

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

16 mars 2020 /// n°11-2020

## L'ennemi invisible

### Points clés

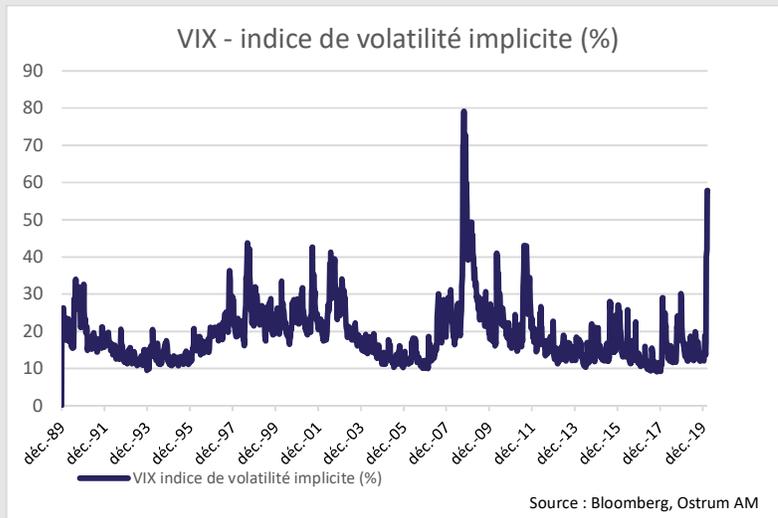
- **Effondrement des actions européennes**
- **La BCE augmente ses achats, améliore les termes des TLTRO-III**
- **La Fed met les taux à zéro, annonce 700mds de QE**
- **Remontée des taux et volatilité extrême sur les spreads de crédit**

Les places boursières européennes ont connu une semaine en enfer. La chute hebdomadaire se chiffre à 20% après un jeudi noir. La communication hasardeuse de Christine Lagarde a encore accentué le plongeon des actions et l'écartement des spreads souverains. La BCE a pourtant pris des mesures importantes pour la suite. La nervosité des marchés se manifeste par des niveaux de volatilité extrêmes. Le coût des couvertures optionnelles explose à la hausse. Compte tenu de ces conditions de marché exceptionnelles, la Fed met ses taux à zéro et reprend le QE à hauteur de 700mds \$ sans attendre le 18 mars. La Fed réagit probablement à la remontée des rendements à long terme et les tensions sur le dollar visibles sur les marchés de

swaps de change. Le Bund (+20pb) ne permet pas de couvrir les pertes sur les emprunts périphériques. L'once d'or (-144\$ sur cinq séances) n'offre pas davantage de solution de couverture.

Les spreads risqués s'élargissent irrémédiablement du fait de sorties massives des fonds de crédit, de high yield des deux côtés de l'Atlantique. Les indices de crédit (iTraxx, CDX) concentrent les transactions compte tenu de l'absence de liquidité à la vente des obligations d'entreprise. L'iTraxx XO a connu des sommets hebdomadaires proches de 600pb, le triple des points bas de 2020. La dette émergente en USD n'est plus épargnée par les flux vendeurs (+122pb).

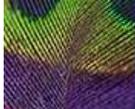
### Le graphique de la semaine



L'indice VIX s'inscrit au plus haut depuis la grande crise financière de 2008. Le niveau de la volatilité implicite s'établissait à 57% en fin de semaine.

Le déblocement des positions vendeuses de volatilité, qui avait accompagné la baisse des cours boursiers, est un facteur majeur de l'explosion haussière de la volatilité implicite.

Les difficultés des fonds de stratégies risk-parity contribuent également à cette tendance en vendant l'actif dont la volatilité augmente.



## Une semaine en enfer sur les marchés

La pandémie, dont l'épicentre se situe désormais en Europe, paralyse l'économie mondiale. Elle constitue un risque pour lequel il n'existe pas de précédent. En Europe, les marchés d'actions plongent de 20% en cinq séances. La séance de jeudi marque des records historiques à la baisse. Le CAC 40 s'est effondré de 12%. La volatilité implicite des indices d'actions a rejoint ses niveaux de 2008 avec un sommet au-delà de 70% sur le VIX. L'état d'urgence déclaré aux Etats-Unis, après la clôture européenne de, a cependant déclenché un rebond de près de 10% sur le S&P 500 vendredi qui s'est déjà renversé lundi matin. La faiblesse des marchés d'actions entraîne les spreads de crédit à la hausse, en premier lieu sur le high yield puis, en fin de semaine, sur les marchés émergents. L'élargissement des spreads de crédit n'a pas pu être compensé par une baisse des rendements sans risque. Le risque économique provoque une préférence pour la liquidité qui contribue à une pentification de la courbe des taux aux Etats-Unis comme en zone euro. Le rendement du T-note à 10 ans est remonté de 17pb la semaine passée, le Bund se dégradant parallèlement de 20pb. L'or plonge aussi de 144\$ sur la semaine écoulée.

Les stratégies usuelles de mitigation des risques sont pour l'heure inefficaces. La liquidité des marchés de crédit est très faible à la vente. Les banques sont incapables de maintenir les niveaux d'inventaires compatibles avec les volumes d'échange. Autrement dit, les vendeurs finaux ne trouvent une banque capable d'offrir un prix que si la banque elle-même a identifié un client final acheteur. Les institutionnels acheteurs bénéficient ainsi d'un certain pouvoir de négociation. Les investisseurs cherchant à réduire leurs risques sont donc contraints d'acheter de la protection via les indices de crédit synthétiques. Le spread de l'ITraxx XO s'envole de 143pb au-delà des 520pb en clôture hebdomadaire. Les niveaux de CDS sont parfois largement supérieurs au niveau d'asset swap des obligations sous-jacentes.

## Une absence de leadership mondial préjudiciable

La pandémie impose aux gouvernements d'apporter une réponse comparable à celle de 2008-2009. La coordination des politiques économiques est toutefois inexistante dans cette crise. Les errements de Donald Trump témoignent d'un manque rédhibitoire de leadership de l'Administration américaine actuelle. Le G7 se réunit en urgence en début de semaine avec l'objectif de porter un message commun. Aux Etats-Unis, un plan de dépenses de santé est prévu à hauteur de 8mds \$. Des apports de liquidité et des dégrèvements fiscaux sont prévus pour les entreprises en difficulté. Par ailleurs, l'ensemble des pays européens ne semble pas avoir pris la mesure de

risque sanitaire et économique, d'où la multiplicité des initiatives nationales. La Commission Européenne réoriente des crédits existants vers un fond de 37mds € dédiée à la lutte contre le coronavirus. L'Allemagne s'accorde sur 12 mds € d'investissements publics supplémentaires d'ici 2024 et une prise en charge du chômage partiel. Les marges de manœuvre budgétaires devraient être mobilisées et des garanties publiques seront accordées. En France, l'état reporte le paiement des charges et des impôts et indemnise le chômage partiel. L'effort budgétaire se chiffre en dizaine de milliards d'euros. L'Italie annonce 25mds € et le Royaume-Uni promet 30mds GBP de déficit additionnel. En Asie, Pékin débloque des crédits supplémentaires pour lutter contre l'épidémie. Séoul adopte un plan santé de 9mds \$. Le Japon soutiendra ses PME à hauteur de 4mds \$.

## La stratégie des Banques Centrales

Les principales banques centrales ont assoupli leurs politiques monétaires depuis le début du Krach. La Fed a ramené ses à 0-0,25% avant la réouverture des marchés lundi et programmé 700mds \$ d'achats d'actifs. La demande de liquidité (120 mds \$ au total) lors des opérations de repo à 1 et 3 mois a sans doute déçu la Fed décidée à stabiliser les marchés. Parallèlement, le billet vert s'appréciait en milieu de semaine. Le mouvement des marges de swaps cross-currency à court terme prouve l'excès de demande de dollars dans le reste du monde. Les banques américaines ont sans doute réduit leurs engagements vis-à-vis des institutions étrangères. La provision de dollars hors des Etats-Unis passera par les lignes de swap ouvertes entre la Fed et les autres Banques Centrales (en premier lieu la BCE).

La BCE a maintenu le taux de dépôt à -0,50%. Un LTRO d'échéance juin 2020 apportera un filet de sécurité jusqu'au prochain TLTRO-III dont les termes sont améliorés. Les banques peuvent désormais emprunter 50% du total de leurs prêts éligibles contre 30% auparavant à un taux bonifié de -0,75%. Les ratios prudentiels ont été assouplis afin de libérer des ressources prêtables. En outre, une enveloppe de 120mds € jusque fin décembre s'ajoute aux 20mds € de QE mensuels. Ces nouveaux achats viseront en priorité les obligations d'entreprise. La communication de Christine Lagarde a néanmoins provoqué une panique sur le BTP italien occasionnant la suspension de la cotation des contrats à terme OAT et BTP. La Présidente s'était risquée à dire que la BCE n'avait pas pour objectif de réduire les spreads. Le BTP 10 ans s'est immédiatement tendu vers 260pb entraînant l'ensemble des spreads souverains à la hausse. Le rendement de l'OAT termine la semaine en territoire positif pour la première fois depuis janvier. Il reste à espérer que les mesures ciblées de la BCE parviennent à inverser le sentiment très dégradé des investisseurs.

**Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	16-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.89 %	+12	-23	-28
EUR Bunds 10a	-0.48%	+38	-8	-29
EUR Bunds 2s10s	41 bp	+26	+15	-1
USD Treasuries 2a	0.37 %	-1	-106	-120
USD Treasuries 10a	0.84 %	+30	-74	-108
USD Treasuries 2s10s	47 bp	+31	+31	+12
GBP Gilt 10a	0.42 %	+26	-21	-41
JPY JGB 10a	0.02 %	+18	+4	+3
EUR Spreads Souverains (10a)	16-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	61 bp	+13	+36	+30
Italie	256 bp	+28	+123	+96
Espagne	130 bp	+18	+61	+65
Inflation Points-morts (10a)	16-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	24 bp	-14	-58	-
USD TIPS	74 bp	-27	-92	-104
GBP Gilt Indexés	283 bp	+1	-26	-28
EUR Indices Crédit	16-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Crédit IG OAS	182 bp	+54	+91	+89
EUR Agences OAS	72 bp	+16	+31	+28
EUR Obligations sécurisées OAS	60 bp	+9	+23	+18
EUR High Yield Pan-européen OAS	666 bp	+201	+348	+362
EUR/USD Indices CDS 5a	16-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	119 bp	+13	+77	+75
iTraxx Crossover	607 bp	+140	+397	+401
CDX IG	119 bp	+7	+75	+74
CDX High Yield	617 bp	+62	+332	+337
Marchés émergents	16-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	524 bp	+122	+222	+234
Devises	16-mars-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.113	-2.87	+2.79	-0.85
GBP/USD	\$1.231	-6.15	-5.36	-7.16
USD/JPY	¥106.07	-3.68	+3.64	+2.37
Matières Premières	16-mars-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$31.1	-\$3.2	-\$26.1	-\$33.6
Or	\$1 511.9	-\$160.9	-\$69.3	-\$11.0
Indices Actions	16-mars-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	2 561	-6.77	-24.24	-20.74
EuroStoxx 50	2 492	-15.78	-35.12	-33.46
CAC 40	3 935	-16.41	-35.16	-34.17
Nikkei 225	17 002	-13.69	-28.22	-28.13
Shanghai Composite	2 789	-5.23	-4.38	-8.55
VIX - Volatilité implicite	73.75	35.42	439.11	435.20

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