

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

20 avril 2020 /// n°16-2020

L'espoir face à la réalité

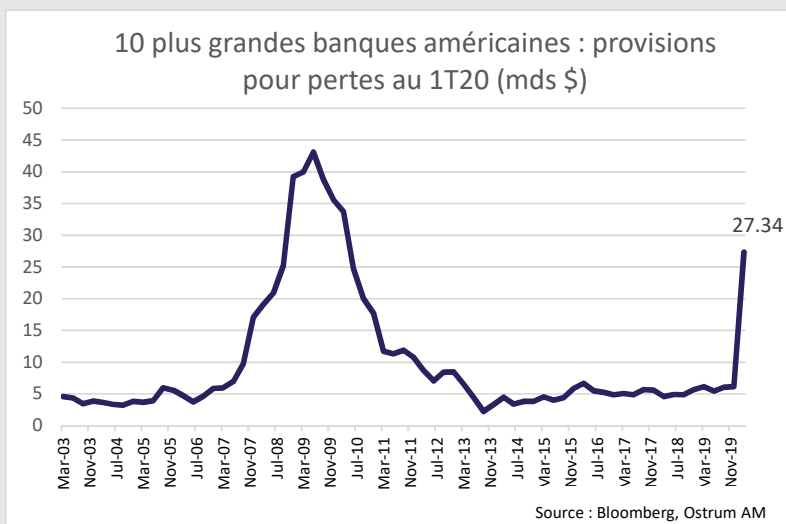
Points clés

- Les actions intègrent une reprise rapide de l'activité...
- ... alors que les perspectives bénéficiaires plongent et...
- ... que les taux sans risque sont orientés à la baisse
- Les flux reviennent vers le crédit

Les marchés d'actions poursuivent leur remontée depuis le point bas du 23 mars 2020. Les principaux indices s'adjugent environ 2% sur la semaine boursière en Europe, au Japon et aux Etats-Unis. L'espoir d'un début de déconfinement le mois prochain a été amplifié par des statistiques chinoises meilleures en mars. La surperformance des secteurs cycliques les plus exposés à la crise sanitaire pose néanmoins question. Les taux sans risque diminuent de nouveau. Le 10 ans américain se rapproche de 0,60% et le Bund replonge vers -0,50%. Les spreads souverains restent sensibles aux calendriers d'émissions. Le BTP italien à 10 ans s'élargit ainsi au-delà de 220pb. A l'inverse, les spreads de crédit

IG se réduisent de 23pb cette semaine aux États-Unis (210pb vs. UST) et de 9 pb en zone euro (200pb vs. Bund). Le marché du high yield s'est en revanche désenchanté après l'euphorie consécutive aux dernières annonces de la Fed étendant son soutien aux dettes d'anges déçus. Le CDX HY oscille autour de 600pb (+67pb sur une semaine). Les obligations high yield européennes se traitent à un spread moyen de 664pb. Le pétrole replonge sous 20\$ pour le baril de WTI. Concernant les devises, le dollar reste en forte demande malgré l'activisme des banques centrales. L'euro tombe sous 1,09\$. Le yen nippon est ferme mais l'or décroche sous 1700\$.

Le graphique de la semaine



L'un des enseignements de la saison des résultats aux Etats-Unis est a très forte hausse des provisions pour pertes des banques américaines. t

Les 10 plus grandes institutions ont provisionné un total de 27mds \$ de dollars au 1T20. Au pire de la crise de 2008, ce montant pour le même échantillon de banques avait atteint 43mds\$. L'effondrement actuel de l'activité et la hausse vertigineuse du chômage vont se traduire par une hausse des défauts de paiements.

Cela étant, il est possible que ces institutions aient cherché à rassurer les parties prenantes en provisionnant beaucoup en amont de la dégradation escomptée.



Les actions s'accrochent aux espoirs de reprise

Les indices boursiers ont certes connu une correction de 3 à 4% mercredi mais l'optimisme semble de rigueur sur les marchés boursiers. Le message de Donald Trump laissant entrevoir un prochain déconfinement aux Etats-Unis a été bien accueilli par les marchés. Les résultats encourageants d'un traitement du Covid-19 testé dans plusieurs pays confortent l'espoir d'une sortie de crise. Par ailleurs, les statistiques chinoises révèlent une moindre contraction de la production industrielle en mars (-1,1%).

Cela étant, le PIB chinois se contracte de 6,8% au 1t20, une chute sans précédent. Les dépenses des ménages ont plongé de 19% par rapport au 1t19. L'investissement apparait durablement affecté. Aux Etats-Unis, l'effondrement de l'activité transparait dans la plupart des publications. Les ventes au détail ont ainsi décroché le mois dernier (-8,9%). Les enquêtes manufacturières (Empire, PhilFed) en chute libre en avril et les millions de nouveaux chômeurs chaque semaine laissent sans voix. Les 22mn d'emplois créés depuis 2009 ont été effacés en 4 semaines. En outre, les 349mds \$ de prêts aux PME débloqués par le Trésor ont déjà été alloués en totalité. Un soutien supplémentaire sera mis en œuvre à brève échéance.

Le S&P à 21x les BPA 2020

Une reprise rapide est intégrée dans les valorisations. Les volumes échangés ont diminué depuis le Krach de mars sans doute accentués par les flux de capitulation. Le rebond actuel semble tiré par les rachats de positions vendeuses. Sur les marchés européens, la surperformance sur un mois des secteurs les plus touchés par les mesures sanitaires (automobile, transport, loisirs) pose questions. La plupart des entreprises ne communiquent plus sur leurs perspectives. Par ailleurs, les annonces de réductions de dividendes concernent désormais plus d'un quart de la cote européenne et près des trois-quarts des banques. En zone euro, les bénéfices par action devraient chuter de 24% en 2020 mais les analystes prévoient un retour à la profitabilité de 2019 dès l'an prochain. Aux Etats-Unis, les prévisions sur le S&P 500 font état d'une baisse des bénéfices par action limitée à 7%, alors même que l'effet relatif des rachats d'actions va diminuer de moitié. La hausse attendue des faillites va pourtant amputer l'économie d'une partie de son potentiel de redressement. Les provisions passées au 1t20 par les banques américaines semblent en effet préfigurer une crise de crédit similaire à 2008. Les valorisations actuelles nous semblent injustifiées. En effet, le PER 2020 du S&P s'élève à 21x. Une rechute des marchés semble inévitable si une reprise en V s'avère hors d'atteinte.

Reflux des taux sans risque

La hausse des valorisations boursières semble également incohérente avec la rechute des taux sans

risque. A court terme, le soutien des Banques Centrales est certes sans limite. Christine Lagarde l'a rappelé cette semaine. Le rendement du Bund revient vers -0,50%. Le taux de dépôt semble ainsi constituer une force de rappel pour le 10 ans allemand. Outre l'arbitrage trésorerie-titre sans risque, le choix de l'état allemand de recourir aux émissions de billets de trésorerie réduit la pression qu'exerce habituellement les déficits sur les taux longs. Cela explique l'aplatissement de la courbe allemande. Le spread 10-30 ans français se resserre également malgré une dette publique projetée à 112% du PIB en 2020. Les Trésors européens ont accès au marché, grâce au soutien de la BCE, mais souvent au prix d'une décote avant les émissions, notamment en Espagne et en Italie. Le BTP italien reste volatile de sorte que les spreads à 10 ans se sont élargis vers 225pb. Le gouvernement italien pourrait solliciter une ligne de crédit de l'ESM en cas de dégradation des conditions de marché. Les spreads des dettes supranationales et d'agences sont aussi sous pression.

Aux Etats-Unis, le T-note (0,64% en clôture) oscille entre 0,60% et 0,70%. La tendance à la pentification s'est estompée autorisant une diminution des achats quotidiens de la Fed. La Banque Centrale pourrait bientôt opter pour un ciblage des taux à long terme afin de limiter l'augmentation de son bilan mobilisé par d'autres dispositifs visant les marchés du crédit, les prêts aux PME ou la titrisation. Les spreads sur les créances hypothécaires (MBS) se sont élargis à mesure que les marchés intègrent une baisse des prix immobiliers, le risque de défaut de paiement et le risque de liquidité des sociétés de services financiers.

Retour des flux sur le crédit

Sur le crédit en euro, la tendance est favorable grâce à une inflexion notable des flux vers la classe d'actifs depuis deux semaines. Les spreads diminuent régulièrement vers 210bp vis-à-vis du Bund. La BCE poursuit ses achats à un rythme soutenu depuis le lancement du PEPP (50mds investis sur 750mds €). Le CSPP atteint 200mds €. Les financières ont perdu du terrain par rapport aux cycliques la semaine passée. Le TLTRO-III de juin (attendu autour de 800mds €) devrait néanmoins réduire les émissions bancaires cette année. Les spreads des dettes subordonnées se sont resserrés vis-à-vis des senior (risque de bail-in). Le high yield a partiellement effacé le resserrement de la semaine passée consécutif aux annonces de la Fed. Les spreads du high yield européen se situent aux alentours de 660pb.

Aux Etats-Unis, le crédit IG reste le marché le plus attractif. La Fed a porté ses capacités d'action sur le crédit à 750mds \$. Les spreads moyens avoisinent 210pb par rapport aux Treasuries. Les achats d'ETFs de crédit, y compris sur le high yield ont ravivé les flux vers ces fonds. Nous restons néanmoins attentifs à la dynamique du CDX HY (+67pb sur cinq séances).

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	20-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.7 %	-8	-2	-10
EUR Bunds 10a	-0.47%	-12	-15	-29
EUR Bunds 2s10s	23 bp	-4	-13	-19
USD Treasuries 2a	0.2 %	-5	-12	-137
USD Treasuries 10a	0.63 %	-14	-21	-128
USD Treasuries 2s10s	44 bp	-9	-10	+9
GBP Gilt 10a	0.32 %	+1	-25	-51
JPY JGB 10a	0.02 %	0	-6	+3
EUR Spreads Souverains (10a)	20-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	51 bp	+6	+7	+21
Italie	233 bp	+39	+38	+73
Espagne	131 bp	+18	+25	+65
Inflation Points-morts (10a)	20-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	31 bp	-5	+25	-
USD TIPS	102 bp	-24	+26	-76
GBP Gilt Indexés	276 bp	-12	+7	-35
EUR Indices Crédit	20-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Crédit IG OAS	200 bp	-9	-5	+107
EUR Agences OAS	75 bp	+3	+0	+31
EUR Obligations sécurisées OAS	68 bp	+5	+13	+27
EUR High Yield Pan-européen OAS	664 bp	-34	-132	+360
EUR/USD Indices CDS 5a	20-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	83 bp	+4	-34	+39
iTraxx Crossover	491 bp	+28	-184	+285
CDX IG	87 bp	+1	-54	+42
CDX High Yield	593 bp	+11	-204	+313
Marchés émergents	20-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	607 bp	-1	+29	+316
Devises	20-avr.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.086	-0.51	+1.62	-3.28
GBP/USD	\$1.245	-0.52	+7.09	-6.1
USD/JPY	¥107.8	-0.2	+2.9	+0.72
Matières Premières	20-avr.-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$27.3	-\$4.4	-\$1.7	-\$36.8
Or	\$1 677.1	-\$37.1	\$178.4	\$154.3
Indices Actions	20-avr.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	2 875	3.04	24.71	-11.03
EuroStoxx 50	2 907	0.50	14.07	-22.37
CAC 40	4 529	0.49	11.86	-24.24
Nikkei 225	19 669	3.29	18.83	-16.86
Shanghai Composite	2 853	2.50	3.89	-6.48
VIX - Volatilité implicite	38.15	-7.34	-42.23	176.85

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