

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

7 septembre 2020 /// n°32-2020

## Bulles financières et assouplissement monétaire

### Points clés

- **La BCE s'émeut de la hausse rapide de l'euro**
- **Violent décrochage du Nasdaq**
- **Les taux américains volatiles avant un retour au-delà de 0,70%**
- **Les spreads souverains inchangés malgré le poids des émissions**

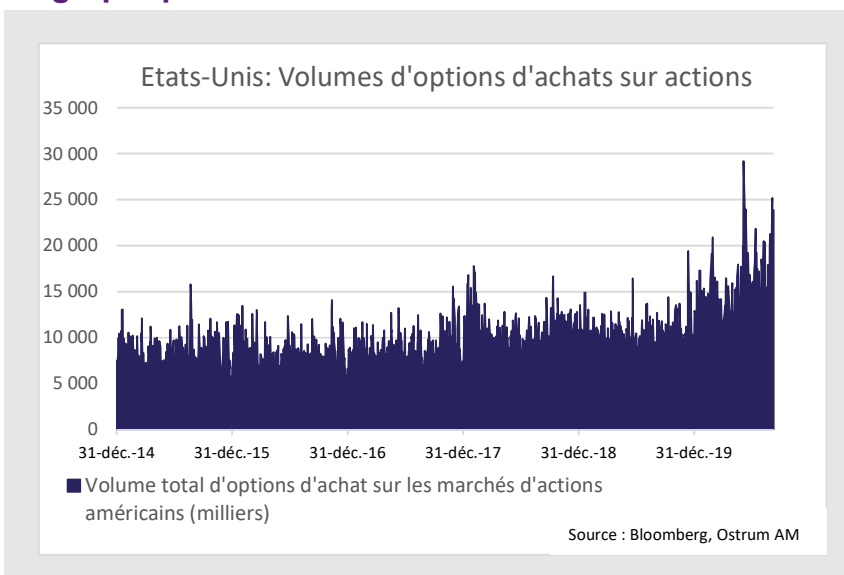
Philip Lane, économiste en chef de la BCE, a rappelé aux intervenants que le taux de change avait son importance alors que l'euro-dollar s'échangeait au-delà d'1,20\$. La petite phrase a engendré les débouchements voulus ramenant la monnaie unique sous 1,18\$ et inversant la dynamique de pentification des courbes. Le dollar a donc regagné du terrain contre les devises principales. Le Bund revient sous -0,45%. Après une baisse vers 0,65%, le T-note s'affichait en clôture hebdomadaire au-dessus de 0,70%.

Le Nasdaq a connu deux séances de forte baisse jeudi et vendredi. La faiblesse de l'indice

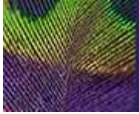
technologique n'a pas engendré de mouvement global d'aversion pour le risque mais elle traduit le caractère spéculatif de la hausse de l'été. Les marchés européens ont résisté, notamment les banques à l'évocation d'un rapprochement en Espagne.

Les spreads souverains (Italie 10 ans à 150pb) ont bien absorbé une semaine chargée sur le plan des émissions. Les spreads de crédit sont inchangés sur la semaine (115pb contre Bund). Le high yield se resserre malgré l'élargissement des indices synthétiques réagissant à la hausse de la volatilité boursière.

### Le graphique de la semaine



La hausse du Nasdaq malgré la récession a été alimentée par plusieurs facteurs. Les injections de liquidité de la Fed ont rapidement éteint la spirale baissière du mois de mars. Le développement des plateformes de trading a ensuite amplifié l'accès des investisseurs individuels aux marchés dérivés puis la réduction des commissions de trading d'options a fait exploser les volumes de calls notamment sur les valeurs technologiques. La lame de fond acheteuse semble aussi avoir été alimentée par un investisseur japonais, dont le retrait engendrerait sans doute une chute brutale des cours.



## Les fragilités du marché du travail américain

La statistique mensuelle de l'emploi aux Etats-Unis traduit la poursuite du redressement de l'économie dépeint par les enquêtes de conjoncture mensuelles. Les publications relatives au marché du travail laissent néanmoins apparaître quelques fragilités. L'enquête auprès des ménages révèle ainsi une forte diminution du taux de chômage à 8,4% de la population active grâce à une hausse de l'emploi « déclarée » de 3,7mn en août. Or, la baisse du chômage témoigne uniquement du retour à l'emploi des travailleurs en situation de chômage temporaire. Le nombre d'emplois perdus de façon permanente en raison de restructurations ou de faillites d'entreprises augmente rapidement par rapport aux deux précédentes récessions économiques. Les pertes d'emplois permanentes représentent en effet 2,12% de la population active. Généralement, ces pertes d'emplois interviennent plus tardivement dans la récession. L'estimation issue du sondage des entreprises (*non-farm payrolls*) dépasse à peine le seuil d'1mn d'emplois privés dans le secteur privé en août. L'emploi public connaît toutefois une hausse transitoire liée au recensement décennal. Cependant, les nombreuses collectivités locales en difficulté financière seront contraintes de réduire leurs effectifs dans les prochains mois. Ainsi, le redressement de l'activité ne génère pas de réelle impulsion sur le marché du travail. Cela a une importance compte tenu des risques pesant sur les finances des ménages. En l'absence d'accord budgétaire pour prolonger l'indemnisation fédérale du chômage, le revenu disponible des ménages va sans doute diminuer. L'épargne constituée durant la période de confinement permettra de maintenir un temps la dynamique de la consommation privée mais les premiers signes de rationnement du crédit risquent de mettre un frein brutal à l'embellie. Les conditions de crédit (cartes de crédit, prêts automobiles, hypothèques, crédit aux entreprises...) se resserrent au troisième trimestre. Les décisions monétaires et budgétaires du printemps ont traité le problème de liquidité. Il s'agit désormais de retrouver le niveau de croissance adéquate pour infléchir la tendance haussière du nombre de faillites d'entreprises. La fin du moratoire sur les expulsions et le paiement des mensualités hypothécaires constitue un risque de rupture.

## La BCE hausse le ton sur l'euro

La semaine financière a été marquée par la hausse de l'euro au-delà d'1,20 \$ et l'intervention de l'économiste de la BCE, Philip Lane, rappelant l'importance du taux de change. La devise a ensuite rebaisé aux alentours d'1,18\$. L'inflation est quasi-nulle en zone euro et l'appréciation du change est susceptible d'affaiblir encore la dynamique des prix. Le message de Christine Lagarde sera sans doute similaire jeudi à l'issue du conseil des gouverneurs. L'orientation de la politique

monétaire devrait rester inchangée, même si la BCE peut toujours améliorer les termes des TLTRO-III ou prolonger les programmes d'achats d'actifs. La réalité est que les taux de marché resteront sous pression malgré l'influence des taux américains mus par l'allongement de la maturité des émissions de Treasuries et l'incertitude budgétaire. Cela maintiendra une certaine pression à la pentification sur la courbe des Treasuries et continuera de favoriser les TIPS, dont les tailles d'émissions n'ont pas été relevées. Les turbulences boursières ont provoqué un retour sur le Bund (-0,46%) et un nouvel aplatissement du spread 2-10 ans (23pb). Le Bund évolue dans une fourchette large de -0,55% à -0,37%. L'Allemagne a aussi lancé son premier emprunt vert (0% août 2030) qui aura son obligation nominale miroir facilitant la lecture de la prime verte. L'agence allemande a emprunté 6,5mds € prenant acte de la forte demande lors de la syndication (33mds € d'ordres). L'obligation verte s'échange environ 2pb sous son équivalent conventionnel. Les émissions longues en France et en Espagne ont été bien absorbées par le marché avant même le retournement brutal du Nasdaq. Les émissions de l'UE liées au programme SURE constitueront une alternative aux emprunts souverains les mieux notés.

## La bulle technologique prête à éclater ?

Le Nasdaq a connu deux chutes importantes en séances jeudi et vendredi. La correction, certes limitée au regard des gains engrangés cet été, révèle l'extrême concentration des performances boursières de 2020 aux Etats-Unis. La recherche de croissance et la baisse des taux sont souvent avancées pour justifier l'expansion des multiples mais le mouvement revêt tous les attraits de la spéculation. La croissance annuelle des bénéfices est de fait nulle dans la technologie. Les volumes d'options d'achat sur actions américaines ont pourtant explosé. Par ailleurs, selon le FT, une baleine (japonaise) accumule les positions sur les valeurs technologiques depuis quelques mois. La concentration de la performance est telle que les indices equi-pondérés européens sont en avance sur leurs équivalents outre-Atlantique.

Le coup de semonce sur le Nasdaq a eu un impact limité sur les autres classes d'actifs. La correction est avant tout un phénomène sectoriel appelant une rotation. Les spreads de crédit en euro comme en dollars sont quasiment inchangés sur la semaine. Le marché primaire a pourtant été actif aux Etats-Unis fin août et le mois de septembre s'annonce chargé en Europe. Les subordonnées financières se resserrent ainsi que le high yield européen. Seuls les indices synthétiques ont réagi à la hausse de la volatilité implicite (VIX à 30%) engendrée par les achats de calls sur les dérivés actions. En Europe, les valeurs bancaires ont salué les efforts de consolidation en Espagne. En outre, la disponibilité d'un vaccin dès novembre prochain profite aussi aux valeurs cycliques (transport, loisirs).

**Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	7-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.7 %	-5	-2	-10
EUR Bunds 10a	-0.46%	-6	+5	-28
EUR Bunds 2s10s	24 bp	-2	+7	-18
USD Treasuries 2a	0.14 %	+1	+1	-143
USD Treasuries 10a	0.72 %	+1	+15	-120
USD Treasuries 2s10s	58 bp	+0	+14	+23
GBP Gilt 10a	0.25 %	-6	+11	-57
JPY JGB 10a	0.05 %	0	+4	+6
EUR Spreads Souverains (10a)	7-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	30 bp	0	+0	-1
Italie	151 bp	+2	+8	-9
Es pagne	81 bp	+1	+3	+16
Inflation Points-m orts (10a)	7-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	50 bp	-11	-11	-
USD TIPS	170 bp	-10	+8	-8
GBP Gilt Indexés	315 bp	+1	+14	+4
EUR Indices Crédit	7-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Credit IG OAS	115 bp	+1	-12	+22
EUR Agences OAS	48 bp	+1	-4	+4
EUR Obligations sécurisées OAS	36 bp	+0	-5	-5
EUR High Yield Pan-européen OAS	442 bp	-9	-43	+138
EUR/USD Indices CDS 5a	7-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	53 bp	-1	-1	+9
iTraxx Crossover	324 bp	+2	-19	+117
CDX IG	67 bp	+1	+3	+22
CDX High Yield	366 bp	-2	-19	+86
Marchés émergents	7-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	409 bp	-10	-26	+119
Devises	7-sept.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.182	-1.03	+0.29	+5.27
GBP/USD	\$1.316	-1.61	+0.85	-0.75
USD/JPY	¥106.27	-0.42	-0.33	+2.17
Matières Premières	7-sept.-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$42.2	-\$3.1	-\$2.6	-\$19.4
Or	\$1 928.9	-\$43.0	-\$106.7	\$406.1
Indices Actions	7-sept.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	3 427	-2.31	2.26	6.07
EuroStoxx 50	3 314	1.33	1.95	-11.46
CAC 40	5 058	2.24	3.45	-15.39
Nikkei 225	23 090	-0.22	3.40	-2.40
Shanghai Composite	3 293	-3.04	-1.83	7.95
VIX - Volatilité implicite	30.75	33.93	38.45	123.15

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)