



JVR INVEST
GET HIGHER

Mai 2021

Newsletter





Le Mot du CEO

Chers Lecteurs,

Archegos est le nom d'un family office américain qui a fait subir 10 billions de dollars de pertes à des banques avec une grande réputation. Crédit Suisse, UBS, Nomura, Morgan Stanley, MUFG et Mizuho ont fait partie de ce groupe.

Un nouveau scandale financier qui fait tâche...mais la leçon de 2008 apprise, et des liquidités injectées dans les marchés ont fait passer ce scandale en catimini. Attention aux conséquences différées dans les mois à venir : il serait logique de la part des grandes Banques de réviser leurs politiques d'octroi des lignes de crédit aux Family Offices-Hedge Funds avec l'obligation de faire un "deleverage" qui devrait être un peu salutaire vus les niveaux atteints dans les marchés d'actions.

L'heure n'est pas aux politiques fiscales restrictives, c'est plutôt le moment de soutenir les ménages et la consommation. La plupart des pays en Europe constatent que les pressions fiscales élevées ne laissent que peu de marge pour des augmentations. Attention aussi à la tentation de déguiser ces nouveaux impôts comme des impôts "écologiques". L'augmentation de la recaptation doit venir à notre avis de l'augmentation de l'activité qui a été arrêtée entre 2020 et 2021.

Nous sommes confrontés aussi à un excès de liquidité dans les marchés, caractéristique des fin de cycle de taux d'intérêt bas. L'attractivité des actifs alternatifs est à son comble. Le bois de construction, les cryptomonnaies de toutes classes et conditions sont des exemples d'actifs décorrélés et spéculatifs (mention spéciale pour le DOGECOIN). Nous nous attendons à une action corrective de la SEC dans les mois à venir.

La crise sanitaire n'est pas finie, des pays comme l'Inde en témoignent, mais en Europe et aux Etats-Unis le rythme de vaccination augmente et le ratio de reproduction du virus diminue. Nous devrions avoir un été calme et une surveillance accrue sur le développement de nouveaux variants.

Une fois que toutes les restrictions seront levées en Europe, nous espérons vous voir pour partager votre avis. Restez en très bonne santé.

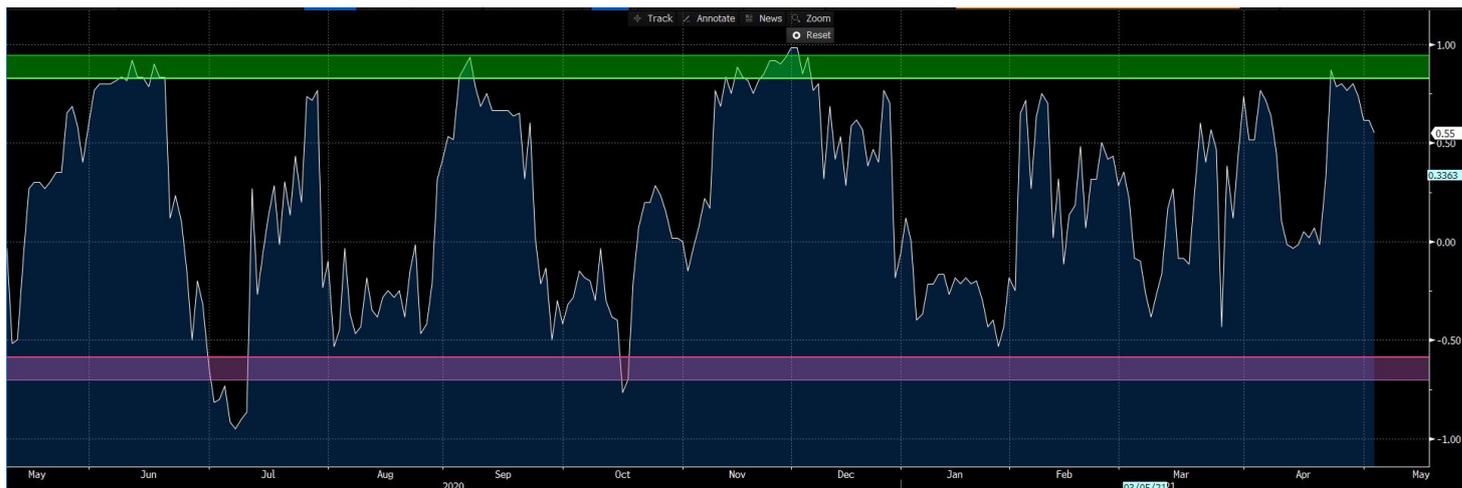


Joaquin Vispe

I - Point Macroéconomique.

Les rapports économiques publiés des deux côtés de l'Atlantique cette semaine ont brossé des tableaux très différents de la façon dont les États-Unis et l'Europe se remettent de la pandémie. L'Europe, à la traîne, a matérialisé une nouvelle phase de recession pour les trois premiers mois de l'année 2021 avec une contraction estimée de 0.6% (double dip) tandis que outre-Atlantique les États-Unis ont annoncé que leur économie avait cru de 1.6% pour la même période.

Ce différentiel de reprise peut s'expliquer par le fait que l'Europe a pris des mesures de relance bien moins importantes et a développé une politique vaccinale qui aujourd'hui oblige certains pays à remettre des semi-lockdowns qui empêchent une reprise de l'activité à plein régime.

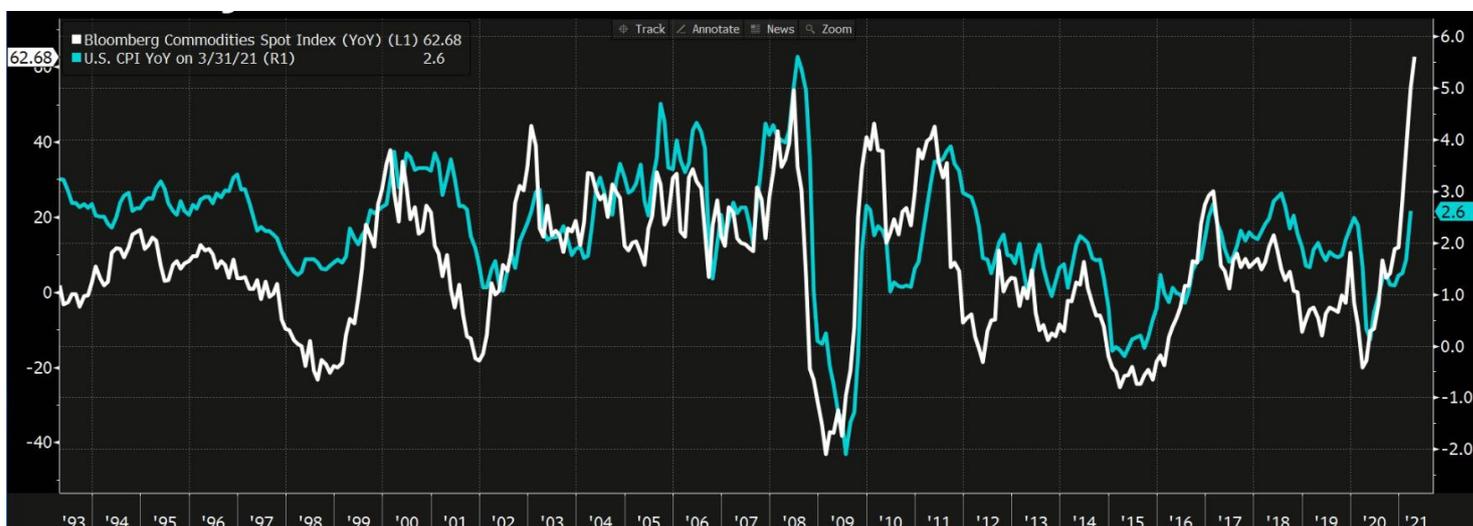


Risk Appetite Index (Bloomberg)

Cela n'a pas empêché les agents d'essayer de faire franchir aux indices actions leurs précédents records. D'ailleurs, le Risk Appetite Index a touché brièvement sa borne haute à mi-avril.



Aux Etats-Unis, les Breakeven 10Y se rapprochent de leur plus haut niveau (2.55) depuis 8 ans. L'indice PCE(Prix à la consommation des ménages hors éléments volatiles) remonte également mais ne devrait pas aller au-delà de ses précédents plus hauts situés aux alentours de 2.10-2.14. L'inflation non réalisée reste importante jusqu'à maintenant à voir sur le moyen terme si ce ne sont pas les Breakeven qui se sont trompés.



L'envolée du prix des matières premières devance très nettement sur ce second trimestre le CPI américain. Historiquement ce genre de pic sur les matières premières ne dure qu'un temps et souvent dans les trimestres qui suivent on a des situations de sur productions.

II - Crédit

| | Mod Duration | OAS Mid Spr | Yield To worst |
|-----|--------------|-------------|----------------|
| AAA | 6.45 | 0.811 | -0.162 |
| AA | 4.85 | 34.11 | 0.44 |
| A | 5.85 | 67.12 | 1.06 |
| BBB | 5.91 | 115.6 | 1.817 |
| BB | 3.9 | 247.903 | 3.175 |
| B | 2.05 | 354.44 | 2.41 |
| CCC | 2.45 | 963 | 11.43 |

Les différents paniers d'obligations filtrés par notation montre que le panier BB / B reste la paire «rendement / durée» la plus attractive par rapport aux autres rating.

Source: Bloomberg



Source: Bloomberg

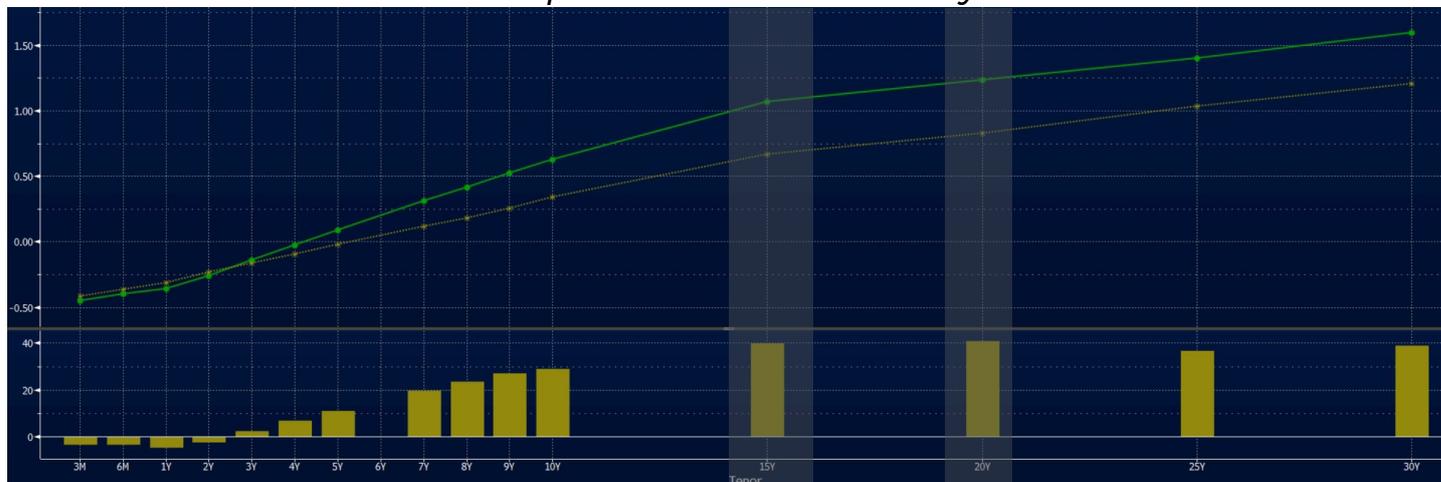
En outre, la corrélation ci-dessus du Bund avec IG OAS et HY OAS montre la faiblesse de l'IG lorsque le rendement allemand augmente. Cette sensibilité est due à une augmentation de la durée (+0.25) des nouvelles émissions au cours des deux dernières années pour atteindre un rendement positif. Concernant le HY OAS, ce dernier reste plus résilient et bénéficie d'un rendement plus élevé ainsi que d'une durée ajustée plus faible. Nous pensons que seul un bond des taux de défaut pourrait conduire à une décompression rapide de la HY OAS.



EUR AA Corporate Yield Curve



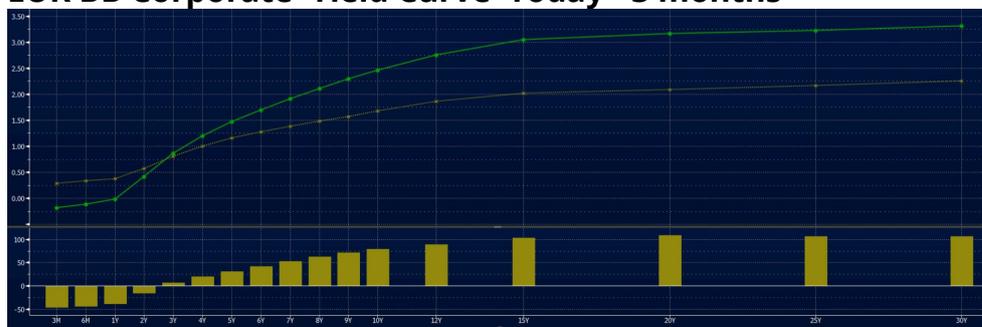
EUR IG Corporate Yield Curve Today - 3 months



Source: Bloomberg

Si l'on regarde la courbe de rendement des entreprises IG, on observe clairement un changement depuis le début de l'année. En effet, les durées plus longues, qui représentaient un rendement de 0,60% pour une maturité de 15 ans il y a 3 mois, sont passées à 1,05%. Notre objectif de rendement du Bund (-0,15 / -0,05) annoncé en janvier devrait être touché pour le 3eme trimestre. Dans cette éventualité, nous devrions assister à une nouvelle décompression de la courbe des taux vers 1,40% pour la même maturité.

EUR BB Corporate Yield Curve Today - 3 months

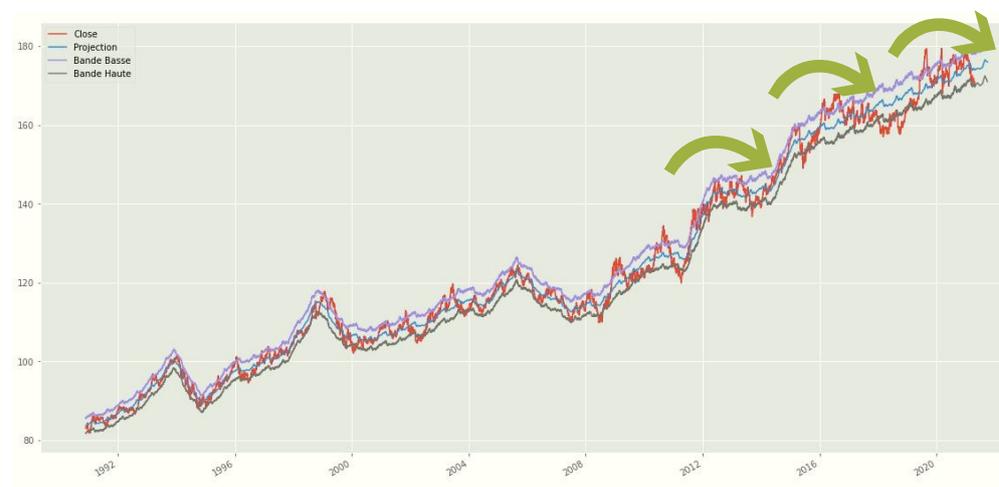
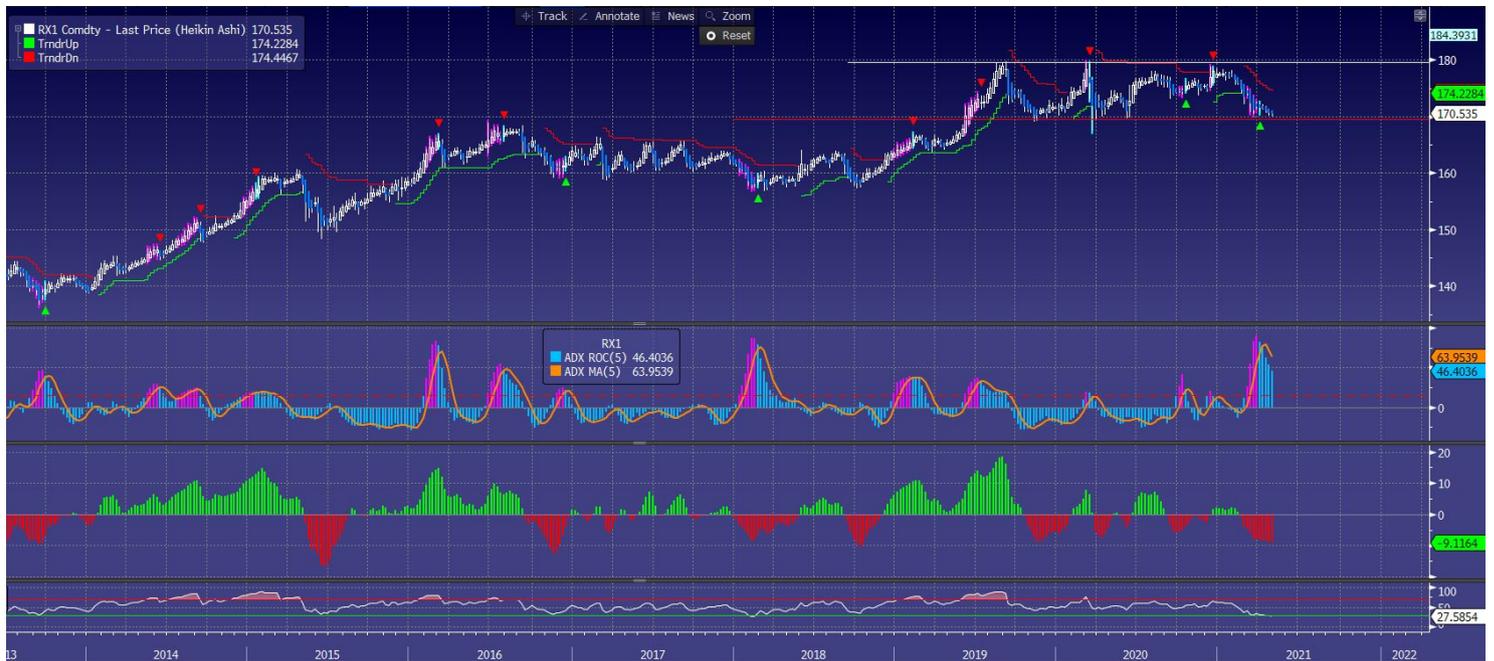


La courbe de rendement EUR BB montre la même tendance avec un aplatissement de la partie longue.

EUR B Corporate Yield Curve Today - 3 months



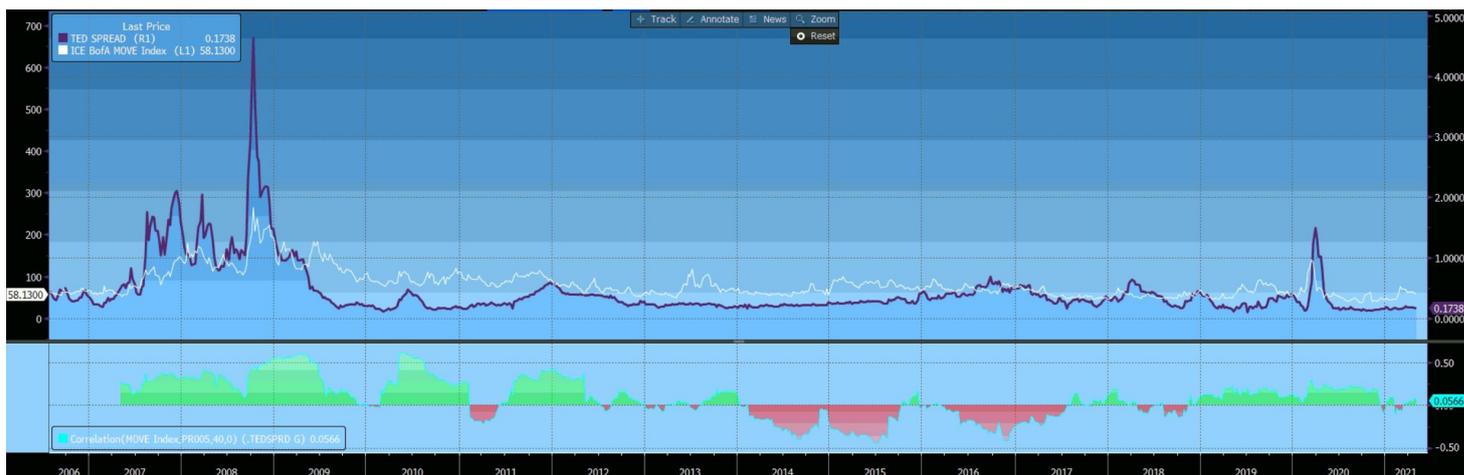
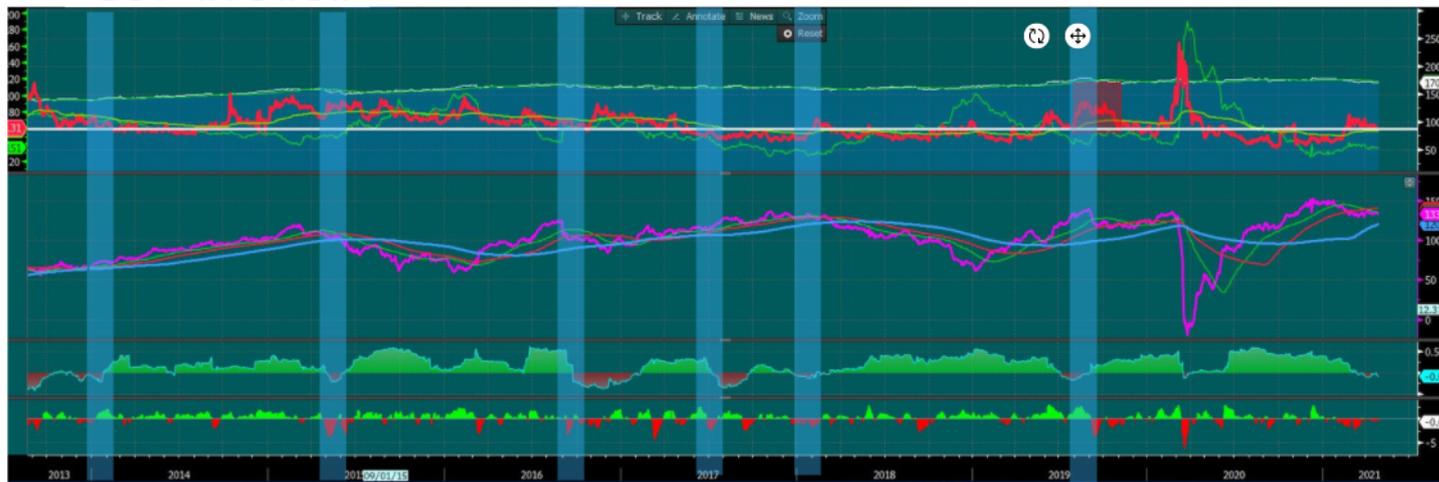
Seules les courbes de rendement de rating B et inférieures affichent une amélioration pour toutes les échéances. Nous sommes préoccupés par le niveau de concentration des junk bonds détenus par les Bonds Managers dans ces bas rating. En effet, car en cas de hausse des taux par défaut des notations B + à CC, une vente massive pourrait se produire. De plus, la taille de l'émission dans cette tranche de notations est souvent réduite. Par conséquent, un "liquidity crunch" pourrait survenir rapidement, entraînant une contagion sur les autres rating.



Le Bund générique reste toujours dans sa fourchette de négociation entre un support à 170 et une résistance à 179. Il semble que le Bund reproduise le même schéma qu'en 2016-2017 lorsqu'il était entre 160-170.

Notre simulation montre que le contrat à terme se rapproche de la bande inférieure juste en dessous de 170. Historiquement, chaque fois que le prix est passé en dessous de la bande inférieure, un sursaut technique s'est produit.

Sur les dérivés de crédit les traders continuent de hedger leur duration les plus longues.



Le TED Spread, qui reste également un bon marqueur de l'anxiété des marchés, ne semble pas pour le moment témoigner d'un stress sur l'interbancaire.



JVR INVEST
GET HIGHER

III- a-Marchés européens

Nous étions très hésitant le mois dernier quand le cours était proche de sa résistance de long terme 3810pts. Finalement, la force du momentum auras eu raison des vendeurs qui ont changé de camp et ont permis à l'indice de rallier 200pts plus haut (4000pts). L'indice n'a pas encore matérialisé de pull-back pour valider son ancienne résistance comme support. Le mois de mai pourrait bien être de part son vieille adage, 'Sell in May and go away', l'opportunité pour l'indice de reprendre son souffle.

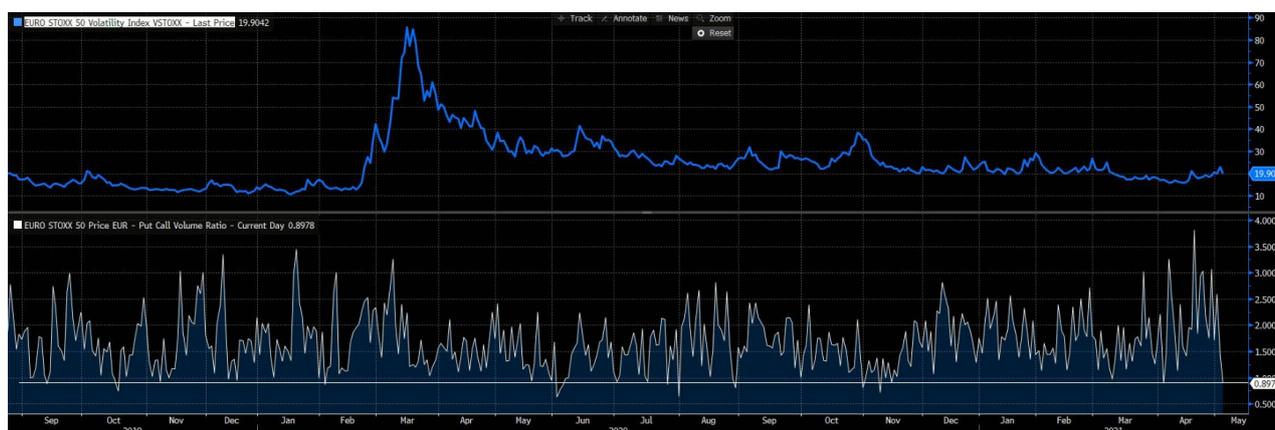
Eurostoxx 50



Vstoxx et ratio Put-Call



Le Vstoxx reste hésitant autour des 20 mais devrait progressivement revenir dans sa zone de confort vers 18 puis 16. Cela se confirme également sur les dérivés avec un ratio putcall au tapis à 0.89.

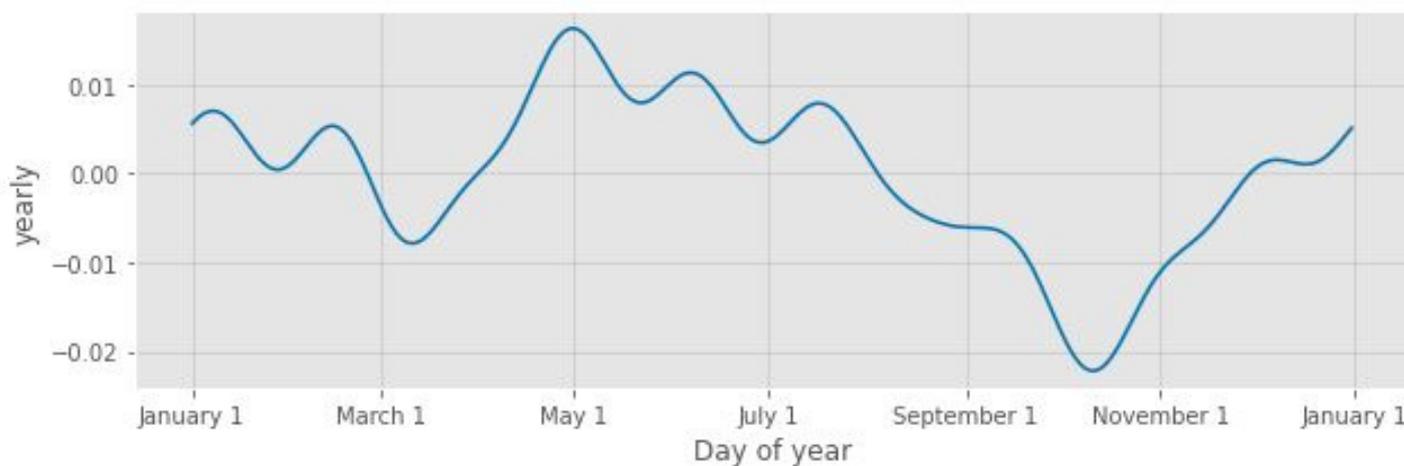


III- b- Marchés américains

On continue de monitorer les marchés américains qui semblent de leur côté planer proche de leur nouveaux records. Les stop-loss semblent se concentrer juste en-dessous du seuil des 4000pts maintenant. Ce laisse augurer un gros mouvement si l'on revenait tester ce seuil. Mais pour l'heure la surchauffe des indicateurs n'effraye pas les agents qui continuent de faire lever l'indice .



Après en termes de saisonnalité le mois de mai n'a jamais été vraiment porteur pour les indices actions comme le montre le graphique ci-dessous.



Au mieux les indices vont osciller en trading range pendant l'été avec des phases de hausse et de baisse d'amplitude importante (volatilité ++) à des deceptions ou a des inquiétudes macroéconomiques. Nous maintenons notre avis neutre sur les indices US, considérant que les niveaux de valorisation ne sont pas soutenables dans le temps et qu'il est nécessaire que ces derniers reprennent leur souffle.

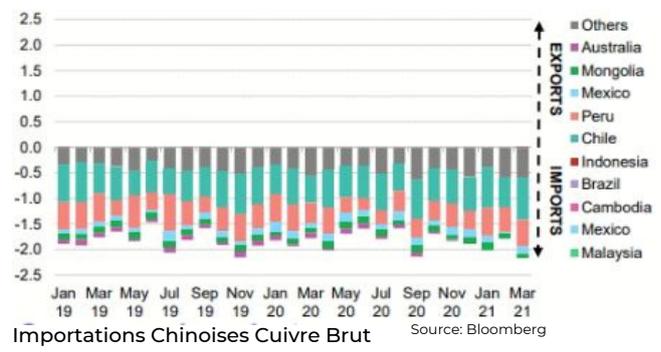
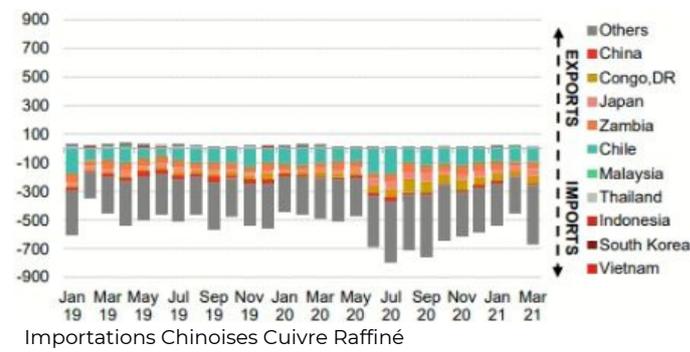


JVR INVEST
GET HIGHER

IV. Métaux de Base & Métaux précieux

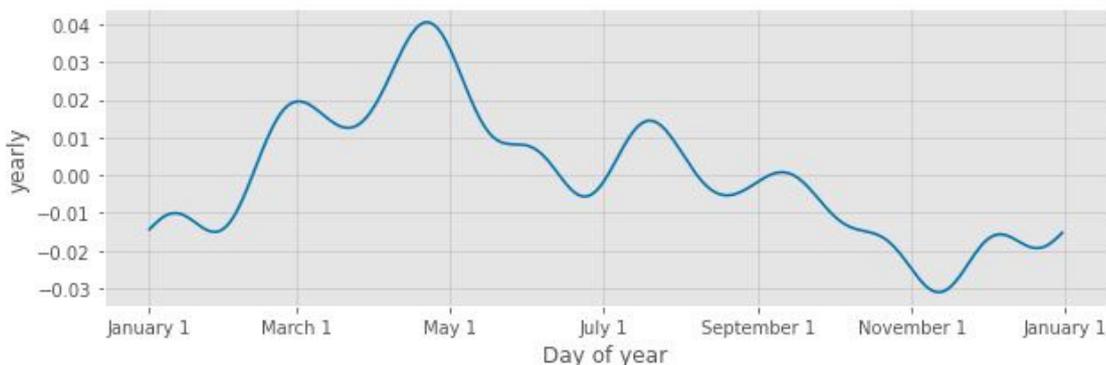
- Cuivre

Malgré les pénuries de cuivre pour les fonderies Chinoises, les importations de cuivre ont terminé le premier trimestre au-dessus de leur niveau historique. Les volumes d'importation ont totalisé 5,96 Mt au 1T 2021, 10% de plus que le trimestre précédent et 8% de plus qu'en 2020 sur la même période.



La surprise vient surtout sur le mois de mars alors que le rythme d'importation de cuivre raffiné a enchaîné 5 mois de baisses consécutives, le rebond est plutôt fort. De plus, ce rebond s'accompagne d'un record sur les importations de cuivre brut ce qui a contribué à tendre les prix.

| | Jan | Feb | Mar | Apr | May | Jun | Jul | Aug | Sep | Oct | Nov | Dec |
|-----------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 15 Yr Avg | -0.21 | 2.99 | 1.84 | 3.98 | -1.93 | 1.29 | 2.45 | -1.27 | -0.48 | -1.77 | -0.11 | 0.63 |
| 2021 | 1.05 | 15.14 | -2.42 | 12.10 | 2.01 | | | | | | | |
| 2020 | -10.01 | 1.15 | -12.49 | 5.66 | 3.04 | 11.87 | 5.69 | 6.03 | -0.28 | 0.49 | 12.24 | 2.88 |
| 2019 | 5.83 | 5.94 | -0.47 | -1.18 | -9.01 | 2.48 | -1.46 | -4.99 | 1.80 | 2.31 | 0.15 | 5.87 |
| 2018 | -3.18 | -2.75 | -2.64 | 0.89 | 0.41 | -3.72 | -4.05 | -6.45 | 5.89 | -5.20 | 4.46 | -5.27 |
| 2017 | 8.86 | -0.86 | -1.90 | -2.11 | -0.64 | 4.61 | 7.13 | 6.48 | -4.03 | 4.94 | -2.06 | 8.68 |
| 2016 | -3.19 | 2.98 | 2.56 | 4.40 | -8.05 | 4.72 | 1.23 | -6.84 | 6.81 | -0.25 | 18.89 | -4.42 |
| 2015 | -11.71 | 8.88 | 0.88 | 5.35 | -5.49 | -3.83 | -9.91 | -1.08 | 0.13 | -1.00 | -11.78 | 4.43 |
| 2014 | -5.87 | 1.30 | -6.58 | 0.13 | 3.10 | 2.06 | 1.35 | -2.97 | -4.07 | 1.31 | -6.14 | -1.21 |
| 2013 | 2.18 | -5.48 | -3.56 | -6.31 | 3.29 | -7.35 | 2.23 | 3.42 | 3.04 | -0.68 | -2.12 | 5.14 |
| 2012 | 10.30 | 2.12 | -1.18 | 0.22 | -12.21 | 3.70 | -2.08 | 1.07 | 8.80 | -6.40 | 3.18 | 0.63 |
| 2011 | -0.26 | 0.44 | -3.81 | -3.30 | 0.29 | 2.26 | 4.86 | -6.53 | -24.72 | 15.23 | -1.90 | -3.56 |
| 2010 | -8.79 | 7.08 | 8.72 | -6.08 | -6.98 | -5.43 | 12.79 | 1.49 | 8.64 | 2.25 | 2.40 | 16.32 |
| 2009 | 4.15 | 3.92 | 20.87 | 11.30 | 7.04 | 2.75 | 16.19 | 7.03 | 0.39 | 4.84 | 6.53 | 6.29 |
| 2008 | 8.45 | 16.80 | -0.55 | 2.69 | -8.34 | 8.03 | -6.01 | -6.34 | -16.05 | -36.47 | -11.24 | -13.15 |
| 2007 | -9.63 | 5.34 | 15.11 | 12.57 | -4.12 | 1.71 | 5.65 | -6.51 | 6.71 | -4.59 | -9.10 | -3.67 |
| 2006 | 9.13 | -1.93 | 12.70 | 35.42 | 8.65 | -4.46 | 3.10 | -2.83 | -0.25 | -3.32 | -5.20 | -9.48 |



La saisonnalité sur les 15 dernières années n'est pas favorable à une hausse du Cuivre pour le mois de mai et également pour le 4ème trimestre. On peut donc supposer que le nouveau record établi par le contrat dernièrement pourrait être le dernier avant un nouvel élan haussier l'année prochaine. Graphiquement, ce scénario semble se tenir puisque la tension sur les indicateurs est au plus haut.

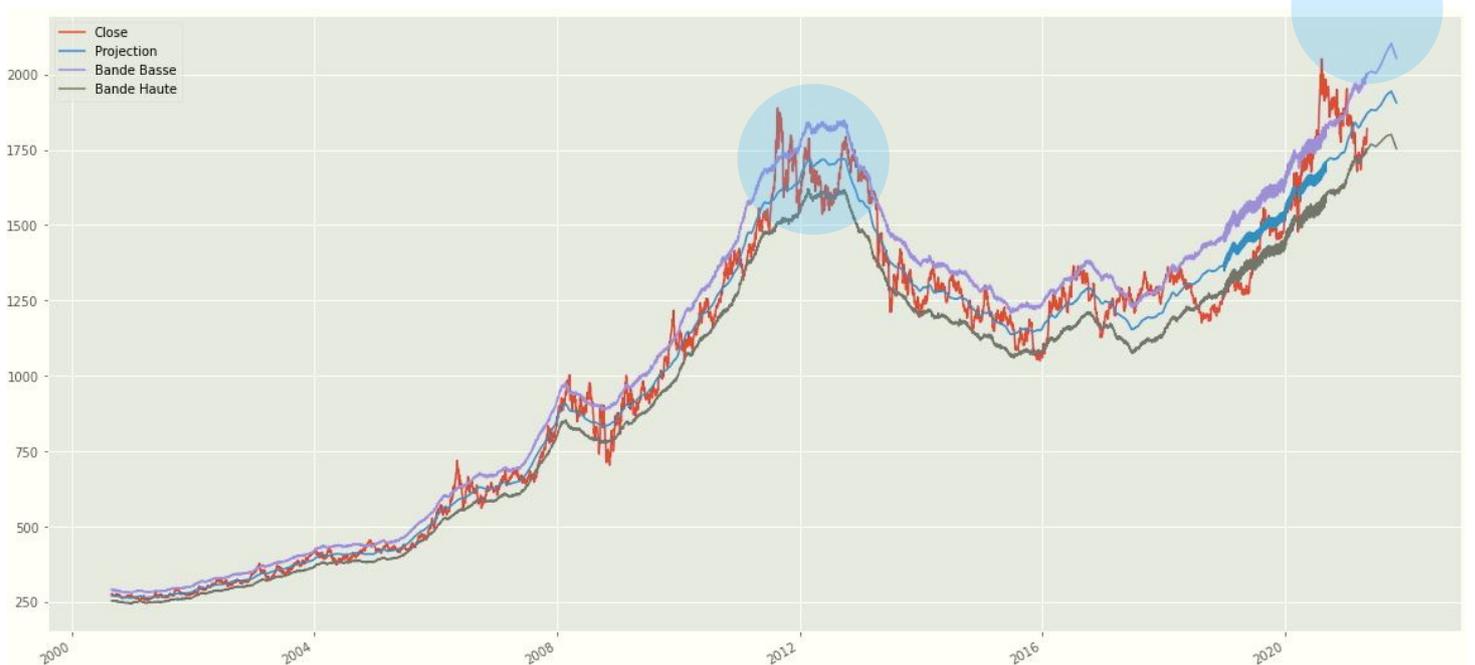
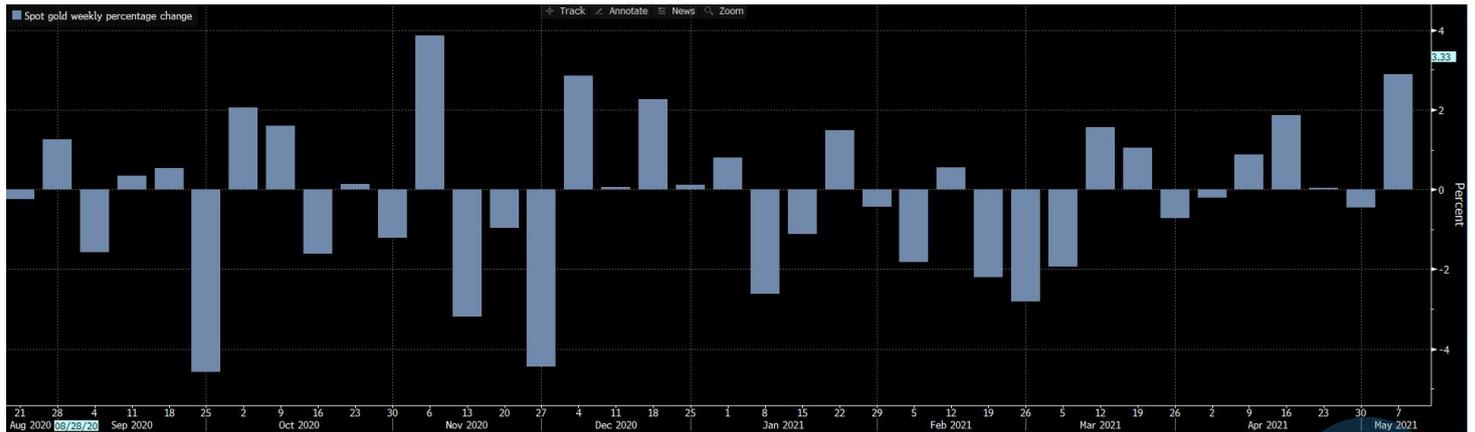




JVR INVEST
GET HIGHER

- Gold

L'Or a démarré le mois de mai en fanfare avec sa plus forte progression depuis le mois de Décembre. L'affaiblissement du dollar couplé à la baisse des rendements US ont ravivé l'intérêt du métal jaune.



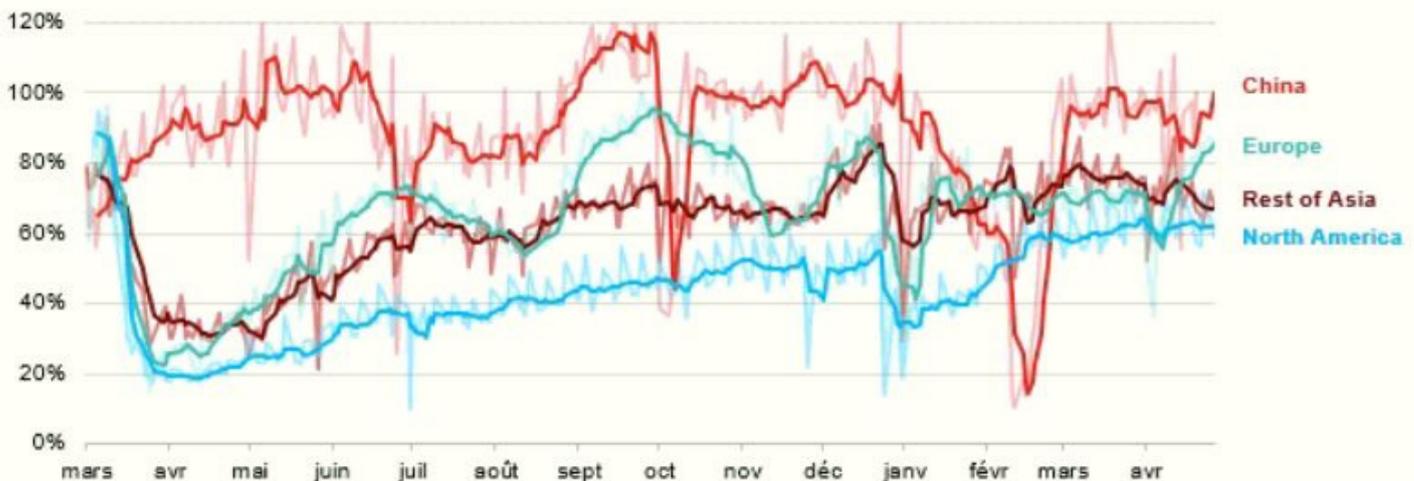
Le cours a rebondi sur la borne basse définie par ma simulation. Pour le moment, l'Or semble rallié son point médian à 1840\$. En cas de franchissement de ce dernier, beaucoup de traders devraient aller chercher la cible des 2000\$. Il y a beaucoup de similarité entre la phase "toppish" de 2012/2013 et ce que l'Or est en train de matérialiser actuellement. A surveiller dans les prochains mois.



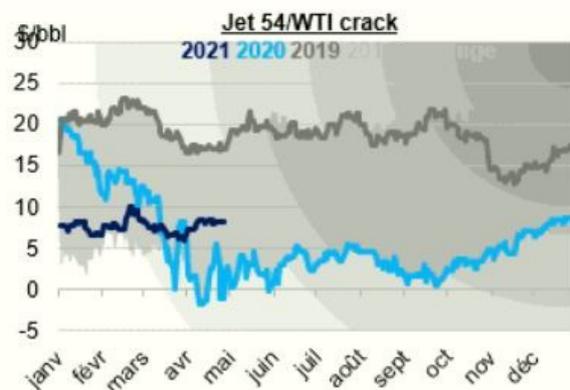
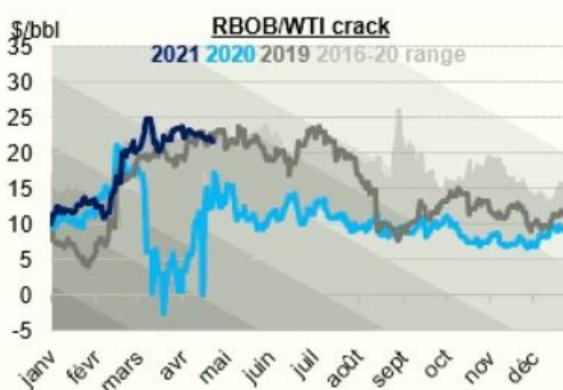
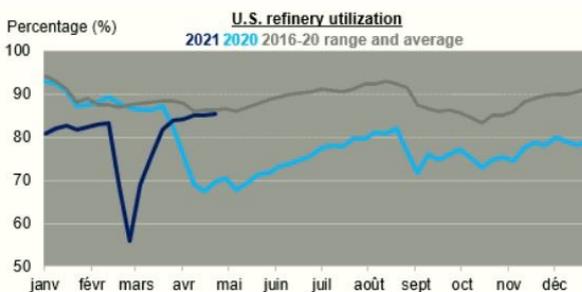
JVR INVEST
GET HIGHER

V- Energie

Les prix du pétrole continuent de fluctuer dans la fourchette de 5\$, les traders hésitant entre la réouverture des économies occidentales et la résurgence de la pandémie en Inde, en Thaïlande et au Brésil. À l'approche de la haute saison estivale des voyages, le trafic routier en Europe montre une augmentation des niveaux de congestion, ce qui suggère que la demande de carburant se redresse, tandis qu'en Asie, les niveaux de congestion ont évolué à la baisse ces dernières semaines.



Les États-Unis sont en train de remonter la pente, les taux d'utilisation des raffineries sont au niveau moyen des quatre dernières années. Le programme de maintenance mis en place lors du gel de février a été très efficace pour restaurer la pleine capacité des raffineries. La Chine est une autre histoire, car sa capacité d'utilisation est en baisse constante depuis le début de l'année. Les cracks dans l'essence sont en ligne avec leur moyenne historique, tandis que ceux du Jet Fuel ne décollent pas encore. On peut s'attendre à un long chemin pour la reprise du secteur aérien.





JVR INVEST
GET HIGHER

Le renversement de risque de 1M traduit clairement les attentes baissières des traders pour juin et juillet. Après un rebond début avril, une pression à la baisse apparaît en raison de la nouvelle reprise des infections en Asie qui pourrait menacer la demande, notamment en Inde. Même si la demande mondiale est sur la voie de la reprise, la conjonction du ralentissement du pétrole en Chine et de nouveaux "lockdowns" en Asie pourraient conduire à une nouvelle pression baissière sur le WTI et le Brent.

Brent one-month reversal skewness

WTI one month risk reversal skewness



Le WTI n'a pas pu s'affranchir l'importante résistance de 65 \$, la dernière décision de l'OPEP a beaucoup pesé sur le contrat. Jusqu'à présent, aucun des Bulls ou Bears n'est prêt à déterminer une tendance et cela pourrait durer jusqu'aux premières statistiques de la "driving season"aux Etats-Unis. La concentration de stop loss se situe autour de 54,50 \$. Tant que ce seuil est conservé, aucune tendance baissière ne sera validée.



99.0% Confidence Interval: 63.612 between 59.216 and 68.007

Nat Gas & LNG

Le NatGas évolue depuis la mi-mars dans un léger trend haussier. L'objectif des 3\$ reste un obstacle important à franchir avant de tutoyer le seuil des 3.20\$. Les indicateurs plaident en faveur d'une poursuite du mouvement même si ce dernier est très atypique en termes de saisonnalité.

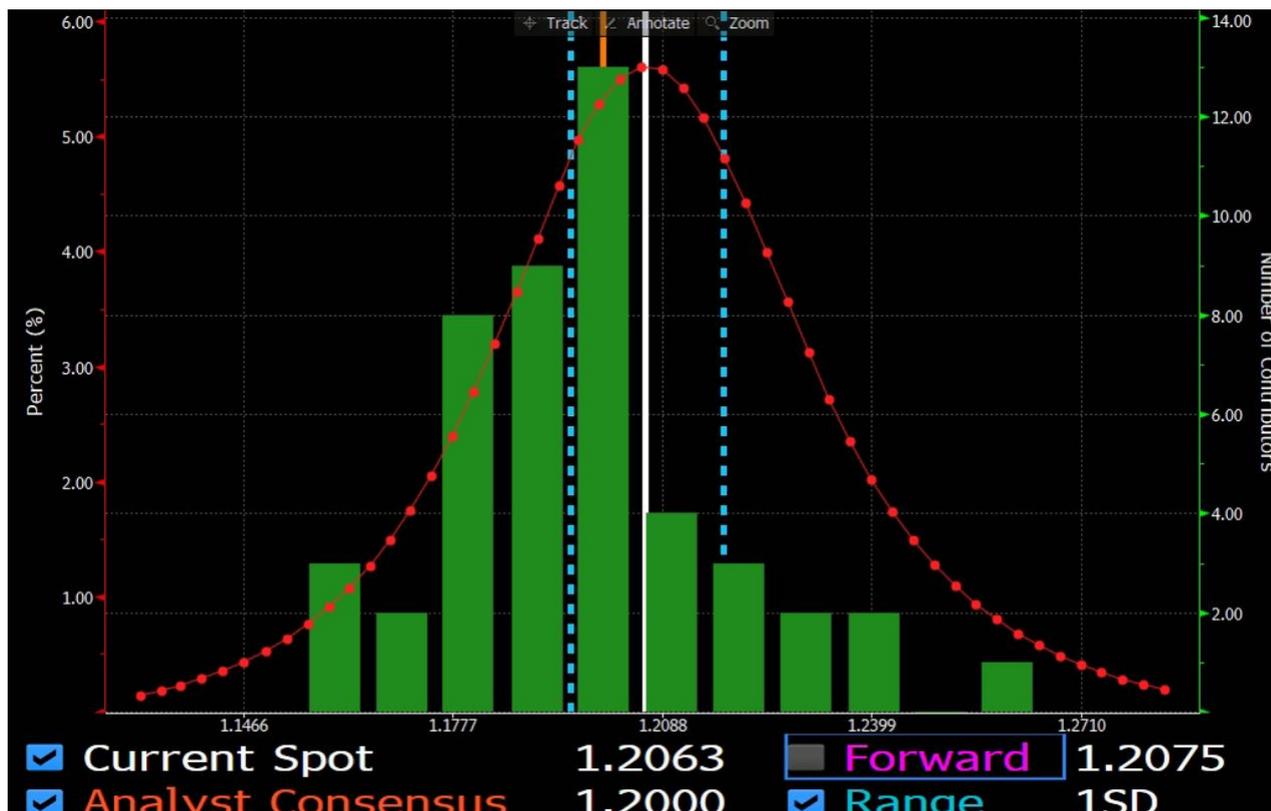


Le mois commence par des températures sans écart important par rapport à leur moyenne après un découplage entre les températures prévues et réalisées en avril.

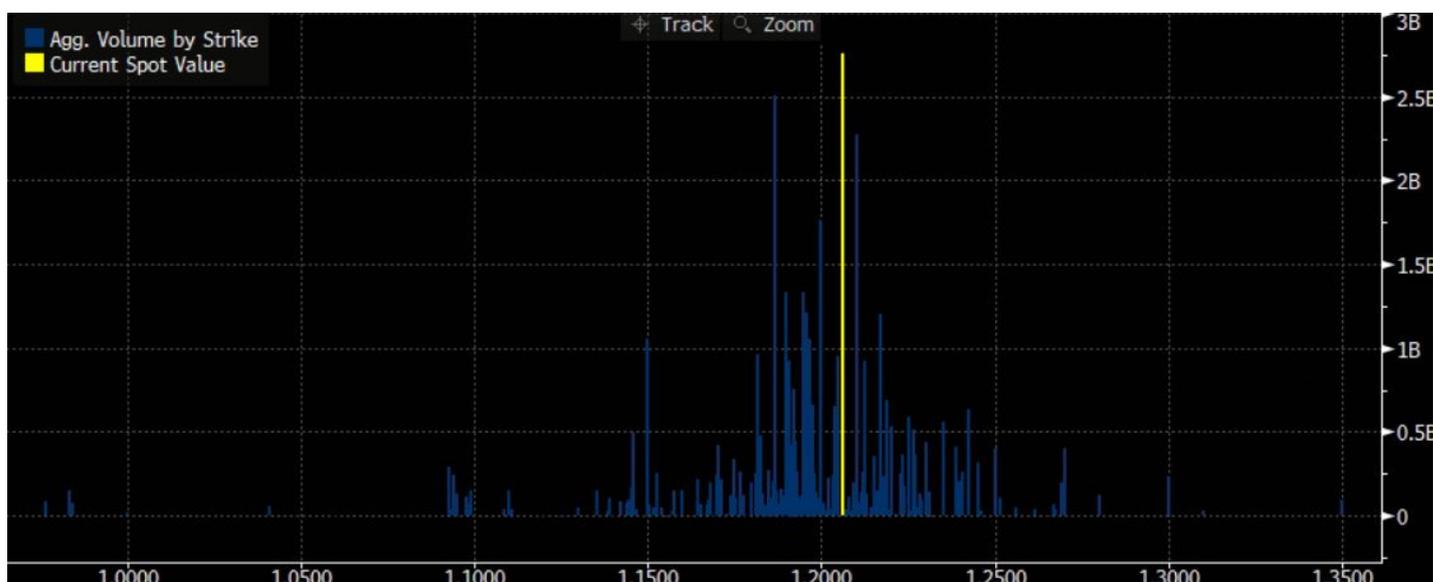
Le NatGas & LNG pourrait être épargné ce mois-ci par une demande atypique en provenance d'Asie. La tension sur le taux au comptant du GNL prouve que la demande ne s'estompera pas à court terme et devrait soutenir les prix. Pour cette raison, nous considérons 3,20 \$ comme objectif maximum pour les deux prochains mois.

VI- Forex

L'embellie économique aux Etats-Unis continue de mettre de la pression sur le billet vert. Son caractère de valeur refuge le pénalise face à l'euro. Le consensus se maintient autour du seuil pivot des 1.2000.



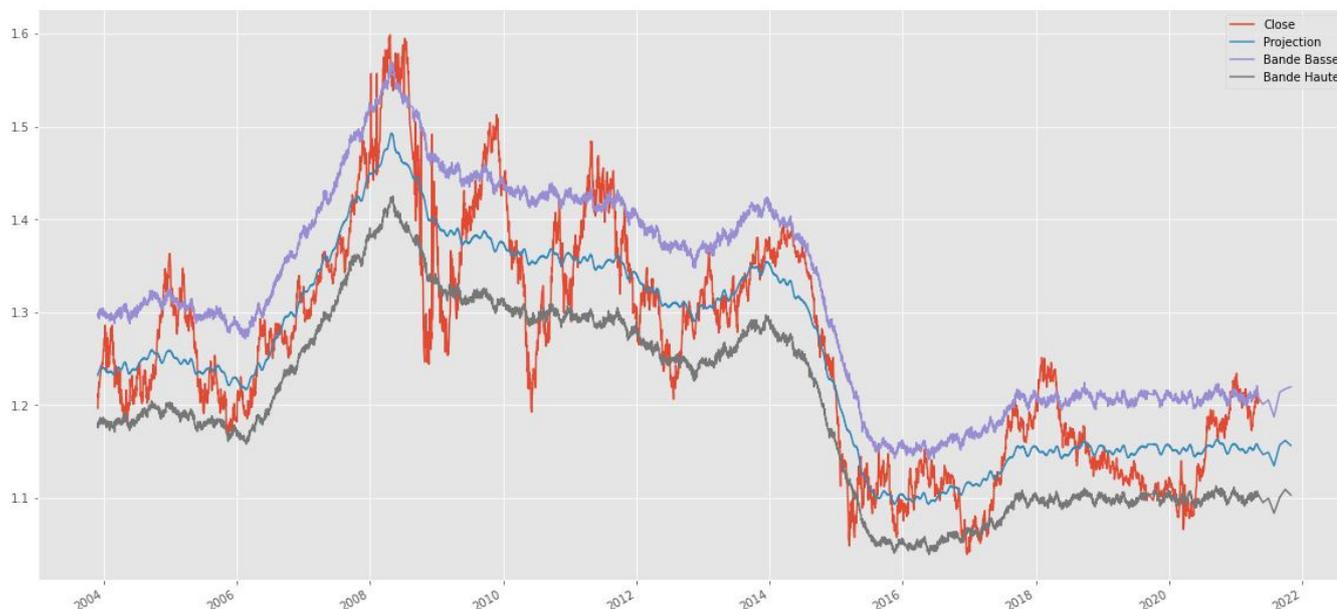
Sur le front des dérivés, il y a plus de 2.27 milliards d'€ d'options échéance 13/05/21 à 1.2100 et 2.5 milliards à 1.1865 même maturité. Comme si de nombreux cambistes s'attendaient à de fortes variations de volatilité à court terme.





JVR INVEST
GET HIGHER

D'un point de vue technique, la paire est coincée en mensuel dans une figure dite de continuation de tendance dite en triangle. Parfois, ce genre de figure traduit une indécision et permet de former des "rounding bottom" de long terme. La sortie de cette figure déterminera définitivement pour la tendance de long terme que ce soit à 1.2265 ou bien 1.1410. Les strangles en cours sur les dérivés du cross confirment ce type de scénario.



Sur nos simulations on constate que l'EURUSD évolue à plus court terme sur un range élevé qui devrait stimulé un courant vendeur.

Notre allocation tactique de l'année 2021 est modifiée :

| <i>Classe de actifs</i> | <i>Négatif</i> | <i>Neutral</i> | <i>Positif</i> |
|---------------------------|---|--|--|
| Actions États-Unis | | Accalmie des taux.  | |
| Actions Europe | | Accalmie des taux  | |
| Actions Emergents | | Accalmie des taux  | |
| Bonds | | |  |
| Or | | |  |
| Pétrole |  | | |
| Bitcoin BTC | | |  |
| Immobilier | Immobilier Bureaux  | | Immobilier Habitation  |

DISCLAIMER :

Cette Newsletter est dirigée à des investisseurs qualifiés, ne constitue en aucun cas une proposition commerciale ou une incitation à l'achat des produits ci mentionnés et elle est établie à l'intention exclusive de ses destinataires et elle est confidentiel. Les idées et opinions présentées dans ce message sont celles de son auteur JVRinvest SARL. L'objectif de la Newsletter est d'avoir un caractère d'information et d'aider aux investisseurs dans la prise de leurs décisions.

Toute publication, utilisation, distribution, impression ou copie non autorisée de cette Newsletter doit être autorisée préalablement par JVRinvest SARL.

JVRinvest SARL décline toute responsabilité au titre de cette Newsletter, dans l'hypothèse ou il aurait été modifiée.