

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

12 octobre 2020 /// n°37-2020

## Une vague bleue

### Points clés

- **Les sondages pointent une large victoire démocrate**
- **Le S&P et le Nasdaq reprennent le chemin de la hausse**
- **Le T-note se stabilise, le Bund sous -0,50%**
- **Fort resserrement des spreads (souverains, crédit et high yield)**

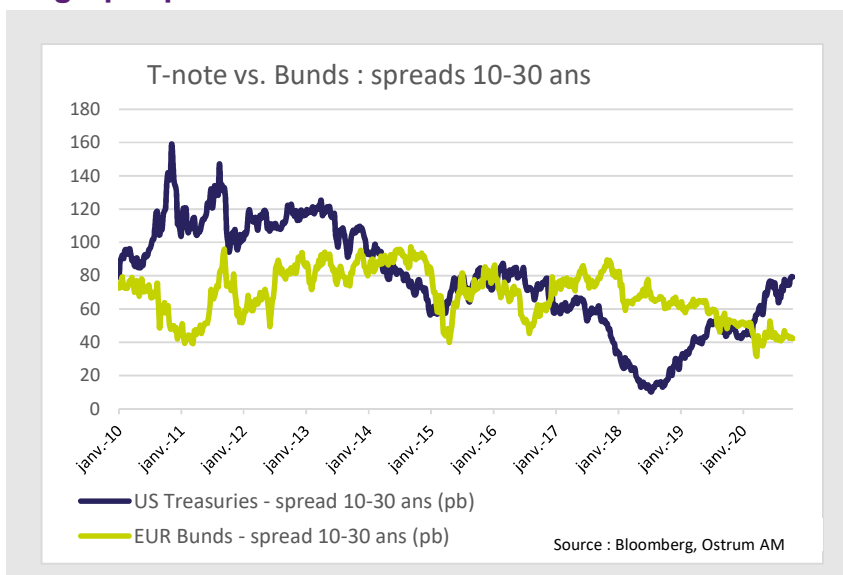
Les sondages américains semblent dessiner une large victoire de Joe Biden et du camp démocrate en novembre. Malgré l'impasse du Brexit, la levée progressive des incertitudes politiques favorise les actifs risqués au détriment du dollar et à un degré moindre des Treasuries.

Les marchés d'actions mondiaux s'adjugent 3,4% sur la semaine. Le fixing du yuan (6,71 pour un dollar) traduit l'optimisme envers la croissance en Chine. L'euro se reprend (1,18\$) et l'or s'apprécie à 1920\$ l'once. Les prix des métaux industriels reflètent une embellie dans le secteur manufacturier.

Le 10 ans américain est certes remonté vers 0,77% mais les rendements allemands (Bund à -0,54%) et les spreads souverains continuent de diminuer. L'Italie s'échange au plus bas depuis février à 124pb sur l'échéance 10 ans. L'Espagne 10 ans traite à 70pb après l'annonce d'une réduction des emprunts cette année.

Les spreads de crédit sont bien orientés en Europe comme aux Etats-Unis, y compris sur le high yield. Le high yield américain s'est resserré de quelque 41pb la semaine passée.

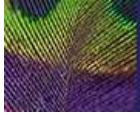
### Le graphique de la semaine



On observe une forte divergence entre les spreads 10-30 ans américain et allemand depuis deux ans.

Le budget allemand est resté excédentaire durant plusieurs années avant la crise sanitaire. La désinflation et le QE de la BCE non-proportionnel au marché ont alimenté l'aplatissement. Le spread 10-30 ans est au plus bas.

Aux Etats-Unis, la réforme fiscale de 2017 a modifié les perspectives de déficit à long terme. La pentification du 10-30 ans traduit à la fois une inflation plus forte qu'une zone euro et la réticence de la Fed à réactiver l'opération twist.



## Une vague bleue se dessine

Les sondages américains prédisent désormais une large victoire pour le camp démocrate. Joe Biden deviendrait ainsi le 46<sup>ème</sup> Président des Etats-Unis et une vague bleue renverserait la majorité républicaine au Sénat. La probabilité d'une rallonge budgétaire avant les élections s'éloigne mais un Congrès aligné laisserait intacte la perspective d'un nouveau soutien. Le programme de Joe Biden met l'accent sur l'investissement dans l'éducation, avec de nouvelles initiatives pour alléger la dette étudiante, et les infrastructures vertes avec une hausse de la fiscalité sur les entreprises et les ménages dont les revenus dépassent 400k dollars annuels. Cela étant, nombreux sont les économistes appelant à une rallonge budgétaire à brève échéance. La période de transition après l'élection repousse à février le déploiement d'une nouvelle politique. La position de la Fed est similaire. La Banque Centrale accompagnerait sans doute toute hausse du besoin de financement fédéral mais elle n'agira pas en amont des décisions du Congrès. Robert Kaplan (dissident lors du dernier FOMC) doute même de la nécessité d'assouplir encore la politique monétaire compte tenu du niveau actuel des taux d'intérêt sur le marché. L'efficacité d'une extension de la durée des achats est incertaine compte tenu de la propension des banques à accumuler des Treasuries au lieu de prêter leurs excédents de liquidité. En outre, l'investissement logement n'a nul besoin d'être stimulé via une nouvelle baisse des taux à long terme à ce stade. L'opération twist attendra.

En zone euro, l'activité dans les services fléchit de nouveau avec les nouvelles restrictions sanitaires. La croissance française, initialement projetée à +1%T, devrait être nulle au 4T20. L'inflation (-0,3%a en septembre) milite également pour une rallonge monétaire. Dans ce contexte, les intervenants sur le marché de taux spéculent déjà sur une extension du PEPP de la BCE chiffrée à 400-500mds € supplémentaires au 2S21. Par ailleurs, le risque d'exécution du plan de relance européen de 750mds € est élevé. Sa mise en œuvre effective attendra probablement le second semestre 2021. En outre, un accord commercial reste hypothétique entre l'UE et le RU avant un énième sommet de la dernière chance cette semaine à Bruxelles.

## Le T-note se stabilise autour de 0,77%

Les marchés de taux américains ont corrigé avant de se stabiliser autour de 0,77% sur l'échéance 10 ans. Les adjudications de la semaine passée indiquaient une participation supérieure à la moyenne des dealers et une demande finale sans relief. Les comptes spéculatifs continuent d'accumuler des positions vendeuses sur les contrats à terme (20 ans). Cette tendance, couplée à la rechute du dollar, traduit aussi la réticence de la Fed à s'engager dans une nouvelle opération twist (actuellement, la Fed intervient sans biais de courbe sur le secondaire et réinvestit les

montants échus proportionnellement aux émissions). Cela justifie également le maintien d'une stratégie de pontification du spread 10-30 ans. La hausse des taux s'est modérée en fin de semaine mais les points morts d'inflation ont continué d'élargir. A 10 ans, l'inflation anticipée ressort à 1,75%. Les maturités courtes restent attrayantes avec des points morts proches de 130pb, bien en dessous des projections d'inflation du consensus.

## BCE : probable extension du PEPP

En zone euro, le Bund s'échange dans le bas de sa fourchette proche du seuil de -0,55%. Les marchés intègrent déjà une prolongation du PEPP au-delà de juin 2021. Jens Weidmann évoquait aussi la possibilité de baisses de taux. Ainsi, la croissance chancelante ne trouve pas d'écho dans la dynamique des spreads souverains. L'OAT à 30 ans (45pb contre 89pb au plus large en mars) témoigne d'une recherche de rendement effrénée. La dette italienne cote au plus serré depuis février et les Bonos espagnols sont portés par la réduction annoncée de 15mds € des émissions en 2020.

Parallèlement, le rally du crédit se poursuit. Les spreads IG se situent autour de 112pb contre Bund. La politique monétaire et la recherche de rendement ont réactivé les flux finaux vers le crédit après une phase de réduction des expositions avant la clôture trimestrielle. Les dettes financières subordonnées, le secteur des télécommunications et les cycliques (autos, biens d'équipement) surperforment l'indice. Le high yield se resserre d'autant plus. Le spread moyen sur les notations spéculatives s'est réduit de 41pb aux Etats-Unis et de plus de 20pb en zone euro sur la semaine écoulée. Le nombre de faillites en hausse ne semble pas freiner l'appétit des investisseurs pour les obligations risquées.

## Début de la saison des résultats aux Etats-Unis

Cette semaine s'ouvrent les publications du 3T20 aux Etats-Unis, dont celles des banques. Les révisions haussières sont largement majoritaires à l'amorce de la saison des résultats sur le S&P ou le Nasdaq. Le niveau des profits attendus pour 2020 sur le Russell 2000 reste en revanche beaucoup plus faible, malgré une vague bleue sans doute plus favorable aux petites capitalisations américaines. La dynamique des prix témoigne également de l'optimisme des intervenants. La série de quatre gaps haussiers à l'ouverture du S&P500 a rarement été observée. Par ailleurs, le risque de démantèlement des géants de la technologie, à l'initiative des représentants démocrates, semble déjà effacé.

En Europe, les banques ont rebondi la semaine passée mais demeurent en baisse de 40% en 2020. La consolidation bancaire va devoir s'accélérer.

## Marchés financiers

Emprunts d'Etats	12-oct.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.73 %	-3	-3	-13
EUR Bunds 10a	-0.55%	-4	-6	-36
EUR Bunds 2s10s	18 bp	-1	-3	-24
USD Treasuries 2a	0.15 %	+1	+3	-142
USD Treasuries 10a	0.77 %	-1	+11	-114
USD Treasuries 2s10s	62 bp	-2	+8	+27
GBP Gilt 10a	0.27 %	-2	+9	-55
JPY JGB 10a	0.03 %	+1	+1	+4
EUR Spreads Souverains (10a)	12-oct.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	26 bp	-1	-3	-4
Italie	122 bp	-10	-24	-38
Es pagne	69 bp	-8	-10	+4
Inflation Points-m orts (10a)	12-oct.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	50 bp	+4	-1	-
USD TIPS	174 bp	+4	+7	-5
GBP Gilt Indexés	306 bp	-1	-17	-5
EUR Indices Crédit	12-oct.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Credit IG OAS	112 bp	-5	-3	+19
EUR Agences OAS	47 bp	-1	-1	+3
EUR Obligations sécurisées OAS	34 bp	+0	-1	-7
EUR High Yield Pan-européen OAS	444 bp	-19	+3	+140
EUR/USD Indices CDS 5a	12-oct.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	51 bp	-6	-4	+7
iTraxx Crossover	309 bp	-25	-13	+102
CDX IG	53 bp	-4	-15	+8
CDX High Yield	363 bp	-30	+14	+83
Marchés émergents	12-oct.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	405 bp	-26	-12	+115
Devises	12-oct.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.181	+0.24	-0.49	+5.17
GBP/USD	\$1.307	+0.86	+1.55	-1.48
USD/JPY	¥105.34	+0.27	+0.29	+3.08
Matières Premières	12-oct.-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$41.6	\$0.3	\$1.1	-\$19.7
Or	\$1 924.9	\$21.0	-\$31.4	\$402.1
Indices Actions	12-oct.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	3 536	3.74	5.84	9.45
EuroStoxx 50	3 298	2.42	-0.53	-11.94
CAC 40	4 979	2.20	-1.09	-16.71
Nikkei 225	23 559	1.06	0.65	-0.41
Shanghai Composite	3 358	4.32	3.01	10.11
VIX - Volatilité implicite	25.15	-10.05	-6.40	82.51

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)