

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

27 juillet 2020 /// n°29-2020

Le dollar flanche

Points clés

- **Nouvelles tensions diplomatiques entre la Chine et les États-Unis**
- **L'Europe avance avec un plan de soutien inédit**
- **La Fed prolongera sa politique avant le nouveau plan budgétaire**
- **Le crédit se resserre malgré la volatilité des actions**

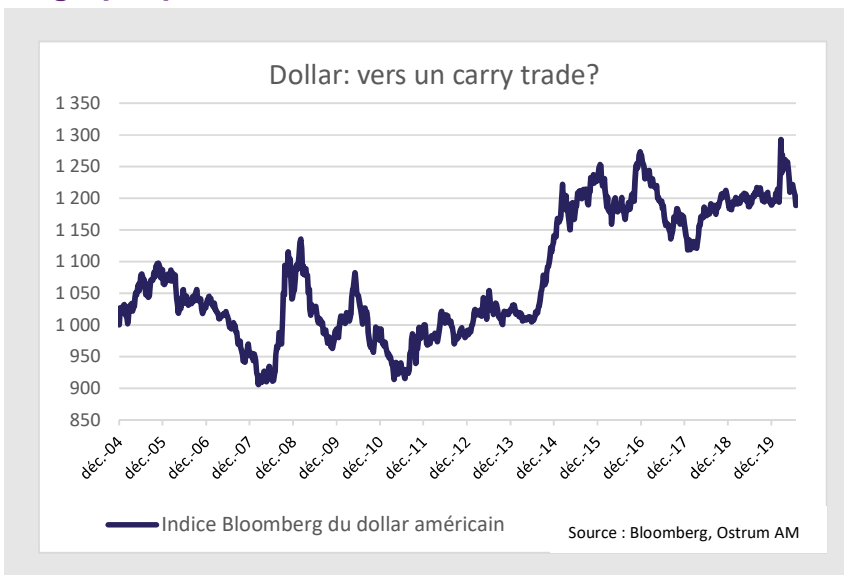
Le regain de tensions entre la Chine et les Etats-Unis a finalement pris le dessus sur le sentiment positif né de l'accord européen de 750mds €. Les marchés d'actions ont abandonné 2% la semaine passée en Europe et Shanghai s'affiche à -3%.

La baisse du dollar s'accélère contre toute devise alors qu'une rallonge budgétaire de 1000mds \$ est toujours en discussion. L'euro traverse le seuil d'1,17\$. Les marchés obligataires sont sans réelle tendance malgré une nette pression à l'aplatissement des courbes de taux, notamment sur les maturités longues aux Etats-Unis. Le taux américain à 30 ans s'échange autour de 1,20%.

Concernant le crédit, le ralentissement du primaire avant les publications trimestrielles favorise un resserrement de spreads. Le crédit IG euro se resserre de 10pb supplémentaire à 125pb. La même tendance favorable s'observe aux Etats-Unis. De même le high yield poursuit sa surperformance malgré la volatilité accrue sur les actions. La baisse du dollar amplifie la recherche de rendement sur la dette émergente en dollars (-12pb la semaine passée). Les marchés de dettes en devises locales profitent aussi des allègements monétaires.

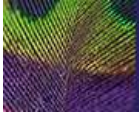
L'or profite allègrement de l'ajustement du dollar passant allègrement la barre des 1900 dollars l'once.

Le graphique de la semaine



L'excès de demande de dollars au plus fort de la crise financière semble s'effacer. Les phases de stress financier engendrent toujours un repli vers le dollar en raison de la prééminence du dollar sur les produits dérivés impliquant des appels de marge.

Les interventions de la Fed ont réduit l'excès de demande de billet vert de sorte que le marché des changes se focalise de nouveau sur les déséquilibres américains, notamment le déficit budgétaire abyssal en 2020. Le dollar pourrait redevenir la monnaie de financement privilégiée des opérations de portage à l'instar de 2002-2008.



L'Europe émerge sur fond de tensions sino-américaines

Les marchés financiers sont ballotés entre la situation internationale marquée par les tensions sino-américaines, la résurgence inquiétante de l'épidémie de Covid et la conclusion d'un accord de relance majeur en Europe.

Les autorités américaines ont exigé la fermeture du consulat chinois de Houston soupçonnant des vols de propriété intellectuelle. Pékin a réagi en donnant 72 heures aux américains pour fermer le consulat de Chengdu. L'escalade des tensions sonne comme une tentative désespérée de l'Administration Trump de détourner l'attention d'une situation interne toujours plus difficile sur le plan sanitaire. Les mesures de confinement plus strictes dans les états du sud risquent de perturber la reprise économique naissante, attestée par le net rebond des enquêtes et le redressement de la consommation. Cette reprise souffre de fragilités. Les indemnités chômage représentent 6% du revenu disponible des ménages. Les transferts fédéraux fixés à 600\$ par semaine expirent bientôt alors que le Congrès doit encore se mettre d'accord sur une rallonge budgétaire chiffrée à 1000mds \$. Le déficit fédéral semble hors de contrôle. L'Administration Trump cherche par tous les moyens à enrayer une dynamique favorisant l'alternance politique en novembre. Les sondages indiquent une forte probabilité d'un raz-de-marée démocrate.

Le plan de relance européen est adopté

En Europe, les négociations difficiles ont abouti à un plan de relance ambitieux de 750mds €. Les subventions directes aux pays membres de l'UE totalisent un montant de 390mds € à déboursier entre 2021 et 2023. Des prêts de l'UE complètent le dispositif à hauteur de 360mds €. Les investissements verts compteront pour 30% du plan de soutien. L'adhésion des pays réfractaires à la dépense commune aura aussi nécessité des contreparties notamment une réduction du budget pluriannuel de l'UE ou la prolongation des rabais de contributions au bénéfice des 4 frugaux et de l'Allemagne. Cela étant, rien n'aurait été possible en présence des Britanniques. L'essentiel est préservé et le budget européen doublera à près de 2,6% du PIB sur les quatre prochaines années. Le financement sera assuré par l'émission d'emprunts obligataires remboursables à partir de 2028, l'UE devenant instantanément un émetteur AAA de référence en zone euro. Les obligations vertes et sociales constitueront une part importante du programme.

Inertie des taux, resserrement des spreads et volatilité sur les actions

L'inertie des rendements obligataires traduit l'absence d'autonomie de la Fed face à l'explosion du déficit

budgétaire. La taille du stimulus budgétaire dicte la création monétaire à ce stade. Le besoin de financement supplémentaire de 1000mds \$ sera probablement totalement absorbé par la Fed avant la mise en œuvre d'une politique de ciblage du taux à long terme. Cette situation réduit la volatilité et favorise les stratégies de portage d'autant que la situation internationale se tend. L'aplatissement est de nouveau la norme malgré l'inquiétude légitime sur l'effet de l'allongement des émissions obligataires. En Europe, la BCE maintiendra les rendements sous cloche pendant plusieurs années. L'ensemble des taux de référence (dépôt, repo, Bund...) semble converger vers -0,50%. Les consensus acheteur de dettes périphériques s'en trouve renforcé. Les spreads italiens (149pb à 10 ans) traitent désormais sous leur niveau de clôture annuelle. L'Espagne et le Portugal s'échangent autour de 85pb à 10 ans. Compte tenu du QE, des investissements bancaires issus des TLTRO-III et de la confiance inspirée par le plan de relance, les spreads souverains devraient continuer à se réduire.

Le crédit bénéficie grandement de l'atténuation de la volatilité des taux. Le resserrement des spreads se poursuit des deux côtés de l'Atlantique. Les indices IG cotent autour de 120-130pb contre les références sans risque. L'ITraxx IG s'échange sous 60pb. L'activité primaire ralentit avant la période de publications trimestrielles et les banques centrales et la recherche de rendement maintiennent un excès de demande d'emprunts privés. Les flux sur les ETF de crédit continuent de s'accumuler, notamment sur les marchés en dollars. En zone euro, les secteurs cycliques (media, autos) surperforment depuis le début du mois. Le high yield reste recherché malgré l'accès de volatilité sur les actions. Les notations spéculatives offrent un spread moyen de 482pb en zone euro (-25pb la semaine passée) suffisant pour protéger les investisseurs de la hausse attendu du taux de défaut (3-4% cette année). La dégradation sera plus marquée aux Etats-Unis. On observe déjà une hausse des faillites et les projections de Moody's impliquent un taux de défaut proche de 12% cette année. Les secteurs de l'énergie, de la distribution, des transports et des loisirs sont les plus affectés par la pandémie. Le spread moyen du high yield américain ressort à 504pb.

Les marchés d'actions ont réagi à l'escalade des tensions entre la Chine et les Etats-Unis. Les publications de résultats sont globalement meilleures qu'attendu. Les ventes ont sans doute profité de l'amélioration de l'activité en fin de trimestre. Cela étant, les provisions pour pertes passées par les banques américaines sont considérables.

Enfin, la baisse du dollar s'amplifie. L'euro passe le cap d'1,17\$. Le yen se rapproche de 105 et les devises explosées à la Chine (AUD) progressent. La défiance envers le dollar traduit les déséquilibres américains et profite largement à l'once d'or qui passe les 1900\$.

Marchés financiers

G4 Government Bonds	27-Jul-20	-1w k (bp)	-1m (bp)	YTD (bp)
EUR Bunds 2y	-0.67 %	+0	+4	-7
EUR Bunds 10y	-0.49%	-3	-1	-31
EUR Bunds 2s10s	18 bp	-4	-5	-24
USD Treasuries 2y	0.15 %	+1	-1	-142
USD Treasuries 10y	0.59 %	-2	-6	-133
USD Treasuries 2s10s	43 bp	-3	-4	+8
GBP Gilt 10y	0.11 %	-4	-6	-71
JPY JGB 10y	0.02 %	-1	+1	+3
€ Sovereign Spreads (10y)	27-Jul-20	-1w k (bp)	-1m (bp)	YTD (bp)
France	30 bp	+1	-5	+0
Italy	148 bp	-9	-29	-12
Spain	83 bp	+2	-11	+18
Inflation Break-evens (10y)	27-Jul-20	-1w k (bp)	-1m (bp)	YTD (bp)
EUR OATi (9y)	60 bp	+6	+10	-
USD TIPS	151 bp	+6	+19	-28
GBP Gilt Index-Linked	295 bp	+5	+10	-16
EUR Credit Indices	27-Jul-20	-1w k (bp)	-1m (bp)	YTD (bp)
EUR Corporate Credit OAS	125 bp	-10	-21	+32
EUR Agencies OAS	49 bp	-4	-5	+5
EUR Securitized - Covered OAS	39 bp	-2	-3	-3
EUR Pan-European High Yield OAS	482 bp	-25	-41	+178
EUR/USD CDS Indices 5y	27-Jul-20	-1w k (bp)	-1m (bp)	YTD (bp)
iTraxx IG	59 bp	+0	-11	+15
iTraxx Crossover	356 bp	+9	-42	+150
CDX IG	70 bp	+0	-10	+25
CDX High Yield	469 bp	+1	-68	+189
Emerging Markets	27-Jul-20	-1w k (bp)	-1m (bp)	YTD (bp)
JPM EMBI Global Div. Spread	447 bp	-12	-23	+156
Currencies	27-Jul-20	-1w k (%)	-1m (%)	YTD (%)
EUR/USD	\$1.176	+2.76	+4.7	+4.68
GBP/USD	\$1.288	+1.81	+4.87	-2.89
USD/JPY	¥105.26	+1.91	+2.38	+3.15
Commodity Futures	27-Jul-20	-1w k (\$)	-1m (\$)	YTD (\$)
Crude Brent	\$43.0	-\$0.3	\$2.0	-\$19.5
Gold	\$1 936.7	\$120.6	\$166.8	\$413.9
Equity Market Indices	27-Jul-20	-1w k (%)	-1m (%)	YTD (%)
S&P 500	3 229	-0.69	7.33	-0.04
EuroStoxx 50	3 303	-2.52	3.08	-11.81
CAC 40	4 940	-3.02	0.61	-17.37
Nikkei 225	22 716	-0.24	0.91	-3.98
Shanghai Composite	3 205	-3.29	7.57	5.09
VIX - Implied Volatility Index	25.59	4.62	-26.32	85.70

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