

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

25 mai 2020 /// n°21-2020

L'Europe essaye la solidarité

Points clés

- **Macron et Merkel annoncent un plan de soutien de 500mds €**
- **Nouvelles tensions sino-américaines, le Hang Seng tangué**
- **Les spreads périphériques se réduisent**
- **Les spreads de crédit poursuivent leur embellie**

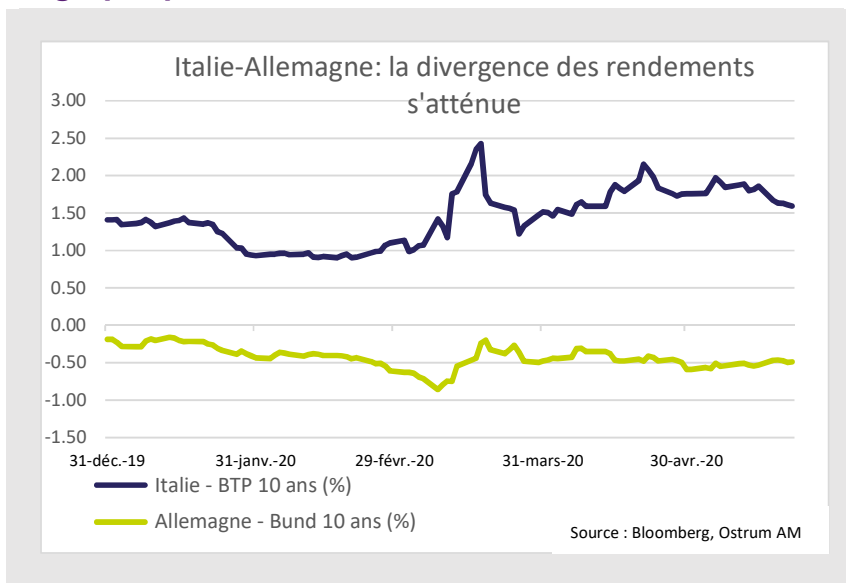
Les marchés boursiers restent globalement bien orientés grâce aux politiques publiques. Le regain de tensions entre la Chine et les Etats-Unis a toutefois douché l'optimisme des investisseurs en fin de semaine. Le S&P termine néanmoins la semaine au-delà des 2950 points.

L'initiative franco-allemande d'un plan de soutien européen a engendré une diminution des spreads périphériques. Le BTP cote autour de 210pb contre 320pb au plus fort de la crise.

Le crédit IG est également bien orienté malgré des émissions en forte hausse. Les spreads IG se situent sous le seuil de 200pb en Europe comme aux Etats-Unis. Le high yield bénéficie de la recherche de rendement malgré la situation conjoncturelle difficile dans plusieurs secteurs.

La dette émergente poursuit son rally vers 535pb contre Treasuries. L'euro salue le plan Macron-Merkel en regagnant un peu de terrain face au dollar. La monnaie unique reste toutefois sous 1,10\$.

Le graphique de la semaine



L'initiative franco-allemande met l'accent sur la solidarité en Europe. Les transferts prévus dans le plan de 500mds € permettront de réduire la pression financière sur les pays les plus affectés par la crise sanitaire.

L'Italie et l'Espagne devraient recevoir des sommes substantielles supérieures à 100mds € entre 2021 et 2027. Cela infléchira les programmes d'émissions d'autant que l'ESM apportera aussi une ligne de crédit à hauteur de 2pp à des conditions favorables.

Si le problème de croissance reste entier, la contrainte financière se desserre quelque peu.



Tour de vis sécuritaire à Hongkong

Les marchés financiers ont réagi au regain de tensions entre la Chine et les Etats-Unis en fin de semaine. L'indice Hang Seng perdait ainsi plus de 5% vendredi, Shanghai abandonnait 2% et les marchés occidentaux perdaient environ 1%. Pékin a promulgué une loi sécuritaire à Hongkong vivement critiquée par le gouvernement américain. L'indépendance de la région administrative spéciale chinoise permet au territoire de jouir d'un statut commercial particulier dans ses relations avec les Etats-Unis. Une remise en cause de ce statut constituerait un nouvel obstacle au redressement du commerce mondial. En outre, l'échéance des élections présidentielles en novembre prochain avait déjà remis la Chine au centre du jeu politique américain. Le risque politique, en sourdine au plus fort de la pandémie mondiale de coronavirus, sera probablement vecteur de volatilité sur les marchés au cours des mois à venir.

La semaine boursière avait pourtant démarré sur une note positive grâce aux signaux prometteurs après les premiers essais d'un vaccin américain et la proposition franco-allemande d'un plan de relance européen ambitieux. Emmanuel Macron et Angela Merkel ont présenté un projet de fonds de 500mds € dédié aux régions et secteurs les plus touchés par la crise sanitaire. Le fonds serait financé par une hausse des contributions des pays membres et un recours à l'emprunt. Il serait inclus au budget européen 2021-2027. L'EFSM émettrait ainsi une dette garantie par les états membres de l'UE. Le projet franco-allemand prévoit des subventions aux pays, ce qui constitue une réelle avancée dans la gestion des conséquences économiques de la crise. Plusieurs pays du nord de l'Europe s'opposent aux transferts préférant l'octroi de prêts aux pays concernés. Selon des estimations tenant compte du PIB par tête et de la taille du secteur touristique, l'Italie pourrait recevoir 150mds € entre 2021 et 2027. L'Espagne bénéficierait de transferts à hauteur de 115mds € alors que le Portugal et la Grèce recevraient entre 20 et 25mds €.

Rally des dettes périphériques

Les taux allemands sont remontés de 5pb environ sur toutes les maturités la semaine passée. La solidarité accrue entre pays européens pèse quelque peu sur l'emprunt allemand. Le Bund remonte au-dessus de -0,50%. A l'opposé, les spreads périphériques se sont resserrés de 20 à 30pb la semaine passée. Le BTP à 10 ans s'échange sous 210pb. L'embellie italienne se justifie également par le succès d'émission de la BTP Italia (22,3mds € à 5ans). Le gouvernement italien sollicitera sans doute une ligne de crédit de l'ESM. Les conditions financières (prêt à 10 ans à swap + 10pb) et la conditionnalité attachée sont favorables. L'Espagne profitera également de ce dispositif meilleur marché que les spreads actuels (110pb à 10 ans). Sur les marchés de taux américains, le Trésor a réouvert le 20 ans. La transaction a temporairement accentué la

pression à la pentification. Le spread 5-30 ans s'est tendu depuis les premières baisses de taux en mars au-delà de 100pb. Les minutes du dernier FOMC révèle des discussions autour d'une politique de ciblage de la courbe des taux. Cette politique réduirait sans doute la volatilité de la structure par terme. Les investisseurs finaux restent à l'achat si l'on en juge par les flux entrants dans les ETFs de Treasuries. En revanche, les spreads des créances hypothécaires (MBS) restent sous pression en raison du retournement du secteur du logement. Le spread des MBS ressort à 73pb pour une durée faible (<2 ans).

Le crédit IG américain sous 200pb

Le crédit offre le meilleur couple risque-rendement. Les montants émis aux Etats-Unis ont clairement accéléré dépassant 1000mds \$ en 2020. L'activité primaire avait initialement freiné la dynamique de resserrement mais les primes à l'émission diminuent désormais (y compris en Europe d'ailleurs). Le spread moyen sur l'IG s'est réduit de 22pb sur la semaine à 186pb. La Fed a débuté ses achats d'emprunts privés à hauteur d'1,8mds \$ en se concentrant les maturités inférieures à 5 ans. Les taux sur le commercial paper sont revenus à la normale sous 0,25%. Cependant, les spreads obligataires courts restent relativement élevés par rapport aux 5 ans. Un potentiel de pentification existe sur la courbe de crédit américain. Par ailleurs, le high yield (680pb) profite également de la recherche de rendement d'autant que la Fed est intervenue sur le marché des ETFs. En Europe, l'action de la BCE continue de soutenir les spreads mais la concurrence des souverains périphériques tempère le resserrement. Le redressement des flux finaux est moins net qu'aux Etats-Unis mais le niveau des spreads de la classe d'actifs est équivalent.

Le marché des actions reste porté par un assouplissement monétaire sans précédent (le bilan de la Fed dépasse les 7000mds \$) et une bulle d'anticipations intégrant une reprise en V. Les profits vont plonger au deuxième trimestre avec le fort repli de l'activité. Les comptes spéculatifs accumulent des positions vendeuses qui traduisent des niveaux de valorisation élevés à ce stade (>21x les BPA 2020). Les principaux indices européens et américains fluctuent sans réelle tendance depuis début avril. Le S&P 500 est néanmoins en légère hausse vers les 3000 points. Le consensus prudent est parfois pris en défaut par l'espoir d'un vaccin par exemple. Un retour sur les plus bas semble peu probable mais le potentiel haussier sera remis en cause si la reprise déçoit.

Quant aux emprunts émergents, les flux vendeurs diminuent et les spreads se resserrent de 100pb depuis leur sommet. Toute baisse du dollar est bénéfique, le billet vert agissant comme un baromètre de l'aversion pour le risque. L'accumulation de position spéculatives acheteuses de yen préfigure peut-être une prochaine rotation vers d'autres actifs refuge.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	25-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.68 %	+1	+3	-8
EUR Bunds 10a	-0.49%	-3	-2	-31
EUR Bunds 2s10s	19 bp	-4	-5	-23
USD Treasuries 2a	0.17 %	-1	-6	-140
USD Treasuries 10a	0.66 %	-7	+6	-126
USD Treasuries 2s10s	49 bp	-6	+12	+14
GBP Gilt 10a	0.17 %	-6	-15	-65
JPY JGB 10a	0 %	+1	+2	+1
EUR Spreads Souverains (10a)	25-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	45 bp	-2	-5	+15
Italie	207 bp	-7	-24	+47
Espagne	110 bp	-10	-32	+45
Inflation Points-morts (10a)	25-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	33 bp	+6	+2	-
USD TIPS	111 bp	-6	0	-67
GBP Gilt Indexés	288 bp	+5	+15	-24
EUR Indices Crédit	25-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Crédit IG OAS	186 bp	-13	-15	+93
EUR Agences OAS	66 bp	-7	-13	+22
EUR Obligations sécurisées OAS	54 bp	-7	-18	+12
EUR High Yield Pan-européen OAS	637 bp	-43	-41	+333
EUR/USD Indices CDS 5a	25-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	80 bp	-5	-2	+36
iTraxx Crossover	479 bp	-25	-14	+273
CDX IG	87 bp	-4	-4	+42
CDX High Yield	617 bp	-31	-38	+337
Marchés émergents	25-mai-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	536 bp	-43	-101	+245
Devises	25-mai-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.089	-0.14	+0.67	-2.98
GBP/USD	\$1.219	+0.09	-1.7	-8.08
USD/JPY	¥107.69	-0.39	-0.37	+0.83
Matières Premières	25-mai-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$35.2	\$0.4	\$10.4	-\$28.2
Or	\$1 729.6	-\$1.5	\$17.2	\$206.8
Indices Actions	25-mai-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	2 955	3.20	4.18	-8.52
EuroStoxx 50	2 961	1.67	5.40	-20.95
CAC 40	4 517	0.42	2.83	-24.43
Nikkei 225	20 742	3.02	7.68	-12.32
Shanghai Composite	2 818	-2.00	0.34	-7.61
VIX - Volatilité implicite	28.16	-11.70	-21.63	104.35

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