

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

5 octobre 2020 /// n°36-2020

## Dernière ligne droite avant les élections

### Points clés

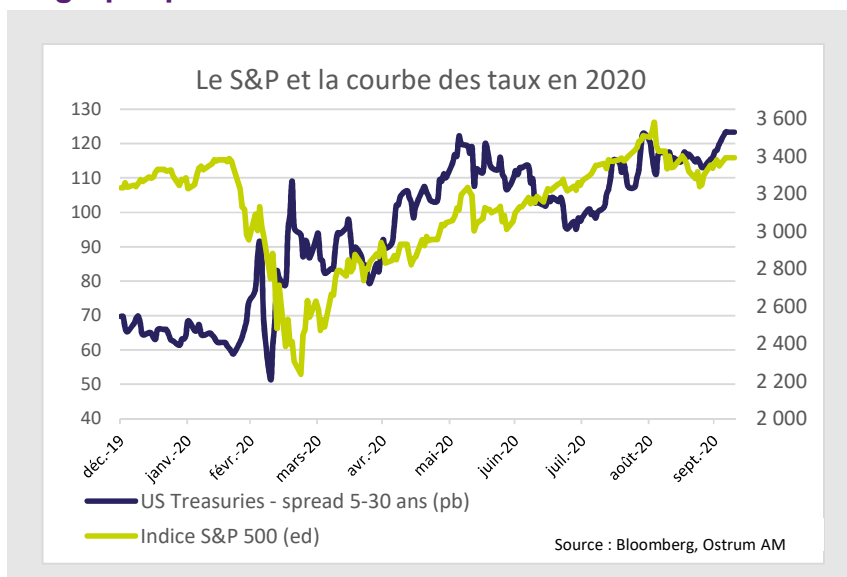
- **L'hospitalisation de Trump engendre un surcroît de volatilité**
- **BCE : l'inflation négative justifiera une extension du PEPP**
- **Pentification de la courbe aux Etats-Unis**
- **Resserrement des spreads souverains et de crédit**

Les publications économiques encourageantes aux Etats-Unis ont permis un rebond des marchés d'actions mais la nouvelle du test positif de Donald Trump a finalement limité la hausse hebdomadaire du S&P 500 à 1,5%. La remontée des actions a fait pression sur les taux longs. Le T-note s'échange 10pb plus haut que la semaine passée à 0,75% et le 30 ans américain repasse au-dessus du seuil de 1,50%. En zone euro, le Bund se maintient sous le seuil de -0,50%. Les spreads souverains continuent de diminuer. Le BTP italien se rapproche de 130pb contre Bund.

Les marchés du crédit ont profité du rebond des actions. Les spreads se resserrent de 5pb sur l'investment grade et jusque 20bp sur le high yield européen. Les marchés du crédit américains enregistrent des resserrements similaires.

La détente du dollar est visible sur la plupart des parités. L'euro remonte vers 1,18\$. Le yen se déprécie désormais. Le Sterling (1,29\$) est étonnamment résilient malgré l'impasse des négociations sur le Brexit.

### Le graphique de la semaine



La relation entre la courbe des taux et les cours boursiers obéit à plusieurs logiques.

La pente peut refléter une reflation bénéfique aux actions. L'anticipation d'une inflation plus élevée peut signifier un pouvoir de marché accru pour les entreprises. Cependant, à l'instar du printemps 2020, les récessions et krachs boursiers peuvent engendrer une préférence extrême pour la liquidité contribuant à une pentification. La dégradation des finances publiques oblige les gouvernements à payer une prime de terme, que seules les Banques Centrales peuvent corriger par l'assouplissement quantitatif.



## Un nouvel équilibre économique aux Etats-Unis

L'économie américaine a retrouvé le chemin de la croissance au troisième trimestre après une contraction sans précédent de 31,7%ta entre avril et juin. Les enquêtes d'activité sont bien orientées (ISM à 55,4 en septembre) et la confiance des ménages est rassurante quant aux perspectives de consommation. Les ventes de véhicules sont revenues à leur niveau d'avant-crise.

Néanmoins, les évolutions du marché du travail révèlent les différentes dynamiques à l'œuvre au sein de l'économie des Etats-Unis. La baisse du chômage, à 7,9% en septembre, traduit principalement la diminution du chômage temporaire. Parallèlement, la hausse des faillites, plus rapide dans cette crise qu'en 2009, implique une augmentation forte des pertes d'emplois permanentes. La durée du chômage est au plus haut depuis 2012. Les plans de licenciement observés dans les secteurs du transport aérien, des loisirs et de l'immobilier sont quatre à cinq fois plus importants que la norme. Par conséquent, le taux de chômage incompressible a probablement augmenté de 3,5% à plus de 6% actuellement. Le nouvel équilibre économique sera atteint à un taux de chômage plus élevé que précédemment et une productivité plus élevée. L'économie post-Covid se caractérise par une redistribution de la demande et des contraintes sur l'offre requérant une grande flexibilité du marché du travail pour éviter un chômage de masse durable. La politique budgétaire aura un rôle à jouer, au-delà des stabilisateurs automatiques, afin d'accompagner les transformations structurelles de l'économie. Le risque d'exécution est important compte tenu des antagonismes partisans.

## Zone euro : l'inflation ouvre la voie à une extension du PEPP

En zone euro, les dernières enquêtes PMI décrivent une reprise inégale. L'Allemagne bénéficie du réchauffement progressif du commerce mondial alors que l'activité dans les services subit un coup d'arrêt notamment en France et en Espagne. Par ailleurs, l'inflation annuelle de la zone euro ressort à -0,3% en septembre. Cette nouvelle décélération des prix tombe à point nommé pour entériner une politique monétaire hyper-expansionniste désormais indissociable de la politique budgétaire. La BCE reformulera bientôt sa définition de la stabilité dans la droite ligne de la Réserve Fédérale et le PEPP va être pérennisé.

## Pentification aux Etats-Unis

Les discussions budgétaires au Congrès américain n'ont toujours pas abouti. Il semble peu probable qu'un accord puisse être conclu avant l'élection présidentielle et on ne peut exclure que l'hospitalisation de Donald Trump ne retarde encore un éventuel rapprochement entre les propositions de la Chambre et celles du

Sénat. Malgré le statu quo, la pente de la courbe des taux s'est accentuée la semaine passée. Le rendement du T-note à 30 ans est remonté au-dessus d'1,50%. Les comptes spéculatifs ont renforcé leur stratégie vendeuse d'obligations longues. Au 29 septembre 2020, les fonds à levier avaient une position consolidée vendeuse de 418k équivalent-contrats US (20 ans). La pression vendeuse a doublé depuis avril et s'est même accélérée depuis la redéfinition de la cible d'inflation de la Fed. Ces intervenants doutent de la capacité de la Fed à justifier les taux zéro lorsque l'inflation accélérera. Cela justifie une exposition aux emprunts indexés et aux stratégies de pentification sur les segments de courbe 5-30 ans ou 10-30 ans. La position de sensibilité est plus délicate mais la faible volatilité rend attrayantes les stratégies de portage sur les maturités intermédiaires. Le Bund s'est démarqué de la pentification de la courbe des Treasuries. L'emprunt allemand reste ancré sous -0,50% par l'inflation négative et l'engagement réitéré de la BCE à maintenir une politique accommodante. La prolongation anticipée du PEPP contribue au resserrement des dettes souveraines périphériques. L'Italie cote autour de 130bp contre Bund, soit environ à 10bp des plus bas de février. Une majorité d'investisseurs maintiennent d'ailleurs une double surexposition en sensibilité aux taux euro et aux spreads périphériques.

## Les spreads de crédit se resserrent

La fin de trimestre a engendré des prises de profits sur les marchés du crédit. Les spreads ont néanmoins repris le chemin de la baisse depuis la clôture trimestrielle sur l'investment grade en zone euro (-4pb à 117pb contre Bund) comme sur le high yield (-20pb à 463pb). Les financières subordonnées et le secteur de l'automobile ont eu tendance à surperformer. Les indices synthétiques sont également bien orientés. L'iTraxx XO s'échange sous 340pb. Le crédit américain s'est resserré parallèlement de 6pb sur les meilleures notations et de 27pb sur le high yield (510pb). Le taux de défaut (proche de 9% sur 12 mois glissants) ne semble pas un obstacle au resserrement des spreads des entreprises notées en catégorie spéculative.

Les marchés d'actions ont connu une semaine de volatilité sans grande tendance. En zone euro, l'environnement reste difficile pour les bancaires malgré la consolidation en Espagne et les cycliques confrontées à de nouvelles mesures sanitaires. Le marché américain peut se résumer à une surperformance des services publics face au décrochage des valeurs pétrolières.

Enfin, le dollar s'est replié à mesure que l'aversion pour le risque diminuait la semaine passée. L'euro remonte vers 1,18\$. L'absence d'avancées sur le Brexit ne semble pas pénaliser la Livre face à la monnaie unique (sous 0,91€). Le yen hésite autour de 105,50 alors que le dollar australien reprend 1,5% cette semaine.

**Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	5-oct.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.7 %	+1	+0	-10
EUR Bunds 10a	-0.51%	+2	-4	-33
<b>EUR Bunds 2s10s</b>	<b>19 bp</b>	<b>+1</b>	<b>-4</b>	<b>-23</b>
USD Treasuries 2a	0.14 %	+1	0	-143
USD Treasuries 10a	0.75 %	+10	+3	-117
<b>USD Treasuries 2s10s</b>	<b>61 bp</b>	<b>+8</b>	<b>+3</b>	<b>+26</b>
GBP Gilt 10a	0.28 %	+8	+2	-54
JPY JGB 10a	0.03 %	+0	-1	+4
EUR Spreads Souverains (10a)	5-oct.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	27 bp	-1	-3	-3
Italie	131 bp	-10	-18	-29
Es pagne	77 bp	-1	-6	+11
Inflation Points-m orts (10a)	5-oct.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	46 bp	+5	-7	-
USD TIPS	168 bp	+6	-2	-10
GBP Gilt Indexés	307 bp	+1	-4	-5
EUR Indices Crédit	5-oct.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Credit IG OAS	117 bp	-4	+3	+24
EUR Agences OAS	48 bp	+0	+0	+4
EUR Obligations sécurisées OAS	34 bp	+0	-3	-7
EUR High Yield Pan-européen OAS	463 bp	-20	+19	+159
EUR/USD Indices CDS 5a	5-oct.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	57 bp	-3	+4	+13
iTraxx Crossover	333 bp	-14	+9	+127
CDX IG	58 bp	+1	-8	+13
CDX High Yield	395 bp	-13	+28	+115
Marchés émergents	5-oct.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	431 bp	-6	+21	+140
Devises	5-oct.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.179	+1.12	-0.25	+4.96
GBP/USD	\$1.297	+0.89	-1.57	-2.23
USD/JPY	¥105.67	-0.1	+0.6	+2.75
Matières Premières	5-oct.-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$41.5	-\$1.4	-\$1.7	-\$19.8
Or	\$1 916.8	\$42.2	-\$11.8	\$394.0
Indices Actions	5-oct.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	3 398	1.40	-0.83	5.19
EuroStoxx 50	3 221	-0.06	-1.21	-13.99
CAC 40	4 872	0.60	-1.87	-18.50
Nikkei 225	23 312	-0.85	0.46	-1.46
Shanghai Composite	3 218	-1.88	-5.65	5.51
VIX - Volatilité implicite	28.68	9.51	-6.73	108.13

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)