marquent des sommets historiques. Le S&P 500 tutoie désormais les 3330 points. Les actions européennes suivent le mouvement haussier (+0,5% sur l'Euro Stoxx 50). Du côté des taux, une accalmie salubre s'observe sur le T-note (1,82%) et le Bund (-0,22%). Le Gilt surperforme à mesure que les marchés intègrent un geste de la BoE à la fin du mois. L'emprunt britannique s'échange à 0,62% en clôture. Le sterling réagit également à la possibilité d'une baisse des taux contribuant à une stabilisation des points morts d'inflation. Cependant, la rechute du pétrole est un

frein à la normalisation des anticipations d'inflation. En zone euro, les spreads souverains ont connu un surcroît de volatilité en milieu de semaine. Le BTP s'élargit de 7pb à 159pb. Moody's a maintenu inchangée la note du Portugal (Baa3). Le crédit bénéficie de la recherche de rendement malgré le retour du primaire. Les primes à l'émission sont réduites. Les spreads de crédit sont stables ou en baisse. Parallèlement, le dollar se redresse. L'euro revient sous le seuil de 1,11\$. Le yen glisse vers 110. Dans le monde émergent, nous surveillons la faiblesse du réal qui s'oppose au rebond du peso mexicain.

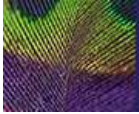
Le graphique de la semaine



Une corrélation n'implique pas de causalité.

Cependant, l'allure semblable du 10 ans américain et du taux de change du yuan traduit l'importance du conflit commercial dans la narrative du marché. Le protectionnisme américain pèse sur les taux en renforçant le dollar (inflation et croissance anticipées plus faibles). A l'inverse, l'espoir d'une résolution en fin d'année a engendré un rebond conjoint du yuan et des rendements américains.

La signature de l'accord de phase 1 le 15 janvier a mis un terme à cette tendance commune.



La croissance relayée par l'immobilier

Les dernières publications américaines confortent les estimations de croissance au-dessus de 2% T4 au 4T19. Les ventes au détail ont terminé l'année sur une note favorable (0,5% hors éléments volatiles en décembre), dissipant les craintes d'un ralentissement plus marqué de la consommation privée. La demande des ménages reste le principal moteur de la première économie mondiale. L'investissement en logement en témoigne également. La demande de crédit hypothécaire pour motif d'achat explose à la hausse en ce début d'année. Du côté de l'offre, le haut niveau de confiance des promoteurs (NAHB à 75 en janvier) préfigurait l'accélération des mises en chantier observée en décembre (1,6mn en rythme annuel). L'action de la Fed depuis juillet a provoqué un net rebond de l'investissement résidentiel. Le solde commercial s'améliore en fin d'année et les enquêtes manufacturières de Philadelphie et de New York progressent en janvier. L'inflation remonte au niveau de l'indice sous-jacent en décembre (2,3%A). La contribution de l'énergie s'inverse de sorte que l'IPC atteindra 2,6-2,7%A en janvier-février.

En zone euro, l'inflation accélère à 1,3%A. Nos projections indiquent cependant une inflation plus faible en fin d'année. La BCE se réunit jeudi. L'objectif d'inflation sera au centre de la revue stratégique des banquiers centraux. Le ralentissement de l'inflation britannique à 2,2%A (RPI) accrédite les anticipations d'une baisse des taux de 25pb de la BoE en fin de mois.

Le risque continue de payer

La toile de fond macro-économique demeure favorable aux actifs risqués d'autant que les conditions monétaires contribuent à la prise de risque. Le Président de la Fed de Dallas a d'ailleurs souligné l'impact des injections de liquidité de la Fed sur les marchés d'actions. D'autres marchés chahutés en fin d'été comme les tranches de CLOs américains ont connu un rapide redressement depuis mi-novembre. Rien ne semble enrayer le mouvement favorable au risque, pas même l'épisode iranien. Les actions ont peu d'alternatives liquides offrant un potentiel équivalent. Le S&P 500 marque de nouveaux records chaque semaine. L'indice traite proche des 3330 points après un gain hebdomadaire de près de 2%. Le secteur de la technologie et les médias tirent la cote à la hausse. Cela étant, les services publics surperforment malgré un bêta réduit. La croissance des résultats (-2,5%A) est certes un peu moins négative que prévu mais l'équilibre du marché dépendra d'un fort rebond des résultats à l'horizon de la fin 2020 (+14,5% anticipés au 4T20). Les ventes (+3,9%A) indiquent que la maîtrise des coûts sera primordiale pour valider l'expansion des multiples de valorisation. Les financières font moins que l'indice américain alors que les publications des grandes banques sortent en ordre dispersé. En Europe, la moindre exposition aux secteurs technologiques

explique en partie l'écart de performance avec les Etats-Unis. La rechute des cycliques ou la surperformance des services publics constitue néanmoins une alerte. Le rally des valeurs cycliques décotées semble toucher à sa fin en l'absence d'une nette accélération de l'activité.

Les marchés d'emprunts d'états se sont stabilisés au-dessus d'1,80% sur le T-note et autour de -0,20% sur son équivalent allemand. Le Gilt profite des anticipations d'allègement monétaire et le 10 ans japonais est revenu à l'objectif de la BoJ (0%). L'annonce par le Trésor américain de la réouverture des émissions de 20 ans aurait pu engendrer une pression à la pentification du 10-30 ans. Il n'en a rien été. Cela dépendra sans doute de la durée (risque de taux) vendue au marché sur cette nouvelle échéance. Une taille supérieure à 15 mds \$ mensuels impliquerait néanmoins un risque de tensions sur les taux longs. La Fed prendra néanmoins sa part du primaire. Les TIPS restent sous-valorisés compte tenu du niveau courant de l'inflation et des projections consensuelles. Le swap d'inflation à 2 ans s'échange à 1,62%. La dette émergente en dollars est bien orientée grâce à une balance des flux favorable et des spreads relativement attrayants (290pb en moyenne) par rapport au taux sans risque sous-jacent.

En zone euro, les marchés obligataires ont absorbé les syndications de dettes souveraines toutes largement sursouscrites (on a comptabilisé plus de 50mds € de demande sur le 10 ans espagnol). Le succès de la transaction portugaise (4 mds € de 10 ans à 0,50%) couvrant un quart des émissions brutes prévues en 2020 n'a pourtant pas été récompensé par un relèvement de la notation de Moody's (Baa3). L'Italie fait face à ses sempiternelles batailles politiques. La volatilité des BTPs sera plus élevée alors que se profilent des élections régionales fin janvier puis un référendum constitutionnel.

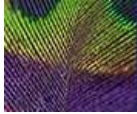
Le crédit s'avère aussi insensible à la reprise du primaire. La demande émanant de la BCE s'échelonne entre 15 et 30% des émissions depuis le début de l'année. Les covered bonds sont recherchés de sorte que les ratios de couverture sont élevés historiquement et les primes par rapport au secondaire réduites. Ce constat est valable sur le crédit unsecured où les émissions sont néanmoins inférieures à janvier 2019 jusqu'ici. Les spreads de crédit sont stables à 63pb contre swap. L'iTraxx IG (43pb) s'échange 1pb sous le niveau de clôture annuelle. Le Crossover est inchangé à 209pb, un spread semblant pourtant incompatible avec le risque de défaut historique.

Le marché des changes reste caractérisé par une volatilité réduite et un retour des investisseurs sur le dollar américain. La faiblesse du yen traduit la tendance haussière sur les actifs risqués. Enfin, la rechute isolée du réal mérite notre attention. Le peso mexicain se renforce.

Marchés financiers

| Emprunts d'Etats | 20-janv.-20 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2020 (pb) |
|---------------------------------|-------------|------------|---------|-----------|
| EUR Bunds 2a | -0.59 % | +0 | +5 | +2 |
| EUR Bunds 10a | -0.21% | -6 | +3 | -3 |
| EUR Bunds 2s10s | 38 bp | -6 | -2 | -5 |
| USD Treasuries 2a | 1.56 % | -3 | -7 | -1 |
| USD Treasuries 10a | 1.82 % | -2 | -10 | -10 |
| USD Treasuries 2s10s | 26 bp | +0 | -3 | -9 |
| GBP Gilt 10a | 0.63 % | -11 | -14 | -18 |
| JPY JGB 10a | 0.01 % | +1 | 0 | +2 |
| EUR Spreads Souverains (10a) | 20-janv.-20 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2020 (pb) |
| France | 26 bp | +1 | -5 | -5 |
| Italie | 158 bp | +4 | -8 | -2 |
| Es pagne | 66 bp | +3 | -3 | +1 |
| Inflation Points-m orts (10a) | 20-janv.-20 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2020 (pb) |
| EUR OATi | 100 bp | -2 | +9 | - |
| USD TIPS | 175 bp | -2 | -2 | -3 |
| GBP Gilt Indexés | 317 bp | +1 | +3 | +6 |
| EUR Indices Crédit | 20-janv.-20 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2020 (pb) |
| EUR Credit IG OAS | 92 bp | -1 | -2 | -1 |
| EUR Agences OAS | 43 bp | +0 | -1 | -1 |
| EUR Obligations sécurisées OAS | 39 bp | +0 | -2 | -2 |
| EUR High Yield Pan-européen OAS | 302 bp | -3 | -7 | -2 |
| EUR/USD Indices CDS 5a | 20-janv.-20 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2020 (pb) |
| iTraxx IG | 43 bp | 0 | -1 | -1 |
| iTraxx Crossover | 208 bp | +1 | +3 | +2 |
| CDX IG | 44 bp | 0 | -1 | -1 |
| CDX High Yield | 279 bp | +0 | -4 | -1 |
| Marchés émergents | 20-janv.-20 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2020 (pb) |
| USD JPM EMBI Global Div. Spread | 290 bp | -5 | -4 | 0 |
| Devises | 20-janv.-20 | -1sem (%) | -1m(%) | 2020 (%) |
| EUR/USD | \$1.108 | -0.5 | +0.05 | -1.29 |
| GBP/USD | \$1.299 | -0.04 | -0.06 | -2.05 |
| USD/JPY | ¥110.16 | -0.22 | -0.65 | -1.43 |
| Matières Premières | 20-janv.-20 | -1sem (\$) | -1m(\$) | 2020 (\$) |
| Brent | \$65.3 | \$1.1 | \$0.1 | -\$0.7 |
| Or | \$1 560.7 | \$10.9 | \$83.3 | \$37.9 |
| Indices Actions | 20-janv.-20 | -1sem (%) | -1m(%) | 2020 (%) |
| S&P 500 | 3 330 | 1.97 | 3.37 | 28.9% |
| EuroStoxx 50 | 3 800 | 0.53 | 0.61 | 24.8% |
| CAC 40 | 6 079 | 0.71 | 0.95 | 26.4% |
| Nikkei 225 | 24 084 | 0.98 | 1.12 | 18.2% |
| Shanghai Composite | 3 096 | -0.63 | 3.02 | 22.3% |
| VIX - Volatilité implicite | 12.10 | -3.66 | -3.28 | -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