

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

18 mai 2020 /// n°20-2020

Powell exclut les taux négatifs

Points clés

- **Nouveau coup de semonce sur les actions européennes**
- **Aplatissement des courbes – le T-note repasse sous 0,70%**
- **Stabilité des spreads souverains**
- **Le crédit résiste mais le high yield américain demeure sous pression**

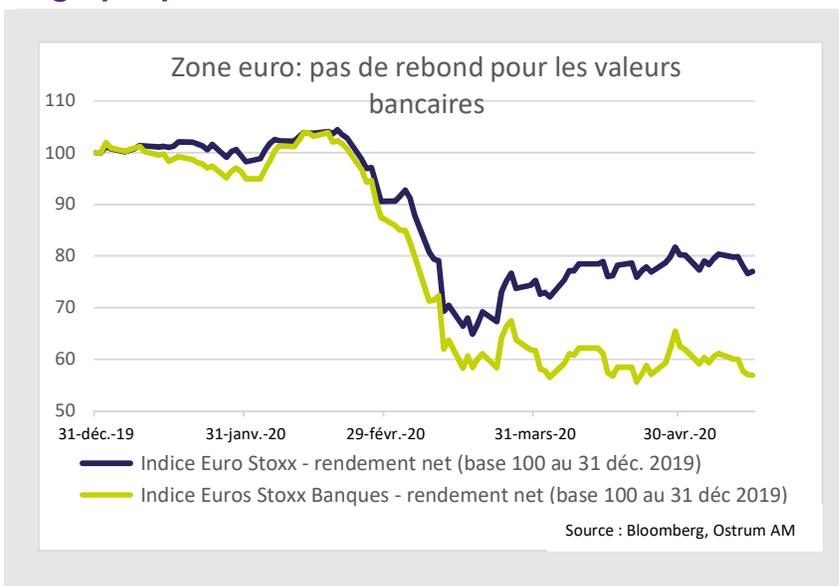
Les actions européennes ont replongé de 5% dans le sillage de Wall Street, qui limite néanmoins ses pertes hebdomadaires à 2%. Les financières et les cycliques décrochent. L'or profite de regain d'aversion pour le risque. Le dollar constitue une autre valeur refuge.

Jerome Powell écarte toujours l'option des taux négatifs favorisant ainsi un repli plus marqué des taux longs. Le 10 ans américain reflue vers 0,64%. Le Bund (-0,54%) suit la tendance à l'aplatissement. Le spread 2-10 ans se rétrécit de 4pb. Les spreads

souverains sont stables, voire en baisse en Espagne et au Portugal grâce aux achats de la BCE.

En parallèle de la chute des marchés d'actions, les indices de crédit synthétique s'élargissent. Le spread de l'iTraxx crossover remonte au-delà des 540pb. Les obligations d'entreprise résistent néanmoins. La hausse des défauts aux Etats-Unis maintient les spreads sous pression. Les spreads sur la dette émergente libellée en dollars sont stables sous 600pb. Sur le marché des changes, la faiblesse du réal brésilien se confirme (5,86 pour un dollar).

Le graphique de la semaine



Le secteur bancaire en zone euro continue de détruire de la valeur pour l'actionnaire. Les trois-quarts des banques ont réduit leurs dividendes ou payeront en numéraire. Les cours des actions bancaires se situent quelque 4% sous ceux du 18 mars (point bas de l'Euro Stoxx cette année).

La récession augmente le besoin en capital (ajusté du risque). La réforme du P2R (pilier 2) incite les banques à émettre de la dette subordonnée (25% Tier 2, 18,75% AT1). Les besoins en Tier 1 et Tier 2 se chiffrent en dizaines de milliards d'euros. Si le marché ne peut les absorber, une nouvelle baisse pourrait survenir.



Récession et risques financiers

La litanie des mauvaises statistiques économiques se poursuit et les marchés boursiers semblent de nouveau y prêter attention. Aux Etats-Unis, les ventes au détail plongent de 16,4% en mars. Hors éléments volatiles, les dépenses de consommation diminuent de 15,3% malgré la progression des ventes en ligne. Aux mesures de distanciation sociale s'ajoutent la nécessité de réduire la dette, la faiblesse du tourisme et la hausse du chômage. L'enquête auprès des ménages révèle aussi une hausse de l'inflation perçue, sans doute liée à l'alimentaire. Les nouvelles inscriptions au chômage (2,9mn la semaine passée) se réduisent graduellement mais les destructions d'emploi dépasseront probablement le seuil des 13 millions en mai. Le pire reste à venir. De fait, 40% des personnes qui gagnaient moins de 40k \$ annuels sont aujourd'hui sans emploi. Pour les plus fragiles financièrement, les 600\$ hebdomadaires du gouvernement fédéral en sus des prestations locales couvrent l'intégralité de la perte de revenus. La chute de la demande ne reflète donc pas encore les pertes d'activité. Dans son rapport semestriel sur la stabilité financière, la Fed indique ainsi que la pandémie va se traduire par de lourdes pertes financières affectant les banques et d'autres institutions. Le levier des fonds spéculatifs laisse planer un risque disproportionné de ventes forcées d'actifs pour payer les appels de marge. La hausse des défauts sur le marché des prêts risqués (leveraged loans, middle-market) stressera les créanciers dont les CLOs. L'intervention de la Fed n'est d'ailleurs pas la panacée. Jerome Powell a justement rappelé la semaine passée que la Fed ne pouvait se substituer à la dépense publique.

En Europe, le jugement de la Cour de Karlsruhe a ravivé les tensions institutionnelles au moment où les dirigeants européens discutent des prérogatives du fonds pour financer le redressement de l'économie européenne autour de trois piliers. La priorité semble être l'investissement public vert et la transformation digitale. Ensuite, le secteur privé sera sollicité afin de financer des investissements stratégiques et renforcer le capital des entreprises viables. Enfin, il est prévu de renforcer les programmes (notamment la recherche) qui auront prouvé leur utilité durant la crise sanitaire.

Les actions rechutent de 5% en Europe

Sur les marchés financiers, les actions européennes ont cédé environ 5% la semaine passée. Les performances sectorielles indiquent un reflux des valeurs cycliques (automobiles, ressources de base, construction) et une sous-performance du secteur financier. Le besoin en capital des institutions financières et de certaines sociétés non-financières engendrent un risque de dilution. Le secteur de la santé surnage mais perd néanmoins 1%. Depuis le rebond technique de l'Eurostoxx 50 entre le 18 et le 26 mars,

l'indice fluctue entre 2620 et 3000. La perspective des publications du 2T 2020 nous fait craindre une rechute des cours dans le sillage d'un retournement du marché directeur américain. Le large consensus baissier visible dans les enquêtes auprès des investisseurs individuels ou le positionnement spéculatif vendeur semble toutefois limiter le potentiel à la baisse. Sans retomber sur ses points bas de mars, le S&P 500, tiré par les GAFAM, devra probablement s'ajuster à la réalité économique sous-jacente.

Sur le marché obligataire, la pentification naissante de la courbe aux Etats-Unis s'est heurtée à la rechute des actions. Le retour de l'aversion pour le risque a provoqué un repli vers les Treasuries ramenant le rendement à 10 ans à 0,64%. Les propos de Jerome Powell, excluant une politique de taux négatifs à ce stade, ont contribué à l'aplatissement de la courbe. Les marchés monétaires estiment à environ 10% la probabilité de taux Fed Funds négatifs l'an prochain. La banque centrale de Nouvelle-Zélande étudie cette possibilité. Ces projections continuent de soutenir l'or solidement ancré au-delà de 1700\$ l'once. Les spreads sur les MBS (70pb, +29pb sur cinq séances) s'élargissent. Le risque de défaut et la forte activité de refinancement hypothécaire requièrent une prime plus élevée. En outre, les achats de MBS depuis le mois de mars ont induit des appels de marge importants pour les prêteurs ayant couvert leurs risques de taux. Sur le marché du crédit, la tendance au resserrement s'est poursuivie malgré le poids des émissions. Le spread moyen ressort à 208pb (-4pb). Le high yield reste sous pression. On dénombre 35 événements de crédit en 2020, soit 5,45% des émetteurs sur douze mois.

En zone euro, le Bund a suivi le mouvement d'aplatissement pour s'échanger à -0,54% en fin de semaine. Les spreads souverains sont restés stables avec un léger resserrement en Espagne et au Portugal. Le BTP italien à 10 ans s'échange autour de 240pb. Le gouvernement italien semble disposé à solliciter une ligne de crédit auprès de l'ESM, à hauteur de 35mds €. Le recours prévu à l'ESM a pesé sur les spreads, y compris sur le court. En outre, le Trésor italien réduira ses émissions de T-bills au profit des obligations à 2-3 ans dont la demande sera encouragée par les prochains TLTRO-III.

Sur le marché du crédit européen, les spreads se traitent autour de 200pb contre Bund en hausse de 7pb sur une semaine. La demande finale semble ralentir depuis le début du mois d'avril. Le high yield s'échange au tour de 660pb. Le taux de défaut européen a augmenté à 1,99% sur douze mois en avril. La rechute des marchés d'actions a provoqué un élargissement de 29pb des spreads de l'iTraxx crossover.

Enfin, le refus des taux négatifs et la faiblesse des actions ont soutenu le dollar. Le sterling perd 2%, le Brexit restant une source d'incertitudes majeure.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	18-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.75 %	0	-7	-15
EUR Bunds 10a	-0.55%	-4	-8	-36
EUR Bunds 2s10s	20 bp	-3	0	-21
USD Treasuries 2a	0.14 %	-4	-6	-143
USD Treasuries 10a	0.64 %	-7	+0	-127
USD Treasuries 2s10s	51 bp	-3	+7	+16
GBP Gilt 10a	0.21 %	-6	-10	-62
JPY JGB 10a	-0.01 %	-2	-3	+0
EUR Spreads Souverains (10a)	18-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	51 bp	+0	+0	+20
Italie	233 bp	-6	+6	+73
Espagne	127 bp	-6	-2	+61
Inflation Points-morts (10a)	18-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	24 bp	-6	-7	-
USD TIPS	109 bp	-3	+7	-70
GBP Gilt Indexés	284 bp	+2	+8	-27
EUR Indices Crédit	18-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Crédit IG OAS	199 bp	+7	+0	+106
EUR Agences OAS	73 bp	-2	-2	+29
EUR Obligations sécurisées OAS	60 bp	-7	-7	+19
EUR High Yield Pan-européen OAS	680 bp	+10	+24	+376
EUR/USD Indices CDS 5a	18-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	87 bp	+3	+2	+43
iTraxx Crossover	524 bp	+17	+19	+318
CDX IG	95 bp	+3	+6	+50
CDX High Yield	681 bp	+41	+68	+401
Marchés émergents	18-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	579 bp	-4	-30	+288
Devises	18-mai-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.081	+0	-0.57	-3.75
GBP/USD	\$1.210	-1.94	-2.9	-8.74
USD/JPY	¥107.3	+0.34	+0.34	+1.19
Matières Premières	18-mai-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$33.8	\$4.2	\$2.2	-\$29.7
Or	\$1 762.1	\$64.8	\$67.5	\$239.3
Indices Actions	18-mai-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	2 864	-2.26	-0.38	-11.36
EuroStoxx 50	2 837	-1.64	-1.79	-24.26
CAC 40	4 381	-2.43	-2.62	-26.71
Nikkei 225	20 134	-1.26	1.19	-14.89
Shanghai Composite	2 875	-0.67	1.30	-5.73
VIX - Volatilité implicite	30.59	10.95	-19.82	121.99

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