

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

11 mai 2020 /// n°19-2020

## Karlsruhe sème le doute

### Points clés

- **Poursuite du rebond des actions**
- **Baisse historique de l'emploi aux Etats-Unis en avril**
- **Le marché anticipe des Fed Funds négatifs**
- **La cour constitutionnelle allemande met en cause la politique de la BCE**

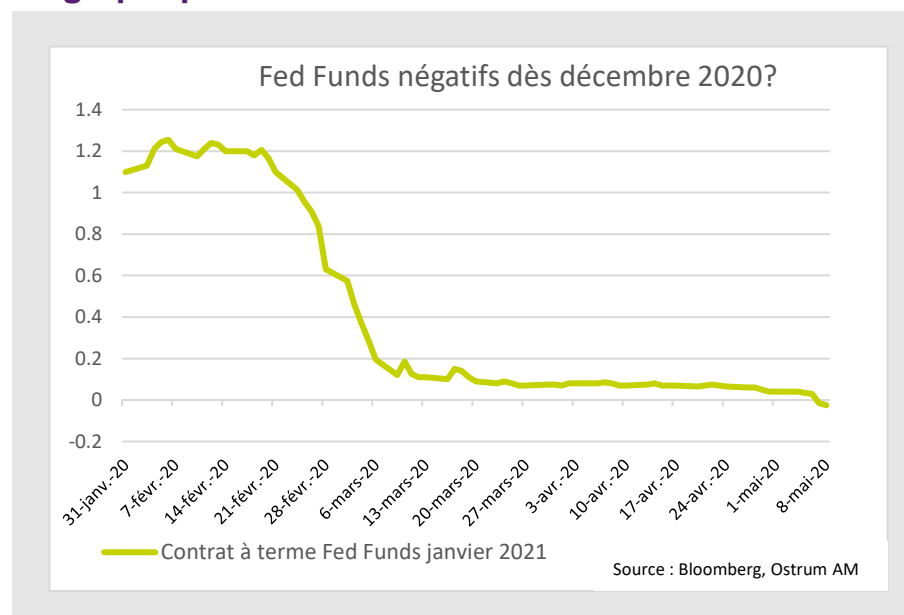
Les marchés d'actions poursuivent leur rebond malgré la récession et la chute des résultats. Le S&P gagne encore 3,5% cette semaine. Shanghai s'adjuge 3% en trois séances. L'Europe perd 0,5% mais termine la semaine sur une note positive.

Sur les marchés obligataires, la Cour de Karlsruhe somme la BCE de s'expliquer sous 3 mois sur les modalités du PSPP. Cela relance la spéculation baissière sur les BTPs et l'euro (-1,3% contre dollar). L'emprunt italien s'est cependant resserré après la décision de Moody's de laisser sa note inchangée

(Baa3). Le crédit a sous-performé le Bund (+6pb). Le high yield européen s'écarte de 11pb.

Aux Etats-Unis, l'annonce du refinancement trimestriel du Trésor a provoqué une pentification de la courbe avec la réapparition du 20 ans. Par ailleurs, les marchés monétaires intègrent des taux Fed Funds négatifs en fin d'année. La Fed exclut pourtant cette politique. Le high yield américain profite aussi du redressement des cours pétroliers. Enfin, les spreads sur la dette émergente en USD reviennent sous le seuil de 600pb contre Treasuries.

### Le graphique de la semaine



Début mars, la Fed a abaissé à 0-0,25% la fourchette des Fed Funds. Les marchés spéculent désormais sur le risque de taux négatifs aux Etats-Unis.

Les volumes échangés sur le contrat Fed Funds janvier 2021 ont été inhabituellement élevés cette semaine. Ce contrat reflètera pleinement la décision de la Fed en décembre prochain. Son taux implicite se situe à -0,03%, ce qui correspond à une probabilité de 15% que le FOMC abaisse l'objectif de taux sous 0%. Cela étant, selon Thomas Barkin (Fed de Richmond), les taux négatifs restent exclus à ce stade.

## Une décennie de croissance de l'emploi perdue en quelques semaines

Les marchés financiers soutenus par des banques centrales hyperactives ignorent le plongeon sans précédent de l'activité. L'inflexion à la baisse entrevue en fin de premier trimestre s'est amplifiée sur la première moitié du deuxième. Les enquêtes dans le secteur des services en zone euro témoignent de l'ampleur de la contraction liée aux mesures de confinement. Les indices PMI des services sont tombés autour de 10 sur une échelle de 0 à 100. Aux Etats-Unis, la situation est à peine plus favorable qu'en Europe et c'est principalement le fait d'un confinement plus tardif. L'économie américaine a détruit plus de 20 millions d'emplois en avril. En l'espace d'un mois, une décennie de croissance a été effacée. L'enquête du Bureau of Labor Statistics prend en référence la semaine du 12<sup>ème</sup> jour du mois. Or les nouvelles inscriptions hebdomadaires au chômage se chiffrent encore en millions. Au cours des trois dernières semaines, on dénombre ainsi plus de 11 millions de chômeurs supplémentaires. Le taux de chômage usuel se situe à 14,6% en avril. Sa hausse n'est en fait limitée que par la diminution du taux de participation des ménages. Les mesures prenant en compte les personnes découragées et le temps partiel subi atteignent des niveaux inconnus dans la crise financière de 2008. La mesure la plus large du sous-emploi (U-6) ressort en effet à 22,8% contre un sommet à 17,2% en décembre 2009. L'accélération des salaires horaires moyens (+7,9%a en avril) est insignifiante et traduit simplement un biais de sélection dans l'échantillon. Les pertes d'emplois frappent en priorité les plus fragiles. Ce ne sera pas sans conséquence. Les défauts de paiements des ménages vont nécessairement exploser. En effet, 40% des ménages américains ne peuvent faire face à une dépense imprévue de 400 \$ selon une étude de la Fed de New York. Les défauts sur les prêts automobiles étaient déjà en hausse constante depuis 2014 alors que l'économie était au plein emploi. Les provisions pour pertes de crédit passées par les banques américaines au premier trimestre laissent peu de doutes quant à la qualité de leurs actifs.

## La BCE attaquée par Karlsruhe

La cour constitutionnelle allemande met de nouveau en cause la politique monétaire de la BCE. Karlsruhe exige, sous 3 mois, des explications quant à la non-proportionnalité des achats d'emprunts publics de la BCE. En théorie, la Cour pourrait contraindre la Bundesbank à cesser ses opérations liées à la politique monétaire commune. L'indépendance des banques centrales, habituellement chère aux autorités allemandes, sera rappelée de sorte que cet avis a in fine peu de chance d'infléchir la politique de Christine Lagarde. Mais cette annonce intervient dans un climat de tensions au sein des institutions européennes. Les discussions sur le plan de relance budgétaire de l'UE

ont ainsi été reportées de deux semaines. Les spreads périphériques ont aussi réagi.

Sur les marchés de taux, le Bund se maintient sous le seuil de -0,50% après la diminution des taux d'intérêt applicables au prochain TLTRO-III (-1%). Les estimations de demande des banques européennes lors de l'opération de juin s'échelonnent entre 700 et 1200mds €. Les injections de liquidité financeront pour partie des opérations de portage sur les maturités inférieures à 3 ans. Les spreads souverains courts devraient ainsi diminuer. En outre, les quatre agences ont désormais actualisé leur notation sur l'Italie. Fitch a abaissé sa note à BBB-, Moody's, S&P et DBRS les ont maintenues malgré des perspectives sombres. C'est sans doute un soutien au marché pour les semaines à venir. Le spread du BTP 10 ans est revenu d'un sommet proche de 250pb à 238pb en clôture hebdomadaire. Concernant le crédit, les swap spreads courts s'écartent engendrant une légère sous-performance du crédit IG européen. Le déluge d'émissions aux Etats-Unis depuis le mois de mars attire sans doute une partie des flux d'investissements. Le spread moyen au-delà de 200pb reste néanmoins attrayant des deux côtés de l'Atlantique.

Aux Etats-Unis, les investisseurs spéculent sur une baisse des Fed Funds en territoire négatif dès le mois de décembre. L'annonce du Trésor américain d'un besoin de financement brut de 3000mds \$ au 2T20 a provoqué une pentification de la courbe (5-30 ans notamment), initialement par une hausse des taux longs puis par une baisse des anticipations de taux courts. Le 2 ans s'est rapproché du taux repo de la Fed (0,10%). La taille des émissions a été relevée sur toutes les maturités. L'introduction d'une nouvelle référence à 20 ans augmentera la durée (le risque de taux) vendue au marché, d'où la pression haussière sur les rendements à long terme.

Le marché actions américain semble insubmersible. Une analyse de la Fed de New York des publications trimestrielles rapporte pourtant une fréquence inédite de réductions de dépenses d'investissement (45%), alors qu'un tiers des entreprises réduisent leurs retours à l'actionnaire. Le S&P 500 s'échange néanmoins à 2930 points soit un rebond de plus de 30% depuis le 23 mars. Le positionnement spéculatif encore largement vendeur limite sans doute le potentiel de retournement baissier à court terme. Cela étant, l'indice est dominé par les « GAFAM » qui représentent 20% de la capitalisation. Le S&P 500 équilibré accuse un retard de performance de 7,5% cette année par rapport à l'indice pondéré par les capitalisations cette année. Cela explique une partie de l'écart entre la performance financière apparente et la réalité économique sous-jacente. En Europe, les entreprises privilégient également leur solidité financière au détriment de l'investissement. Les bénéficiaires plongent de 25% au 1T20. La santé est le seul secteur européen à afficher un chiffre d'affaires en hausse de plus de 4%.

## Marchés financiers

Emprunts d'Etats	11-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.76 %	-1	-14	-16
EUR Bunds 10a	-0.51%	+5	-17	-33
<b>EUR Bunds 2s10s</b>	<b>25 bp</b>	<b>+6</b>	<b>-3</b>	<b>-17</b>
USD Treasuries 2a	0.16 %	-3	-7	-141
USD Treasuries 10a	0.7 %	+7	-2	-122
<b>USD Treasuries 2s10s</b>	<b>54 bp</b>	<b>+9</b>	<b>+5</b>	<b>+19</b>
GBP Gilt 10a	0.26 %	+3	-4	-56
JPY JGB 10a	0.01 %	+3	-1	+2
EUR Spreads Souverains (10a)	11-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	50 bp	-1	+4	+19
Italie	234 bp	+1	+40	+74
Espagne	132 bp	0	+19	+67
Inflation Points-morts (10a)	11-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	30 bp	-2	-6	-
USD TIPS	112 bp	+4	-12	-67
GBP Gilt Indexés	281 bp	+6	-6	-30
EUR Indices Crédit	11-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Credit IG OAS	192 bp	+6	-37	+99
EUR Agences OAS	75 bp	+3	+1	+31
EUR Obligations sécurisées OAS	67 bp	+0	+3	+26
EUR High Yield Pan-européen OAS	670 bp	+11	-81	+366
EUR/USD Indices CDS 5a	11-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	83 bp	-3	+4	+39
iTraxx Crossover	496 bp	-25	+32	+289
CDX IG	91 bp	+0	+5	+46
CDX High Yield	631 bp	-30	+48	+351
Marchés émergents	11-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	583 bp	-25	-42	+293
Devises	11-mai-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.083	-0.61	-0.77	-3.53
GBP/USD	\$1.239	-0.38	-1.06	-6.61
USD/JPY	¥107.2	-0.35	+0.35	+1.29
Matières Premières	11-mai-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$30.4	\$3.2	-\$3.7	-\$33.0
Or	\$1 706.5	\$0.1	-\$7.6	\$183.7
Indices Actions	11-mai-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	2 930	3.50	5.02	-9.32
EuroStoxx 50	2 924	3.82	1.08	-21.93
CAC 40	4 564	4.24	1.27	-23.65
Nikkei 225	20 391	3.13	4.58	-13.81
Shanghai Composite	2 895	2.56	3.51	-5.09
VIX - Volatilité implicite	28.28	-21.38	-32.13	105.23

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)