

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

23 mars 2020 /// n°12-2020

L'épreuve du contre-la-montre

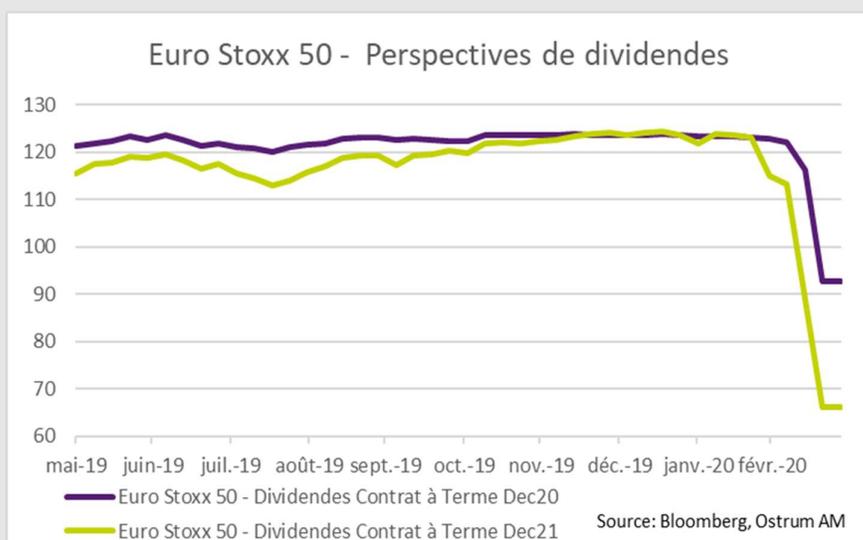
Points clés

- **La BCE lance le PEPP – 750mds € dont du commercial paper**
- **La dette grecque est désormais éligible aux achats de la BCE**
- **La Fed contraint les taux à la baisse, étend son action au crédit et aux ETFs**
- **Soulagement sur les souverains, tensions persistantes sur le crédit**

Les marchés d'actions américains ont replongé de 14% cette semaine effaçant ainsi le rebond de fin de séance le vendredi précédent (+9%). Les marchés européens ont connu une certaine accalmie abandonnant néanmoins un peu plus d'1% sur ses principaux indices. Le dollar s'est à peine stabilisé en fin de semaine. L'excès de demande de billet vert mondial oblige à une forte coordination entre Banques Centrales. L'euro-dollar s'échange autour d'1,07\$. Les marchés de taux restent très volatiles malgré l'activisme de la Fed, de la BCE ou encore de la BoE qui a une nouvelle fois réduit son taux et relevé le montant d'achats de Gilts de 200mds £. Le 10 ans américain revient sous 1% (0,85%). La

tendance à la pentification s'est inversée. Le Bund s'est tendu dans un premier temps avant de replonger sous -0,30%. Le pétrole affiche une volatilité comparable aux actions sans toutefois remettre en cause le nouvel équilibre de prix bas sous le seuil de 30\$. La préférence pour la liquidité implique des sorties importantes des fonds monétaires et une pression forte sur les spreads de crédit à court terme. A l'inverse, les assureurs investissent sur des maturités plus longues. Les courbes de spreads ont ainsi tendance à s'aplatir. Le crédit IG se traite autour de 230pb. Les financières sous-performent le marché.

Le graphique de la semaine



La crise sanitaire impose une révision drastique des bénéfices 2020 compte tenu de l'effondrement des chiffres d'affaires.

Les projections des entreprises sont douteuses à ce stade.

Les contrats à terme sur dividendes donnent une idée de la chute des résultats à venir. Sur 2020, les dividendes de l'Euro Stoxx 50 ont été révisés de 20% et une baisse équivalente interviendrait l'an prochain.



Une récession sans précédent

Les mesures de confinement semblent se généraliser en Europe et les états de New York et de la Californie, la cinquième économie mondiale, annoncent des mesures similaires. Les activités non-essentielles y sont mises à l'arrêt. Le scénario économique dépend de l'efficacité des mesures sanitaires à court terme et de la levée des contraintes sur l'activité. Les estimations avancées chiffrent la perte d'activité annualisée à près de 20% au 2T20 en Europe et environ 15% aux États-Unis, où l'épidémie a été reconnue plus tardivement. Un scénario de reprise rapide après 2-3 mois d'activité nettement sous le potentiel paraît très optimiste. Il faut avoir à l'esprit que, dans toute récession, la destruction de capital productif ampute le potentiel ultérieur à court terme. Le chômage implique aussi une perte d'expérience (de capital humain), qui peut réduire durablement l'employabilité des demandeurs d'emploi lorsque les conditions économiques s'améliorent. Les plans de soutien apparemment sans limite vise précisément à éviter les faillites induites par les décisions sanitaires. Les garanties publiques sont étendues notamment en France pour acheter du temps mais cette stratégie requiert néanmoins que la crise ne soit pas trop longue. En réalité, partout il faudra faire des choix. La consolidation du secteur aérien semble inévitable, alors que les constructeurs d'avions seront sauvés du fait du caractère stratégique du savoir-faire.

Les risques induits par la pénurie de dollar

En outre, le stress sur les conditions de financement en dollars représente un risque similaire de rupture irréversible. La devise américaine joue un rôle central pour les économies exportatrices de matières premières, intégrées dans les chaînes de valeur mondiale au travers de la production de biens intermédiaires ou exposées au tourisme et dépendantes de sources de revenus étrangers (transferts). La dépendance aux flux de portefeuilles et la dette en USD exigible à court terme complètent le tableau des fragilités financières. L'Australie semble le pays développé le plus exposé. La Malaisie, l'Indonésie et la Thaïlande semblent également vulnérables. C'est pour cette raison que la Fed prête des dollars à plusieurs banques centrales étrangères afin qu'elles prêtent aux banques dans leurs juridictions respectives et limitent les effets néfastes de la pénurie de dollars sur l'activité. La BCE a ainsi prêté près de 100mds \$, ce qui a permis quelque peu de réduire les tensions. Les marges de swaps cross-currency sur les maturités plus longues restent toutefois anormalement élevées. Malgré la coordination des actions des Banques Centrales, l'excès de demande de dollars persiste. Le billet vert s'appréciait encore de 4 à 6% contre la plupart des devises la semaine passée.

L'autre cheval de bataille de la Fed est d'empêcher une dislocation de la partie longue de la courbe après un

fort mouvement de pentification. Le plan de 500mds \$ d'achats de Treasuries sera très vite dépensé puisque le rythme des interventions journalières de la Fed s'est accéléré en fin de semaine à 50mds \$. Les transactions s'effectuent de manière transparente sur l'ensemble des segments de courbe. A titre de comparaison, lors de la dernière phase de QE, la Fed achetait 45mds \$... par mois. L'activisme des banquiers centraux américains est finalement parvenu à faire baisser les rendements à long terme. Le 30 ans est ainsi revenu d'1,80% vers 1,42% en fin de semaine. L'extrême volatilité des rendements à long terme a conduit certains intervenants à privilégier les positions receveuses de swaps. Concernant le crédit la Fed a obtenu le droit d'acheter des obligations privées et des ETFs afin d'atténuer les décotes de ces instruments par rapport aux paniers sous-jacents.

La BCE lance le PEPP

En zone euro, la BCE a lancé un nouveau programme d'achats de titres (PEPP) de 750mds € d'ici la fin de l'année voire au-delà. La BCE a étendu son champ d'action au commercial paper. Le total d'achats d'actifs de la BCE en 2020 dépassera les mille milliards d'euros. Ce programme soutiendra l'activité et absorbera largement le surplus d'émissions lié aux mesures budgétaires et autres garanties publiques des gouvernements de la zone euro. Le Bund qui s'était tendu vers -0,15% au sommet de la semaine est retombé aux alentours de -0,30% à la clôture limitant la hausse hebdomadaire des rendements à quelque 22pb. Les flux sortants des fonds monétaires ont un impact non négligeable sur le Schatz, qui s'établit au-dessus du seuil de -0,70%. Concernant les spreads souverains, le PEPP a initié un net resserrement des spreads, notamment en Italie. La prime du BTP 10 ans a diminué d'un sommet hebdomadaire de 320pb à moins de 200pb en fin de semaine. La dette grecque bénéficie d'une suspension du critère de notation et est donc désormais éligible au nouveau programme d'achat de la BCE. Le spread sur l'emprunt grec 2029 est revenu de 410pb au plus haut à moins 300pb.

En revanche, le crédit européen connaît toujours des semaines difficiles à l'instar des marchés d'actions. Les spreads atteignent 230pb contre Bund avec une nette sous-performance des dettes financières. Les indices de crédit sont les instruments les plus échangés notamment par les gestions multi-actifs compte tenu de la liquidité incertaine des marchés d'obligations d'entreprise. Les maturités courtes continuent de subir des décotes anormales à la vente. En effet, les achats de commercial paper prévu par le PEPP n'ont pas encore débuté, et les valorisations se sont dégradées. La BCE devra s'assurer que les conditions de liquidité normale soient rétablies à la clôture trimestrielle de mars 2020. Le high yield est sous pression compte tenu de la vague de dégradations de notations IG en raison de la récession. Le spread high yield moyen ressort à près de 900pb.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	23-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.67 %	+21	-4	-7
EUR Bunds 10a	-0.38%	+8	+5	-19
EUR Bunds 2s10s	30 bp	-13	+9	-12
USD Treasuries 2a	0.25 %	-11	-110	-132
USD Treasuries 10a	0.75 %	+3	-72	-117
USD Treasuries 2s10s	50 bp	+14	+38	+15
GBP Gilt 10a	0.42 %	-2	-15	-40
JPY JGB 10a	0.07 %	+5	+13	+8
EUR Spreads Souverains (10a)	23-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	49 bp	-14	+26	+18
Italie	196 bp	-67	+62	+36
Espagne	113 bp	-17	+48	+48
Inflation Points-morts (10a)	23-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	2 bp	-21	-76	-
USD TIPS	76 bp	+3	-86	-103
GBP Gilt Indexés	272 bp	-10	-35	-39
EUR Indices Crédit	23-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Crédit IG OAS	236 bp	+54	+147	+143
EUR Agences OAS	73 bp	+1	+33	+29
EUR Obligations sécurisées OAS	55 bp	-5	+19	+14
EUR High Yield Pan-européen OAS	889 bp	+223	+584	+585
EUR/USD Indices CDS 5a	23-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	117 bp	-3	+69	+73
iTraxx Crossover	703 bp	+91	+462	+497
CDX IG	131 bp	+8	+79	+86
CDX High Yield	864 bp	+208	+538	+584
Marchés émergents	23-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	673 bp	+149	+368	+383
Devises	23-mars-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.073	-3.81	-1.26	-4.41
GBP/USD	\$1.147	-6.25	-11.35	-13.53
USD/JPY	¥111.58	-5.04	-1.08	-2.69
Matières Premières	23-mars-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$25.6	-\$4.5	-\$32.4	-\$39.1
Or	\$1 543.4	\$51.1	-\$131.1	\$20.6
Indices Actions	23-mars-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	2 208	-7.45	-33.83	-31.64
EuroStoxx 50	2 475	1.02	-34.87	-33.91
CAC 40	3 902	0.52	-35.29	-34.73
Nikkei 225	16 888	-3.12	-28.07	-28.61
Shanghai Composite	2 660	-4.63	-12.48	-12.78
VIX - Volatilité implicite	66.57	-19.49	289.75	383.09

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