

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

6 juillet 2020 /// n°27-2020

## Les marchés valident une embellie

### Points clés

- **Les indicateurs conjoncturels s'améliorent malgré l'épidémie**
- **Les actions européennes gagnent près de 3%, les banques en tête**
- **Les taux sans tendance, légère pression sur le 10-30**
- **Reprise de risque sur le crédit et le high yield**

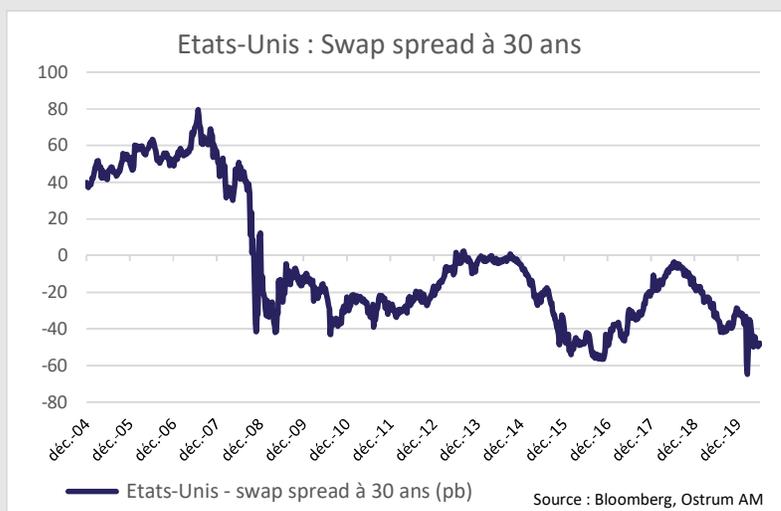
Les enquêtes de conjoncture indiquent une amélioration de la situation économique mondiale. Les actions ont validé ces signaux d'embellie économique en s'adjugeant près de 3% cette semaine en Europe. La semaine écourtée par la fête nationale américaine a cependant réduit les volumes échangés sur les marchés.

La hausse des actions n'a pas provoqué de tensions sur les taux hormis une légère pentification des courbes au-delà de 10 ans aux Etats-Unis comme en zone euro. Les spreads souverains se rétrécissent

comme les primes de risque sur le crédit en zone euro comme aux Etats-Unis. L'iTraxx IG ressort en baisse de 8pb à 64pb. La reprise des flux acheteurs concerne également le high yield.

Le dollar reste un baromètre de l'aversion pour le risque. La hausse des actifs risqués s'accompagne d'une baisse du dollar contre la plupart des devises majeures à l'exception du yen. La baisse du dollar favorise aussi la dette émergente dont les spreads se réduisent de 11pb supplémentaires cette semaine à 461pb.

### Le graphique de la semaine



Le swap spread est souvent interprété comme une mesure d'aversion pour le risque ou de risque systémique bancaire comme en 2008.

Sur les maturités longues, le spread à 30 ans indique également la propension des fonds de pension à couvrir leur risque de taux via des swaps lorsqu'ils sont contraints sur leurs bilans.

Les niveaux actuels sont proches des plus bas de 2016 à -48pb en raison de la hausse considérable des besoins de financement de l'état fédéral.



## Les enquêtes pointent à la hausse

Les prises de profits de fin de semestre ont été balayées par les signaux de reprise de l'activité. Les données conjoncturelles de juin sont en effet bien orientées dans l'ensemble des régions du monde. Aux Etats-Unis, l'ISM (52,6 en juin) confirme l'embellie entrevue dans les sondages régionaux. L'enquête manufacturière s'établit à son plus haut niveau depuis mai 2019. Les nouvelles commandes croissent grâce à la demande interne. La baisse des délais de livraison indique aussi un redémarrage progressif des chaînes de valeur. L'investissement productif apparaît comme l'une des clés de la sortie de cette récession inédite. Les livraisons de biens d'équipement progressaient d'1,5% en mai. Les perspectives d'investissement à l'horizon de 6 mois s'améliorent d'après les enquêtes du secteur manufacturier américain après trois mois d'un pessimisme aigu. La lumière au bout du tunnel en quelque sorte. Le retour à l'emploi concerne 4,8mn d'américains en juin. Cela étant, la rapide hausse des faillites d'entreprises va de pair avec les licenciements permanents. Le chômage restera durablement autour de 10%. Les transferts fédéraux devront être prorogés. Les perspectives économiques demeurent soumises à l'évolution de la pandémie notamment au sud du pays. Le nombre de nouveaux cas recensés repart à la hausse (>50k par jour) au-delà du pic épidémique de mars. Le retour du protectionnisme américain envers l'Europe notamment et la situation de tensions sécuritaires à Hongkong constituent d'autres facteurs d'incertitude. En zone euro, l'activité reprend. La consommation progresse en France et en Allemagne, même si les ventes au détail n'ont pas encore retrouvé leur niveau de février. En Chine, le secteur des services (Caixin à 58,4 en juin) se redresse fortement depuis l'effondrement de février 2020.

## Actions : début de trimestre en hausse

Les actions ont repris le chemin de la hausse après l'arrêt semestriel. Les bonnes nouvelles économiques ont pris le dessus sur la situation sanitaire. L'Euro Stoxx 50 s'adjuge ainsi 2,8% dans des volumes étroits en raison du vendredi chômé aux Etats-Unis. Après un 1S20 épouvantable, la sous-performance des banques européennes s'atténue après un rebond hebdomadaire des cours de 5%. Les stress tests de la Fed prédisent néanmoins une hausse sensible des provisions pour pertes de crédit sur leurs opérations aux Etats-Unis.

La saison des résultats se profile aux Etats-Unis dans des conditions inédites : 40% des entreprises cotées ont retiré leurs projections. La réaction des marchés aux publications s'avèrera d'autant plus forte en cas de déception sur les résultats. Les valorisations (24x les BPA de 2020) ne sauraient s'accommoder de surprises négatives. Le retour à l'actionnaire a été raboté de moitié avec la baisse des dividendes et des rachats

d'actions. Par ailleurs, l'interdiction des ventes à découvert sur certains titres a été levée fin juin. Les fonds activistes pourraient peser sur les cours en cas de déceptions.

## L'action de la Fed fait baisser la volatilité des taux

Sur les marchés de taux, les minutes du dernier FOMC ont dévoilé les réticences des banquiers centraux à opter pour une politique de contrôle de la courbe. De fait, la volatilité des taux américains est retombée au plus bas historique. L'indice MOVE (50pb) se situe à moins de 10pb des plus bas historiques de 2019. La volatilité des taux a disparu, ce qui n'est pas poser de problèmes aux investisseurs désireux de couvrir un risque baissier sur les actifs risqués. La pression à la pentification subsiste (+6pb sur le spread 5-30 ans) de sorte que les Treasuries se traitent à des niveaux d'asset swaps élevés au-delà de 20 ans jusqu'à 47pb sur l'échéance 30 ans. Malgré les 80mds \$ d'achats mensuels de la Fed, la rallonge budgétaire à venir pèse sur les taux à long terme. Le T-note à 10 ans s'échange autour de 0,70%. En zone euro, le Bund retombe sous -0,40%. La syndication d'un emprunt portugais à 15 ans (swap + 88pb) a attiré une demande 10 fois supérieure aux 4mds € émis. Les souverains périphériques continuent de se resserrer. Le BTP 10 ans s'échange sous 170pb, les obligations ibériques cotent certes à des spreads plus larges qu'en début d'année mais à moins de 90pb.

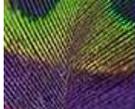
Les marchés du crédit suivent la tendance dessinée par les marchés d'actions. L'activité sur le marché primaire avant l'été et ses publications trimestrielles ont ralenti le resserrement des spreads. Les émissions atteignent encore 19mds € cette semaine après un trimestre record (236mds €). L'iTraxx IG se resserre davantage (64pb ; -8pb sur la semaine) que le crédit euro IG dont la prime moyenne atteint 145pb contre Bund (-4pb). Les flux investis sur le crédit s'améliorent également depuis la clôture semestrielle. Les financières apportent un surcroît de performance sur la semaine écoulée. Les investisseurs augmentent leur exposition au high yield. Les flux accélèrent sensiblement en ce début de juillet. Les spreads diminuent sensiblement de 9pb à 523pb. Le taux de défaut constaté reste très faible en Europe de l'ordre de 1,5%. L'ampleur de la crise fera augmenter les défaillances d'entreprises mais les défauts devraient rester contenus à 3-4% de l'encours de dette spéculative en euros.

L'environnement favorable au risque est naturellement défavorable au dollar. Le billet vert se déprécie contre toute devise à l'exception du yen. L'euro se stabilise autour d'1,125\$. Le peso mexicain et le réal brésilien gagnent 3%. A noter que l'once d'or est stable malgré la hausse des actifs risqués.

## Marchés financiers

Emprunts d'Etats	6-juil.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.68 %	+1	-8	-8
EUR Bunds 10a	-0.43%	+5	-15	-24
EUR Bunds 2s10s	25 bp	+3	-7	-16
USD Treasuries 2a	0.16 %	+1	-5	-141
USD Treasuries 10a	0.7 %	+8	-19	-122
USD Treasuries 2s10s	54 bp	+7	-15	+19
GBP Gilt 10a	0.21 %	+5	-14	-61
JPY JGB 10a	0.04 %	+2	-1	+5
EUR Spreads Souverains (10a)	6-juil.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	32 bp	-3	+2	+1
Italie	167 bp	-10	-2	+7
Espagne	86 bp	-8	+2	+21
Inflation Points-morts (10a)	6-juil.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	52 bp	+2	+2	-
USD TIPS	142 bp	+9	+16	-37
GBP Gilt Indexés	299 bp	+11	+5	-12
EUR Indices Crédit	6-juil.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Crédit IG OAS	145 bp	-4	-9	+52
EUR Agences OAS	55 bp	-2	-2	+11
EUR Obligations sécurisées OAS	42 bp	-2	-3	+1
EUR High Yield Pan-européen OAS	523 bp	-9	-12	+219
EUR/USD Indices CDS 5a	6-juil.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	62 bp	-9	+1	+18
iTraxx Crossover	361 bp	-37	+21	+155
CDX IG	73 bp	-8	+5	+27
CDX High Yield	494 bp	-44	+51	+214
Marchés émergents	6-juil.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	461 bp	-11	-38	+171
Devises	6-juil.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.132	+0.8	+0.23	+0.78
GBP/USD	\$1.250	+1.76	-1.58	-5.77
USD/JPY	¥107.55	+0.2	+0.67	+0.96
Matières Premières	6-juil.-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$43.2	\$1.4	\$0.8	-\$19.3
Or	\$1 785.3	\$15.4	\$87.8	\$262.5
Indices Actions	6-juil.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	3 173	5.45	1.61	-1.79
EuroStoxx 50	3 350	3.66	-1.00	-10.54
CAC 40	5 085	2.83	-2.16	-14.93
Nikkei 225	22 714	3.27	-0.65	-3.98
Shanghai Composite	3 333	12.54	13.72	9.27
VIX - Volatilité implicite	27.74	-20.13	8.11	101.31

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