

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

28 septembre 2020 /// n°35-2020

Le dollar se renforce face au risque politique

Points clés

- **Brexit : dernière chance pour un accord**
- **Le risque politique sur le devant de la scène**
- **Etats-Unis : accélération des sorties des fonds actions**
- **Les banques européennes au plus bas depuis 2009**

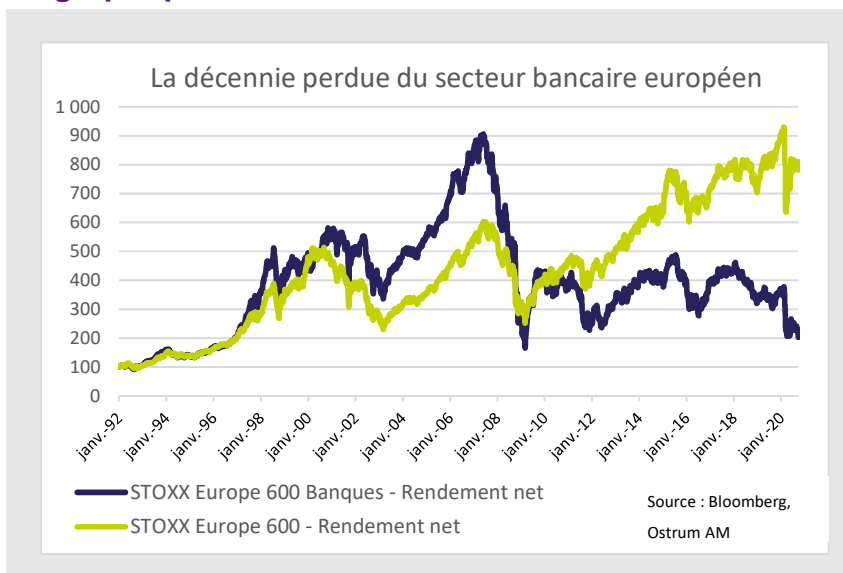
Le dollar est redevenu le principal baromètre de l'aversion pour le risque. Le billet vert (1,166\$ pour un euro) s'avère même être le seul refuge face à la chute des actifs risqués. L'or décroche aussi autour de 1850\$ l'once.

Le taux américain à 10 ans est inchangé à 0,66%. La courbe américaine ne montre pas de tendance. En zone euro, le Bund à 10 ans reste sous -0,50% sans préjudice aux spreads des emprunts périphériques (140pb sur le BTP 10 ans). Les swaps spreads s'affichent en hausse d'1pb sur la semaine. Le crédit souffre davantage de prises de profit probablement motivées par le risque entourant les échéances

politiques, en Europe, avec la reprise des négociations sur le Brexit et, aux Etats-Unis, avant le premier débat Biden-Trump. Des deux côtés de l'Atlantique, les spreads sur le high yield s'écartent fortement avec des mouvements de l'ordre de 50pb.

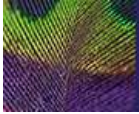
Sur les actions, Shanghai tangué alors que le CNY reperd un peu de terrain face au dollar. Les marchés américains sont aussi volatiles pénalisés par le secteur de l'énergie. La technologie a mieux terminé la semaine. En Europe, les banques ont décoté de plus de 10% en septembre mais les rachats de positions vendeuses semblent enfin stabiliser les cours.

Le graphique de la semaine



L'indice des valeurs bancaires européennes cote au plus bas depuis 2009, voire 1996. La déstructuration de valeur pour l'actionnaire semble sans fin.

Le secteur ne s'est jamais remis de la crise des dettes souveraines en zone euro et de son traitement monétaire provoquant la chute en territoire négatif des taux d'intérêt sur des maturités allant jusqu'à 30 ans pour les emprunts souverains les mieux notés. Les montants provisionnés traduisent l'inquiétude sur la qualité des actifs. La consolidation du secteur apparaît plus que jamais nécessaire.



Entre risques politiques et incertitudes économiques

La volatilité observée sur les marchés financiers traduit en premier lieu l'imminence des risques politiques mais également des questions sur la vigueur de l'activité à l'entame du quatrième trimestre ou les valorisations des principaux marchés d'actions.

Les échéances politiques sont dans toutes les têtes. En Europe, les négociations entre l'Union européenne et le Royaume-Uni reprennent cette semaine. Il s'agit en premier lieu de retirer, au plus tard le 30 septembre, le projet de loi britannique modifiant l'accord sur la frontière irlandaise négocié l'an passé. Une sortie de l'UE sans accord n'a jamais été aussi proche. Les délais pour faire valider un texte par les Parlements nationaux sont sans doute trop courts. Le Conseil Européen du 15 octobre risque de faire le constat d'un échec des négociations. Les négociations dans l'impasse constituent un nouvel obstacle à la reprise de l'activité, qui, selon les indicateurs PMI français et allemands, montre déjà des signes d'essoufflement. Les nouvelles restrictions sanitaires pèseront sur l'activité dans les services des deux côtés de la Manche.

Parallèlement, l'élection présidentielle se profile aux Etats-Unis. Joe Biden est en tête des sondages avant le premier débat prévu cette semaine. A ce stade, on ne peut exclure un raz de marée démocrate emportant la Présidence et le Sénat tout en conservant la majorité à la Chambre de Représentants. Le sempiternel refrain selon lequel un gouvernement démocrate serait moins favorable aux entreprises et aux marchés financiers resurgira inmanquablement. La dynamique de croissance est pourtant encourageante malgré l'absence de rallonge budgétaire. Les enquêtes conjoncturelles sont bien orientées et l'investissement productif s'améliore. Le redressement de l'investissement immobilier se confirme. La baisse transitoire du revenu des ménages en août ralentit toutefois la consommation.

Correction du Nasdaq : un début de contagion ?

Le mois de septembre aura sonné comme un coup d'arrêt dans la progression effrénée du Nasdaq portée par l'activité estivale des investisseurs individuels, notamment sur les marchés d'options d'échéance inférieures à deux semaines. L'indice a corrigé de 10% depuis son sommet du 2 septembre. Cette correction est généralement décrite comme salutaire et n'a pas engendré de réelle panique boursière. On note toutefois une première contagion au crédit et au high yield sur la semaine passée. Les flux sortants des fonds d'actions américaines s'accroissent en effet atteignant 84mds \$ sur quatre semaines selon les données d'ICI. Les valorisations élevées et les incertitudes politiques ou économiques doivent justifier des prises de profits. Cependant, le cycle de fusions et

acquisitions revient. Les paiements en numéraire représentent les deux-tiers des opérations, ce qui peut sembler étonnant à ces niveaux de multiples. Les programmes de rachats d'actions ont diminué mais se situent encore autour de 100mds \$ par trimestre. En Europe, les marchés d'actions avaient résisté initialement aidés en cela par l'ajustement de l'euro. Cependant, le Brexit et la situation des banques constituent deux sources de ruptures potentielles. De fait, le secteur bancaire est au plus bas historique après une chute de plus de 10% en septembre. Les provisions pour pertes passées au premier semestre traduisent les difficultés à venir mais le pire n'est jamais certain d'autant que la consolidation du secteur semble désormais inévitable. Malgré les rachats de fin de trimestre, le retour de la thématique des valeurs décotées reste hypothétique, notamment pour les valeurs cycliques les plus exposées à la pandémie.

Les marchés de taux sont atones, maintenus dans une fourchette étroite par le poids des achats des Banques Centrales. Le 10 ans américain (0,66%) réagit peu à la volatilité des actions. La volatilité basse favorise une position longue profitant de la pente de la courbe des taux en dollars. Les JGBs couverts en dollars offrant une prime de 58pb par rapport au T-note 10 ans constituent une alternative pour s'exposer à la duration en dollars. Il convient également de s'exposer à la pentification sur le segment de courbe 10-30 ans afin de profiter d'un retour de la thématique déficit/inflation. L'inertie des taux fait du dollar la seule valeur refuge à ce stade. L'once d'or ou le yen se déprécient même contre le dollar. L'indice DXY cote au-dessus de 94 en hausse de 2% en septembre.

Le Bund n'offre aucune direction sous -0,50% tardant à casser sa référence à la baisse de -0,55%. La demande de liquidité des 388 banques participantes au TLTRO du 24 septembre (175mds € ou 158mds € nets des remboursements) continuera d'alimenter le resserrement des spreads des souverains périphériques : l'Italie à 10 ans cote 140pb, l'Espagne et le Portugal s'échangent sous 80bp. Le Gilt (0,20% à 10 ans) oscille au gré des déclarations divergentes des membres du MPC (Bailey, Tenreyro) quant à l'attrait des taux d'intérêt négatifs. Les marchés monétaires (OIS) estiment à une chance sur cinq la probabilité d'un taux de repo négatif dès février. L'augmentation du QE de 100mds £ prévue en novembre et les perspectives de baisse de taux militent pour un sterling plus faible mais, force est de constater que la Livre est restée ferme contre l'euro jusqu'ici.

L'écartement des spreads de crédit répond sans doute aux impératifs de limites de risques bancaires en fin de trimestre. L'activité primaire participe à la pression haussière sur les primes d'autant que les flux indiquaient des prises de profit au cours de la dernière semaine. Les spreads euro IG (118pb) demeurent la seule source de rendement sur les marchés de taux européens.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	28-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.7 %	+2	-4	-10
EUR Bunds 10a	-0.53%	+0	-12	-34
EUR Bunds 2s10s	18 bp	-2	-8	-24
USD Treasuries 2a	0.13 %	-1	+0	-144
USD Treasuries 10a	0.66 %	0	-6	-126
USD Treasuries 2s10s	53 bp	+0	-6	+18
GBP Gilt 10a	0.2 %	+5	-11	-62
JPY JGB 10a	0.02 %	+1	-4	+3
EUR Spreads Souverains (10a)	28-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	28 bp	+0	-2	-3
Italie	141 bp	-4	-5	-19
Es pagne	77 bp	-1	-1	+12
Inflation Points-m orts (10a)	28-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	41 bp	-5	-20	-
USD TIPS	161 bp	-2	-16	-17
GBP Gilt Indexés	306 bp	-8	-8	-5
EUR Indices Crédit	28-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Credit IG OAS	121 bp	+8	+7	+28
EUR Agences OAS	48 bp	+1	+1	+4
EUR Obligations sécurisées OAS	34 bp	+1	-1	-7
EUR High Yield Pan-européen OAS	483 bp	+48	+29	+179
EUR/USD Indices CDS 5a	28-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	60 bp	+3	+6	+16
iTraxx Crossover	347 bp	+24	+25	+140
CDX IG	57 bp	+4	-10	+12
CDX High Yield	409 bp	+39	+40	+129
Marchés émergents	28-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	437 bp	+29	+18	+146
Devises	28-sept.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.166	-0.41	-2.41	+3.8
GBP/USD	\$1.285	+1.01	-3.95	-3.11
USD/JPY	¥105.57	-0.51	+0.24	+2.85
Matières Premières	28-sept.-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$42.4	\$0.9	-\$3.5	-\$19.3
Or	\$1 876.9	-\$22.6	-\$95.1	\$354.0
Indices Actions	28-sept.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	3 353	2.18	-4.43	3.77
EuroStoxx 50	3 223	1.97	-2.79	-13.94
CAC 40	4 843	1.07	-3.19	-18.98
Nikkei 225	23 512	0.82	2.75	-0.61
Shanghai Composite	3 218	-3.00	-5.47	5.49
VIX - Volatilité implicite	26.61	-4.21	15.90	93.11

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