

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

13 avril 2020 /// n°15-2020

La Fed étend encore son arsenal monétaire

Points clés

- **Le S&P gagne 10% cette semaine**
- **La Fed annonce l'achat de fallen angels**
- **Le crédit se resserre rapidement, dont le high yield**
- **Le dollar se déprécie quelque peu**

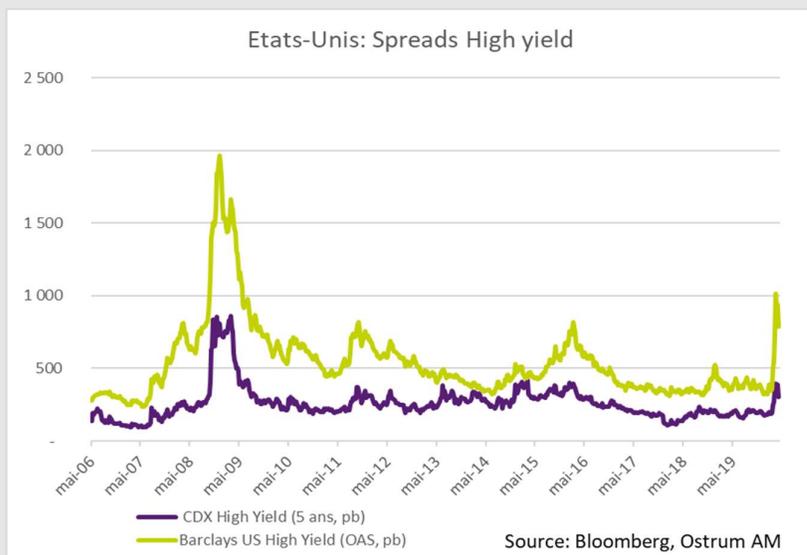
L'interventionnisme de la Fed semble sans limites. Les marchés d'actifs risqués sont une nouvelle fois largement soutenus par la décision de la Fed d'acheter des obligations high yield en complément d'autres programmes d'aides directes à l'économie. Le S&P connaît sa meilleure semaine depuis 1974 (+10,4%) en amont du weekend pascal.

Les Treasuries se tendent temporairement vers 0,75% dans un mouvement de pentification. La zone euro suit le mouvement de façon plus modeste sur les actions et avec un mouvement de taux plus prononcé (+12bp sur le Bund). Les adjudications

italiennes ont provoqué une décote temporaire sur les périphériques avant un rebond des marchés. Les spreads du BTP à 10ans sont sous 200pb.

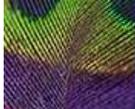
Le crédit est le grand gagnant de la semaine après la décision de la Fed, en particulier les notations high yield. Les spreads IG se réduisent de 29bp en Europe et de 46pb aux Etats-Unis. Le resserrement du high yield atteint 109bp sur le CDX HY. La détente des tensions sur le dollar est clairement un soutien aux actifs risqués. L'euro se rapproche d'1,10\$. La dette émergente y participe malgré un marché primaire lourd en début de semaine.

Le graphique de la semaine



La décision de la Fed de modifier le critère d'éligibilité des dettes d'entreprises a provoqué un rally sur le marché du high yield. Les spreads synthétiques (CDX) ont diminué de plus de 100pb cette semaine alors que le marché obligataire spéculatif revenait sous le seuil de 800pb.

Le soutien direct aux anges déchus notés au moins BB- limitera les ventes forcées des institutionnels soumis à une contrainte de risque de crédit et les fonds IG suivant un indice de référence. Toutefois, la Fed qui a augmenté la taille des SPV investissant dans le crédit, assume un risque supplémentaire pouvant à terme peser sur le dollar.



Un rally porté par l'OPEP+ et la Fed

Le rebond de plus de 10% du S&P 500 lors d'une semaine écourtée par vendredi saint s'explique par les avancées des discussions de l'OPEP+ au sujet de l'offre pétrolière et une nouvelle expansion monétaire aux Etats-Unis.

Au sujet de l'or noir, l'OPEP élargie à la Russie a arraché un accord de réduction de la production auquel participeront le Mexique et les Etats-Unis. Les productions journalières de l'Arabie Saoudite et de la Russie seront réduites à 8,5mn de barils. La diminution de la production ne sera cependant pas suffisante pour s'ajuster à la chute de la demande estimée entre 25 et 35 mn de barils par jour en avril. L'absence de capacité de stockage disponible pèsera sans doute sur les prix. En ce qui concerne les Etats-Unis, le stock stratégique s'élève déjà à 643mn barils pour une capacité totale de 713mn. Une rechute des prix n'est donc pas à exclure, malgré le recours massif au stockage flottant. Le baril de WTI a d'ailleurs terminé la semaine sous le seuil de 23\$.

La Fed étend ses achats au high yield

En parallèle, la Fed assume toujours plus de risques financiers. Les montants disponibles totalisent désormais 2300mds \$ sans compter l'engagement illimité à soutenir les marchés de Treasuries et de MBS. En coordination avec le CARES act annoncé par le Trésor, l'institut d'émissions s'est engagé à financer le maintien des salaires (Paycheck Protection Program) à hauteur de 300mds \$. Il s'agit de prêts aux banques finançant les dépenses salariales des PME (sans décote de collatéral). Le Main Street Lending Program comprend 600mds \$ de capacité de prêts via un SPV recevant 75mds \$ de fonds propres du Trésor. En outre, 500mds \$ seront débloqués pour assurer la liquidité des collectivités locales. Les dispositifs dédiés aux marchés du crédit (PMCCF, SMCCF) et à la titrisation ont été portés à 750mds \$ et 100mds \$ respectivement. Concernant le crédit, la Fed achète désormais les obligations d'anges déchus, des sociétés ayant perdu leur notation investment grade depuis le 22 mars 2020, tant que leur signature se maintient au-dessus de BB-. La Fed soutiendra également le marché des ETFs investis en dettes spéculatives. Le TALF offrira donc 100mds \$ de financement à 3 ans aux émetteurs d'asset-backed securities, dont les tranches de CLO notées AAA désormais. Il est encore trop tôt pour évaluer les conséquences de l'assouplissement monétaire. La taille du bilan et les risques assumés par la Fed pèseront sans doute sur le dollar. Un excès d'offre de billet vert devrait réapparaître faisant du dollar la devise de financement du monde à l'instar du carry trade de 2009. Cela serait favorable aux actifs risqués.

Un rebond néanmoins fragile

L'optimisme des marchés repose ainsi sur un nouveau soutien de la Fed et l'espoir d'une sortie de la crise

sanitaire autorisant une reprise progressive de l'activité. Cependant, les données économiques resteront catastrophiques pendant plusieurs mois à l'instar de la hausse de 6,6mn des inscriptions hebdomadaires au chômage préfigurant un taux de chômage au-delà de 20% à brève échéance. La réalité du plongeon de la profitabilité risque de mettre à mal le rebond de plus de 20% du S&P depuis le point bas du 23 mars 2020. Les publications devraient révéler une forte contraction trimestrielle des bénéfiques. Le soutien gouvernemental est conditionné à l'abandon des plans de rachats d'actions, ce qui devrait effacer une grande partie des quelque 700 à 800mds \$ d'opérations annuelles. Les dividendes vont diminuer pour 70% des banques. Les performances sectorielles récentes font la part belle aux secteurs les plus touchés par l'épidémie dont l'automobile, les matières premières ou le loisir. Cela incite à la prudence comme l'importance des rachats de positions vendeuses. En Europe, le schéma sectoriel est similaire. Les valorisations s'ajustent aux baisses de dividendes, nombreuses dans le secteur des services publics et parmi les valeurs bancaires. Selon les contrats à terme, les dividendes ne retrouveront pas leur niveau de 2019 avant plusieurs années.

Sur les marchés de taux, les rendements obligataires se sont ajustés à la hausse des actions. Le T-note s'est tendu jusque 0,75% en milieu de semaine. L'intervention journalière de la Fed sur le marché des Treasuries s'est quelque peu réduite depuis le début du mois. Ce ralentissement des achats aboutira sans doute à un ciblage des taux à long terme à l'horizon de quelques mois. En zone euro, le Bund se rapproche de -0,30%. Les spreads souverains restent sensibles au calendrier d'émissions. Le BTP s'est dégradé en amont des adjudications avant de clore la semaine sous 200pb à 10 ans. La volatilité des spreads s'est nettement réduite. L'Espagne cote autour de 115pb contre 130pb au Portugal.

Les spreads de crédit se sont détendus à la suite du communiqué de la Fed. Le crédit IG américain s'échange à 233pb contre Treasuries, en baisse de 46pb. La réelle surprise concerne le high yield désormais éligible aux achats de la Fed. Les spreads ont rapidement diminué de plus de 100pb sur une semaine sur les indices synthétiques. Le marché du crédit spéculatif américain repasse sous le seuil de 800pb, malgré l'incertitude entourant le secteur du pétrole de schiste. L'Europe profite de l'engouement pour le crédit américain. La marge de resserrement potentiel reste élevée et devrait redresser les flux finaux vers la classe d'actifs au cours des prochaines semaines. Les dettes financières surperforment alors que les secteurs cycliques et de services publics retraçaient une partie de leur performance.

La dette émergente profite d'un dollar plus faible. Malgré le poids des émissions IG, le resserrement hebdomadaire de l'EMBI atteint 41pb.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	13-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.62 %	+4	+34	-2
EUR Bunds 10a	-0.35%	+9	+44	-16
EUR Bunds 2s10s	27 bp	+5	+11	-14
USD Treasuries 2a	0.22 %	-4	-27	-135
USD Treasuries 10a	0.72 %	+5	-24	-120
USD Treasuries 2s10s	50 bp	+9	+3	+15
GBP Gilt 10a	0.31 %	-1	+7	-52
JPY JGB 10a	0.02 %	+0	-3	+3
EUR Spreads Souverains (10a)	13-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	45 bp	-4	-11	+15
Italie	194 bp	+2	-39	+34
Espagne	113 bp	-2	-4	+48
Inflation Points-morts (10a)	13-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	36 bp	+7	-2	-
USD TIPS	123 bp	+7	+31	-56
GBP Gilt Indexés	287 bp	-1	-1	-24
EUR Indices Crédit	13-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Crédit IG OAS	209 bp	-29	+51	+116
EUR Agences OAS	72 bp	-2	+3	+28
EUR Obligations sécurisées OAS	64 bp	+1	+2	+22
EUR High Yield Pan-européen OAS	698 bp	-94	+139	+394
EUR/USD Indices CDS 5a	13-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	80 bp	-24	-30	+36
iTraxx Crossover	463 bp	-126	-66	+257
CDX IG	82 bp	-37	-38	+37
CDX High Yield	524 bp	-185	-88	+244
Marchés émergents	13-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	607 bp	-41	+136	+317
Devises	13-avr.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.091	+1.02	-1.76	-2.82
GBP/USD	\$1.249	+1.51	+1.74	-5.81
USD/JPY	¥108.05	+0.9	-0.4	+0.49
Matières Premières	13-avr.-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$31.3	-\$2.8	-\$4.1	-\$32.8
Or	\$1 690.5	\$38.2	\$160.7	\$167.7
Indices Actions	13-avr.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	2 790	10.40	-3.21	-13.65
EuroStoxx 50	2 893	7.60	-0.59	-22.76
CAC 40	4 507	6.77	-2.80	-24.61
Nikkei 225	19 043	2.51	9.25	-19.50
Shanghai Composite	2 783	0.69	-3.61	-8.76
VIX - Volatilité implicite	44.56	-4.79	-5.79	223.37

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