

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

2 mars 2020 /// n°9-2020

Panique sur les places boursières

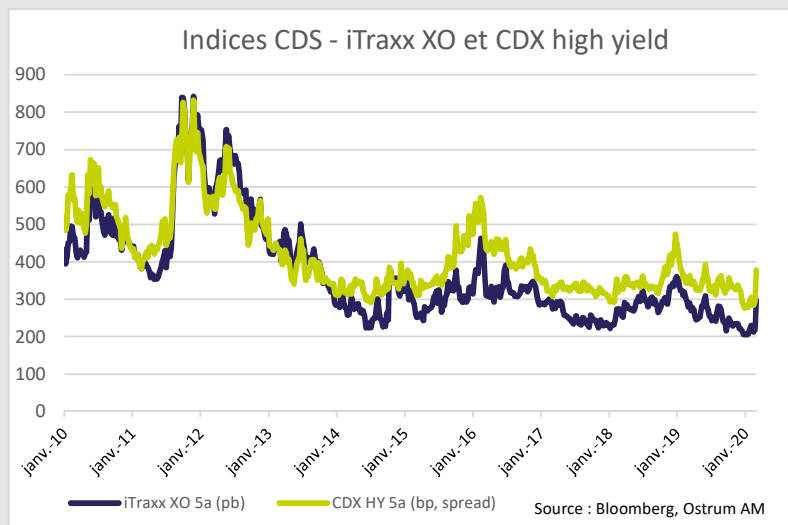
Points clés

- **L'effondrement rapide des cours fait écho à 2008**
- **Pression sur les Banques Centrales pour baisser les taux**
- **Le 10 ans américain enfonce ses plus bas historiques**
- **Sorties massives des fonds high yield aux Etats-Unis**

La chute des indices s'est accélérée dans des volumes très importants avant la clôture mensuelle de février. Le S&P 500 plonge de 11,5% sur cinq séances. L'Europe connaît une purge similaire. Les indices chinois résistent en revanche alors que la BoJ a quadruplé ses achats d'ETFs actions. Le pétrole recule vers 50\$ sur le baril de Brent. La hausse de la volatilité implicite fait écho aux achats de protection sur les indices de CDS. Le VIX atteint 42% et le CDX high yield s'approche des 380pb (+114pb en 2020). On observe des flux sortants significatifs sur le high yield américain au profit des Treasuries. La Fed est pressée de réduire ses taux

de sorte que la courbe américaine s'est fortement pentifiée. Le 2 ans rejoint ses niveaux de 2016. Le T-note à 10 ans traite au plus bas historique sous 1,05%. Le Bund (-0,65% lundi) plonge aussi vers ses niveaux d'août 2019. Les souverains périphériques et le crédit IG s'élargissent de 25pb. Le BTP italien (+38pb) s'échange à 183pb. C'est un bain de sang sur le high yield européen (+112pb). Le dollar perd du terrain à mesure que les anticipations de taux courts s'ajustent. Le yen et l'euro retrouvent les faveurs des investisseurs. Les prises de profit sur l'or seront probablement de courte durée.

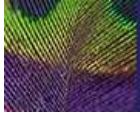
Le graphique de la semaine



La volatilité financière engendre des opérations de couverture sur le crédit. Les primes de CDS sont remontées fortement sur l'effet des achats de protection.

L'iTraxx XO cote 298pb en clôture hebdomadaire comparé à une moyenne de 372pb depuis 2010. Ce spread couvre désormais le risque de défaut associé aux notations des noms présents dans l'indice estimé à 249pb. La prime nette du risque de défaut anticipé se chiffre à 49pb.

Sur le CDX américain (378pb), la prime après déduction des défauts anticipés (évaluée à 282pb) atteint 92pb.



Liquidation avant la capitulation ?

Le cycle boursier fait souvent intervenir la psychologie des investisseurs. La rapidité du plongeon des indices boursiers a surpris nombre d'intervenants entrés tardivement dans le rally boursier de 2019. Les mains faibles sont les premières à vendre. Ce sont les positions les plus liquides comme les actions de grande capitalisation qui s'ajustent en priorité. La première jambe baissière efface la hausse excessive engendrée par l'assouplissement monétaire de la Fed entamé en septembre dernier. Ensuite les spéculations sur l'ampleur du coût économique associé à l'épidémie de Covid-19 et à la réponse des autorités monétaires et des gouvernements ont provoqué un surcroît de volatilité.

Tous les regards tournés vers la Fed

Invariablement, les regards se tournent vers la Fed, toujours prompte à baisser les taux en cas de turbulences boursières. Jerome Powell s'est d'ailleurs fendu d'un communiqué reprenant les éléments de langage qui avait préfiguré la baisse de taux de juillet de juillet dernier. Une réduction des Fed Funds (25 ou 50pb ?) semble acquise pour mars. Idéalement la Fed devrait signaler le caractère assurantiel de l'intervention à venir quitte à aller au-delà des anticipations pour couper court aux spéculations sur un cycle complet de baisses de taux. Le marché intègre désormais 100pb d'allègement à l'horizon de la fin d'année. De fait, l'économie américaine ne requiert aucun soutien à ce stade. L'investissement résidentiel progresse rapidement avec la chute des taux à long terme. Le refinancement des dettes hypothécaires libère des ressources pour alimenter la consommation. La plupart des enquêtes conjoncturelles s'améliorent également de sorte que la croissance entre janvier et mars devrait avoisiner 2,5%Ta. En Chine, les sondages (PMI, Cheung Kong, enquête PME de Standard Chartered) traduisent évidemment un effondrement de l'activité en février. La détente des conditions financières est une chose, mais les perturbations sur la chaîne de valeur mondiale perdureront. Par ailleurs, les pertes d'activité dans les services sont irrécouvrables à court terme. L'effet de toute relance budgétaire dépendra de la reprise d'activité des travailleurs chinois. La trésorerie des entreprises sera sans doute mise à mal malgré la détente monétaire. En outre, la hausse rapide de l'inflation chinoise porte un coup supplémentaire à la consommation des ménages. Les prix alimentaires sont en hausse de 20% sur un an. L'Europe résiste. L'épidémie affecte une économie européenne qui montrait des signes d'amélioration. Le nombre de cas en hausse en Italie motive une réponse budgétaire chiffrée à 3,6mds € en 2020 (0,2pp de PIB). Les sempiternels appels à la relance budgétaire traduisent le manque de marges de manœuvre monétaire. La pression sur les marges bancaires via l'aplatissement des courbes interdit toute action de la BCE sur les taux.

Au mieux, la BCE pourrait élargir les critères d'éligibilité des titres à son programme d'achat. Aucune décision n'est attendue à court terme après une communication liminaire de Christine Lagarde. La Banque du Japon s'est montrée plus volontariste en augmentant sensiblement le rythme de ses achats d'ETFs actions.

Les marchés d'actions concentrent évidemment l'essentiel de la pression vendeuse. Le positionnement acheteur net sur le contrat à terme du S&P 500 était similaire à janvier 2018. Cela explique sans doute les premiers décrochages engendrant en cascade l'activation de stop. Les performances sont très homogènes ce qui traduit les ventes de contrats à terme et l'importance de la gestion passive (ETFs et autres fonds indiciels) sur les marchés. Les volumes étoffés en fin de mois s'apparentent peut-être à un mouvement de capitulation. Il est néanmoins trop tôt pour envisager un rebond pérenne des indices boursiers. La volatilité implicite demeure élevée. En Europe, on retient le nouvel effondrement des banques pénalisées par la rechute des rendements obligataires. Les valeurs cycliques payent leur rebond prématuré de l'automne dernier.

Sur le plan des flux obligataires, on observait depuis quelques semaines un redressement des achats nets de Treasuries par les Banques Centrales en amont des turbulences boursières. Cela avait initialement engendré une hausse du dollar effacée depuis au profit de l'euro et du yen. La Fed est sous pression et la pente de la courbe s'accroît de nouveau. Il convient de maintenir un biais acheteur compte tenu de la volatilité des marchés boursiers. Le niveau bas des taux en zone euro ne laisse aucune marge à la BCE. L'aplatissement devrait se poursuivre sur le segment 2-10 ans (20pb). L'émission de 30 ans allemand (1md €) sera révélatrice de la réalité de la demande d'emprunts publics à rendements très négatifs (-0,17% à 30 ans). Les spreads périphériques souffrent de la hausse de l'aversion pour le risque malgré le déploiement constant du programme d'achat de la BCE. Le BTP italien s'échange à 177pb à 10 ans. L'Espagne et le Portugal suivent (>90pb). Les swap spreads s'élargissent sous l'effet de la demande de Bund et de la hausse perçue du risque bancaire.

Les ETFs sur le marché du high yield américain connaissent des sorties massives au profit des Treasuries et des MBS. La chute du brut (WTI sous 45\$) accentue la pression sur le secteur pétrolier. Une hausse des défauts de paiement est inévitable en 2020. Le secteur du loisir est également en difficulté (écartement de 200pb en février). La prime de risque se reconstitue sur les marchés de dette spéculative. Selon nos estimations, le CDX HY offre près de 100pb de marge par rapport au spread compensant les défauts anticipés (374pb vs. 282pb). Les flux vendeurs sont moins importants sur l'investissement grade des deux côtés de l'Atlantique. Toutefois, le crédit en euros s'élargit de 25pb sur une semaine.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	2-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.83 %	-15	-16	-23
EUR Bunds 10a	-0.63%	-14	-19	-44
EUR Bunds 2s10s	20 bp	+1	-4	-22
USD Treasuries 2a	0.81 %	-44	-50	-76
USD Treasuries 10a	1.09 %	-28	-42	-83
USD Treasuries 2s10s	28 bp	+16	+9	-7
GBP Gilt 10a	0.4 %	-14	-12	-42
JPY JGB 10a	-0.12 %	-6	-5	-11
EUR Spreads Souverains (10a)	2-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	33 bp	+8	+7	+2
Italie	177 bp	+32	+40	+17
Es pagne	91 bp	+22	+24	+26
Inflation Points-m orts (10a)	2-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	64 bp	-11	-22	-
USD TIPS	141 bp	-18	-23	-38
GBP Gilt Indexés	302 bp	-5	-4	-9
EUR Indices Crédit	2-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Credit IG OAS	114 bp	+25	+22	+21
EUR Agences OAS	50 bp	+10	+8	+6
EUR Obligations sécurisées OAS	44 bp	+8	+5	+2
EUR High Yield Pan-européen OAS	419 bp	+112	+91	+115
EUR/USD Indices CDS 5a	2-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	68 bp	+20	+22	+24
iTraxx Crossover	309 bp	+68	+80	+102
CDX IG	68 bp	+15	+18	+22
CDX High Yield	374 bp	+48	+70	+94
Marchés émergents	2-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	373 bp	+65	+64	+83
Devises	2-mars-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.115	+2.57	+0.82	-0.7
GBP/USD	\$1.278	-1.24	-1.76	-3.67
USD/JPY	¥108.02	+2.18	+0.6	+0.52
Matières Premières	2-mars-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$52.0	-\$3.8	-\$4.4	-\$12.7
Or	\$1 596.1	-\$78.5	\$20.5	\$73.3
Indices Actions	2-mars-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	3 014	-6.56	-6.55	-6.70
EuroStoxx 50	3 340	-8.45	-8.27	-10.82
CAC 40	5 336	-7.87	-8.10	-10.74
Nikkei 225	21 344	-8.73	-8.02	-9.78
Shanghai Composite	2 971	-1.99	-0.19	-2.60
VIX - Volatilité implicite	35.21	40.67	86.89	155.52

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