

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

6 avril 2020 /// n°14-2020

## Au bord du gouffre

### Points clés

- **Hausse vertigineuse des inscriptions au chômage aux Etats-Unis**
- **Les annonces de baisses de dividendes pèsent sur les actions**
- **130mds \$ de dettes américaines dégradées en high yield**
- **Retour progressif de la liquidité sur le crédit**

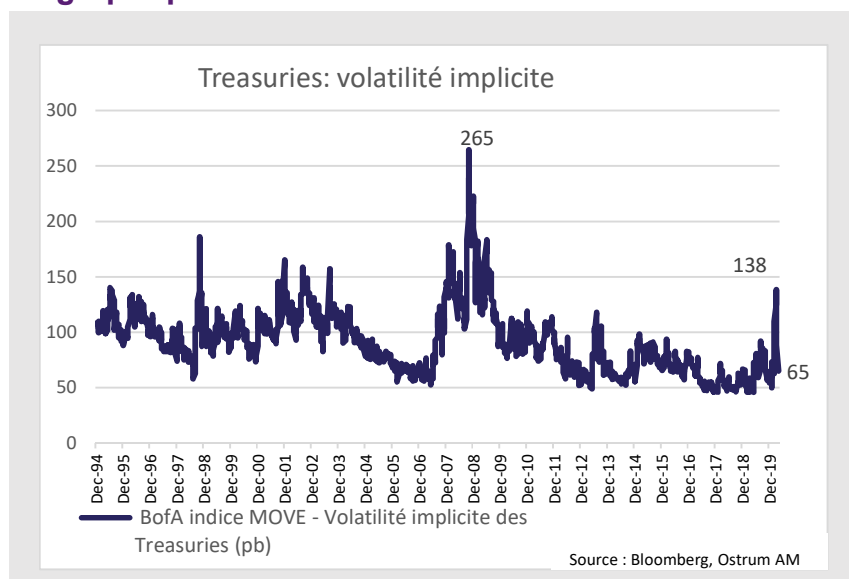
Les marchés d'actions ont rechuté la semaine passée. Aux Etats-Unis, le S&P 500 perdait 2% malgré le rebond des valeurs pétrolières soutenues par une hypothétique baisse de la production mondiale. L'Europe sous-performait sous l'effet d'annonces de baisses de dividende. Le Nikkei plongeait de 8%.

Le dollar fort malgré l'action concertée des Banques Centrales entretient un environnement néfaste aux actifs risqués. L'euro retombe vers 1,08\$. Le rendement des Treasuries est orienté à la baisse. Le 10 ans (0,59%) diminue de 8pb. En zone euro, on

observe une remontée du Bund (-0,44%) limitée à 3pb. La volatilité des spreads souverains perdure mais les émissions rencontrent une bonne demande finale.

La liquidité revient graduellement sur les marchés du crédit américain et européen. La récession engendre néanmoins un nombre croissant de dégradations de notations et une migration importante vers le high yield. Les spreads synthétiques s'envolent avec un CDX HY au-delà de 770pb. Les spreads émergents sont également sous pression. L'EMBI se traite à près de 650pb.

### Le graphique de la semaine



Les Treasuries sont probablement l'actif le plus sûr compte tenu du rôle du dollar et de l'absence de risque de crédit. Leur volatilité est donc un indicateur de stress fiable.

L'indice MOVE est une mesure synthétique de la volatilité sur plusieurs maturités. Elle a atteint un sommet en clôture hebdomadaire à 138pb en mars. La volatilité est retombée à un niveau normal de 65pb.

L'action rapide de la Fed a néanmoins empêché une dégradation comparable à 1998 (défaut russe), à la crise de crédit de 2001 à 2003 et à la crise financière de 2008.



## Etats-Unis : le chômage à 20% ?

Les Etats-Unis, et la région de New York en particulier, sont désormais l'épicentre de l'épidémie mondiale de Covid-19. Sur le plan économique, la hausse vertigineuse des nouvelles inscriptions au chômage témoigne d'un choc sans précédent sur l'activité. Un total de 6,6mn d'américains ont perdu leur emploi la semaine passée. Cela porte à plus de 10mn l'augmentation du chômage depuis le milieu du mois de mars. D'autres semaines sombres se profilent. Le taux de chômage va donc rapidement monter à des niveaux jamais vus depuis la Grande Dépression des années 30. Le rapport sur l'emploi du mois de mars ne fait état que de 701k destructions de postes mais cette enquête prend la semaine du 12 du mois en référence. L'estimation d'avril intégrera en revanche les millions de postes perdus. La Californie et la région de New York, les deux régions les plus riches et dynamiques du pays, sont placées sous mesures de confinement. Il ne fait aucun doute que le PIB s'effondrera au 2T 2020. Les ventes de véhicules ont déjà baissé d'un tiers en mars. Elles diminueront probablement nettement sous leur niveau de 2009 (9mn en rythme annuel) dans les mois à venir. L'immobilier suivra, mettant en difficultés nombres d'acteurs du secteur notamment dans la chaîne de services financiers associés à la titrisation des emprunts. Le Trésor américain s'inquiète déjà de faillites en chaîne dans le financement immobilier. Le sauvetage du secteur est déjà chiffré à 75mds \$, voire plus. Dans ce contexte, les enquêtes ISM laissent sceptiques. A l'instar des données d'emploi, le sondage du secteur manufacturier relève une légère baisse (49,1 en mars) et son équivalent dans les services rapporte une activité en expansion (52).

En Europe, les enquêtes disponibles font bien état d'un plongeon de l'activité dans les services. L'Italie (17,4 en mars) est l'économie la plus touchée mais l'Espagne connaît également un coup d'arrêt majeur. Le secteur manufacturier surnage. Les dispositifs de chômage partiel et de garanties publiques tournent à plein. Plus la crise sera longue, plus les choix seront difficiles. Tous les secteurs ne pourront être sauvés. En Chine, les enquêtes suggèrent un début de reprise mais un nombre important de pays dans la région redoutent une résurgence de l'épidémie.

## Pétrole : un nouvel équilibre ?

Donald Trump ose avancer l'hypothèse d'une baisse de 10mbpj de la production pétrolière de la Russie et de l'Arabie Saoudite. Une réunion de l'OPEP+ est prévue cette semaine. La demande de pétrole a chuté de 25 à 30mbpj. Cependant, sans concours des États-Unis, premier producteur mondial (13mbpj de brut), un excès d'offre subsistera. Trump n'en fait pas mention semblant croire qu'une réduction des sanctions envers la Russie suffirait à obtenir un accord. Le marché du pétrole a toutefois intégré un revirement dans la stratégie, sans issue, de l'Arabie Saoudite. Le Brent remonte au-delà de 34\$ le baril. L'hypothèse d'une

hausse des réserves stratégiques chinoises a aussi nourri ce rebond.

## Le high yield sous pression

Le contexte financier reste difficile sur les marchés d'actions mondiaux. La volatilité réalisée tend toutefois à se réduire même si le VIX s'affiche encore autour de 50%. Les indices ont rechuté à mesure que les coupes de dividendes se généralisent. Plusieurs sociétés de services publics ont communiqué sur un abandon des dividendes y compris les flux versés au titre de 2019. Or l'essentiel des versements s'effectuent entre avril et juin et les marchés s'ajustent à cette nouvelle réalité. L'Euro Stoxx 50 perd 2,4% même si le changement de ton sur le marché du pétrole a profité au secteur (+6%). Le S&P perd 2% sur cinq séances, le secteur financier et les services publics tirant l'indice à la baisse. Au Japon, le Nikkei plonge de 8% malgré l'annonce d'un plan budgétaire de 10pp de PIB.

Sur les marchés obligataires, l'action de la Fed a largement atténué la volatilité sur les Treasuries. Le 2 ans (0,23%) glisse lentement vers le taux repo (0,10%). Le spread 10-30 ans s'accroît de 3pb alors que l'aplatissement prévaut sur le 2-10 ans. La prochaine émission d'un emprunt à 20 ans en mai explique peut-être la pentification des spreads longs. En zone euro, le Bund à 30 ans est recherché (-0,05%). Les comptes spéculatifs jouent ainsi le resserrement du 10-30 ans euro contre l'élargissement du spread américain. Les spreads souverains demeurent volatiles notamment en amont des adjudications périphériques. L'Espagne a augmenté la taille de ses adjudications, ce qui pèse sur les niveaux de primes. Les Bonos espagnols à 10 ans (+17pb cette semaine) cotent à 118pb au-dessus du Bund. Le BTP (+19pb) oscille autour de 200pb. Le Portugal a néanmoins placé sans difficulté 7 mds € d'un emprunt à 7 ans à MS+86pb. Le succès des syndications est rassurant face au risque de dégradation des notations souveraines.

Concernant les marchés du crédit, les conditions de liquidité s'améliorent progressivement grâce aux soutiens apportés par la Fed et la BCE. Les tensions sur le court autour du passage de fin de trimestre ont été réduites. Cela étant, les dégradations de notations se multiplient à mesure que les agences intègrent l'effet de la profonde récession sur les chiffres d'affaires. Les flux continuent de sortir des fonds investis sur le crédit investment grade européen, de sorte que les spreads se maintiennent autour de 240pb contre Bund. Les dettes financières ont tendance à surperformer. Le risque de bail-in réduit toutefois le multiple de spreads de CDS entre dettes senior et subordonnée. La pression vendeuse est plus forte sur le high yield notamment aux Etats-Unis. Le total des emprunts dégradés en catégorie spéculative (130mds \$) dépasse déjà le pic observé en 2008. Les pertes de mars et les dégradations de notations ont refroidi les investisseurs et accentué la pression sur les spreads.

## Marchés financiers

Emprunts d'Etats	6-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.66 %	+2	+20	-6
EUR Bunds 10a	-0.43%	+6	+28	-24
EUR Bunds 2s10s	23 bp	+4	+8	-19
USD Treasuries 2a	0.25 %	+2	-26	-132
USD Treasuries 10a	0.64 %	-8	-12	-128
USD Treasuries 2s10s	40 bp	-10	+14	+5
GBP Gilt 10a	0.33 %	-1	+9	-50
JPY JGB 10a	0.02 %	+0	+14	+3
EUR Spreads Souverains (10a)	6-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	50 bp	+5	+13	+19
Italie	196 bp	-1	+18	+36
Espagne	115 bp	+5	+22	+49
Inflation Points-morts (10a)	6-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	27 bp	-5	-24	-
USD TIPS	114 bp	+19	-18	-65
GBP Gilt Indexés	288 bp	+2	-6	-24
EUR Indices Crédit	6-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Crédit IG OAS	239 bp	-2	+122	+146
EUR Agences OAS	76 bp	+1	+26	+32
EUR Obligations sécurisées OAS	64 bp	+1	+20	+23
EUR High Yield Pan-européen OAS	794 bp	-8	+382	+490
EUR/USD Indices CDS 5a	6-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	105 bp	+7	+25	+61
iTraxx Crossover	595 bp	+15	+215	+388
CDX IG	122 bp	+12	+39	+77
CDX High Yield	737 bp	+105	+289	+457
Marchés émergents	6-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	645 bp	+21	+280	+355
Devises	6-avr.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.079	-2.1	-4.39	-3.92
GBP/USD	\$1.229	-0.81	-5.83	-7.36
USD/JPY	¥109.08	-1.07	-3.38	-0.46
Matières Premières	6-avr.-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$33.2	\$6.8	-\$12.3	-\$30.8
Or	\$1 644.0	\$23.1	-\$29.8	\$121.2
Indices Actions	6-avr.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	2 489	-2.08	-16.27	-22.97
EuroStoxx 50	2 767	0.04	-14.40	-26.13
CAC 40	4 298	-1.83	-16.36	-28.10
Nikkei 225	18 576	-2.67	-10.47	-21.48
Shanghai Composite	2 764	-0.30	-8.91	-9.38
VIX - Volatilité implicite	44.64	-21.79	6.44	223.95

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)