

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

29 juin 2020 /// n°26-2020

Le rebond épidémique pèse sur les marchés

Points clés

- **La crise sanitaire s'aggrave aux Etats-Unis**
- **Biden en tête des sondages**
- **La fin de semestre accentue les flux vendeurs d'actions**
- **Rally du T-note, sous-performance du high yield**

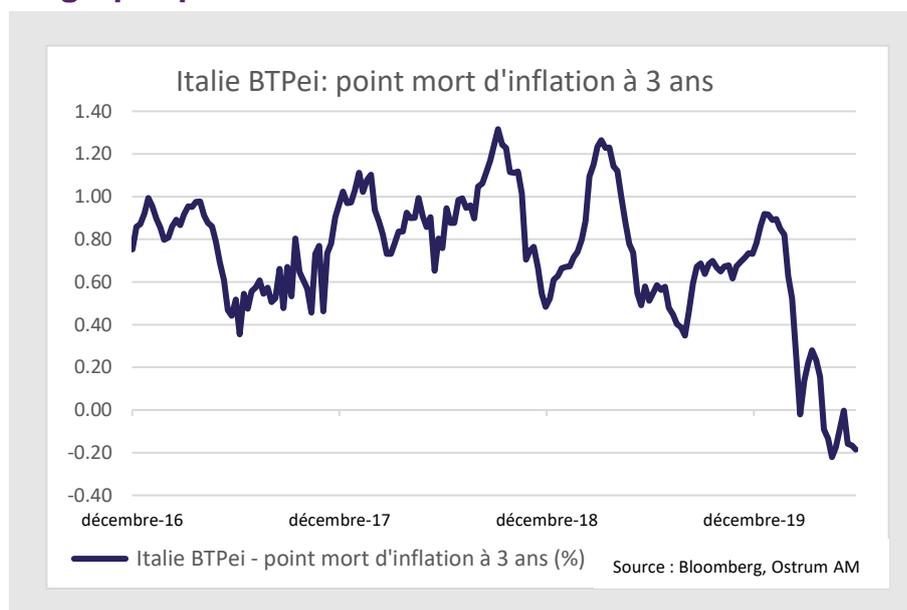
L'épidémie ne semble pas sous contrôle aux Etats-Unis, en particulier dans les états du sud du pays. Ce constat prévaut sur le redressement économique dépeint par les enquêtes conjoncturelles et pèse sur les marchés d'actions américains qui abandonnaient 2% la semaine passée.

L'Europe est relativement épargnée mais la fin de semestre engendre des prises de profit, qu'on observe aussi sur le crédit. Les flux finaux acheteurs ralentissent des deux côtés de l'Atlantique et l'activité primaire reste soutenue de sorte que les spreads oscillent autour de 145pb. Les indices high yield terminent la semaine sur un écartement de 39pb aux Etats-Unis et 16pb sur l'iTraxx XO (407pb).

Sur les marchés de taux, le T-note a bénéficié de l'accès d'aversion pour le risque. Le rendement américain à 10 ans s'échange autour de 0,65%. Le rally n'empêche pas un élargissement des points morts. En zone euro, le Bund glisse vers -0,50% et les swap spreads s'écartent. Les spreads souverains ont en revanche peu bougé grâce à la BCE et à un solide consensus acheteur de dettes périphériques après le TLTRO-III.

Le dollar s'est renforcé à la suite de mesures protectionnistes américaines envers l'Europe. Le yen se déprécie vers 107,5 pour un dollar laissant à l'once d'or le rôle de valeur refuge. L'euro résiste néanmoins à 1,126\$.

Le graphique de la semaine



Le point mort reflète l'anticipation du marché de l'évolution des prix. La plupart des emprunts indexés européens sont basés sur l'inflation hors tabac de la zone euro.

Or, le niveau actuel des points morts (-0,20% à l'horizon de 3 ans sur les BTPei) reste incompatible avec l'inertie de l'inflation sous-jacente (proche de 1% l'an). Le risque de crédit et la liquidité interviennent dans l'évaluation du titre (en réduisant le point mort indépendamment des perspectives d'inflation). Les BTPei intègrent ainsi une prime de risque attrayante.

La reprise américaine confrontée à la résurgence du virus

Les dernières observations indiquent une nette inflexion à la hausse des nouvelles contaminations aux Etats-Unis. Le total de nouveaux cas de Covid-19 dépasse le pic épidémique d'avril. Cette dégradation s'observe partout avec des développements particulièrement inquiétants dans le sud du pays, de l'Arizona au Texas et à la Floride. Elle requerra sans doute la remise en place rapide de nouvelles mesures de précaution sanitaire. La crise de santé publique pèse largement sur les intentions de vote pour l'élection présidentielle de novembre. L'avance de Joe Biden est considérable (de l'ordre de 12 points) et les sondages actuels indiquent un raz de marée démocrate. Le sénat pourrait même basculer dans le camp démocrate.

L'épidémie de Covid-19 repart, alors que l'économie américaine montrait des signes de redressement encourageants depuis l'effondrement conjoncturel d'avril. Le PIB du deuxième trimestre marquera néanmoins une contraction historique. L'activité a probablement baissé de 45% en rythme annuel entre avril et juin. Les enquêtes manufacturières régionales ont surpris à la hausse en juin. L'immobilier résidentiel résiste grâce au soutien de la Fed. La consommation de ménages, principal poste de la demande, se reprend (+8,1% en mai) sans toutefois effacer la baisse du mois précédent (-12,2% en mai). Cependant, les inscriptions hebdomadaires au chômage demeurent élevées à environ 1,5mn et il est à craindre que les pertes d'emplois actuelles s'avèrent plus durables. Les plans de licenciements annoncés en mai sont en effet 10 fois plus élevés que la norme d'avant crise. Les entreprises ont entamé leurs restructurations pour s'adapter à la nouvelle donne économique. Le soutien budgétaire fédéral complétant les allocations chômage à hauteur de 600\$ par semaine devra probablement être prolongé au-delà du mois de fin juillet. Un nouveau plan budgétaire de plus de 1000mds \$ devrait être lancé dans les prochaines semaines.

Quid des flux de rebalancements de fin de trimestre ?

Concernant les marchés financiers, la fin de semestre est propice aux réajustements de portefeuilles. Les fonds de pension américains et japonais pourraient réduire leurs expositions sur les actions de quelque 95mds \$ selon JP Morgan. Les fonds souverains et des fonds d'allocation profiteraient aussi de la remontée des actions plaide pour réallouer sur l'obligataire. La fin de semaine en baisse sur les principaux indices actions laisse présager d'une orientation plus prudente des portefeuilles institutionnels.

La sous-performance des facteurs qualité et le rebond des cycliques décotées touchent à leurs fins. Les niveaux de valorisations sont en outre préoccupants alors que se profile la saison des résultats du 2T 2020. Aux États-Unis, les prévisions de BPA pour les

entreprises du S&P 500 font état d'une chute de 9% sur trois mois. La reprise anticipée pour la seconde partie de l'année semble optimiste au regard des risques sanitaires et économiques et repose pour partie sur l'effet de levier. Les valorisations actuelles laissent peu de place pour une déception. Il s'agit sans doute de la raison principale de la persistance de la volatilité. Cela favorisera de nouveau les actions offrant la meilleure visibilité. Dans le secteur financier, les stress tests de la Fed révèlent des pertes de crédit potentielles de 700mds \$ pour les 34 banques étudiées dans le scénario le plus défavorable. Compte tenu de ces risques sur la stabilité financière, la Fed a plafonné le versement des dividendes et interdit les rachats d'actions au 3T 2020. Le retour total à l'actionnaire représentait près de 15% de la capitalisation boursière des banques du S&P sur le premier trimestre.

En zone euro, les indices ont chuté d'1% la semaine passée. L'ensemble de la cote perd du terrain dans des volumes peu étoffés. Le transport et les activités de loisirs replongent de 5% comme les ressources de base (-4%). La saison des résultats s'approche. Les bénéfiques sont toujours attendus en baisse de 23% en 2020. Les ratios de valorisation se sont ainsi renchérissés à plus de 16x.

Repli vers les taux

Concernant les marchés obligataires, l'évolution inquiétante de l'épidémie aux Etats-Unis soutiennent les marchés de taux. Le T-note à 10 ans s'établit sous 0,65%. La fuite vers la sécurité engendre naturellement un aplatissement de la structure par terme. Les prochaines données d'emplois publiées en fin de semaine pourraient accentuer le mouvement malgré le redressement des enquêtes de conjoncture de juin. La publication des minutes du dernier FOMC éclairera les intervenants quant à la mise en œuvre possible d'une politique de ciblage des taux longs.

En zone euro, le rendement du Bund traite vers -0,50% après les injections de liquidité de la BCE (TLTRO-III et PELTRO). Les swap spreads se normalisent gagnant 5 à 6pb sur la semaine. Le succès du PELTRO (15,6mds €) pourrait signifier que des petites banques ont emprunté le maximum autorisé lors du dernier TLTRO-III. Ces liquidités alimenteront probablement les opérations de portage sur les dettes souveraines courtes. La perception du risque de crédit souverain italien s'est nettement améliorée mais il subsiste des primes de risque et de liquidité anormales sur les BTPs. Les spreads périphériques conservent une marge de resserrement.

Le crédit marque une pause due à la fois aux émissions et à un ralentissement des flux finaux. La réduction des primes d'émission témoigne néanmoins d'une certaine rareté du papier. Les spreads actuels ont effacé le stress de mars mais se situent encore sur des niveaux proches des sommets de 2015-2016 et automne 2018.

Marchés financiers

G4 Government Bonds	29-Jun-20	-1w k (bp)	-1m (bp)	YTD (bp)
EUR Bunds 2y	-0.69 %	-1	-3	-9
EUR Bunds 10y	-0.48%	-4	-3	-29
EUR Bunds 2s10s	22 bp	-3	+1	-20
USD Treasuries 2y	0.16 %	-4	0	-141
USD Treasuries 10y	0.63 %	-7	-2	-128
USD Treasuries 2s10s	48 bp	-4	-1	+13
GBP Gilt 10y	0.16 %	-3	-3	-66
JPY JGB 10y	0.02 %	+1	+1	+3
€ Sovereign Spreads (10y)	29-Jun-20	-1w k (bp)	-1m (bp)	YTD (bp)
France	35 bp	+3	-2	+4
Italy	177 bp	+4	-15	+17
Spain	94 bp	+4	-7	+29
Inflation Break-evens (10y)	29-Jun-20	-1w k (bp)	-1m (bp)	YTD (bp)
EUR OATi (9y)	51 bp	+3	+10	-
USD TIPS	132 bp	-1	+18	-46
GBP Gilt Index-Linked	288 bp	-1	-4	-23
EUR Credit Indices	29-Jun-20	-1w k (bp)	-1m (bp)	YTD (bp)
EUR Corporate Credit OAS	149 bp	+6	-29	+56
EUR Agencies OAS	57 bp	+3	-6	+13
EUR Securitized - Covered OAS	44 bp	+2	-6	+3
EUR Pan-European High Yield OAS	532 bp	+13	-85	+228
EUR/USD CDS Indices 5y	29-Jun-20	-1w k (bp)	-1m (bp)	YTD (bp)
iTraxx IG	71 bp	+4	-2	+27
iTraxx Crossover	398 bp	+8	-30	+192
CDX IG	80 bp	+3	-1	+35
CDX High Yield	537 bp	+40	-30	+257
Emerging Markets	29-Jun-20	-1w k (bp)	-1m (bp)	YTD (bp)
JPM EMBI Global Div. Spread	475 bp	+6	-44	+185
Currencies	29-Jun-20	-1w k (%)	-1m (%)	YTD (%)
EUR/USD	\$1.125	-0.17	+1.27	+0.12
GBP/USD	\$1.227	-1.56	-0.59	-7.49
USD/JPY	¥107.69	-0.76	+0.13	+0.83
Commodity Futures	29-Jun-20	-1w k (\$)	-1m (\$)	YTD (\$)
Crude Brent	\$41.3	-\$1.7	\$3.5	-\$21.6
Gold	\$1 771.1	\$16.1	\$40.9	\$248.3
Equity Market Indices	29-Jun-20	-1w k (%)	-1m (%)	YTD (%)
S&P 500	3 041	-2.63	-0.28	-6.04
EuroStoxx 50	3 240	-0.24	6.02	-13.65
CAC 40	4 951	0.05	5.44	-17.18
Nikkei 225	21 995	-1.97	0.54	-7.02
Shanghai Composite	2 962	0.76	5.09	-2.91
VIX - Implied Volatility Index	33.79	6.36	22.83	145.21

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