

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

4 mai 2020 /// n°18-2020

Un mois de mai charnière

Points clés

- **Contraction forte des économies des Etats-Unis et de la zone euro au 1T**
- **La BCE réduit le taux de ses opérations à long terme**
- **Le Bund proche de -0,60%**
- **Fitch abaisse la note de l'Italie à BBB-**

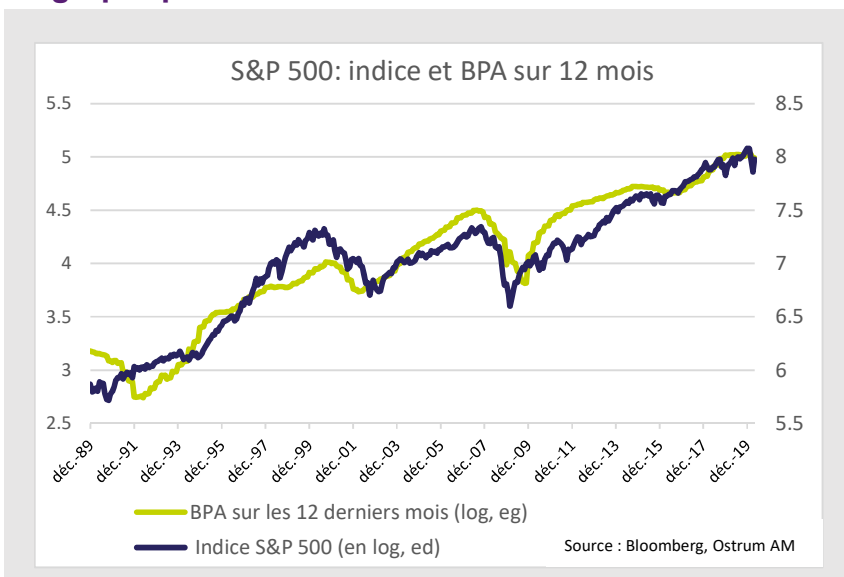
La séance du 1^{er} mai s'est soldée par une chute de près de 3% du S&P effaçant les gains de la semaine. Le secteur de l'énergie reste pénalisé par un baril de WTI sous 20\$. La hausse hebdomadaire des indices européens (4%) préfigure ainsi des prises de profits à court terme. Le rebond boursier des valeurs bancaires et des secteurs cycliques reste fragile.

La BCE a pourtant accru son soutien en abaissant les taux sur ses opérations à long terme. Le Bund à 10 ans a diminué vers à -0,60%. Le T-note est en revanche sans tendance, la Fed ayant maintenu inchangée sa politique.

Les spreads périphériques demeurent volatiles mais globalement orientés au resserrement la semaine passée. La dégradation anticipée de l'Italie par Fitch (BBB- stable) a surpris les marchés. Le BTP a ainsi sous-performé les autres dettes souveraines de la zone euro. Le crédit euro IG se resserre les investisseurs augmentant de nouveau leur allocation sur le crédit. Le high yield européen surperforme.

Sur le marché des changes, le dollar s'inscrit globalement en baisse cette semaine. L'euro s'apprécie à 1,097\$. L'once d'or se situe autour des 1700\$.

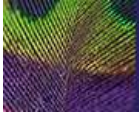
Le graphique de la semaine



Le rebond des cours boursiers depuis le 23 mars semble anticiper un redressement rapide des profits. La chute des bénéfices actuelle est ignorée de sorte que les marchés voient au travers de la vallée.

Lors de la récession de 1990, la chute des BPA n'a pas empêché une hausse du S&P. En 2009, le marché a rebondi 8 mois avant le point bas des résultats.

Les marchés devraient capitaliser les perspectives de profits à long terme mais l'incertitude inédite entourant la récession de 2020 requiert sans doute une prime de risque additionnelle.



L'économie en contraction

Les mesures sanitaires ont un coût économique considérable. L'activité s'est effondrée dès le premier trimestre selon les publications.

Aux Etats-Unis, le BEA estime la contraction à 4,8%ta entre janvier et mars. La consommation des ménages a diminué de 7,6%ta, avec une baisse inédite des dépenses en services (-10,1%ta). Ce secteur paye un lourd tribut aux mesures de distanciation sociale. La réduction des dépenses en biens durables s'observe dans toutes les récessions. La rapidité de la dégradation de l'emploi a néanmoins amplifié le report des dépenses (-16,1%ta). Le chômage se situe probablement autour de 16% en avril. L'investissement s'affaiblit sans surprise malgré la hausse de 21% des dépenses en logement. Cependant, l'effondrement de la confiance des promoteurs immobiliers en avril ne laisse aucun doute sur la dynamique à attendre. Les dépenses publiques apportent un soutien modeste contribuant à hauteur de 0,7pp de PIB au 1T20. Le solde extérieur s'est amélioré du fait de la baisse forte des importations alors que les variations de stocks retiraient 0,5pp de croissance.

En Europe, les mesures de confinement anticipées ont rapidement plongé l'économie en récession. Le PIB de la zone euro se contracte de 3,8%t au 1T20. En France, la récession atteint 5,8%t. L'ampleur de la chute de l'activité s'avère largement supérieure à la première indication de l'INSEE, qui estimait qu'un mois de confinement équivaldrait à une perte d'activité de 3pp. En deux semaines de confinement, le plongeon de la production se révèle quatre fois plus rapide. L'Espagne enregistre une baisse de 5,2%t. La récession économique va s'intensifier au deuxième trimestre. Les enquêtes préliminaires dans les services marquent des plus bas historiques.

La BCE assouplit encore sa politique

La banque centrale européenne n'a pas (encore) augmenté son enveloppe de rachats d'actifs. Il ne fait aucun doute que l'institution financera le dérapage des finances publiques. La Banque privilégie les mesures de liquidité en abaissant de 25pb le taux d'intérêt des TLTRO-III (potentiellement jusqu'à -1%). Par ailleurs, sept nouvelles opérations de refinancement (PELTROs) sont prévues avec une échéance en septembre 2021. La liste des collatéraux éligibles a été élargie aux obligations ayant perdu leur statut investment grade depuis le 7 avril. Aux Etats-Unis, la Fed a maintenu sa politique monétaire inchangée. Les interventions journalières de la Fed sur les marchés de Treasuries et de MBS ont ralenti au cours du mois d'avril. Il est possible que la Fed annonce une cible sur le taux à long terme afin de diminuer son emprise sur ces marchés alors que son bilan sera mobilisé par les dispositifs dédiés au crédit, aux collectivités locales ou aux PME. Cette politique de ciblage des taux longs est

déjà en vigueur au Japon (JGB à 10 ans à 0%) et en Australie (3 ans à 0,25%) notamment.

Le S&P replonge en fin de semaine

Malgré ce soutien monétaire, les marchés d'actions ont terminé la semaine sur une note négative. Le S&P 500 perdait 2,9% vendredi effaçant les gains de la semaine. Les performances sectorielles montrent une rechute des valeurs de l'énergie entraînée à la baisse par l'excès d'offre de pétrole. La consommation discrétionnaire replonge aussi. Sur le S&P 500, les 279 publications à ce jour font état d'une baisse moyenne des bénéfices de 8,7% au 1T20. Les secteurs des services publics (+7%), des biens de consommation (+5,7%), de la santé (+5,3%) et de la technologie (+3,7%) affichent néanmoins une progression.

La clôture hebdomadaire américaine n'est pas encore retranscrite dans les indices européens. Le rebond des secteurs les plus exposés aux conséquences de la crise sanitaire s'est poursuivie la semaine passée. Des prises de profits sont probables à court terme. La saison des résultats a débuté en zone euro (125 publications sur 279 attendues sur l'Euro Stoxx). La baisse moyenne des résultats dépasse le seuil de 30% avec des chiffres d'affaires en chute de 6%. Les secteurs des services publics et des télécommunications résistent à la crise. Les bénéfices des entreprises liées aux matières premières fondent de 30 à 50% au 1T 2020. Le secteur automobile (-80%) subit une forte chute des résultats.

Le Bund casse le seuil de -0,50%

En privilégiant les mesures de liquidité par rapport à une extension du QE, la BCE a surpris la majorité des intervenants. La BCE prêtera à -1% au minimum, ce qui permettra aux banques de mettre en œuvre des positions de portage sur les emprunts publics les moins risqués. Le rendement du Bund à 10 ans s'établit désormais proche des -0,60%. La recherche de rendement engendre un nouvel aplatissement du spread 2-10 ans qui tombe sous 20pb. Un large consensus d'investisseurs attendait une hausse des achats d'actifs. Cela n'a pas empêché un resserrement significatif des spreads espagnols et portugais. En revanche, la décision de Fitch d'anticiper sa décision sur la notation italienne a engendré un surcroit de volatilité sur le BTP. L'agence a dégradé la note souveraine à BBB-. Le spread italien à 10 ans (235pb) ressort en hausse de 4pb sur la semaine.

Parallèlement, le rétrécissement des spreads de crédit se confirme. Les flux entrants sur les fonds de crédit européen s'accumulent depuis 5 semaines, sans toutefois effacer totalement les sorties du mois de mars. Le spread moyen sur l'investment grade se situe aujourd'hui à 186pb contre Bund (-8pb en cinq séances). Le high yield surperforme également l'actif sans risque (-14pb). Les flux s'améliorent aussi sur le segment du crédit spéculatif.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	4-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.74 %	-8	-8	-14
EUR Bunds 10a	-0.55%	-9	-11	-36
EUR Bunds 2s10s	20 bp	-1	-2	-22
USD Treasuries 2a	0.19 %	-3	-4	-138
USD Treasuries 10a	0.63 %	-3	+4	-129
USD Treasuries 2s10s	44 bp	+0	+8	+9
GBP Gilt 10a	0.24 %	-6	-7	-58
JPY JGB 10a	-0.02 %	+2	-1	-1
EUR Spreads Souverains (10a)	4-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	50 bp	+3	-1	+20
Italie	233 bp	+11	+33	+73
Espagne	133 bp	-1	+15	+68
Inflation Points-morts (10a)	4-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	32 bp	+2	+4	-
USD TIPS	109 bp	-7	+0	-69
GBP Gilt Indexés	275 bp	+5	-14	-37
EUR Indices Crédit	4-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Crédit IG OAS	186 bp	-8	-53	+93
EUR Agences OAS	72 bp	-3	-2	+28
EUR Obligations sécurisées OAS	67 bp	-2	+4	+26
EUR High Yield Pan-européen OAS	658 bp	-14	-137	+354
EUR/USD Indices CDS 5a	4-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	86 bp	+5	-18	+42
iTraxx Crossover	519 bp	+26	-70	+313
CDX IG	91 bp	-1	-28	+46
CDX High Yield	659 bp	+3	-50	+379
Marchés émergents	4-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	608 bp	-31	-41	+317
Devises	4-mai-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.093	+0.98	+1.16	-2.69
GBP/USD	\$1.243	+0.19	+0.98	-6.31
USD/JPY	¥106.87	+0.39	+2.01	+1.6
Matières Premières	4-mai-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$26.1	\$3.0	-\$9.4	-\$37.4
Or	\$1 704.0	-\$8.4	\$51.7	\$181.2
Indices Actions	4-mai-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	2 831	-0.21	13.74	-12.38
EuroStoxx 50	2 812	-2.42	5.61	-24.91
CAC 40	4 376	-0.40	4.00	-26.80
Nikkei 225	19 619	0.98	10.10	-17.07
Shanghai Composite	2 860	0.76	4.59	-6.23
VIX - Volatilité implicite	39.35	18.20	-15.92	185.56

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