

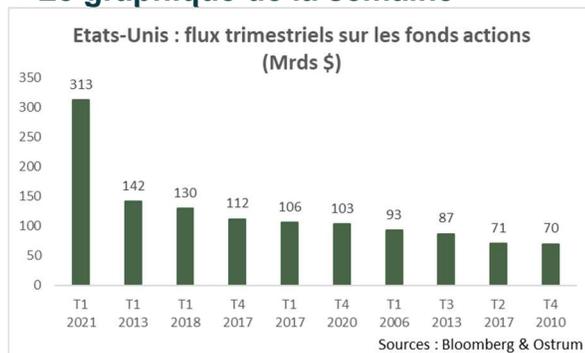
## ● Le thème de la semaine : SPAC, chèques en blanc et folie financière

- L'excès de liquidité favorise toujours l'innovation financière, parfois déstabilisante ;
- Les SPAC s'apparentent à des chèques en blanc afin de financer des acquisitions de sociétés prometteuses et de les faire coter rapidement ;
- Les SPAC ont attiré l'attention du régulateur en raison des risques liés à l'asymétrie d'information entre les dirigeants du SPAC et les investisseurs ;
- L'action des prix récente témoigne d'une prise de conscience du risque de destruction de valeur pour l'actionnaire.

## ● La revue des marchés : Spring break

- Les actions démarrent le 2T en trombe
- Les tensions sur les chaînes de production et la géopolitique assombrissent l'horizon
- Taux stables, pressions sur les spreads italiens
- La surperformance du high yield se maintient

## ● Le graphique de la semaine



Les volumes d'achats aux Etats-Unis sur les fonds actions ont très largement battu leur record : 313 milliards de dollars sur le premier trimestre de cette année alors que le record précédent n'était « que » de 142 milliards.

Une partie importante de l'épargne des ménages a donc été investie. C'est peut-être un signal que cette épargne ne sera pas dépensée autant que certains l'espèrent. C'est aussi un signal de surchauffe qui fait échos à notre thème de la semaine sur les SPACs.

## ● Le chiffre de la semaine

# 6,4%

Source : Ostrum AM

Révision en nette hausse de la croissance du PIB des Etats-Unis attendue par le FMI à 6.4% en 2021. Soit +1.3 point de plus par rapport à la prévision de janvier. Et +3.3 pp par rapport à celle d'octobre. La relance Biden convainc le FMI.



**Stéphane Déo**  
Directeur stratégie marchés



**Axel Botte**  
Stratégiste international



**Zouhoure Bousbih**  
Stratégiste pays émergents



**Aline Goupil-Raguénès**  
Stratégiste pays développés

● **Thème de la semaine**

## SPAC, chèques en blanc et folie financière

L'argent doit toujours aller quelque part. Il paraît évident que de nombreux marchés financiers et immobiliers présentent des valorisations gonflées par l'assouplissement monétaire. La Fed surveille les risques d'instabilité financière... qu'elle contribue à créer. Les « innovations financières » récentes, telles que les jetons non fongibles (NFTs), les crypto-monnaies ou les SPACs, ces sociétés dédiées aux acquisitions, sont de parfaits exemples d'excès, voire de folie financière. Dans cet article, nous passons en revue les derniers développements sur le marché américain des SPACs.

### Les écueils de l'excès de liquidité

Les Banques centrales ont répondu à la pandémie en fournissant des réserves au système financier. L'activité de repo avec les banques et les programmes d'achat d'actifs ont abouti à des expansions sans précédent des bilans des Banques centrales et des agrégats monétaires. La masse monétaire a en effet augmenté bien au-delà des besoins de transaction dans l'économie réelle, de sorte qu'un excès de liquidité s'est accumulé. L'actif total de la Fed s'élève désormais à plus de 7 000 milliards de dollars. La politique d'open market de la Fed peut avoir un impact direct sur la valorisation des actifs, celles des bons du Trésor par exemple, ou indirect, comme c'est le cas pour le logement avec les achats de MBS. Les banquiers centraux contrôlent facilement les taux d'intérêt sans risque.

Mais les banquiers centraux doivent intégrer les conséquences néfastes des liquidités en excès. Les fuites de liquidités le long du canal de transmission de la politique monétaire ont souvent fait prospérer « l'innovation » financière.

Des montants de liquidités considérables sont parfois détournés des objectifs macroéconomiques. Les jetons non fongibles (NFTs), qui offrent un moyen prétendument sûr de transférer les « droits de propriété intellectuelle », ont connu une flambée des prix ces derniers temps. Les investisseurs dans les crypto-monnaies ont parqué des billions de dollars

en dehors du système financier / économique formel. Les SPAC attirent également les excédents de liquidité. Bien que le marché des SPAC soit trop petit pour présenter un risque systémique, ils relèvent également de la folie financière.

### Un aperçu de SPAC : fonctionnement et risques associés

SPAC signifie Special Purpose Acquisition Company. Ce sont des véhicules d'investissement destinés à faire des acquisitions. Les SPAC sont des « coquilles vides » cotées en bourse sans opérations. Elles ne détiennent que des liquidités à utiliser pour acheter des entreprises privées (c'est-à-dire non cotées). Dans le processus d'acquisition, les entreprises privées ciblées sont instantanément mises en bourse.

Les SPAC ont une longue histoire aux États-Unis où la tradition du private equity est plus ancrée qu'en Europe. L'objectif des SPAC est proche de celui des sociétés de capital-investissement, même si les fonds de capital-investissement ont tendance à retirer les sociétés de la cote et revendre leurs participations sur le marché des années plus tard. L'intérêt principal des SPAC est de permettre à la communauté des investisseurs de réaliser des opérations de private equity par l'intermédiaire de la Bourse. Les investisseurs bénéficient ainsi des garanties de réglementation et d'information offertes par les sociétés cotées.

#### Le cycle de vie des SPAC

Le cycle de vie des SPAC comporte trois étapes.

Dans la première phase, les SPAC lèvent des capitaux, notamment par le biais d'une introduction en bourse. Au cours du processus d'introduction en bourse, les actifs d'un SPAC sont son équipe de direction, la stratégie des dirigeants et l'approbation par la SEC de sa déclaration d'enregistrement SPAC Form S-1. Les liquidités sont placées dans un compte en fiducie (portant intérêt), tant que les dirigeants étudient les opportunités d'acquisition. Les fonds seront utilisés pour réaliser des acquisitions dans des secteurs prédéterminés et à un horizon compris entre 18 à 24 prochains mois. Si aucune cible n'est identifiée, les SPAC doivent restituer des fonds à leurs actionnaires. De plus, les investisseurs SPAC reçoivent des warrants leur permettant d'acheter des actions

*Un SPAC lève du capital pour faire des acquisitions, puis fusionne avec la cible. L'entité combinée commence ensuite à opérer et son action traite sur le marché.*

du SPAC supplémentaires à un prix prédéfini. Les actions et les bons de souscription se négocient généralement séparément.

La deuxième phase est le regroupement du SPAC et de l'entreprise achetée. Lorsqu'une opportunité d'acquisition est identifiée, les actionnaires ont leur mot à dire. Les actionnaires ont alors le droit de retirer et de racheter leurs placements. Après l'approbation des actionnaires, les SPAC annoncent une fusion avec la société privée. La société cible est acquise et l'entité combinée commence ses activités et son action cote sur les marchés.

La troisième phase est opérationnelle. Une stratégie commerciale est développée, l'intégration complète des entités a lieu et les processus financiers et de conformité appropriés mis en œuvre.

### Le problème principal-agent

Les SPAC intègrent une relation classique de principal-agent. La confiance des investisseurs est donc essentielle. Pour la plupart des investisseurs, il peut être difficile de concevoir le fait de faire un chèque en blanc à des gestionnaires de fonds ou des sponsors pour effectuer des acquisitions d'entreprises privées prometteuses.

Un problème de contrôle principal-agent se pose, car les investisseurs (principal) ont une information incomplète sur les compétences des gestionnaires (agent) et leur volonté de s'aligner sur les intérêts des investisseurs.

Pour convaincre les investisseurs, les SPAC doivent respecter quelques règles de fonctionnement. Lors de l'introduction en bourse, les investisseurs doivent connaître les principales caractéristiques de l'acquisition, telles que le secteur ciblé, la taille indicative de l'opération et sa rentabilité attendue.

C'est la raison pour laquelle les SPAC sont généralement associés à des investisseurs célèbres ou à d'anciens chefs d'entreprise dans les secteurs ciblés. Mais il y a une contrepartie. Les sponsors des SPAC se rémunèrent en s'octroyant des participations importantes dans les entreprises qui en résultent. En effet, les sponsors peuvent acheter 20 % des actions SPAC avec des décotes importantes. Une fois la fusion annoncée, les actions du SPAC s'éloignent de leur valeur liquidative initiale constituée de liquidités. Une fois l'acquisition effectuée, le cours des actions reflète les perspectives bénéficiaires de l'entreprise. Comme n'importe quelle autre action, en somme.

### Risques sous-jacents des SPAC et assurance

La relation principal-agent induit des risques de litige. Lors de leur introduction en bourse et du processus de fusion et d'acquisition qui s'ensuit, les SPAC sont confrontés à de nombreux obstacles réglementaires, juridiques et commerciaux, nécessitant l'obtention d'une assurance souvent onéreuse appropriée pour chaque étape de leur cycle de vie. Les risques peuvent provenir de fausses déclarations ou d'omissions de faits allégués dans la déclaration d'enregistrement S-1 du SPAC ou de manque d'exhaustivité des informations en relation avec l'acquisition du SPAC. Les actionnaires peuvent tenter une action

après l'opération de fusion s'ils ne sont pas satisfaits de la société qui en résulte. Il peut y avoir des recours collectifs contre la nouvelle société et probablement de nombreux autres cas de litiges. Le coût de l'assurance des administrateurs et des officiers (D&O insurance) et d'autres risques encourus par les SPAC sont en forte hausse au cours des derniers mois. La couverture de l'équivalent de 10 millions de dollars pour indemniser les administrateurs et dirigeants du SPAC coûte désormais plus d'1 million de dollars en moyenne. Le coût s'échelonnait de 250 000 \$ à 300 000 \$ il y a seulement un an.

### Le retour du financement par actions et les inquiétudes de la SEC concernant l'engouement pour les SPAC

Les partisans des SPAC disent qu'ils ravivent l'intérêt pour les marchés boursiers publics (américains), après une période prolongée pendant laquelle les entreprises technologiques prometteuses préféraient rester hors de la cote. Les nouvelles émissions d'actions américaines ont débuté l'année en fanfare. Le rapport des introductions à la capitalisation de l'indice Wilshire 5000 est beaucoup plus élevé que les années précédentes. Les nouvelles émissions d'actions vont bien au-delà du phénomène des SPAC, mais toutes deux reflètent une reprise de l'intérêt pour la cote. Les rachats d'actions par les entreprises, les crises financières et le vieillissement de la population avaient contribué à l'attrition du marché boursier pendant une décennie.

Cependant, les investisseurs doivent garder à l'esprit les risques spécifiques associés aux SPAC. Le recours à un SPAC pour faire coter une société expose les investisseurs en actions à des risques plus importants qu'une introduction en bourse traditionnelle. Dans une introduction en bourse classique, les banques d'investissement (underwriters) font les vérifications nécessaires avant de souscrire à l'opération. Dans une opération d'introduction en bourse d'un SPAC, les banques souscrivent uniquement à une coquille vide. Il est possible que la vérification des informations concernant l'activité de la cible du SPAC, à la charge du sponsor du SPAC et de ses conseillers financiers, ne soit pas aussi fiable. Les prévisions concernant la cible peuvent aussi s'avérer trop optimistes et aboutir à un gonflement des valorisations. Il n'est donc pas surprenant que la SEC s'en inquiète.

En outre, les investisseurs peuvent ne pas être pleinement conscients des coûts une fois la rémunération des sponsors prise en compte, et ne pas être au courant des conflits d'intérêt des gestionnaires du SPAC liés à d'autres investissements.

En ce qui concerne l'activité d'underwriting, les commissions des banques d'investissement sur les introductions en bourse des SPAC constituent aussi un point d'attention pour la SEC. On estime que les commissions bancaires ont totalisé 37 milliards de dollars au premier trimestre de 2021. Les frais sur les introductions en bourse des SPAC représentent en moyenne environ 5,2 % du montant brut (selon les données de Bloomberg). Cette activité, qui nécessite une documentation réduite et consomme peu de risque bilanciel, semble extrêmement profitable pour Wall Street.

En décembre 2020, le superviseur (SEC) a imposé aux SPAC de préciser, dans leurs prospectus, s'il est prévu que les banques d'investissement perçoivent des honoraires différés une fois l'acquisition d'une société cible conclue et de rendre publics les conflits d'intérêts potentiels pouvant résulter de services supplémentaires rémunérés que les banques d'investissement fourniraient le cas échéant.

## Le marché des SPAC

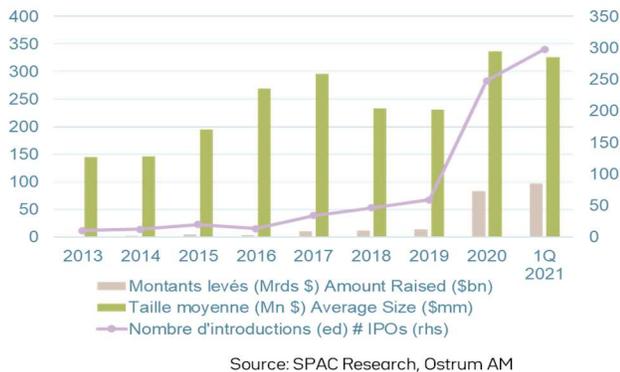
### Vue d'ensemble du marché américain SPAC

Le marché des SPAC est désormais conséquent. Selon les données de SPAC research, il y a 553 SPAC représentant 178 milliards de dollars de liquidités. Parmi celles-ci, 120 SPAC ont annoncé une fusion / regroupement d'entreprise mobilisant un financement de 38 milliards de dollars. Près de 80 % des SPAC actifs sont toujours à la recherche d'une cible. Les liquidités inutilisées détenues dans les fonds s'élèvent à 140 milliards de dollars. Enfin, 253 SPAC doivent encore être introduits en bourse.

Active SPAC Summary		
Group	# of SPACs	Amount in Trust
Total Active	553	\$178,333,687,555
Announced business combinations	120	\$38,215,183,821
Seeking target	433	\$140,118,503,734
Pre-IPO	253	\$63,911,480,000*

Source: SPAC Research, Ostrum AM

### Etats-Unis: SPAC introductions en bourse



### Le boom des émissions de SPAC en chiffres

Un nombre important de SPAC a été lancé au premier trimestre sur les marchés américains. La levée de fonds dépasse le total de l'an dernier. Wall Street a en effet placé pour 97 milliards de dollars de SPAC avec 495 transactions en trois mois. Citigroup est en tête du classement avec 16 % de part de marché et un volume de 15 milliards de dollars. Morgan Stanley est la banque la plus sollicitée pour les prestations de conseil.

Top 10 SPAC Underwriter(2021)					
Underwriter	Bookrunner Volume (\$MM)	Bookrunner Count	% Share	Volume Sold (\$MM)	Deal Count
Citigroup	15 698	72	16.11%	14 817	72
Goldman Sachs	11 064	38	11.35%	10 033	38
Credit Suisse	8 626	41	8.85%	7 986	41
Cantor Fitzgerald	7 207	29	7.40%	6 219	29
Jefferies	6 040	31	6.20%	5 611	31
Morgan Stanley	5 869	26	6.02%	4 889	27
Deutsche Bank	5 489	29	5.63%	5 273	29
Barclays	4 639	27	4.76%	3 986	28
BofA Securities	4 633	25	4.75%	3 458	25
JP Morgan	4 223	23	4.33%	4 104	23
<b>Total</b>	<b>97 453</b>	<b>495</b>	<b>100%</b>	<b>87 097</b>	<b>634</b>

Credit for Bookrunner Volume (\$MM) is based on the total amount of the offering sold, including over-allotment. Full credit is awarded to the sole book-runner or split equally among joint book-runners.

Source: SPAC Research League Tables, 2021

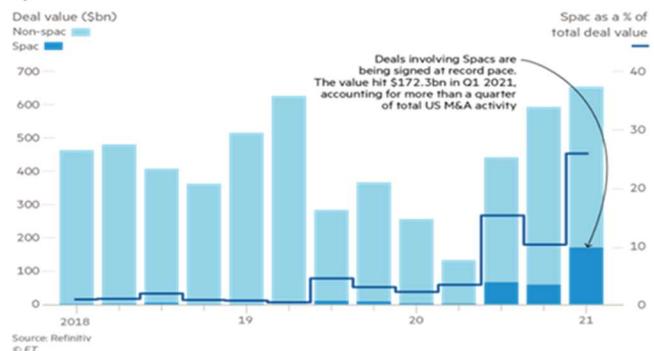
Top 10 SPAC Advisor (2021)			
Advisor	Advisor Credit (\$MM)	Total Deal Volume (\$MM)	Deal Count
Morgan Stanley	6 678	19 498	3
Goldman Sachs	5 520	24 417	7
Deutsche Bank	5 474	17 552	3
Credit Suisse	3 227	9 675	4
Moelis	2 521	15 125	1
Citigroup	2 285	8 165	4
JP Morgan	1 949	7 408	4
Cowen	1 354	3 326	3
Cantor Fitzgerald	1 130	2 942	3
Jefferies	1 034	5 645	4
<b>Total</b>	<b>38 708</b>	<b>143 327</b>	<b>66</b>

Advisor credit is shared equally among all advisors on a given deal, as a proportion of the enterprise value of the target company acquired by the SPAC. Firms with multiple advisory roles receive credit for each role.

Source: SPAC Research League Tables, 2021

La croissance du marché des SPAC accompagne l'augmentation des opérations de fusions et acquisitions aux États-Unis et dans le reste du monde. À l'échelle mondiale, il y a eu plus de 12 000 transactions de fusions et acquisitions au cours du premier trimestre, totalisant plus d'1,3 billion de dollars en valeur. Aux États-Unis, les opérations de fusions et acquisitions impliquant des SPAC ont représenté 172 milliards de dollars sur les trois premiers mois de l'année, soit plus d'un quart du total des fusions et acquisitions aux États-Unis.

### Spac boom fuels M&A volumes in the US



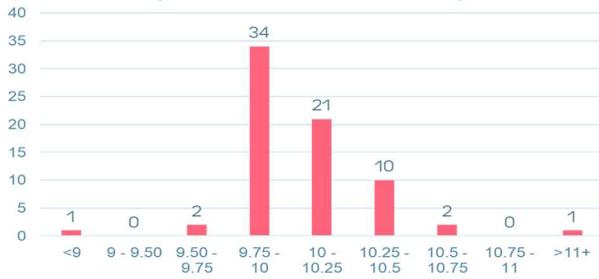
## L'énigme de la décote des SPAC

Comme indiqué ci-dessus, les SPAC sont confrontés à une échéance de liquidation, s'ils sont incapables de faire une acquisition. À fin mars 2021, 300 SPAC s'échangeaient sous la valeur de leurs liquidités. La décote moyenne s'établit à

1,22 %, certaines transactions se négociant même autour de 96 cents pour un dollar. La valeur de marché de ces actions de SPAC traitant sous leur prix initial habituellement fixé à 10 \$ s'élevait à 81,4 milliards de dollars à la fin du premier trimestre. En théorie, les actions devraient être valorisées au minimum à 10 \$ plus les intérêts (les US Treasuries à 2 ans rapportent autour de 0,15 % actuellement). Cependant, peut-on en conclure qu'il existe bien une opportunité d'arbitrage en achetant les actions de SPAC sous-évaluées ? C'est peut-être probable.

Sur un échantillon de 70 SPAC, nous identifions 37 cas de SPAC s'échangeant en dessous de 10 \$. La moyenne pondérée par la capitalisation boursière s'établit à 10,10 \$, ce qui indique que les investisseurs anticipent peu de création de valeur avec les acquisitions potentielles. La surabondance de l'offre de SPAC traduit peut-être un excès de capital cherchant à s'investir par rapport aux opportunités de fusion rentables.

Distribution des prix en \$ des SPACs (échantillon de 70 SPACs)



Source: Bloomberg, Ostrum AM

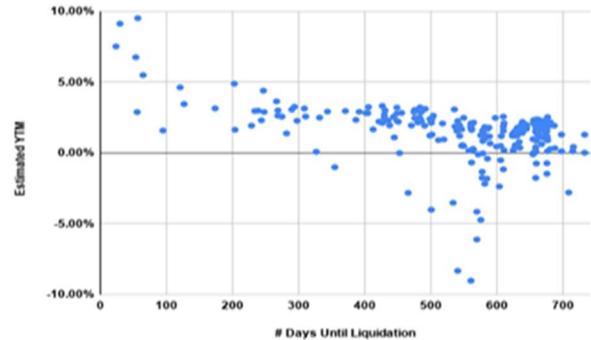
Beaucoup de choses peuvent mal tourner avant que les profits sur papier ne se matérialisent. Les sponsors des SPAC sont toujours incités à conclure un accord. Par conséquent, les gestionnaires peuvent préférer surpayer une cible, quitte à occasionner une perte de valeur pour les actionnaires, plutôt que de liquider le véhicule d'investissement. En outre, la date butoir pour réaliser une acquisition peut être prorogée, de sorte que les investisseurs devront attendre avant de récupérer leur argent.

Compte tenu de la surabondance de SPAC, il est probable que de nombreux SPAC rembourseront leurs actionnaires. Selon une étude de Jay Ritter, professeur de finance à l'Université de Floride, 15 % des SPAC émis entre janvier 2010 et mai 2018 ont été liquidés sans accord de fusion. Cette observation est évidemment antérieure à l'explosion du marché des SPAC. La décote peut également refléter le court-termisme des investisseurs en actions qui ne veulent pas attendre deux ans pour voir évoluer la valeur de leur investissement. La frénésie sur GameStop et d'autres noms à la mode portée par les investisseurs individuels en début d'année a probablement détourné l'intérêt de certains investisseurs vers les dérivés actions.

Les données de SPAC Research suggèrent que la décote des SPAC proches de leurs dates de liquidation, par exemple à moins de 100 jours de l'échéance, traduit le risque d'une transaction tardive improductive, de sorte que

les rendements à maturité annualisés se situent entre 5 et 10 %. Parmi les SPAC avec des dates de liquidation à 500-600 jours, il existe une majorité significative de SPAC offrant des rendements positifs. Ceci témoigne du risque de destruction de valeur pour l'actionnaire.

Estimated YTM vs. # Days Remaining Until Liquidation  
SPACs Without Definitive Business Combination Agreement (3/24/2021)



Source: SPAC Research, au 24 mars 2021

Afin de mesurer l'engouement des investisseurs pour les SPAC, il peut être intéressant de se pencher sur les ETF qui investissent sur ce marché. Les flux entrants dans les deux ETFs de référence (SPCX US: SPAC & NEW ISSUE ETF; SPAK US: DEFIANCE NEXTGEN SPAC DERIVE) renseignent sur la demande des investisseurs pour ce secteur du marché des actions. Les ETFs ont collecté des fonds à un rythme soutenu entre septembre et mi-février, avant d'enregistrer des sorties. Cela étant, la baisse récente de l'indice du marché des SPAC pointe le risque d'une poursuite de la décollecte.

Flux sur les ETF de SPACs & Indice SPAC/IPO



Source: Bloomberg, Ostrum

Une autre façon d'évaluer le positionnement des investisseurs envers la classe d'actifs consiste à suivre les prix des warrants. SPAC Research produit un indice qui mesure la capitalisation boursière des warrants de SPAC n'ayant pas fait d'annonces d'opération, normée par les valeurs des liquidités initiales. La trésorerie sous séquestre varie peu. Le graphique ci-dessous suggère que les prix moyens de ces warrants ont chuté de plus de 50 % en un

mois.



## Conclusion

Les valorisations sur certains marchés financiers apparaissent surtendues. Lorsqu'il existe un excès de fonds cherchant à s'investir par rapport aux opportunités de fusions attrayantes, il en résulte invariablement une destruction de valeur pour l'actionnaire. Les SPAC peuvent en être un

exemple. Les SPAC s'apparentent à des chèques en blanc. Les investisseurs mettent des fonds à la disposition des gestionnaires pour financer des acquisitions. Les partisans des SPAC soutiennent que ces véhicules favorisent la relance du financement par actions. Le contexte actuel de fusions et acquisitions dans les secteurs, tels que l'énergie verte, la biotechnologie ou les télécommunications, est favorable, de sorte que les SPAC lèvent facilement des fonds. Cependant, étant donné les risques financiers découlant des conflits d'intérêts, des asymétries d'information et de la malédiction du vainqueur dans une guerre d'enchères, l'enthousiasme pour les SPAC pourrait relever de la folie financière.

Axel Botte

• **La revue des marchés**

## Spring break

### La faiblesse des volumes laisse planer le risque d'une correction boursière

Les marchés d'actions demeurent très bien orientés depuis le début du deuxième trimestre. Les indices américains se situent à leur plus haut historique. La Fed, retenant le verre à moitié vide malgré l'embellie conjoncturelle, soutient indéniablement la montée des cours. Le S&P 500 s'adjuge 3% en avril avec une nette domination des valeurs de croissance profitant d'une accalmie sur les marchés de taux américain. Le FTSE britannique gagne également 3% alors que le rebond de l'euro vers 1,19 \$ semble limiter la performance en Europe (1,5%). Toutefois, les volumes d'échange réduits autour de la clôture trimestrielle et la trêve pascale interrogent quant à la poursuite du mouvement de hausse.

La toile de fond macro-économique est difficile à décrypter en Europe. L'optimisme des entrepreneurs transparait dans les enquêtes PMI du secteur manufacturier du mois de mars (62,5 pour la zone euro) malgré les nouvelles restrictions sanitaires. Cependant, la production industrielle, s'est contractée fortement en février, en Allemagne (-1,6%) et plus encore en France (-4,7%). L'espoir d'une sortie de crise, permis par l'accélération de la vaccination, semble se heurter aux difficultés d'approvisionnement et aux tensions dans les chaînes de production mondiales. La pénurie de semi-conducteurs, qui devrait s'étendre jusqu'à la fin de l'année, freine l'activité dans un nombre important de secteurs. Cette pénurie est devenue un enjeu majeur de politique internationale mais ce n'est pas le seul. La situation iranienne est au centre des préoccupations. La levée des sanctions américaines reste conditionnée au retrait des ambitions nucléaires iraniennes. L'attaque israélienne sur un navire iranien en mer rouge présage déjà d'une escalade. La Chine s'étant rapprochée de l'Iran pour conclure un accord pétrolier ouvre un nouveau front de confrontation avec les Etats-Unis. Le marché du pétrole est toutefois attentif au redressement de la production perse (+300k depuis le début de l'année). Le baril de Brent se replie sous le seuil des 63\$. Parallèlement, le premier volet du plan d'infrastructures américain de 2 250 Mrds \$ requiert une hausse pérenne de la fiscalité sur les sociétés. Dans ce contexte, Janet Yellen appelle à une harmonisation internationale de la fiscalité. Il s'agit surtout pour le Trésor de rapatrier les profits de multinationales. Une bataille prenant la forme d'un jeu à somme nulle visant l'assiette de l'impôt des multinationales paraît inévitable.

L'évolution de la fiscalité ne semble pas intégrée par les marchés. Outre la hausse de l'IS, l'amortissement réduit des survaleurs (GILTI tax) va peser sur les résultats nets, notamment dans les secteurs acquisitifs tels que la technologie. Les projections de bénéfices par actions n'ont pas encore pris en compte le durcissement fiscal. L'effet

relatif des rachats d'actions financées par les largesses de l'Administration précédente devrait s'estomper. Les prévisions de résultats impliquent 14% de croissance de BPA en 2022. Dans ce contexte, les valorisations resteront un point d'attention. Les flux vers les actions américaines sont sans précédent sur le premier trimestre et l'engouement sur les SPAC est un symptôme des excès actuels comme la baisse inexplicée de la volatilité implicite ou l'étranglement des volumes d'échange depuis quelques semaines. L'Europe suit le marché américain à l'appréciation de l'euro près. La prédominance des cycliques décotées « value » est aussi un facteur de sous-performance alors que le T-note s'établit désormais sous 1,70%.

Les minutes du FOMC de mars laisse entendre que la Fed a encore du temps avant d'agir. Le marché intègre l'inertie monétaire et réagit à peine à l'embellie de l'emploi ou à l'accélération des prix à la production. De fait, la politique monétaire reste conditionnée par la capacité du Trésor à financer autrement que par emprunts les plans de relance successifs. La réduction requiert une amélioration préalable des déficits. En Europe, la BCE poursuit sa politique de micro-management des marchés. Ses achats d'actifs hebdomadaires ont chuté de moitié dans des marchés peu animés en attendant un déluge de remboursement à partir de la semaine prochaine. Le Bund oscille avec peu d'amplitude autour de -0,30% et sa sensibilité au T-note faiblit. Toutefois, les émissions souveraines ont pesé sur les spreads. La syndication 5 Mrds € de BTP 2072 a reçu une demande de plus de 60 Mrds € mais les obligations environnantes ont dû s'ajuster. Le spread italien à 10 ans est repassé au-dessus de 100pb. La rallonge budgétaire de 40 Mrds € liée au prolongement des dispositifs d'aide en Italie alourdit également le marché. Après un emprunt à 10 ans de 4 Mrds €, le Portugal a effectué plus de la moitié de son programme annuel. La pression sur les spreads devrait s'estomper. A noter que le Royaume-Uni devrait lancer un premier emprunt vert au deuxième trimestre.

Sur le crédit, l'activité primaire se réduit dans la perspective des publications. Les émissions sont en retrait par rapport à 2020 dans la sphère non-financière (112 Mrds €) mais les émissions nettes s'avèrent plus élevées qu'attendu à 53 Mrds €. Les financières ont emprunté 28 Mrds € en termes nets (hors covered bonds). La BCE a quelque peu relevé ses achats de crédit en mars à 10% de l'APP. Les spreads se resserrent quelque peu. La thématique de compression semble s'atténuer. Le high yield était peu animé la semaine passée hormis quelques flux acheteurs sur les secteurs liés au tourisme. L'offre de papier est également plus fournie qu'attendu sur le débute d'année avec 26 Mrds € en net. Malgré cela, les spreads du high yield européen se réduisent de 8pb supplémentaires cette semaine à 305pb contre Bund. Le high yield américain se renchérit malgré l'accumulation de flux finaux vendeurs.

**Axel Botte**

Stratégiste international

## ● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	12-Apr-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.71 %	+0	-2	-1
EUR Bunds 10a	-0.30%	+3	+1	+27
EUR Bunds 2s10s	41 bp	+3	+3	+28
USD Treasuries 2a	0.16 %	-1	+1	+4
USD Treasuries 10a	1.67 %	-3	+4	+76
USD Treasuries 2s10s	151 bp	-3	+3	+72
GBP Gilt 10a	0.79 %	-1	-3	+59
JPY JGB 10a	0.11 %	-1	-2	+9
EUR Spreads Souverains (10a)	12-Apr-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	26 bp	+1	+2	+3
Italie	103 bp	+7	+10	-8
Espagne	68 bp	+4	+5	+6
Inflation Points-morts (10a)	12-Apr-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATI (9a)	130 bp	+4	+17	-
USD TIPS	233 bp	-2	+5	+34
GBP Gilt Indexés	348 bp	-11	+3	+48
EUR Indices Crédit	12-Apr-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Credit IG OAS	87 bp	-2	-2	-5
EUR Agences OAS	39 bp	-1	+0	-2
EUR Obligations sécurisées OAS	31 bp	-2	+1	-2
EUR High Yield Pan-européen OAS	303 bp	-10	-19	-55
EUR/USD Indices CDS 5a	12-Apr-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	51 bp	+0	+4	+3
iTraxx Crossover	248 bp	+2	+5	+6
CDX IG	51 bp	+0	-2	+1
CDX High Yield	293 bp	-3	-8	-1
Marchés émergents	12-Apr-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	349 bp	-6	-23	-3
Devises	12-Apr-21	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.191	+0.81	-0.34	-2.56
GBP/USD	\$1.376	-1.04	-1.19	+0.78
USD/JPY	¥109.33	+0.7	-0.27	-5.52
Matières Premières	12-Apr-21	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$63.7	\$1.6	-\$5.0	\$12.0
Or	\$1 738.7	\$10.4	\$11.6	-\$155.7
Indices Actions	12-Apr-21	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	4 129	2.71	4.70	9.92
EuroStoxx 50	3 974	0.71	3.67	11.86
CAC 40	6 177	1.21	2.15	11.27
Nikkei 225	29 539	-1.83	-0.60	7.63
Shanghai Composite	3 413	-2.05	-1.16	-1.73
VIX - Volatilité implicite	17.06	-4.75	-17.54	-25.01

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management

## Mentions légales

### 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 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – [www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)

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 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 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.

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.

Achevé de rédiger le ...12/04/2021

### Natixis Investment Managers

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:** 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 Belgique:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

**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.



[www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)