

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

10 février 2020 /// n°7-2020

Les marchés dominés par l'effet liquidité

Points clés

- **Rebond généralisé des actifs risqués**
- **Les indices américains au zénith, le T-note proche de 1,60%**
- **L'emploi américain toujours solide**
- **Grande stabilité des spreads IG, resserrement du high yield**

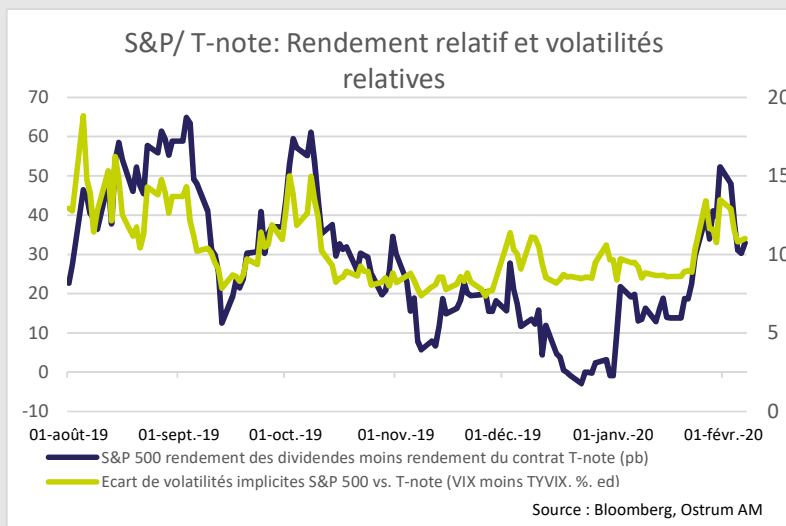
L'optimisme des investisseurs est revenu cette semaine après une réouverture sans panique de Shanghai. Les indices boursiers américains sont au zénith. Le S&P s'apprécie de 3,5% en 2020. Le Stoxx 600 traite également sur ses sommets historiques.

Les marchés de taux s'ajustent sans toutefois effacer les gains de 2020. Le Bund s'échange à -0,38% avec une légère pression à la pentification. Les dettes souveraines sont sans tendance. Le 10 ans américain a rejoint le niveau du taux repo de la Fed. La courbe des Treasuries s'aplatit sur les maturités longues.

La remontée des actifs risqués se décline sur le high yield européen (-11pb) et les obligations émergentes en USD (-11pb). Les indices de CDS reflètent aussi une exposition accrue au risque. L'iTraxx XO (214pb) cote à moins de 10pb des niveaux récents les plus serrés.

L'euro casse le seuil d'1,10\$ après des publications médiocres en fin de semaine. Le yen glisse de nouveau vers 110. Le peso mexicain est la seule devise majeure à s'apprécier face au billet vert en 2020.

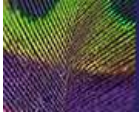
Le graphique de la semaine



La hausse des actions est souvent attribuée à la politique monétaire expansionniste et l'absence d'alternatives aux actions.

L'écart entre le rendement des dividendes du S&P 500 et le rendement des Treasuries (sous-jacent du contrat TY) est à l'avantage des actions. En outre, les rachats d'actions doublent le retour total aux actionnaires.

Cet écart semble corrélé à la différence des risques perçus (i.e. les volatilités implicites des contrats à terme). Le rendement additionnel compense le risque attendu plus élevé.



L'économie chinoise à l'arrêt

L'épidémie de coronavirus reste l'un des sujets les plus discutés sur les marchés financiers. Les marchés d'actifs risqués se sont toutefois stabilisés avant de reprendre le chemin de la hausse. L'indice S&P 500 renoue avec ses sommets historiques. L'amélioration du sentiment des investisseurs contribue à la remontée des rendements obligataires. La mise en quarantaine de plusieurs régions chinoises finira tôt ou tard par impacter les chaînes de valeur mondiales. L'accident nucléaire de Fukushima en 2011 avait perturbé la production mondiale d'automobiles car certains composants provenant exclusivement de producteurs japonais. La recherche de nouveaux sous-traitants est une priorité pour les entreprises multinationales. L'économie chinoise est ainsi plongée dans un coma artificiel dont la durée correspondra probablement au pic épidémique. Certaines pertes d'activité dans les services seront irrécouvrables et les faillites augmenteront. La construction et l'industrie devraient toutefois rebondir à partir du 2T20. La croissance annuelle peinera à atteindre les 5% en 2020. Dans ce contexte, l'accord commercial signé avec les Etats-Unis risque de ne pas être respecté. La baisse de moitié des tarifs chinois sur 75mds \$ de biens américains constitue probablement un premier geste de compensation.

La consommation de pétrole actuelle se situe 20% sous la norme. La demande chinoise de matières premières s'effondre alors que le pays représente plus de la moitié de la consommation mondiale de métaux industriels. L'Australie compte parmi les pays les plus exposés à ce choc de termes de l'échange. Par ailleurs, les touristes chinois dépensent 250mds \$ par an, soit plus de deux fois le total des voyageurs américains. Le trou d'air impactera durement le transport et le secteur du luxe en réduisant notamment la rentabilité des points de vente dans les aéroports.

Croissance solide aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, les enquêtes pointent une amélioration dans le secteur manufacturier. L'ISM des services est solide en janvier. Le marché du travail reste tendu. Les créations d'emplois demeurent soutenues en janvier (225k) de sorte que le taux de chômage reste faible à 3,6%. Le renouveau de l'investissement résidentiel et le rééquilibrage de la balance énergétique compensent l'atonie des dépenses en équipement des entreprises. En zone euro, l'affaiblissement de la croissance en fin d'année dernière contraste avec une certaine amélioration des enquêtes. La crise sanitaire chinoise constitue un choc supplémentaire susceptible de prolonger la récession industrielle.

FOMO, TINA et des marchés tirés par la liquidité

Le rapide retournement haussier sur les marchés financiers pourrait signifier une certaine complaisance

de la part des intervenants vis-à-vis des risques évoqués plus haut. Il s'agit surtout des effets collatéraux des politiques monétaires accommodantes des grandes Banques Centrales. La PBoC a de nouveau injecté des liquidités mettant un terme à l'appréciation du yuan constatée depuis la signature de l'accord commercial avec les Etats-Unis (proche de 7 contre le dollar).

De fait, le 10 ans américain est insensible à l'accélération de l'emploi et au redressement des enquêtes ISM. Le T-note est toutefois revenu autour d'1,60%, soit le niveau du taux de repo de la Fed. La sous-performance du 5 ans cette semaine traduit la réduction de l'aversion pour le risque. L'aplatissement du 10-30 ans reflète la décision du Trésor d'attendre le mois de mai avant de relancer le 20 ans. Les flux finaux sur les marchés obligataires américains s'orientent vers les MBS au détriment des prêts bancaires pénalisés par la baisse du LIBOR 3 mois (1,74%). Les signes de rebond des prix immobiliers ont favorisé les titrisations de créances hypothécaires malgré le désengagement progressif de la Fed de ce marché. La chute du pétrole (WTI à 50\$) motive une modération de la demande d'emprunts indexés sur l'inflation. L'inflation demeure un risque sous-estimé par les marchés avec des points morts à 10 ans (165pb). La dette émergente a effacé la majeure partie de l'élargissement de janvier malgré les tensions persistantes dans le segment du high yield (Liban, équateur, Argentine...). En zone euro, la volatilité des spreads de crédit et des spreads souverains est quasiment nulle depuis quelques semaines. Le crédit IG se resserre de 2pb en 2020 à 91pb. Les investisseurs institutionnels ont peu d'alternatives au crédit. Les primes souveraines sont comparables au niveau de novembre dernier (133pb sur le BTP 10 ans). Les émissions attirent une demande solide. Le rendement du Bund remonte de 5pb (-0,39%) sur une semaine mais reste près de 20pb plus bas qu'en début d'année. Par ailleurs, la corrélation entre les taux américain et européen s'est renforcée dans l'épisode d'aversion pour le risque.

Aux Etats-Unis, le S&P 500, tiré par les poids lourds technologiques de la cote, semble insubmersible d'autant que la saison des résultats s'avère meilleure qu'attendu, à l'exception des secteurs liés aux matières premières. Le bas niveau des taux favorise les services publics et les foncières. Outre l'absence d'alternatives rémunératrices, la peur de manquer la prochaine accélération haussière conduit les gestions à conserver un biais acheteur. L'expérience de 2019 a marqué les esprits. L'Europe n'est pas en reste. L'Euro Stoxx 50 a cassé le plafond des 3800 points. Les bénéfiques au niveau agrégé sont pourtant en baisse de 4%A selon les premières publications du 4T19 (158 sur 440 entreprises européennes). Outre l'énergie et les ressources de base, le secteur des biens de consommation concentre les mauvaises nouvelles.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	7-févr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.64 %	+3	-2	-4
EUR Bunds 10a	-0.39%	+5	-10	-20
EUR Bunds 2s10s	26 bp	+2	-8	-16
USD Treasuries 2a	1.4 %	+9	-14	-17
USD Treasuries 10a	1.58 %	+8	-23	-33
USD Treasuries 2s10s	18 bp	-1	-10	-17
GBP Gilt 10a	0.57 %	+5	-22	-25
JPY JGB 10a	-0.04 %	+3	-3	-3
EUR Spreads Souverains (10a)	7-févr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	25 bp	-1	-5	-5
Italie	133 bp	-4	-33	-27
Espagne	67 bp	+0	-1	+2
Inflation Points-morts (10a)	7-févr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi	100 bp	-2	+9	-
USD TIPS	166 bp	+2	-9	-13
GBP Gilt Indexés	308 bp	+3	-9	-3
EUR Indices Crédit	7-févr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Crédit IG OAS	91 bp	-3	-3	-2
EUR Agences OAS	42 bp	-1	-2	-2
EUR Obligations sécurisées OAS	38 bp	-1	-2	-3
EUR High Yield Pan-européen OAS	323 bp	-14	+15	+19
EUR/USD Indices CDS 5a	7-févr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	43 bp	-3	-1	-1
iTraxx Crossover	215 bp	-15	+3	+9
CDX IG	46 bp	-4	0	+1
CDX High Yield	290 bp	-16	+7	+10
Marchés émergents	7-févr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	301 bp	-11	+2	+11
Devises	7-févr.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.095	-1.33	-1.77	-2.52
GBP/USD	\$1.289	-2.38	-1.8	-2.8
USD/JPY	¥109.75	-1.28	-1.09	-1.07
Matières Premières	7-févr.-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$54.5	-\$2.2	-\$13.1	-\$10.8
Or	\$1 570.4	-\$18.7	-\$1.5	\$47.6
Indices Actions	7-févr.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	3 328	3.17	2.80	28.9%
EuroStoxx 50	3 798	4.33	1.04	24.8%
CAC 40	6 030	3.85	0.29	26.4%
Nikkei 225	23 828	2.68	-0.09	18.2%
Shanghai Composite	2 876	-3.38	-7.00	22.3%
VIX - Volatilité implicite	15.47	-17.89	12.18	-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