

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

20 juillet 2020 /// n°28-2020

## Compromis difficile sur la relance européenne

### Points clés

- **Plan européen : subventions probablement réduites**
- **Les taux allemands en légère hausse, réduction des spreads périphériques**
- **Volatilité accrue à Shanghai et sur le Nasdaq**
- **Le crédit et le high yield se resserrent encore**

La diminution saisonnière des volumes s'observe sur tous les marchés financiers. Cela étant, les marchés d'actifs risqués restaient globalement bien orientés la semaine passée malgré une volatilité plus forte en début de semaine sur le Nasdaq dans le sillage de Shanghai, qui corrige après un début de mois en trombe.

Les négociations autour du plan de relance de la Commission Européenne devraient aboutir à un compromis acceptable pour les pays dits frugaux. Le sommet européen aura légèrement pesé sur le Bund (-0.43%) tout en favorisant le resserrement des spreads souverains. L'euro se maintient au-delà

d'1,14\$. Le crédit poursuit sa bonne dynamique. Les spreads se resserrent de 8pb. Le high yield européen se renchérit de 18pb sur la semaine écoulée.

Le T-note s'échange autour de 0,63%. Les courbes ont tendance à s'aplatir. Les spreads (crédit, high yield) sont également bien orientés aux Etats-Unis. Les spreads sur les MBS subissent néanmoins la chute des taux d'intérêt et les flux de préparations associés au refinancement.

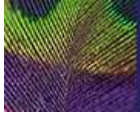
La dette émergente reste recherchée. Les spreads sur l'EMBI ressortent en baisse de 8pb à 458pb contre Treasuries en fin de semaine.

### Le graphique de la semaine



L'accélération haussière du Nasdaq fait écho à la bulle spéculative de la fin des années 1990. L'indice des valeurs technologiques s'inscrit en hausse de 22% cette année. A l'inverse, le Russell 2000 intégrant davantage de petites capitalisations perd près de 12% en 2020.

La surperformance du Nasdaq est alimentée par les flux des investisseurs individuels, l'effet liquidité et l'accumulation de positions spéculatives sur les marchés dérivés. Les valorisations (39x) élevées augmentent le risque de décrochage des cours en cas d'alerte sur les résultats.



## Difficile compromis en Europe

Les marchés financiers étaient bien orientés en amont du sommet européen débuté le 17 juillet. Depuis plusieurs semaines, la chancelière allemande Angela Merkel presse les états de s'accorder sur le plan proposé par la Commission Européenne. Les craintes de l'Autriche, des Pays-Bas, du Danemark et de la Suède portent sur la durée et le risque moral associé à l'octroi de subventions aux pays et régions en difficulté durant la crise sanitaire. La taille du fonds ou du budget pluriannuel pourraient être réduits et les rabais de contributions perçus notamment par les Pays-Bas pourraient être prorogés. Les discussions semblaient néanmoins à l'arrêt ce dimanche selon les officiels italiens. On évoque un montant de subventions en baisse à 390mds €. Le moment Hamiltonien un temps espéré pour l'Europe est retardé. Le report du plan de soutien budgétaire n'est toutefois dans l'intérêt de personne. Au-delà des plans conjoncturels visant à éviter que les faillites engendrées par des problèmes de trésorerie, il s'agit d'échafauder une nouvelle stratégie en Europe soucieuse des enjeux de solidarité, des risques climatiques et de la transformation de son modèle productif.

De son côté, la BCE soutiendra tout effort budgétaire coordonné au niveau européen. L'émission d'un emprunt commun assoira le rôle international de l'euro au moment où l'arrimage au dollar en Asie sera peut-être remis en cause par les pressions américaines inédites sur le peg du dollar de Hongkong au billet vert. La réunion de politique monétaire de la BCE n'a apporté aucun élément nouveau. On retiendra néanmoins la réticence des banquiers centraux à augmenter le multiple des réserves obligatoires exonérées du taux de dépôt négatif (-0,50%). Actuellement, les banques de la zone euro peuvent détenir 6 fois le montant des réserves réglementaires auprès de la BCE rémunérées à 0%. La BCE considère sans doute que le taux bonifié des TLTRO-III (-1% sur la première année) joue ce rôle dorénavant. Coupant court aux anticipations nées des récentes déclarations d'Isabel Schnabel, Christine Lagarde a indiqué que le PEPP (1350mds € jusque juin 2021) serait mené à son terme compte tenu des risques à la baisse sur l'activité. La politique budgétaire dicte ainsi la création monétaire et l'assouplissement quantitatif déployé depuis 2015 est de fait irréversible.

Aux Etats-Unis, les meilleures données économiques depuis le mois de mai sont mises à mal par l'accélération préoccupante de l'épidémie. Les ventes au détail confirment leur rebond (+7,5% en mai). Les enquêtes d'activité (Empire, NFIB, PhilFed) sont bien orientées en juillet préfigurant la poursuite du redressement de la production. L'inflation accélère à 0,6%a en juin. Toutefois, la confiance des ménages et les inscriptions hebdomadaires au chômage (1,3mn) appellent à la prudence. L'incertitude quant à la rallonge budgétaire nécessaire pour éviter une chute

brutale du revenu des ménages à la fin du mois constitue un risque immédiat. Cette nouvelle enveloppe fédérale, qui porterait le déficit annuel à près de 20% du PIB, conditionne la politique monétaire de la Fed. Le Trésor américain annoncera sa politique trimestrielle de refinancement au début du mois d'août. Ce besoin de financement supplémentaire justifie le maintien des achats de Treasuries de la Fed. Les ventes de Treasuries des investisseurs non-résidents se sont néanmoins atténués après quelque 450mds \$ de sorties en mars et avril. La Fed aura néanmoins le souci de limiter la croissance exponentielle de son bilan totalisant plus de 7000mds \$. Un ciblage explicite du taux à long terme ralentirait l'expansion du bilan.

## Hausse des actifs risqués, malgré la chute de Shanghai

Le sommet européen, l'activité primaire réduite au début de l'été et une réunion de la BCE sans surprise ont réduit les volumes échangés sur les marchés financiers. Le Bund se traite autour de -0,45% en clôture en hausse de 2pb sur la semaine. Les spreads souverains se sont rétrécis notamment sur le 10 ans italien qui passe sous 160pb contre Bund. Le QE de la BCE et les récents succès d'émission en Italie (BTP Futura par exemple) entretiennent le consensus acheteur sur les dettes périphériques. Les emprunts indexés surperforment les emprunts conventionnels. Les points morts se sont écartés de 5pb en France sur la semaine écoulée. L'inflation anticipée (52pb à 10 ans sur l'OATEi) n'intègre pas le risque de dérapage des prix (des services en particulier) avec la crise sanitaire. Aux Etats-Unis, les rendements américains à 10 ans s'inscrivent en légère baisse à 0,63%. La volatilité des taux s'est effondrée au bénéfice des maturités plus longues. La tendance à la pentification s'est renversée (le spread 5-30 ans perd 8pb depuis le début du mois).

Les marchés d'actions ont salué les avancées dans l'élaboration d'un vaccin et les publications des banques américaines portées par les revenus des activités de marché. Les provisions pour pertes de crédit ont pourtant accéléré au 2T laissant entrevoir une nette dégradation de la qualité de crédit dans les mois à venir. Le S&P 500 gagne néanmoins 2% effaçant les pertes pour 2020. On note toutefois une rotation défavorable aux valeurs technologiques, dont une forte correction en séance de lundi. Cela pourrait s'avérer une alerte baissière. Ce plongeon fait écho à la chute de l'indice de Shanghai (-5% la semaine passée) après la hausse vertigineuse du début du mois. En zone euro, les valeurs cycliques (automobile, industrie, transport...) sensibles à la problématique reflètent le redressement des enquêtes de conjoncture.

Sur les marchés du crédit IG euro (138pb contre Bund), les spreads poursuivent leur resserrement grâce à l'allègement du calendrier d'émissions et le maintien des flux finaux favorables. Le high yield poursuit également sa bonne dynamique.

**Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	20-juil.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.66 %	0	+1	-6
EUR Bunds 10a	-0.44%	-2	-3	-26
EUR Bunds 2s10s	22 bp	-2	-3	-20
USD Treasuries 2a	0.14 %	-1	-4	-143
USD Treasuries 10a	0.62 %	0	-8	-130
USD Treasuries 2s10s	48 bp	+1	-3	+13
GBP Gilt 10a	0.16 %	-2	-8	-66
JPY JGB 10a	0.03 %	-1	+1	+4
EUR Spreads Souverains (10a)	20-juil.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	30 bp	-2	-3	-1
Italie	155 bp	-10	-22	-5
Es pagne	83 bp	-3	-8	+17
Inflation Points-m orts (10a)	20-juil.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	54 bp	+6	+5	-
USD TIPS	145 bp	+4	+16	-34
GBP Gilt Indexés	289 bp	-2	+3	-22
EUR Indices Crédit	20-juil.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Credit IG OAS	135 bp	-8	-5	+42
EUR Agences OAS	53 bp	-2	-1	+9
EUR Obligations sécurisées OAS	41 bp	-2	-2	-1
EUR High Yield Pan-européen OAS	507 bp	-18	+8	+203
EUR/USD Indices CDS 5a	20-juil.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	60 bp	-1	-7	+16
iTraxx Crossover	353 bp	-16	-37	+147
CDX IG	71 bp	-1	-5	+26
CDX High Yield	470 bp	-22	-26	+190
Marchés émergents	20-juil.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	458 bp	-8	-11	+168
Devises	20-juil.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.146	+0.81	+1.77	+2.06
GBP/USD	\$1.263	+0.13	+1.35	-4.76
USD/JPY	¥107.11	+0.06	-0.22	+1.37
Matières Premières	20-juil.-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$42.9	\$0.1	\$0.7	-\$19.6
Or	\$1 813.0	\$3.1	\$58.0	\$290.2
Indices Actions	20-juil.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	3 225	1.25	4.10	-0.19
EuroStoxx 50	3 369	0.57	3.06	-10.04
CAC 40	5 063	0.14	1.69	-15.30
Nikkei 225	22 717	-0.30	1.06	-3.97
Shanghai Composite	3 314	-3.75	11.68	8.66
VIX - Volatilité implicite	26.22	-18.55	-25.34	90.28

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](http://www.ostrum.com)