

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

30 mars 2020 /// n°13-2020

Le monde en récession simultanée

Points clés

- **Répét sur les marchés d'actions : rebond de 10% du S&P**
- **Etats-Unis : interrogations sur le plan budgétaire de 2000mds \$**
- **L'action de la Fed réduit les taux et la pression sur le dollar**
- **Fed : dispositifs de soutien aux marchés du crédit et du commercial paper**

Malgré une volatilité des cours toujours élevée, les marchés d'actions ont rebondi de 10% aux Etats-Unis et de 7% en Europe, le Nikkei japonais s'appréciant même de 17%. Les performances sectorielles ne semblent pourtant pas préfigurer un rebond pérenne. La volatilité implicite traduit encore un niveau de risque extrême.

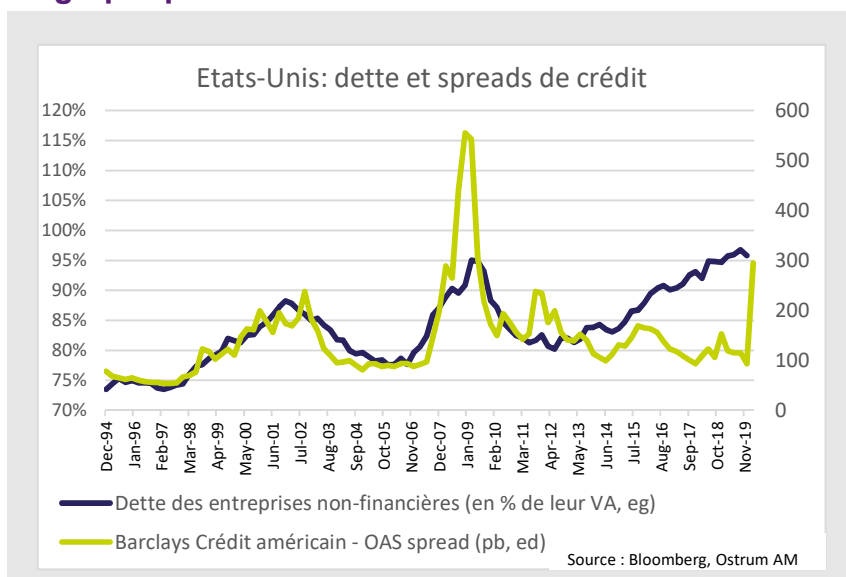
Les marchés obligataires intègrent désormais le soutien des banques centrales décidées à décourager les vendeurs. Le 10 ans américain s'échange sous 0,70% et la pression à la pentification s'estompe. Le Bund se rapproche du

taux de dépôt fixé à -0,50%. La volatilité des taux s'atténue quelque peu.

Les spreads de crédit ont réagi favorablement aux mesures de la Fed notamment. Les spreads IG aux Etats-Unis sont retombés autour de 300pb. En Europe, le high yield bénéficie du rebond des actions mais les spreads restent proches de 800pb. Les emprunts émergents en dollars explosent à 650pb.

Les tensions sur le dollar diminuent progressivement avec les interventions concertées des Banques Centrales. L'euro rejoint 1,10\$.

Le graphique de la semaine



La crise du Coronavirus est un révélateur des fragilités financières. Aux Etats-Unis, les politiques de taux bas ont encouragé une hausse de l'endettement des entreprises, souvent destiné aux programmes de rachats d'actions.

Le niveau des spreads est longtemps resté incompatible avec le niveau de la dette, représenté ici en pourcentage de la valeur ajoutée des sociétés non-financières.

Le Krach du crédit actuel semble ainsi reconnecter le prix du risque et les fondamentaux.



Le monde en récession de 5% ?

La crise sanitaire sera synonyme d'une profonde récession. Les premières révisions de l'Economist Intelligence Unit (EIU) font état d'une contraction du PIB mondial de plus de 2%A. L'écart avec la trajectoire initiale est considérable (-5,1%A). La Chine ralentirait brutalement à 1%A de croissance en 2020. Le coup de froid en Europe effacerait près de 7%A de PIB en Italie et en Allemagne. L'économie française devrait se contracter de 5%A selon l'EIU. Aux Etats-Unis, la perte d'activité est chiffrée à 2,9%A en 2020. Les scénarios de reprise varient énormément suivant l'efficacité supposée des mesures sanitaires et la perte de PIB potentiel occasionnée par la probable hausse des défaillances d'entreprise. Même en écartant à la fois le « V » miraculeux et les trajectoires les plus funestes où les politiques économiques et sanitaires échoueraient, l'activité ne retrouverait son niveau d'avant crise qu'en 2023 dans le cas de l'Europe et des Etats-Unis.

Etats-Unis : un plan de 2000mds \$

Les premiers signes d'effondrement de l'économie n'ont pas tardé à apparaître dans les enquêtes conjoncturelles. C'est le secteur des services qui est de loin le plus affecté. L'emploi réagit immédiatement avec une hausse du chômage partiel d'1,2 million en France ou 3,2 millions de nouvelles inscriptions au chômage aux Etats-Unis. Contrairement aux récessions « normales » où la faiblesse de la demande agrégée se diffuse séquentiellement dans l'économie, tous les secteurs subissent un plongeon simultané de l'activité. Les prestations chômage ont été relevées aux Etats-Unis de façon à améliorer l'efficacité des stabilisateurs économiques mais la perte d'emploi s'accompagne à terme de la perte de la couverture maladie dans la plupart des cas aux Etats-Unis.

La politique budgétaire doit toujours répondre à trois impératifs : elle doit être temporaire, ciblée et intervenir au bon moment. Le saupoudrage budgétaire au bénéfice des ménages (1200\$ par personne et 500\$ par enfant) constitue une réponse inadéquate à l'urgence sanitaire. Le plan budgétaire de 2000mds \$ sans précédent pourrait s'avérer inadéquat car il ne cible pas en priorité la menace sanitaire. La couverture maladie universelle se heurte encore aux dogmes américains. Il y a certes un plan Marshall de 150mds \$ pour les hôpitaux mais que penser des 50mds \$ de prêts aux compagnies aériennes ? Les choix budgétaires semblent guider par la croyance d'un rapide retour à la normale. L'évolution de l'épidémie aux Etats-Unis exposera durement les errements de l'Administration.

Un peu de répit sur les marchés

Malgré ce contexte récessif, les marchés financiers ont connu un rebond. Le S&P 500 reprend 10% sur la semaine écoulée et les indices européens affichent un gain de 7% environ. La dynamique sectorielle est

néanmoins peu rassurante. Le rebond des cycliques (industrie, consommation discrétionnaire) ou la surperformance des pétrolières, alors que le Brent replongeait à 26\$, traduit des rachats de positions vendeuses. Les perspectives bénéficiaires sont mauvaises et les dividendes versés chuteront de moitié d'ici 2021. Le soutien public interdira également les plans de rachats d'actions.

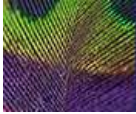
Cette respiration n'efface donc pas le contexte baissier. Elle a sans doute été rendue possible par les nombreuses interventions des Banques Centrales. Les lignes de swap ouvertes par la Fed avec les autres banques centrales ont permis d'allouer 200mds \$ aux banques non-américaines. La pression haussière sur le dollar s'est réduite, du moins à court terme. La détente sur le billet vert facilite le retour vers les actifs risqués. Les tensions persistent néanmoins sur le marché du commercial paper (billets de trésorerie), dont l'encours dépasse 1100mds \$. La Fed a mis en œuvre un SPV dédié au commercial paper. Le segment des ABCP, au cœur de la crise de 2008, s'est fortement dégradé, les rendements moyens dépassant 2%. L'action de la Fed a contribué à un resserrement des spreads de crédit au-delà des échéances les plus courtes. L'institution a annoncé deux facilités d'achats d'emprunts privés sur les marchés primaire (PMCCF) et secondaire (SMCCF). Les deux SPV financés par la Fed, dont les fonds propres sont apportés par le Trésor (10mds \$ chacun), achèteront des titres notés IG de maturités inférieures à 4 ans sur le marché primaire et de moins de 5 ans sur le secondaire. Les courbes de spreads de crédit américains effaceront probablement l'aplatissement issu des tensions sur la liquidité. Le spread moyen sur l'IG américain est revenu sous le seuil de 300bp après un point haut à 375pb. Malgré la récession annoncée et la dégradation attendue de la qualité de crédit, la Fed est déterminée à maintenir le flux de crédit nécessaire au fonctionnement de l'économie. La réactivation du TALF évitera un arrêt soudain de l'activité de titrisation critique pour le financement des prêts étudiants, des prêts aux PME ou des prêts autos. Ce dispositif constitue aussi un filet de sécurité pour les marchés de crédits structurés (CLO notamment) en chute libre. Les tranches BB de CLOs cotent à des spreads de l'ordre de 1500pb. Le retrait des investisseurs japonais engendré des décotes sur les tranches AAA atteignant parfois 500pb.

Sur le crédit européen, les conditions de liquidité restent précaires mais l'intérêt revient avec la réouverture du marché primaire. La négociation est à l'avantage des acheteurs avec le soutien de la BCE, bientôt déployé sur le marché du commercial paper. Les fortes sorties des fonds monétaires et l'échéance de la fin de trimestre requièrent une action décisive de la BCE pour assurer la liquidité des emprunteurs privés. Le marché du high yield reste volatile avec des spreads énormes de l'ordre de 800pb. L'iTraxx crossover s'échange autour de 650pb.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	30-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.71 %	-2	+6	-11
EUR Bunds 10a	-0.54%	-16	+7	-35
EUR Bunds 2s10s	17 bp	-14	+1	-25
USD Treasuries 2a	0.24 %	-7	-68	-133
USD Treasuries 10a	0.62 %	-17	-53	-130
USD Treasuries 2s10s	38 bp	-9	+15	+3
GBP Gilt 10a	0.32 %	-11	-12	-50
JPY JGB 10a	0.02 %	-5	+17	+3
EUR Spreads Souverains (10a)	30-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	44 bp	-5	+12	+14
Italie	199 bp	+4	+28	+39
Espagne	109 bp	-5	+20	+43
Inflation Points-morts (10a)	30-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	32 bp	+30	-34	-
USD TIPS	101 bp	+20	-42	-78
GBP Gilt Indexés	286 bp	+14	-14	-25
EUR Indices Crédit	30-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Crédit IG OAS	241 bp	+5	+138	+148
EUR Agences OAS	75 bp	+2	+28	+31
EUR Obligations sécurisées OAS	63 bp	+8	+22	+21
EUR High Yield Pan-européen OAS	802 bp	-87	+422	+498
EUR/USD Indices CDS 5a	30-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	97 bp	-19	+30	+53
iTraxx Crossover	579 bp	-118	+272	+372
CDX IG	112 bp	-12	+45	+67
CDX High Yield	639 bp	-225	+267	+359
Marchés émergents	30-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	624 bp	-49	+279	+334
Devises	30-mars-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.103	+2.6	-1.33	-1.76
GBP/USD	\$1.238	+7.12	-3.35	-6.66
USD/JPY	¥107.87	+3.11	-0.1	+0.66
Matières Premières	30-mars-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$22.9	-\$4.1	-\$26.8	-\$41.8
Or	\$1 622.5	\$62.8	\$24.1	\$99.7
Indices Actions	30-mars-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	2 551	14.01	-13.65	-21.04
EuroStoxx 50	2 713	9.17	-18.50	-27.55
CAC 40	4 301	9.89	-18.99	-28.05
Nikkei 225	19 085	13.01	-9.73	-19.33
Shanghai Composite	2 747	3.27	-4.62	-9.93
VIX - Volatilité implicite	64.25	4.32	60.18	366.26

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