

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

2 novembre 2020 /// n°39-2020

Le décompte final

Points clés

- **La campagne touche à sa fin. Biden en tête des sondages**
- **Les taux américains se tendent à l'opposé du Bund**
- **Plongeon des actions, regain d'aversion pour le risque**
- **Le high yield s'écarte avec la hausse de la volatilité**

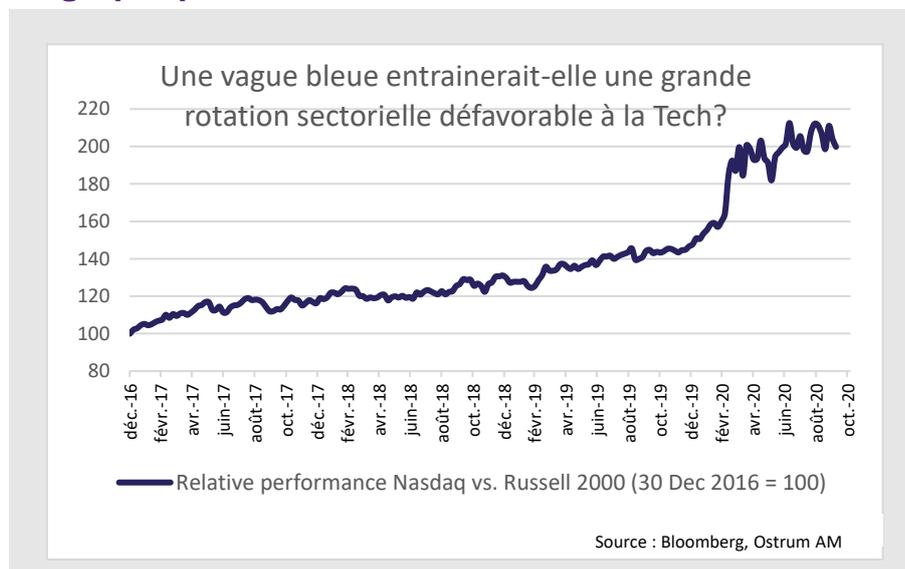
Les marchés financiers restent focalisés sur les élections américaines et la situation sanitaire en Europe. Les actions abandonnent plus de 5% en cinq séances sur fond de tensions sur les taux longs aux Etats-Unis et de renforcement du dollar. Le 10 ans américain touchait 0,87% en fin de semaine. Quelques publications des valeurs technologiques ont déçu. Le Bund à 10 ans (-0,63%) reste cependant insensible à la tendance baissière sur les Treasuries. La BCE a clairement indiqué que l'assouplissement monétaire se poursuivrait en décembre. Le PEPP sera étendu et les termes des TLTROs probablement assouplis.

Les spreads souverains ont peu évolué, malgré les prises de profit notables sur le BTP (141pb). Un

élargissement des swap spreads accompagne la sous-performance des dettes financières. Le high yield s'écarte de plus de 30pb, entraîné par la hausse des spreads synthétiques et de la volatilité implicite. Le high yield américain subit la rechute du pétrole intégrant les risques baissiers sur la demande. Les anticipations d'inflation à court terme ont chuté mais le point mort à 10 ans est inchangé autour de 170pb.

Le dollar traduit l'aversion pour le risque. L'euro replonge intégrant le message accommodant de la BCE alors que le yuan et le yen résistent à la hausse du billet vert. Le dollar australien s'ajuste aussi à une probable nouvelle donne monétaire (baisse des taux attendue et augmentation du QE).

Le graphique de la semaine



Un scénario de vague bleue pourrait provoquer des réallocations importantes au sein du marché actions. Les changements de taxation proposé par Joe Biden dont l'introduction d'un taux d'imposition minimum et les moindres déductions fiscales vont toucher davantage les grandes valeurs technologiques que les autres actions cotées.

Les valorisations élevées des valeurs de technologie et leur surperformance passée pointent un potentiel de rattrapage pour le Russell. Cela étant, compte tenu de la faiblesse des profits des petites valeurs, la politique fiscale ne suffira pas.

Elections : le risque de contestation des résultats

La campagne électorale touche à sa fin aux Etats-Unis. Les dernières estimations penchent toujours pour une victoire de Joe Biden et une double majorité démocrate à la chambre des Représentants et au Sénat. Cela étant, plusieurs états clés sont dans la marge d'erreur et les résultats attendus dans la nuit du 3 au 4 novembre risquent d'être contestés pendant plusieurs jours, voire plusieurs semaines par l'Administration sortante. Le dépouillement des quelque 93mn de votes par correspondance créera aussi une situation inédite. Une contestation prolongée retarderait la mise en œuvre d'un nouveau plan de soutien budgétaire nécessaire pour assurer une poursuite de la reprise économique. Le PIB américain s'est redressé entre juillet et septembre affichant une croissance annualisée de 33,1% qui efface en partie le plongeon du deuxième trimestre. Le niveau de l'activité reste 3,5% sous le sommet du quatrième trimestre de 2019. Le rebond de la demande des ménages, notamment la dépenses en biens durables et en investissement résidentiel ont porté la croissance. L'investissement productif (biens d'équipement) a fortement progressé même si les dépenses en structures (-15%ta) et la R&D demeurent sans relief. La demande externe contribue négativement ainsi que les dépenses publiques finales. Les premières enquêtes d'octobre sont rassurantes quant à la dynamique du secteur manufacturier, mais on ne peut exclure un retour à des mesures de restrictions sanitaires dans le sillage de la deuxième vague européenne.

L'accélération de l'épidémie dans la plupart des pays européens intervient après un troisième trimestre encourageant. Les premières estimations montraient un redressement de l'activité plus rapide que prévu en France (+18,2%), en Espagne (+16,7%) et en Italie (+16,1%) notamment. Une rechute de l'activité au quatrième trimestre (de l'ordre de 4 à 5% ?) paraît néanmoins inévitable en raison des nouvelles contraintes sanitaires. En France, l'année se soldera par une contraction d'environ 10% du PIB. L'état français estime le coût de la crise à 186mds € jusqu'ici, dont 100mds € de diminution des recettes fiscales et 86mds € de dépenses de soutien. La dette approchera les 120% de PIB.

Le coût économique de la pandémie obligera la BCE à prolonger son soutien. Christine Lagarde a annoncé une revue complète de son arsenal monétaire. Le nouveau cadrage macroéconomique donnera lieu, sans doute dès la réunion de décembre, à une augmentation des achats d'actifs au titre du PEPP (500mds € au second semestre 2021 ?) et à un assouplissement des termes des TLTROs (taux bonifié, collatéral accepté, taille limite...). La faiblesse de l'inflation (-0,3% en octobre) autorise toutes les largesses.

Les comptes spéculatifs entretiennent la pentification de la courbe

Les tensions sur les taux longs américains dénotent dans le contexte de volatilité accrue sur les actifs risqués et d'assouplissement monétaire dans plusieurs régions. La hausse des taux porte la devise américaine. Outre l'élection présidentielle et le FOMC, l'annonce du refinancement trimestriel du Trésor cette semaine constituera un élément majeur pour la dynamique du marché obligataire. Les comptes spéculatifs appuient à la baisse accumulent les positions vendeuses contribuant à la hausse du 10 ans (0,87%) et plus généralement à la pentification de la courbe des taux (128pb sur le spread 5-30ans). La duration vendue au marché devrait de nouveau augmenter alors que la Fed ne semble pas disposée à allonger la maturité moyenne de ses achats. Une nouvelle intervention reste conditionnée à une rallonge budgétaire. En Europe, les perspectives d'extension du PEPP maintiennent une chappe de plomb sur le Bund à 10 ans (-0,63%) qui s'échange sous le taux de dépôt. On note toutefois des prises de profit sur l'Italie (140pb à 10 ans). Les spreads souverains espagnols (77pb) ou français sont inchangés. La chute de l'euro est insuffisante pour contrer l'effet de la baisse du pétrole sur les points morts d'inflation à court terme.

Les marchés d'actions ont replongé la semaine passée. L'Europe perdait 7% après une révision marquée des perspectives bénéficiaires chez un acteur majeur de la technologie. Les banques et les assureurs étaient encore sous pression. Aux Etats-Unis, les publications trimestrielles renferment une majorité de surprises à la hausse. Les résultats agrégés restent toutefois en baisse de 6% sur un an, malgré la technologie (+10%), la santé (+13%) et les services au consommateur (+14%) qui affichent des progressions à deux chiffres. Les valorisations restent néanmoins tendues à plus de 20x les projections de BPA à 12 mois sur le S&P 500.

Les marchés du crédit ont corrigé également. Le spread IG moyen ressort en hausse de 5pb avec une nette sous-performance des dettes financières (+7pb) dans le sillage de l'écartement des swap spreads. Les fonds de crédit accusent des sorties depuis un mois et demi. Le high yield est aussi chahuté, la remontée de la volatilité des actions entretient la demande de protection et donc la hausse des spreads sur l'iTraxx Crossover (370pb, +31pb).

Le dollar se reprend

La hausse du dollar témoigne de regain d'aversion pour le risque, notamment vis-à-vis des devises émergentes. L'attentisme de la Fed, peu encline à accroître rapidement son bilan, favorise aussi le rôle de valeur refuge du billet vert. Le yuan chinois et le yen japonais résistent. L'euro rechute vers son support technique de 1,163\$ ainsi que le dollar australien anticipant un allègement de la politique de la RBA.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	2-nov.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.79 %	-4	-8	-19
EUR Bunds 10a	-0.62%	-4	-8	-43
EUR Bunds 2s10s	18 bp	0	+0	-24
USD Treasuries 2a	0.15 %	+0	+2	-142
USD Treasuries 10a	0.87 %	+6	+16	-105
USD Treasuries 2s10s	71 bp	+6	+14	+36
GBP Gilt 10a	0.25 %	-3	+0	-58
JPY JGB 10a	0.05 %	+1	+2	+6
EUR Spreads Souverains (10a)	2-nov.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	28 bp	+0	+1	-2
Italie	139 bp	+7	+7	-20
Espagne	76 bp	0	+1	+11
Inflation Points-morts (10a)	2-nov.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	39 bp	-12	-4	-
USD TIPS	171 bp	-3	+6	-8
GBP Gilt Indexés	310 bp	+1	+5	-1
EUR Indices Crédit	2-nov.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Credit IG OAS	116 bp	+5	-3	+23
EUR Agences OAS	49 bp	+1	+1	+5
EUR Obligations sécurisées OAS	37 bp	+1	+4	-4
EUR High Yield Pan-européen OAS	480 bp	+31	+9	+176
EUR/USD Indices CDS 5a	2-nov.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	65 bp	+7	+7	+21
iTraxx Crossover	370 bp	+31	+29	+164
CDX IG	66 bp	+7	+7	+20
CDX High Yield	421 bp	+33	+16	+141
Marchés émergents	2-nov.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	421 bp	+5	-12	+130
Devises	2-nov.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.164	-1.48	-0.64	+3.67
GBP/USD	\$1.292	-0.77	-0.09	-2.56
USD/JPY	¥104.75	+0.11	+0.52	+3.66
Matières Premières	2-nov.-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$37.3	-\$3.5	-\$2.5	-\$23.6
Or	\$1 886.4	-\$16.2	-\$13.4	\$363.6
Indices Actions	2-nov.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	3 311	-5.64	-2.34	1.21
EuroStoxx 50	3 019	-3.30	-5.90	-19.83
CAC 40	4 659	-3.26	-3.43	-22.06
Nikkei 225	23 295	-0.85	1.15	-1.53
Shanghai Composite	3 225	-0.80	0.22	5.74
VIX - Volatilité implicite	37.14	14.42	34.42	169.52

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