

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

15 juin 2020 /// n°24-2020

La Fed face à l'incertitude

Points clés

- **La Fed maintiendra les taux zéro jusqu'en 2022**
- **Plongeon des marchés d'actions : -6% en Europe**
- **Le rendement du T-note replonge vers 0,70%**
- **Les spreads s'élargissent, notamment sur le high yield**

Le pessimisme de la Fed et les craintes sur une nouvelle vague de contaminations ont provoqué une baisse des indices américains de près de 6% en séance jeudi dernier. Ce coup de semonce rappelle la fragilité d'un rally dominé par les valeurs cycliques. Les indices européens perdent plus de 6% sur la semaine écoulée.

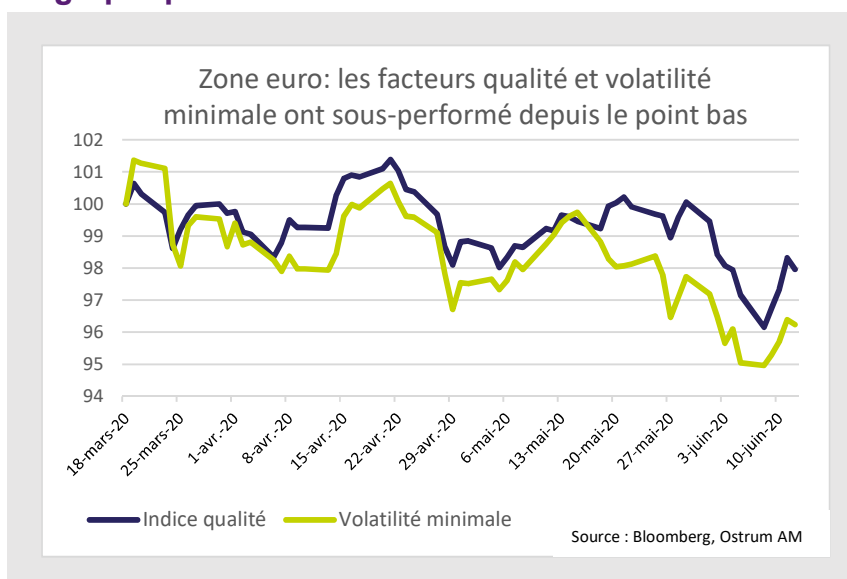
Aux Etats-Unis, le prolongement pour deux ans de la politique de taux zéro et le maintien du QE au rythme actuel a ramené le 10 ans vers 0,70%. Le Bund s'est également renchéri de 15pb. Les spreads souverains ont logiquement retracé une partie du

resserrement précédent. Malgré les succès d'émissions, les dettes périphériques à 10 ans s'élargissent de 20pb en une semaine.

Le crédit continue d'attirer les flux finaux mais restent soumis à l'aversion pour le risque globale. Le high yield s'avère plus sensible au retournement des marchés d'actions.

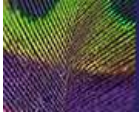
Le repli vers le dollar engendre aussi des réajustements. Le yen est la seule devise à s'apprécier face au dollar. L'euro amortit néanmoins son repli en restant au-delà de 1,12\$.

Le graphique de la semaine



Le rebond des cours boursiers en zone euro atteint 32%. Le rally boursier est tiré par les valeurs cycliques décotées (dont l'automobile, la construction, le transport ou l'industrie) les plus exposées à la crise.

Le facteur « qualité » affiche une rare sous-performance. Ces sociétés sont généralement définies selon des critères de rentabilité élevée des fonds propres, de levier maîtrisé et de stabilité de leur profitabilité au cours du cycle. De même, les valeurs à faible volatilité accusent un retard de performance de 4% dans la phase de rebond.



Les Fed Funds inchangés pendant 2 ans

Le S&P a replongé de près de 6% jeudi dernier effaçant la hausse observée depuis le début du mois. L'élément déclencheur de la rechute des cours semble être l'issue du FOMC. Le communiqué de la Fed est globalement inchangé par rapport à la réunion d'avril mais les nouvelles projections économiques font état d'une incertitude sans précédent sur la trajectoire de l'activité aux Etats-Unis. Les prévisions de croissance des membres du FOMC s'échelonnent ainsi entre -1% et +7% en 2021 après un atterrissage à -6,5% au 4T20. Sans surprise, Jerome Powell exclut toute hausse des Fed Funds à l'horizon de fin 2022. La politique d'achats d'actifs est figée au rythme actuel. La Fed en a précisé les montants mensuels indiquant des interventions à hauteur de 80mds \$ sur le marché des Treasuries et 40mds \$ sur les MBS. Au cours des prochaines semaines, le bilan de la Fed va être davantage mobilisé par les facilités de crédit à l'économie réelle. Les facilités dédiées aux municipalités (16mds \$) et aux prêts aux PME (Main Street Lending Facility 32mds \$) commencent à être déployées. Or le bilan de la Réserve Fédérale atteint déjà 7200mds \$ et la Banque Centrale américaine n'aura d'autre choix que de financer le nouveau plan de soutien budgétaire en discussion actuellement. Une politique de contrôle de la courbe des taux (or de ciblage du taux long) requiert une faible incertitude sur les montants de dette à émettre afin de permettre une réduction graduelle des achats d'actifs et donc des risques assumés par la Banque Centrale. La demande de Treasuries des investisseurs étrangers a fléchi depuis le début de l'année. Les pays émergents producteurs de pétrole puis les institutions japonaises ont massivement vendu les Treasuries cette année. Ainsi, l'ancrage des taux longs requiert une poursuite du QE d'autant que le Trésor américain accroît ses emprunts à long terme.

L'autre raison de la rechute des marchés concerne la situation sanitaire. L'épidémie ne semble pas sous contrôle aux Etats-Unis, au Brésil ou encore en Chine où la région de Pékin est de nouveau sous confinement. La relance budgétaire ne pourra être efficace si la situation sanitaire retarde durablement le retour à une certaine normalité. Cette crise impose aussi un changement de modèle en fonction des chocs (d'offre ou de demande) subis par les différents secteurs de l'économie. La flexibilité sera clé pour éviter une baisse durable de la croissance potentielle.

Brutale rechute des actions

Le plongeon des actions témoigne de l'extrême fragilité d'un rebond boursier porté par la liquidité des Banques Centrales et faisant la part belle aux valeurs les plus affectées par la crise sanitaire. Sur le NYSE, les actions à fort bêta les plus vendues à découvert surperforment nettement le marché. La qualité des bilans et la visibilité des résultats n'apparaissent pas discriminantes malgré l'incertitude économique inédite. Le confinement a fait apparaître de nouveaux investisseurs individuels

contribuant à une hausse des volumes notables sur les valeurs massacrées en mars. La pérennité du rebond apparaît douteuse avant l'ouverture à la mi-juillet de la saison des résultats du 2T20. Plus que les chiffres, le discours des entreprises donnera le ton de la seconde moitié de l'année. La bourse européenne reste soumise au marché directeur américain malgré une nette amélioration du sentiment envers l'économie européenne. La résilience de l'euro lors des dernières turbulences boursières est pour une fois rassurante. Il reste désormais à s'accorder formellement sur le plan de soutien européen. Un échec alors que le couperet du Brexit resurgit replongerait les marchés et l'économie dans l'abîme. De fait, les banques et les cycliques (automobile, industrie) perdaient près de 10% la semaine passée. Les valeurs de l'énergie n'échappent pas au repli du pétrole.

Fort rebond du T-note et du Bund

La tendance haussière sur les taux s'est brutalement interrompue avec le coup d'arrêt sur les marchés actions. Le T-note retrouve son point d'équilibre autour de 0,70% en fin de semaine. La pression à la pentification de la courbe américaine perdurera néanmoins. Malgré le contexte de marché favorable aux obligations, l'adjudication de 30 ans américain laisse apparaître quelque fragilité. La demande des investisseurs finaux s'est réduite. L'émission de 20 ans cette semaine devrait peser sur le spread 10-30 ans. En zone euro, le Bund s'est renchéri de plus de 15pb pour revenir sous le seuil de -0,40%. La syndication de 6mds € de Bund 30 ans s'est arrachée avec une demande totale supérieure à 50mds €. L'Espagne a aussi placé un emprunt à 20 ans (12mds €) recueillant plus de 80mds € d'intérêts. La plupart des Trésors européens privilégient les syndications ce qui permet d'emprunter davantage d'autant que la BCE a récemment augmenté le PEPP de 600mds €. Après le succès de la BTP Italia (titre indexé sur l'inflation), l'Italie sollicitera de nouveau les épargnants avec l'annonce d'un BTP Futura réservé aux particuliers. L'originalité de ce produit financier est une indexation sur le PIB nominal perçue à maturité. Le regain d'aversion pour le risque a néanmoins pesé sur les spreads souverains périphériques en hausse de 20pb au cours de la semaine écoulée.

Les marchés du crédit ont également souffert de la chute des actions. Le crédit IG européen s'élargit de 14pb avec une sous-performance des dettes financières à l'instar des actions bancaires. Le high yield s'écarte de 37pb. Les indices de CDS enregistrent des mouvements d'écartement de 57pb sur le Crossover et de plus de 80pb sur le CDX high yield. Les prises de profit s'opèrent sans doute mais les flux demeurent bien orientés, les marchés étant soutenus par l'action des Banques Centrales. La Fed a déjà acheté 37mds \$ d'obligations privées. Enfin, le rebond du dollar a engendré une hausse hebdomadaire des spreads émergents de 22pb.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	15-juin-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.67 %	-6	+5	-7
EUR Bunds 10a	-0.46%	-14	+7	-27
EUR Bunds 2s10s	22 bp	-9	+2	-20
USD Treasuries 2a	0.19 %	-4	+4	-138
USD Treasuries 10a	0.67 %	-21	+2	-125
USD Treasuries 2s10s	48 bp	-17	-2	+13
GBP Gilt 10a	0.19 %	-15	-4	-63
JPY JGB 10a	0.01 %	-4	+1	+2
EUR Spreads Souverains (10a)	15-juin-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	40 bp	+4	-10	+10
Italie	189 bp	+17	-51	+29
Espagne	100 bp	+14	-29	+35
Inflation Points-morts (10a)	15-juin-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	44 bp	-7	+20	-
USD TIPS	118 bp	-10	+9	-61
GBP Gilt Indexés	284 bp	-9	+1	-28
EUR Indices Crédit	15-juin-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Crédit IG OAS	146 bp	+14	-46	+53
EUR Agences OAS	57 bp	+6	-15	+13
EUR Obligations sécurisées OAS	46 bp	+4	-16	+4
EUR High Yield Pan-européen OAS	533 bp	+37	-128	+229
EUR/USD Indices CDS 5a	15-juin-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	71 bp	+10	-20	+27
iTraxx Crossover	408 bp	+67	-133	+201
CDX IG	81 bp	+14	-15	+36
CDX High Yield	509 bp	+66	-178	+229
Marchés émergents	15-juin-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	482 bp	+22	-89	+191
Devises	15-juin-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.125	-0.37	+3.96	+0.18
GBP/USD	\$1.254	-1.27	+3.47	-5.47
USD/JPY	¥107.39	+0.82	-0.31	+1.11
Matières Premières	15-juin-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$37.9	-\$2.9	\$5.1	-\$25.0
Or	\$1 708.6	\$11.1	-\$35.1	\$185.8
Indices Actions	15-juin-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	3 041	-4.78	6.20	-5.86
EuroStoxx 50	3 113	-7.54	12.34	-16.89
CAC 40	4 789	-7.46	11.96	-19.89
Nikkei 225	21 531	-7.11	7.45	-8.99
Shanghai Composite	2 890	-1.63	0.75	-5.25
VIX - Volatilité implicite	41.84	62.11	31.20	203.63

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