

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

19 octobre 2020 /// n°38-2020

L'Europe risque la rechute

Points clés

- **Inquiétude en zone euro, l'écart de croissance se creuse avec les Etats-Unis**
- **Brexit : le no-deal toujours plus probable**
- **Le spread du T-note s'écarte contre Bund**
- **Surperformance des indices boursiers américains en octobre**

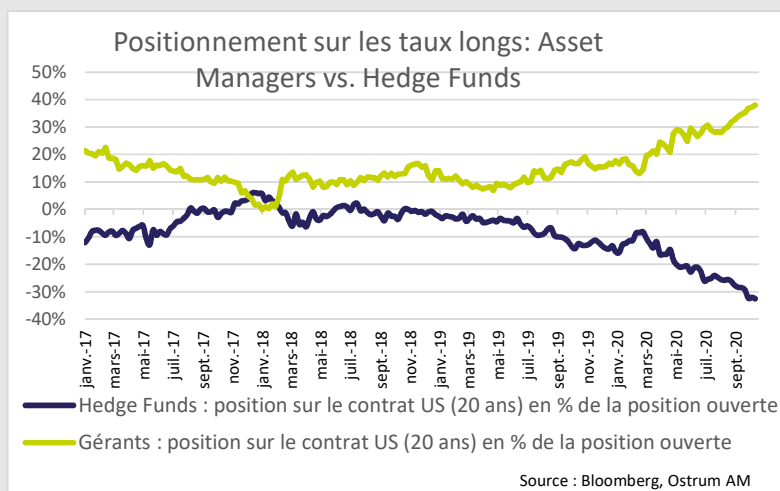
L'aplatissement des courbes de taux s'accélère en zone euro. Le Bund s'échange sous -0,60%. Un sentiment de capitulation domine les échanges sur les maturités longues. Le T-note hésite à suivre le Bund et termine la semaine inchangé après une brève incursion sous 0,70%. L'élection de novembre et les perspectives budgétaires contribuent à l'élargissement du spread américain. Le Gilt reste insensible à l'absence d'avancées sur le Brexit et la dégradation de la note souveraine du pays (Aa3).

L'accélération du Bund engendre un écartement des spreads souverains. Le BTP italien à 10 ans cote autour de 130pb. Le high yield subit la volatilité des actions européennes et s'écarte de 14pb sur la

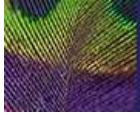
semaine écoulée. Le high yield américain résiste dans un contexte de taux différent. On observe un léger élargissement des spreads sur la dette externe émergente. Quant aux actions, le S&P maintient une surperformance de 5% en octobre face aux indices européens.

Le dollar s'est redressé, ramenant l'euro vers 1,17\$. Le discours accommodant de la RBA laisse présager d'une augmentation du QE en novembre. Le dollar australien efface ainsi une partie du rebond d'octobre avant une stabilisation grâce aux bonnes statistiques chinoises. Le Renminbi chinois s'échange sous 6,70 pour un dollar en hausse d'1,5% en octobre.

Le graphique de la semaine



La dynamique récente des taux longs semble avoir bénéficié aux comptes spéculatifs dont l'exposition vendeuse s'est accentuée au cours des dernières semaines. L'assouplissement budgétaire attendu et l'absence de twist de la Fed a encouragé la mise en place de stratégies jouant la hausse des taux longs. Les gérants d'actifs traditionnels, dont les allocataires, ont davantage besoin de duration pour couvrir d'autres expositions risquées, dont les actions et le crédit. Cela étant, le potentiel de couverture des taux est incertain compte tenu des niveaux de rendement courant.



L'opposition Europe-Etats-Unis

On observe actuellement une divergence importante entre la dynamique du Bund et celle du T-note. En ce début de semaine, l'emprunt allemand à 10 ans s'échange à -0,62% contre 0,77% pour le rendement américain. Le spread du T-note est en hausse de 19pb en octobre. Les indices boursiers affichent des écarts similaires. Le S&P 500 gagne 5% en octobre alors que les indices européens font du surplace. Ces dynamiques financières témoignent de l'écart de croissance et des incertitudes quant aux politiques économiques à venir.

Les mesures sanitaires pour endiguer la deuxième vague en Europe constituent un frein important à la reprise économique naissante. Les enquêtes dans les services ont replongé depuis le mois d'août de sorte que l'activité plafonne déjà dans les pays du sud. Les chiffres préliminaires d'octobre risquent de confirmer ce retournement de l'activité dans les services. En France, l'INSEE annonce une croissance étale au quatrième trimestre. L'activité française stagne environ 5% en dessous du niveau d'activité de février. Aux Etats-Unis, la croissance est plus soutenue. La croissance du 3T20 ressortira probablement aux alentours de 35%Ta et les premières enquêtes manufacturières d'octobre impliquent une poursuite de la reprise. La consommation des ménages semble résister à la brutale réduction de l'indemnisation-chômage fédérale depuis fin juillet. Les ventes au détail ont bondi en septembre (+1,9%*m*) grâce à une demande d'automobiles revenue à son niveau d'avant-crise. L'épargne mobilisable à court terme et le refinancement du crédit hypothécaire à des taux historiquement bas permettent de maintenir la demande malgré la hausse des faillites et les pertes permanentes d'emplois. Ainsi, la conjoncture explique en partie la sous-performance du T-note.

Sur le plan politique, la probabilité croissante d'une triple victoire démocrate ouvre la voie à un nouvel assouplissement de la politique budgétaire. Le plan de Joe Biden fait la part belle à l'éducation et la recherche financé par des hausses d'impôts repoussées pour l'essentiel à 2022. Les attermolements partisans actuels ne sauraient détourner l'attention des intervenants d'un scénario de soutien budgétaire massif. A l'inverse, le plan de relance européenne va se heurter à l'opposition de gouvernements soucieux de maintenir une certaine indépendance vis-à-vis de Bruxelles. Les 390mds € de subventions seront utilisés mais l'allocation de prêts engendre une stigmatisation que de nombreux gouvernements préféreront éviter. La BCE de son côté ne dévie pas de sa stratégie hyper-accommodante qui sera réaffirmée en décembre avec une augmentation du PEPP de 400mds € à déployer au second semestre 2021. L'inflation est extrêmement faible alors que la hausse des prix tend à s'accélérer aux Etats-Unis (IPC à 1,4%*a* en septembre). La BCE semble déjà intégrer les errements budgétaires à venir.

La Fed hésite à l'inverse à intervenir avant tout accord budgétaire. En outre, les négociations en cours ne laissent envisager aucune issue favorable au sujet du Brexit. La dégradation de la note souveraine britannique (Aa3) intègre un choc que le Sterling (0,903 contre euro) ou le Gilt continuent d'ignorer.

Maintien du biais acheteur de Bund

Le Bund s'est fortement apprécié au cours de la semaine écoulée traitant à -0,63% au plus bas. La réduction du programme d'émissions allemand au 4T et l'augmentation du PEPP à venir entretiennent l'excès de demande. Sur 2021, le flottant du marché des emprunts d'états se réduirait de quelque 350mds € l'an prochain sous l'hypothèse d'une rallonge de 400mds € du PEPP. L'excès d'épargne persistant en zone euro oblige les institutionnels à capituler sur des niveaux de taux toujours plus bas. L'OAT à 30 ans s'échange autour de 0,30%. Le niveau actuel de l'asset swap spread (+43pb) devrait attirer de nouveaux flux acheteurs d'autant que 30mds € de remboursements sont prévus le 25 octobre. Le double consensus acheteur de sensibilité et de spreads souverains, y compris sur les dettes périphériques, se maintient logiquement. Il convient d'être plus prudent sur le T-note et de conserver une vue à la pentification du 10-30 ans en amont de l'adjudication de 20 ans cette semaine.

Flux sortants sur le crédit européen

Les spreads de crédit se sont légèrement élargis en zone euro avec une sous-performance du secteur financier. Le spread IG euro se situe à 113pb contre Bund. Les flux vers les fonds mutuels et ETFs de crédit sont en repli depuis un peu plus d'un mois. Cela étant, les émissions obligataires se soldent souvent par des primes négatives vis-à-vis du marché secondaire. Les financières sont en retrait par rapport aux secteurs industriels et aux services publics. Le high yield obligataire a finalement réagi à la demande de protection exprimée par la hausse des spreads du Crossover. L'indice de CDS s'est écarté de 16pb sur la semaine écoulée jusque 325pb. Les marchés du crédit américain sont restés stables la semaine passée.

Sur les marchés d'actions, l'écart de performance du mois d'octobre entre le S&P 500 et les indices européens s'est maintenu la semaine passée malgré le repli des valeurs américaines de technologie en amont des nombreuses publications cette semaine. Les premiers résultats des banques américaines ont été bien accueillis. Les revenus du trading et/ou la diminution des provisions pour pertes ont contribué aux surprises positives sur le secteur. Sur 51 publications, les surprises positives sont majoritaires malgré une baisse des résultats de 18% sur un an. En Europe, les financières sont pénalisées par l'environnement de taux bas. La consolidation bancaire attendue animera sans doute les prochains mois, mais le retard de performance est considérable.

Marchés financiers

G4 Government Bonds	19-Oct-20	-1w k (bp)	-1m (bp)	YTD (bp)
EUR Bunds 2y	-0.79 %	-6	-9	-19
EUR Bunds 10y	-0.63%	-8	-14	-44
EUR Bunds 2s10s	16 bp	-2	-5	-26
USD Treasuries 2y	0.14 %	-1	+0	-143
USD Treasuries 10y	0.76 %	-2	+6	-116
USD Treasuries 2s10s	61 bp	-1	+6	+27
GBP Gilt 10y	0.17 %	-10	-1	-65
JPY JGB 10y	0.03 %	-1	+1	+4
€ Sovereign Spreads (10y)	19-Oct-20	-1w k (bp)	-1m (bp)	YTD (bp)
France	29 bp	+3	+2	-2
Italy	135 bp	+13	-10	-25
Spain	79 bp	+10	+2	+13
Inflation Break-evens (10y)	19-Oct-20	-1w k (bp)	-1m (bp)	YTD (bp)
EUR OATi (9y)	48 bp	-1	-3	-
USD TIPS	171 bp	-3	+4	-7
GBP Gilt Index-Linked	309 bp	+3	-7	-2
EUR Credit Indices	19-Oct-20	-1w k (bp)	-1m (bp)	YTD (bp)
EUR Corporate Credit OAS	113 bp	+1	-1	+20
EUR Agencies OAS	48 bp	+1	+1	+4
EUR Securitized - Covered OAS	37 bp	+3	+4	-4
EUR Pan-European High Yield OAS	458 bp	+14	+27	+154
EUR/USD CDS Indices 5y	19-Oct-20	-1w k (bp)	-1m (bp)	YTD (bp)
iTraxx IG	54 bp	+3	-3	+10
iTraxx Crossover	329 bp	+20	+6	+122
CDX IG	57 bp	+4	+4	+12
CDX High Yield	375 bp	+12	+5	+95
Emerging Markets	19-Oct-20	-1w k (bp)	-1m (bp)	YTD (bp)
JPM EMBI Global Div. Spread	410 bp	+5	+10	+119
Currencies	19-Oct-20	-1w k (%)	-1m (%)	YTD (%)
EUR/USD	\$1.179	-0.22	+0.37	+4.95
GBP/USD	\$1.298	-0.61	+1.51	-2.11
USD/JPY	¥105.42	-0.09	-0.65	+3
Commodity Futures	19-Oct-20	-1w k (\$)	-1m (\$)	YTD (\$)
Crude Brent	\$43.0	\$1.3	-\$0.7	-\$18.2
Gold	\$1 909.7	-\$15.3	\$6.8	\$386.9
Equity Market Indices	19-Oct-20	-1w k (%)	-1m (%)	YTD (%)
S&P 500	3 472	-1.75	4.60	7.47
EuroStoxx 50	3 235	-1.92	-1.49	-13.62
CAC 40	4 929	-1.00	-0.98	-17.54
Nikkei 225	23 671	0.48	1.33	0.06
Shanghai Composite	3 313	-1.36	-0.76	8.61
VIX - Implied Volatility Index	27.86	11.44	7.86	102.18

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