

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

8 juin 2020 /// n°23-2020

Les vendeurs capitulent

Points clés

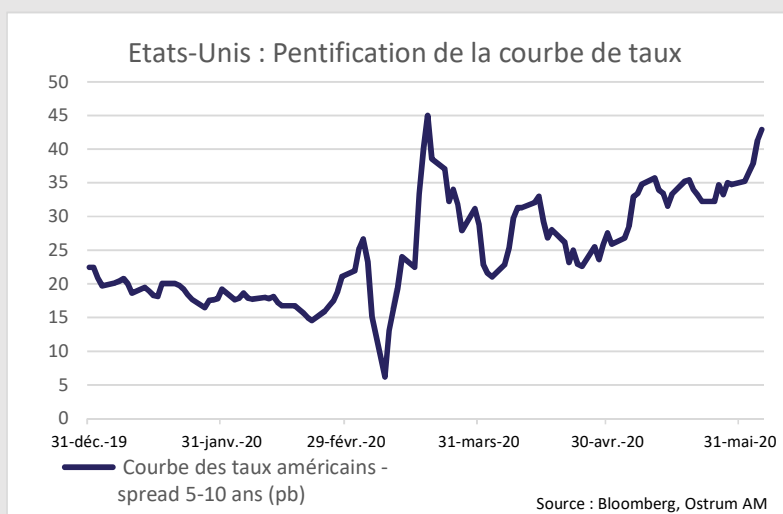
- Les actions européennes en hausse de 10% la semaine passée
- La BCE augmente le PEPP de 600mds €
- La Fed pourrait cibler les taux longs
- Resserrement considérable de tous les spreads

Les vendeurs semblent capituler sur les marchés d'actions. Le S&P 500 tutoie les 3200 points sur fond de rachats de positions vendeuses. Le sentiment envers les marchés européens s'est nettement amélioré depuis la proposition d'un plan de relance européen. Les principaux indices européens ont gagné 10% la semaine passée. Les valeurs cycliques décotées et les bancaires sont rachetées. Les rendements obligataires ont cette fois-ci décroché à mesure que les actifs risqués s'envolaient. Le 10 ans américain s'échange au-delà de 0,90% en fin de semaine entraînant le Bund dans son sillage au-dessus de -0,30%. Le nouvel assouplissement monétaire de la BCE (hausse de

600mds € de PEPP) a freiné la dégradation du marché de taux et contribué à un resserrement marqué des spreads souverains. L'euro, à 1.13\$, traduit aussi la confiance des intervenants dans la zone euro. Le dollar reste faible avant la décision du FOMC cette semaine. Une politique de yield curve control sera sans doute débattue.

Les marchés du crédit restent bien orientés, portés par la demande finale et l'intervention des Banques Centrales. Les spreads se resserrent de plus de 20pb sur la semaine et même davantage sur les notations spéculatives. La dette émergente libellée en dollars se situe sous 500pb contre Treasuries.

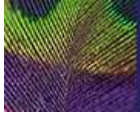
Le graphique de la semaine



Le FOMC se réunit cette semaine. La discussion portera probablement sur la politique de yield curve control.

Cette politique consiste à cibler un taux long afin d'ancrer les anticipations du marché et d'assurer le financement à bas coût du déficit fédéral. Sous ce régime monétaire, la volatilité des taux aura tendance à diminuer grâce au soutien conditionnel de la Banque Centrale.

La pentification du spread 5-10 ans pourrait indiquer que le marché s'attend à ce que la Fed cible le 5 ans.



La capitulation des vendeurs

L'exubérance irrationnelle réapparaît-elle sur les marchés financiers ? La dépréciation du dollar américain reflète le financement de positions en actifs risqués, dont les actions, les matières premières ou encore le crédit, jusqu'aux tranches de CLO. Le carry trade de 2009 est peut-être en train de se répéter. La provision de liquidité sans précédent par les Banques Centrales reste le principal moteur de la violente remontée des prix d'actifs depuis le point bas du mois de mars. L'excès de demande d'actifs induit par l'assouplissement monétaire prend à revers le consensus baissier justifié par le plongeon de l'activité sans précédent. Le solde net vendeur de positions spéculatives sur les contrats S&P500 s'est réduit la semaine passée à partir de niveaux extrêmes. Ainsi, les intervenants pessimistes capitulent. Le déboucement de leurs positions occasionne de forts réajustements de prix, sans rapport avec les fondamentaux sous-jacents. Certes, les dernières publications dessinent un scénario de reprise depuis le point bas d'avril. L'activité de services en Chine s'est largement améliorée en mai (55). La plupart des enquêtes européennes ont amorcé un rebond lié au déconfinement progressif dans plusieurs pays. Aux Etats-Unis, la situation de l'emploi est bien meilleure qu'attendu malgré l'écart inédit entre l'estimation de l'ADP (-2.7mn d'emplois en mai) et le chiffre publié par le BLS (+3mn d'emplois privés), indiquant une forte baisse du chômage temporaire.

La BCE augmente le PEPP, la Fed pour un ciblage des taux longs ?

La BCE a relevé le montant de ses achats d'actifs ajoutant 600mds € au PEPP initié en mars. Ce programme d'achats augmenté à 1350mds € désormais courra jusqu'en juin 2021. Le réinvestissement des tombées est prévu jusque fin 2022. L'excédent de liquidités va également s'accroître avec le prochain TLTRO-III. Cette transaction devrait ajouter autour de 800mds € de liquidités au système financier. A ce sujet, la BCE n'a pas modifié le multiple des réserves exonérées du taux négatif malgré l'augmentation anticipée de l'excédent de liquidités. Un ajustement ultérieur est probable.

L'attention se portera cette semaine sur la Fed qui pourrait opter pour une politique de ciblage des rendements des Treasuries à long terme. Il s'agit d'empêcher une dérive précoce des taux longs. Le taux ciblé aura probablement une maturité de 5 ou 10 ans. L'objectif est aussi de limiter la croissance effrénée du bilan qui dépasse désormais 7000mds \$.

Sentiment constructif envers la zone euro

En termes de stratégie, la hausse vertigineuse des marchés d'actions se nourrit de couvertures de positions vendeuses. La capitulation des intervenants pessimistes a provoqué une hausse hebdomadaire de 10% du CAC 40 en France. Le sentiment envers les

actions européennes s'est nettement amélioré de sorte que les non-résidents accumulent de nouveau des positions en actions de la zone euro. Le taux de change de l'euro est en hausse vers 1,13\$. L'autre élément nouveau concerne les flux d'allocation d'actifs. Jusqu'à présent, la hausse des actions n'avait pas pesé sur les rendements obligataires. Les fonds obligataires accusent des sorties au profit des fonds investis en actifs risqués. Aux Etats-Unis, les ETFs de Treasuries ont ainsi connu une première semaine de décollecte depuis l'éclatement de la crise.

Sur les marchés de taux, le rendement du Bund s'est tendu suivant la tendance initiée aux Etats-Unis. L'emprunt allemand à 10 ans s'échange à -0,28%. Le plan de relance présenté récemment par la Commission Européenne induira, s'il est adopté, des émissions à long terme de l'UE concurrentes du Bund. Cela provoque aussi une pression sur la courbe allemande. La décision de la BCE a cependant permis au Bund de surperformer le T-note à 10 ans (+12pb vs. +26pb). Outre les chiffres d'emploi, le marché teste probablement la volonté de la Fed à maintenir les taux longs à un niveau bas après avoir repoussé l'option des taux négatifs. Le FOMC ne prendra pas le risque d'attiser la volatilité. Cela milite pour une position acheteuse de Treasuries alors que le 10 ans s'échange au-delà de 0,90%. La pentification de la courbe perdure également, de sorte que le 30 ans américain pourrait continuer à se dégrader. Le Gilt a un comportement similaire au Bund. Les taux négatifs ne sont pas exclus au Royaume-Uni. Au Japon, si le 10 ans restera proche de 0%, le spread 10-30 ans conserve un potentiel d'élargissement dans le sillage des Treasuries.

Les spreads souverains ont poursuivi leur mouvement de resserrement initié par les propositions de plan de relance budgétaire en Europe. Le spread de l'Italie s'échange autour de 170pb à 10 ans. La syndication de BTP 2030 a d'ailleurs attiré une demande supérieure à 100mds €. Les enquêtes de positionnement indiquent une surexposition importante des gestions sur les emprunts souverains périphériques. Les obligations portugaises et espagnoles traitent sous 90pb.

Les marchés du crédit profitent de l'environnement favorable au risque. Les spreads IG en zone euro se sont rétrécis de 36pb par rapport au Bund avec une légère surperformance des dettes financières. Aux Etats-Unis, le spread IG moyen est revenu à 146pb contre 375pb au plus fort de la crise financière. Le rally des spreads s'est accéléré au cours des deux dernières semaines à mesure que la Fed déployait les montants promis fin mars. Le marché du high yield connaît un mouvement similaire. Les primes se détendent, notamment sur les marchés synthétiques. L'iTraxx Crossover cote sous le seuil de 350pb. Enfin, la dette émergente en dollars participe au rally des actifs risqués. La baisse du dollar facilite les stratégies de portage sur la dette externe et les flux vers les fonds émergents s'accumulent.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	8-juin-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.62 %	+4	+16	-1
EUR Bunds 10a	-0.32%	+9	+22	-13
EUR Bunds 2s10s	30 bp	+5	+6	-12
USD Treasuries 2a	0.21 %	+6	+6	-136
USD Treasuries 10a	0.87 %	+21	+19	-105
USD Treasuries 2s10s	66 bp	+16	+13	+31
GBP Gilt 10a	0.33 %	+10	+10	-49
JPY JGB 10a	0.05 %	+4	+5	+6
EUR Spreads Souverains (10a)	8-juin-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	37 bp	-1	-13	+7
Italie	172 bp	-17	-67	+12
Espagne	87 bp	-11	-47	+21
Inflation Points-morts (10a)	8-juin-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	51 bp	+9	+21	-
USD TIPS	126 bp	+7	+14	-53
GBP Gilt Indexés	293 bp	-1	+12	-18
EUR Indices Crédit	8-juin-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Crédit IG OAS	132 bp	-36	-58	+39
EUR Agences OAS	51 bp	-9	-23	+7
EUR Obligations sécurisées OAS	41 bp	-7	-27	0
EUR High Yield Pan-européen OAS	496 bp	-79	-180	+192
EUR/USD Indices CDS 5a	8-juin-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	60 bp	-10	-24	+16
iTraxx Crossover	338 bp	-77	-174	+131
CDX IG	66 bp	-12	-25	+21
CDX High Yield	438 bp	-80	-199	+158
Marchés émergents	8-juin-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	460 bp	-55	-135	+170
Devises	8-juin-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.129	+1.46	+4.19	+0.57
GBP/USD	\$1.268	+1.76	+2.21	-4.37
USD/JPY	¥108.61	-0.95	-1.8	-0.03
Matières Premières	8-juin-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$41.0	\$2.7	\$8.9	-\$22.0
Or	\$1 691.8	-\$47.1	-\$10.9	\$169.0
Indices Actions	8-juin-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	3 208	5.09	9.61	-0.60
EuroStoxx 50	3 366	9.48	15.87	-10.02
CAC 40	5 183	8.83	13.93	-13.30
Nikkei 225	23 178	5.06	14.86	-2.02
Shanghai Composite	2 938	0.77	1.47	-3.68
VIX - Volatilité implicite	25.11	-11.23	-10.44	81.86

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