

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

22 juin 2020 /// n°25-2020

BCE : 1300mds € demandés au TLTRO

Points clés

- **Etats-Unis : des signaux de reprise encourageants**
- **TLTRO-III : la BCE prêtera 1310mds €**
- **Le dollar se raffermi**
- **La Fed débute ses achats de crédit au ligne à ligne**

La semaine s'est révélée positive pour les actifs risqués malgré quelques prises de profits vendredi avec les échéances de produits dérivés aux Etats-Unis. Le S&P termine la semaine en hausse de 1,8% alors que les indices européens gagnaient 3%. Le repli de l'euro sous 1,12\$ a profité aux actions européennes. La Fed, confrontée à une baisse de la demande étrangère de Treasuries, doit désormais soutenir le dollar.

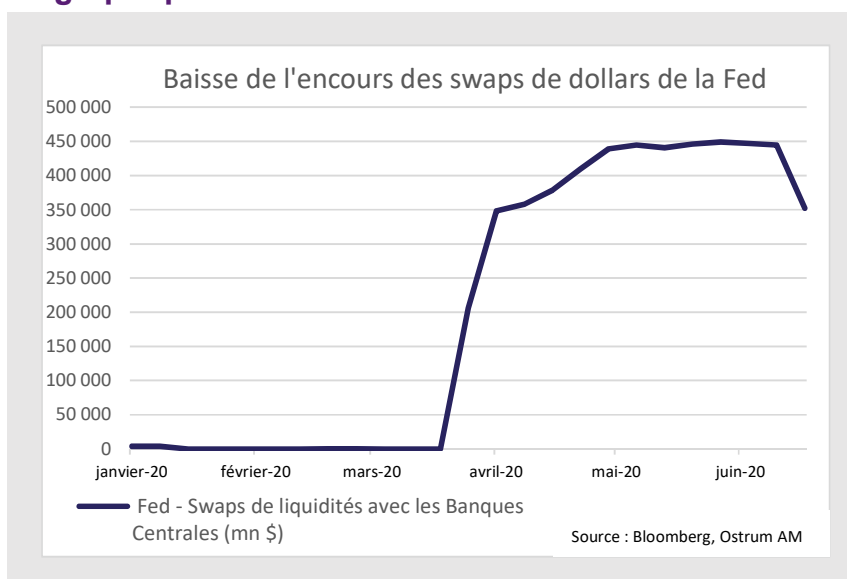
Les taux à 10 ans oscillent autour de 0,70% aux Etats-Unis et -0,40% sur le Bund. Les spreads souverains se détendent. Parallèlement, les points

morts d'inflation s'écartent de 9pb sur les TIPS à 10 ans.

Le crédit américain se resserre de 13pb. La Fed a fait évoluer ses interventions sur l'IG en définissant une allocation de référence. En Europe, les obligations privées surperforment également les emprunts sans risque.

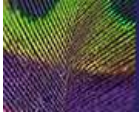
Les primes sur le high yield rétrécissent malgré l'avertissement de Moody's quant à une hausse des défauts au second semestre. Le high yield américain se resserre de 33pb à 515 contre Treasuries.

Le graphique de la semaine



La chute des marchés en mars a révélé une pénurie de dollars dans le monde. La Fed est intervenue en prêtant près de 450mds \$ aux principales Banques Centrales étrangères en lien avec les institutions financières demandeuses dans leurs juridictions.

L'encours des swaps a diminué la semaine passée pour la première fois depuis la crise. Les banques européennes et japonaises ont réduit leur risque de refinancement en dollars. Les opérations des Banques Centrales vont s'espacer, ce qui devrait soutenir le dollar.



L'économie respire avec les mesures de déconfinement

Les publications économiques témoignent des effets bénéfiques des mesures de déconfinement sur l'activité. Les enquêtes manufacturières américaines (Empire, PhilFed) remontent sensiblement au mois de juin. Le rebond des ventes au détail est plus rapide que prévu. La hausse des dépenses des ménages atteint 17,7%^m en mai après un plongeon de 14,7%^m le mois précédent. Le redressement des ventes automobiles est significatif après le point bas d'avril. L'activité de construction résidentielle est également meilleure qu'attendu. La confiance des promoteurs est repassée au-dessus du seuil de 50. Les permis de construire progressait de nouveau le mois dernier, ce qui préfigure une reprise des mises en chantier dans les mois à venir. La demande de crédits hypothécaires est d'ailleurs relativement soutenue. Les chiffres de production industrielle modeste en mai devraient ainsi répondre à la reprise de la consommation après l'ajustement des stocks.

En zone euro, l'activité montre quelques signes d'amélioration. La confiance des milieux financiers (ZEW) s'en ressent d'autant que la politique économique est très expansionniste. Le sommet européen n'a pas encore débouché sur un accord autour d'une proposition de plan de relance. L'initiative de la Commission Européenne repose sur un plan de 750mds € dont les deux-tiers de subventions aux pays et régions les plus affectées par la crise. Le manque d'avancées au sujet du Brexit constitue néanmoins un risque alors que l'échéance de fin juin pour envisager un report de la sortie effective est désormais toute proche. Au Royaume-Uni, la politique monétaire s'est encore assouplie. La BoE a augmenté son programme d'achats d'actifs de 100mds £.

La Fed autorise un rebond du dollar

Le dollar s'est redressé cette semaine sans que cela soit directement lié à un mouvement d'aversion pour le risque. L'euro se replie sous 1,12\$. L'encours des swaps de change entre la Fed et les principales banques étrangères s'est réduit de près de 100mds \$ la semaine passée. Les banques européennes et japonaises ont réduit leur demande de financement en dollars. L'excès de demande de billet vert observé au plus fort du stress financier en mars s'est donc résorbé de sorte que la Fed peut diminuer sa provision de dollars au reste du monde. Les opérations de swaps vont ainsi s'espacer, ce qui devrait s'avérer un soutien au billet vert. Par ailleurs, les données du compte de capital des Etats-Unis rapportent que les institutions étrangères (secteurs officiel et privé) ont vendu un total de 475mds \$ de Treasuries en mars et avril. La Fed s'est substituée aux institutions étrangères en augmentant son QE tout en cherchant à limiter les flux vendeurs en augmentant son offre de dollars. La situation est inconfortable pour la Réserve Fédérale, d'où son hésitation à cibler la courbe des taux alors que

le Congrès planche sur un nouveau plan de soutien de l'activité de 1T\$ environ (HEROES Act).

Le T-note stabilisé autour de 0,70%

Le marché de taux américain s'est stabilisé depuis la communication de la Fed calant le rythme d'achats de Treasuries à 80mds \$ par mois. Le 10 ans américain oscille de fait autour de 0,70%. Sans mouvement de courbe la semaine passée, la tendance reste à la pentification compte tenu du risque budgétaire et de la stratégie du Trésor d'allonger sa dette. La stabilisation du dollar n'empêche pas un écartement des points morts d'inflation. Les perspectives d'inflation réelles sont probablement sensiblement plus élevées que les niveaux implicites dans les cours des emprunts indexés (129pb à 10 ans). Concernant les MBS, la Fed achètera 40mds \$ d'obligations hypothécaires par mois, suffisamment pour absorber la hausse prévue des émissions nettes. Les spreads restent néanmoins élevés compte tenu de l'activité de refinancement.

Le TLTRO-III atteint 1310mds €

En zone euro, la nouvelle référence de Bund à 10 ans s'échange sous -0,40%. Malgré le dernier plan budgétaire allemand nécessitant 62mds € d'emprunts supplémentaire cette année, la courbe allemande s'est aplatie de nouveau. Les niveaux d'asset swaps du Bund restent toutefois réduits autour de 30pb. Le rendement du 30 ans est à peine positif. Les spreads souverains restent en forte demande après le TLTRO-III. L'opération s'est soldée par une demande brute de 1310mds €. Les échéances de précédentes opérations réduisent l'injection nette de liquidités à 549mds €. Cela s'ajoute à l'augmentation récente de 600mds € du PEPP. Les banques en profiteront pour financer à -1% la première année leurs positions en dette souveraine notamment. Les spreads italiens, espagnols ou portugais se resserraient de 5 à 10pb à 10 ans la semaine passée.

Le marché du crédit est bien orienté. Aux Etats-Unis, la Fed intervient désormais au ligne à ligne après avoir soutenu le marché via des achats d'ETFs. A l'instar de la BCE, la Fed a défini un portefeuille cible représentatif du marché en limitant à 5 ans les maturités achetées. L'IG américain s'est resserré de 13bp la semaine passée et s'échange à 143pb contre Treasuries à la clôture de vendredi. Le high yield profite de la tendance malgré l'avertissement de Moody's pointant une dégradation des perspectives de défauts à 12% en 2020. Le high yield offre une prime moyenne de 578pb. En euros, la haute qualité de crédit reste recherchée par les investisseurs. La sous-performance des dettes financières en juin s'est atténuée après l'opération de la BCE. Par ailleurs, les faibles primes à l'émission témoignent de la demande institutionnelle et de la pression de la BCE sur les spreads. Les prévisions de Moody's indiquent un taux de défaut attendu de 6%, qui paraît élevé. De fait les flux investis sur les fonds high yield européen demeurent élevés.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	22-juin-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.69 %	-4	-1	-9
EUR Bunds 10a	-0.45%	-1	+3	-27
EUR Bunds 2s10s	24 bp	+3	+5	-18
USD Treasuries 2a	0.18 %	-1	+1	-139
USD Treasuries 10a	0.68 %	-4	+2	-124
USD Treasuries 2s10s	50 bp	-3	+1	+15
GBP Gilt 10a	0.19 %	-1	+2	-63
JPY JGB 10a	0.01 %	+0	+1	+2
EUR Spreads Souverains (10a)	22-juin-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	33 bp	-8	-13	+2
Italie	174 bp	-16	-34	+14
Espagne	91 bp	-10	-21	+25
Inflation Points-morts (10a)	22-juin-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	48 bp	+4	+16	-
USD TIPS	129 bp	+6	+18	-50
GBP Gilt Indexés	287 bp	+3	-1	-25
EUR Indices Crédit	22-juin-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Crédit IG OAS	143 bp	-3	-51	+50
EUR Agences OAS	54 bp	-3	-14	+10
EUR Obligations sécurisées OAS	42 bp	-3	-13	+1
EUR High Yield Pan-européen OAS	519 bp	-14	-135	+215
EUR/USD Indices CDS 5a	22-juin-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	68 bp	-2	-12	+24
iTraxx Crossover	394 bp	-8	-86	+188
CDX IG	78 bp	-2	-10	+32
CDX High Yield	501 bp	0	-123	+221
Marchés émergents	22-juin-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	470 bp	-12	-79	+179
Devises	22-juin-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.124	-0.37	+3.14	+0.12
GBP/USD	\$1.242	-1.13	+2.05	-6.34
USD/JPY	¥106.82	+0.39	+0.77	+1.65
Matières Premières	22-juin-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$42.2	\$2.5	\$6.5	-\$20.7
Or	\$1 760.5	\$39.2	\$25.9	\$237.7
Indices Actions	22-juin-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	3 080	0.45	4.23	-4.66
EuroStoxx 50	3 228	2.93	11.11	-13.80
CAC 40	4 929	2.36	10.91	-17.54
Nikkei 225	22 437	4.21	10.05	-5.15
Shanghai Composite	2 965	2.60	5.38	-2.78
VIX - Volatilité implicite	34.71	0.90	23.26	151.89

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