

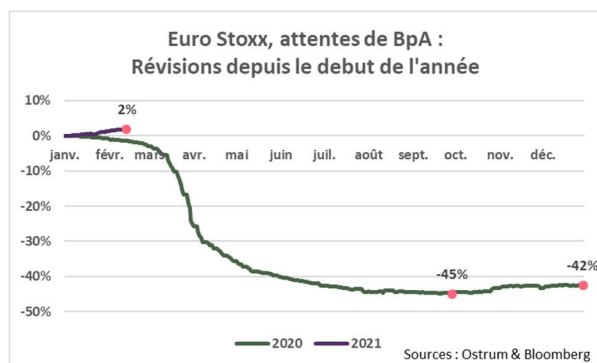
● Le thème de la semaine : Le choc du Brexit

- Le Royaume-Uni est sorti de l'Union Européenne depuis le 1^{er} janvier, mettant fin à la libre circulation des personnes, des marchandises, des services et des capitaux.
- L'accord commercial conclu le 24 décembre n'empêche pas le retour des contrôles douaniers aux frontières générant de fortes perturbations dans les échanges qui sont amenées à s'intensifier.
- Londres a perdu son statut de 1^{ère} place boursière européenne au profit d'Amsterdam faute d'accord sur les services, notamment financiers.
- Le Brexit constitue un choc sur la croissance britannique aux conséquences durables, de nature à peser sur la livre sterling.

● La revue des marchés : Un Krach à la hausse ?

- Volumes élevés et flux considérables sur les actions
- Tension sur les taux en fin de semaine
- Le BTP salue l'arrivée de Draghi
- Le high yield poursuit son rally

● Le graphique de la semaine



Les attentes de bénéfices par action (BpA) se sont effondrées l'année dernière avec l'effet Covid. Depuis début octobre elles ont tendance toutefois à être révisées à la hausse, certes doucement.

Sur 2021, les analystes tablaient sur un rebond des BpA de 39%. Là aussi, alors que nous sommes en pleine saison des résultats, ces prévisions ont tendance à remonter en pente douce. Déjà 2% de révision à la hausse depuis le début de l'année.

La bonne tenue des résultats d'entreprises est une des raisons de l'optimisme des marchés. Même si ces révisions de BpA restent un peu maigres au regard de la performance de certains indices.

● Le chiffre de la semaine

30k

Source : Ostrum AM

30 000, niveau atteint par le Nikkei en séance vendredi et en clôture lundi.

C'est la première fois que le Nikkei atteint ce niveau depuis le 2 août 1990. Il y a plus de trente ans donc.



Stéphane Déo
Directeur stratégie marchés



Axel Botte
Stratégiste international



Zouhoure Bousbih
Stratégiste pays émergents



Aline Goupil-Raguénès
Stratégiste pays développés

● **Thème de la semaine**

Le choc du Brexit

Londres et Bruxelles sont parvenues in extremis à s'entendre sur un accord commercial pour éviter le chaos d'un « hard Brexit ». Cet accord de libre-échange limité n'empêche pas le retour des contrôles douaniers créant de fortes perturbations dans les échanges. Au-delà d'un impact immédiat qui est amené à s'intensifier, les conséquences du Brexit seront durables et importantes sur la croissance britannique.

En un temps record, seulement 9 mois, Londres et Bruxelles sont finalement parvenues à s'entendre sur un accord commercial, le 24 décembre dernier, à quelques jours de la fin de la période de transition et de la sortie effective du Royaume-Uni de l'Union européenne. Si l'« Accord de Commerce et de Coopération » vise à réduire l'impact de la sortie du Royaume-Uni du marché unique et de l'union douanière, cet accord ne couvre qu'un nombre limité de domaines et ouvre la voie à une longue période de négociation.

Ce que contient l'accord commercial

Un accord de libre échange sur les biens

Le principal élément réside dans l'accord de libre échange sur les marchandises permettant d'éviter l'instauration de droits de douane et de quotas. Une condition est néanmoins nécessaire, comme dans tous les accords de libre-échange. Afin d'être exemptés de droits de douane, les biens doivent respecter les règles d'origine, c'est-à-dire qu'ils doivent contenir un certain pourcentage de composants ou de matériaux fabriqués au Royaume-Uni et/ou dans l'Union européenne. Cela vise à éviter que des pays tiers profitent des avantages de l'accord. Cette règle oblige ainsi certaines entreprises à modifier leur processus de production en augmentant le contenu fabriqué localement ou en délocalisant tout ou une partie de leur production dans l'Union européenne pour ne pas subir des coûts supplémentaires.

Si cet accord évite l'instauration de tarifs douaniers et de quotas, il ne peut empêcher une perte de fluidité dans les échanges résultant du fait que le Royaume-Uni est sorti du marché unique et de l'union douanière. Depuis le 1^{er} janvier, les contrôles douaniers sont ainsi réapparus entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Les entreprises doivent remplir des formalités (déclarations d'importation, d'exportation...).

Celles-ci sont plus contraignantes dans le cas de produits frais et d'animaux vivants, puisque des contrôles sanitaires et/ou phytosanitaires doivent également être réalisés. Étant

donné qu'il n'y a pas de reconnaissance mutuelle des instances chargées de ces certifications, l'Union européenne se charge de ces vérifications au Royaume-Uni. L'ensemble de ces contrôles se traduit par des délais et des coûts supplémentaires (non tarifaires) pouvant significativement augmenter le prix d'un bien.

Coopération sur la pêche

L'accès aux eaux territoriales britanniques, très poissonneuses, a été l'un des points d'achoppement des négociations, alors que la pêche représente moins de 0,1 % du PIB britannique. Boris Johnson en a fait le symbole de la souveraineté britannique retrouvée et les Européens ne voulaient pas d'un accord commercial à n'importe quel prix. Finalement, les quotas de pêche de l'Union européenne vont progressivement diminuer. Les Européens rendront 25 % des quotas de pêche sur cinq ans et demi, contre 60 % initialement voulu par les Britanniques. À partir de l'été 2026, les quotas seront renégociés tous les ans.

Encadrement des règles de concurrence

Le Royaume-Uni et l'Union européenne se sont engagés à respecter des normes communes élevées en matière de droits sociaux, de droits du travail, d'environnement, de lutte contre le changement climatique, de transparence fiscale, et fixé un certain nombre de principes détaillés en matière d'aides d'État. Cela vise à éviter l'apparition d'une concurrence déloyale en interdisant le recours au dumping et aux aides d'État massives. L'Union européenne a dû renoncer à un alignement dynamique des règles qui aurait contraint notamment le Royaume-Uni à suivre les évolutions réglementaires réalisées par l'Union européenne.

Un mécanisme de gouvernance

En cas de non-respect d'un élément de l'accord, la partie se sentant lésée pourra imposer des droits de douane à l'autre, sous condition qu'ils soient proportionnés aux préjudices subis. Ces droits de douanes peuvent concerner des biens autres que ceux ne respectant pas l'accord. Un panel d'arbitrage indépendant, notamment de la Cour européenne de Justice, pourra être sollicité.

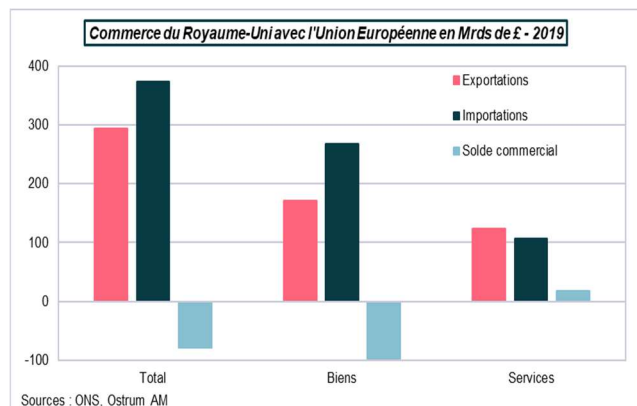
L'accord commercial sera revu tous les 5 ans. Chacune des deux parties peut demander la renégociation d'une partie de l'accord et une disposition prévoit d'y mettre un terme définitif.

Ce qu'il ne contient pas

Pas d'accord sur les services, notamment financiers

Cet accord commercial porte quasi exclusivement sur les biens et non sur les services, et notamment les services financiers qui représentent une part significative du PIB britannique (7 %), contrairement à la pêche. Si le Royaume-Uni présente un déficit commercial vis-à-vis de l'Union européenne en raison du commerce de biens (- 96,7 milliards de livres sterling sur les biens en 2019), il enregistre en revanche un surplus commercial sur les échanges bilatéraux de services. Les exportations de services

s'élevaient en 2019 à 123,7 milliards de livres sterling contre 106,1 milliards pour les importations.



En sortant de l'Union européenne, les institutions financières britanniques perdent le passeport européen qui leur permettait d'avoir accès à l'ensemble des clients du Vieux Continent. Afin qu'elles puissent exercer leur activité sur le marché de l'UE, ces dernières ont désormais deux options qui se révèlent délivrer un accès beaucoup plus limité qu'auparavant. Pour vendre leurs services dans un pays de l'UE, les établissements britanniques doivent y délocaliser leur siège ou y installer une filiale et respecter la réglementation en vigueur dans le pays. Des transferts en ce sens ont été réalisés depuis le référendum de juin 2016, notamment de la part des grandes banques, qui se révèlent d'une ampleur toutefois limitée (7 500 emplois, selon le cabinet Ernst & Young, soit moins de 2 % des emplois des services financiers).

Chute des échanges commerciaux et perte d'influence de la place financière de Londres.

La seconde possibilité consiste à obtenir des équivalences. Elles sont décidées de manière unilatérale par chacune des deux parties et visent à reconnaître si un secteur répond aux normes réglementaires en vigueur dans l'économie. Contrairement au passeport européen, celles-ci ne couvrent qu'un champ limité de services et

l'Union européenne peut y mettre fin à tout moment, avec un mois de préavis, ce qui constitue une source d'incertitude et de volatilité. Pour le moment, l'UE n'a accordé que deux équivalences, sur 39 existantes, pour éviter de fortes perturbations suite au Brexit. Elle concerne notamment les chambres de compensation londoniennes, afin qu'elles continuent de traiter les opérations réalisées dans l'UE, et ceci pour une durée de 18 mois. C'est bien mince au regard du nombre d'équivalences données à d'autres partenaires commerciaux (23 pour les États-Unis). Le Royaume-Uni en a accordé en revanche plusieurs dizaines à l'UE en novembre dernier.

D'ici la fin mars, le Royaume-Uni et l'Union européenne devraient délivrer leurs conclusions concernant un protocole

d'accord sur la coopération réglementaire dans les services financiers. L'Union européenne ne se montre en revanche pas pressée d'accorder des équivalences aux établissements financiers britanniques. Elle a déclaré qu'elle n'en accorderait que si cela était dans son intérêt. Avant de se prononcer sur 28 équivalences, l'Union européenne souhaite par ailleurs avoir plus de précisions sur la manière dont les Britanniques comptent changer la réglementation à l'avenir. Le Royaume-Uni a, pour sa part, indiqué qu'il n'était pas prêt à accepter cette reconnaissance mutuelle à n'importe quel prix. Le gouverneur de la Banque d'Angleterre, Andrew Bailey, a ainsi déclaré la semaine dernière que les exigences de l'UE étaient irréalistes. Pour les Britanniques, il s'agit de ne pas se voir imposer les règles du Vieux Continent.

Les conséquences sont déjà visibles

Chute des exportations britanniques vers l'UE

Selon l'association des transporteurs routiers, les exportations vers l'Union européenne ont baissé de 68 % sur le mois de janvier, en raison des restrictions sur la circulation des marchandises engendrées par les contrôles douaniers. Ce chiffre a été jugé cohérent par le directeur de l'association des ports britanniques. En outre, 65 % à 75 % des poids lourds revenant du Vieux Continent repartiraient à vide vers l'Union européenne en raison des difficultés d'approvisionnement et du fait que certaines entreprises ont stoppé leurs exportations vers l'UE.

L'association met notamment en avant le manque de personnels qualifiés aux frontières pour aider les entreprises à remplir les différentes formalités (10 000 agents contre 50 000 nécessaires).

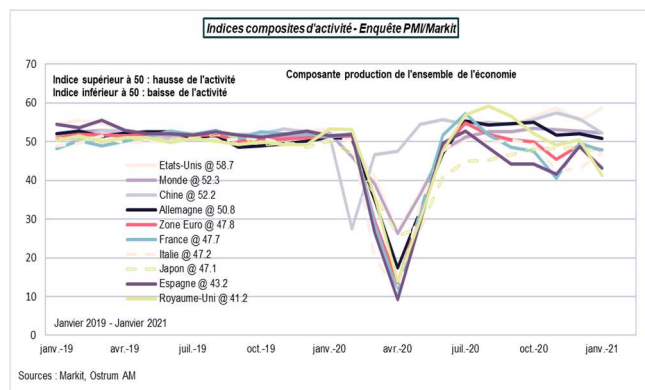
La Chambre de commerce britannique a également révélé que la moitié des exportateurs (49 %) rencontraient des difficultés liées au Brexit. Cela se traduit par des formalités administratives, des retards, des coûts supplémentaires et un manque de clarté concernant les règles à suivre. Les petites entreprises sont les plus touchées.

Or, ces difficultés sont amenées à s'intensifier au cours des prochains mois. Une dérogation de 6 mois a en effet été octroyée aux entreprises britanniques, afin de leur laisser le temps de s'adapter. À partir du 1^{er} juillet, le Royaume-Uni procédera à des contrôles douaniers complets des importations en provenance de l'UE, ce qui rallongera les délais de livraison. Les entreprises craignent que les infrastructures nécessaires pour réaliser le plus rapidement possible ces contrôles ne soient pas prêtes à temps. Par ailleurs, le volume des échanges a été plus réduit en janvier en raison d'un stockage massif opéré en fin d'année par les entreprises, en prévision de perturbations liées au Brexit, et d'un nouveau confinement strict instauré par le gouvernement. La levée des restrictions sanitaires s'accompagnera d'un rebond de l'activité et des échanges à un moment où les contrôles douaniers deviendront plus stricts, de nature à générer de fortes tensions. La Chambre de commerce britannique a notamment demandé au

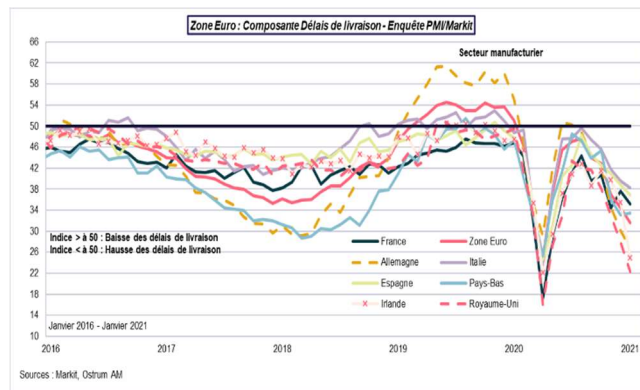
gouvernement de prolonger cette période de dérogation et d'apporter des aides supplémentaires aux entreprises. Le gouvernement vient d'annoncer un fonds de 20 millions de livres sterling pour les petites entreprises affectées par les contraintes liées au Brexit et les aider à faire face aux contrôles sur les importations britanniques qui vont s'opérer à partir du 1^{er} juillet.

Face à ces coûts supplémentaires, certaines entreprises ont indiqué qu'elles n'exporteraient plus vers l'Union européenne ou le Royaume-Uni, d'autres vont devoir délocaliser tout ou une partie de leur activité pour éviter les contraintes liées au Brexit. L'Irlande augmente pour sa part significativement les liaisons maritimes directes vers l'Union européenne, afin que les poids lourds ne passent plus par le Royaume-Uni et évitent ainsi les lourdeurs administratives des contrôles aux frontières.

La dernière enquête PMI-Markit réalisée auprès des chefs d'entreprises est à cet égard très instructive. Elle montre que le Royaume-Uni a enregistré en janvier la plus forte contraction de l'activité parmi toutes les grandes régions. L'indice d'activité britannique est en effet bien en dessous du seuil de 50, à 41,2, signalant une chute de son activité.



Sans surprise, le secteur des services se contracte plus fortement, affecté notamment par les conséquences des restrictions sanitaires. Mais contrairement aux autres pays, et notamment ceux de la zone euro subissant également des restrictions sanitaires, le secteur manufacturier britannique n'a pas réduit l'impact de la pandémie sur la croissance. L'activité de ce dernier a fortement ralenti pour stagner au mois de janvier. Les nouvelles commandes étrangères se sont inscrites en baisse et les délais de livraison ont atteint un 2^e plus haut historique, après le mois d'avril. Comme le montre le graphique suivant, les délais de livraison se sont fortement allongés dans tous les pays (la lecture est inversée) mais d'une manière beaucoup plus forte pour l'Irlande et le Royaume-Uni. Aux difficultés d'approvisionnement liées à la pénurie de certains composants et matériaux, au manque de containers et aux restrictions sanitaires, se sont ajoutées les contraintes supplémentaires liées au Brexit. Cette enquête indique également que les PME sont les plus affectées par les difficultés d'approvisionnement liées au Brexit.



Londres perd son statut de 1^{er} place boursière européenne au profit d'Amsterdam

L'ajustement a été violent pour les services financiers, ces derniers n'étant pas couverts par l'accord commercial et les équivalences restant en suspens. La moitié du volume des transactions boursières de Londres s'est déplacée vers l'Union européenne au mois de janvier, selon le Chicago Board Options Exchange. Ce mouvement a largement profité à la place d'Amsterdam qui est devenue leader en Europe et, dans une moindre mesure, à l'Allemagne et à la France.

Londres perd d'importantes parts de marché dans les dérivés en euros

La part de marché du Royaume-Uni concernant les swaps libellés en euros a également fortement baissé en janvier pour passer de 40 % à 10 %. Cela s'est fait au profit d'Amsterdam et, dans une moindre mesure, Paris, selon Markit.

Difficultés à respecter le protocole irlandais

Afin d'éviter l'apparition d'une frontière physique entre l'Irlande du Nord, membre du Royaume-Uni, et l'Irlande, faisant partie de l'Union européenne, l'accord de divorce stipule la mise en place d'un dispositif spécifique. Il permet à l'Irlande du Nord de rester dans l'union douanière et le marché unique européen et les contrôles douaniers s'effectuent en mer d'Irlande sur les marchandises en provenance de Grande-Bretagne. Le protocole irlandais vise ainsi à respecter les accords du Vendredi Saint de 1998 ayant mis fin à 30 ans de violence.

Comme avait prévenu le National Audit Office, les échanges entre le Royaume-Uni et l'Irlande du Nord ont connu de fortes perturbations depuis le début de l'année, en raison d'un manque de préparation pour réaliser les contrôles nécessaires au niveau des infrastructures, du personnel et des entreprises. Au délai très court pour effectuer les préparatifs se sont ajoutés les retards liés à la pandémie. Certains supermarchés d'Irlande du Nord ont ainsi connu des difficultés d'approvisionnement, notamment en produits frais en provenance du reste du Royaume-Uni. Compte tenu des tensions, les personnels de douane n'ont pas travaillé pendant une semaine, par crainte des menaces qu'ils subissaient.

Les difficultés sont amenées à s'accroître à partir du 1^{er} avril avec la fin de la période de dérogation allégeant les contrôles sur certains produits entre l'Irlande du Nord et la Grande-Bretagne.

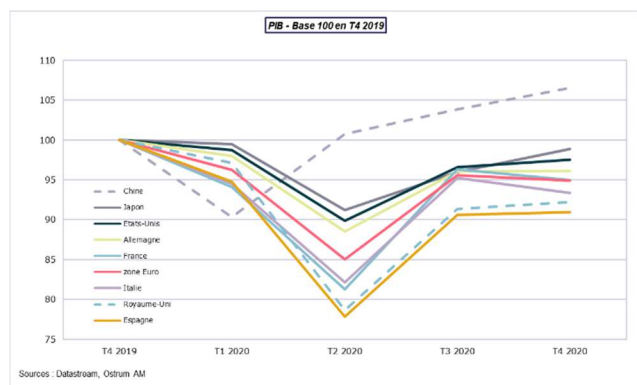
Cela intervient dans un climat particulièrement tendu, suite à la tentative de l'Union européenne, le 29 janvier, de bloquer les exportations de vaccins de l'Irlande du Nord, produits dans l'Union européenne, afin qu'ils ne viennent pas approvisionner le reste du marché britannique. À cette fin, l'UE comptait déclencher l'article 16 du protocole irlandais permettant de suspendre son application si celle-ci cause de graves difficultés économiques, sociétales ou environnementales. Dans la soirée, la Commission européenne est rapidement revenue sur sa décision, en reconnaissant que c'était une erreur et qu'elle veillerait au respect du protocole irlandais.

Après cet incident, et à la demande pressante des entrepreneurs, Boris Johnson a demandé à l'Union européenne un prolongement de la période de dérogation jusqu'en 2023, qui a été refusé par l'Union européenne. Le Royaume-Uni et l'UE se sont engagés à faire le nécessaire pour remédier à ces problèmes.

Impacts sur la croissance

À court terme

Alors que l'économie britannique a été l'une des plus affectée par la crise du Covid-19 en 2020, elle fait face, en ce début d'année, aux perturbations liées au Brexit et au confinement strict mis en place par le gouvernement. Le Royaume-Uni a en effet enregistré sa plus forte récession en un peu plus de 300 ans, le PIB s'étant contracté en moyenne de 9,9 % en 2020, à comparer à un recul de 6,8 % en zone euro et de 3,5 % aux États-Unis. Il reste ainsi fin 2020 à un niveau bien inférieur à celui d'avant-crise, comme le montre le graphique suivant (- 7,8 points de pourcentage).



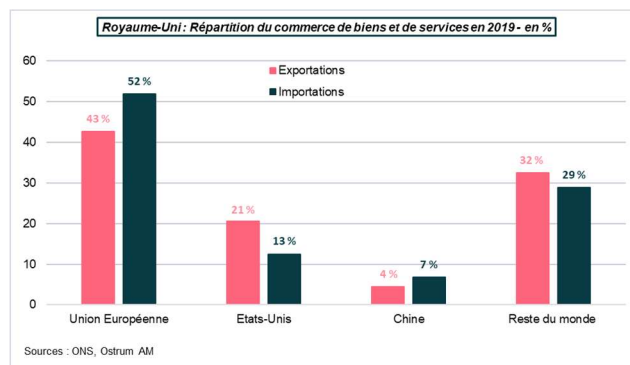
Selon la Banque d'Angleterre (BoE), le PIB devrait se contracter de 4 % au 1^{er} trimestre 2021, dont 1 % serait lié au Brexit par son impact sur les exportations et les chaînes d'approvisionnement. Cela justifie le maintien d'une politique monétaire très accommodante avec des taux proches de zéro (0,1 %) et la poursuite des achats massifs d'actifs, dont la taille du programme a été relevée à 895 milliards de livres sterling en novembre dernier. La

BoE n'exclut pas d'avoir recours à des taux négatifs à l'avenir, si nécessaire. Ce n'est pas le scénario principal, puisque celle-ci prévoit un net rebond de l'activité permis, notamment, par le succès de la campagne de vaccination à contenir l'épidémie et à réduire ainsi considérablement l'incertitude pesant sur les perspectives des chefs d'entreprises et la confiance des ménages.

Impact encore plus important à long terme

Au-delà de l'impact de court terme, les conséquences du Brexit sur la croissance de long terme seront plus fortes. Un rapport de l'Office for Budget Responsibility estime l'impact du Brexit sur la croissance de long terme à 4 %, en ligne avec les précédentes estimations réalisées, à comparer à 6 % en cas de « hard Brexit » (sans accord commercial).

Cela est lié aux conséquences de la fin de la libre circulation des biens, des services, des personnes et des capitaux inhérentes au Brexit, et ceci avec son principal partenaire commercial. 43 % des exportations britanniques se font vers l'Union européenne, contre 21 % aux États-Unis, et 52 % des importations viennent du Vieux Continent (contre 13 % des États-Unis).



Les barrières non tarifaires vont peser sur les échanges de biens et générer des coûts supplémentaires de nature à limiter la dynamique de l'activité et de l'investissement.

Le Royaume-Uni ne sera plus une porte d'entrée vers l'Union européenne pour les pays tiers et devrait ainsi subir une baisse des flux d'investissements directs. Les services financiers ne faisant pas partie de l'accord et ne disposant pas pour le moment d'équivalences devraient également subir une perte d'activité.

Dans ce contexte d'échanges commerciaux et d'investissements plus réduits, les gains de

Des effets de long terme persistants et donc une croissance potentielle plus lente, en raison de gains de productivité plus réduits.

productivité seront plus limités.

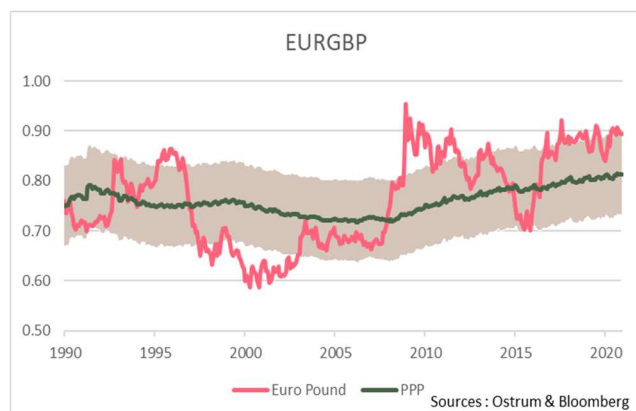
La croissance potentielle sera plus lente en raison de gains de productivité plus réduits et d'une plus faible croissance de la population active liée aux moindres flux de population en provenance de l'Union européenne.

Ces pertes de croissance ne seront pas compensées par les accords commerciaux signés, ou qui le seront, par le Royaume-Uni avec des pays tiers. Les termes resteront proches des accords dont bénéficiait le Royaume-Uni lorsqu'il était dans l'Union européenne comme l'indique l'accord signé avec le Japon.

Les marchés ont déjà pénalisé le R-U

Le marché a déjà pénalisé le Royaume-Uni, en raison de l'incertitude liée au Brexit, mais aussi des inquiétudes touchant la croissance. Si la courbe des taux est très manipulée par les Banques centrales, le marché des taux de change et le marché actions envoient tous les deux un message très prudent.

Le graphique suivant montre le taux de change de la livre sterling contre l'euro, ainsi que notre estimation de la parité des pouvoirs d'achats. Alors qu'à la fin de 2015 le niveau de la livre à 0,70 était très élevé, elle s'est rapidement dépréciée après le référendum de juin 2016 et s'est installée sur un niveau proche de 0,90 depuis, alors que sa valeur fondamentale est plus proche de 0,81 d'après nos calculs. La persistance du manque de visibilité et l'impact sur la croissance ne permettent pas d'attendre un retour vers cette valeur fondamentale : la prime de risque sur la livre devrait persister.



Même chose sur le marché actions. Si la performance des indices britanniques a en partie bénéficié de la dépréciation de la livre, la valorisation relative des indices s'est beaucoup

détériorée. Dans le cas du FTSE 100, environ trois quarts du chiffre d'affaire des entreprises cotées est réalisé à l'extérieur du Royaume-Uni : l'indice est donc moins sensible. Dans le cas des petites capitalisations, beaucoup plus exposées à la dynamique domestique, la décote est beaucoup plus spectaculaire. Là aussi, on imagine mal un retour à la normale historique rapide.



Conclusion

Six semaines après la sortie effective du Royaume-Uni de l'Union européenne, de fortes perturbations sont constatées dans les échanges de biens, le respect du protocole irlandais et l'activité de certains services financiers. Londres n'est plus la 1^{re} place boursière européenne, elle a perdu d'importantes parts de marchés dans les dérivés en euro et les exportations vers l'Union européenne ont chuté de près de 70 % en janvier, selon l'association des transporteurs routiers. Ces perturbations sont amenées à s'intensifier au cours des prochains mois, avec la fin des dérogations temporaires assouplissant les contrôles aux frontières pour certains produits et le rebond de l'activité lié à la levée prochaine du confinement. L'Union européenne se révèle par ailleurs peu pressée d'accorder des équivalences au Royaume-Uni concernant les services financiers et ce dernier se montre peu enclin à les accepter, en cas de conditions trop contraignantes. Ces tensions vont ainsi affecter la dynamique des échanges et limiter le rebond de la croissance britannique, suite au déconfinement. Cela sera de nature à générer des anticipations de baisse de taux directeurs de la part de la Banque d'Angleterre, voire de taux négatifs, et peser sur la livre sterling.

Aline Goupil-Raguènes

● La revue des marchés

Un Krach à la hausse ?

Flux sans précédent sur les actions américaines et tensions sur le T-note.

La tendance reste indéniablement porteuse pour les actifs risqués. Le S&P évolue sur ses niveaux record au-delà des 3900 points. La technologie et les petites capitalisations continuent de tirer la cote américaine à la hausse. Les cycliques et les banques surperformant sur les marchés européens. La compression des spreads pousse le rendement du high yield à des niveaux historiquement bas, sous les 4% aux Etats-Unis. Le dollar reprend finalement le chemin de la baisse à la veille du nouvel an chinois.

Sur le plan politique, l'Europe reste confrontée aux problématiques liées au Brexit. Bruxelles pointe les manquements des Britanniques au contrôle des flux de marchandises entre la Grande-Bretagne et l'Irlande du Nord. Ce protocole est central dans l'accord de décembre qui ne sera d'ailleurs ratifié par les européens que fin avril. Entre temps, les négociations se poursuivent au sujet de l'accès de la City aux marchés financiers européens. Le gouverneur de la BoE Andrew Bailey s'en est ému cette semaine arguant du risque de fragmentation des marchés. En Italie, il semble en revanche que Mario Draghi soit en mesure de s'assurer un large soutien politique. Sa mission réformatrice sera facilitée par le pilotage des fond européens qui devraient représenter 220mds € pour l'Italie au cours des prochaines années.

Sur le plan conjoncturel, l'estimation finale de l'inflation en zone euro sera publiée le 23 février. Les effets de recomposition sectorielle de l'indice harmonisé semblent prépondérants dans la surprise haussière. Aux Etats-Unis, l'IPC hors éléments volatiles ressort inchangé en janvier et en décélération à 1,4% sur un an. L'inflation des services hors énergie continue de plonger. Le coût du logement (en particulier le loyer imputé aux propriétaires) est néanmoins une construction statistique hasardeuse qui ne manquera pas d'intégrer progressivement la hausse vertigineuse des prix des maisons (+9,5% sur un an). L'inflation mesurée augmentera bien au-delà des effets de base des prix des matières premières. Par ailleurs, la pénurie de semi-conducteurs est un enjeu politique en Europe comme aux Etats-Unis. L'approvisionnement en puces devient critique pour l'automobile, qui subit les effets de bord d'une reprise forte de la demande de hardware.

Sur les marchés de taux, le T-note a consolidé autour d'1,15%, l'émission de la nouvelle référence à 10 ans attirant une solide demande finale avant de reprendre le chemin de la hausse vers 1,20%. Le 30 ans s'approche de 2%. Le maintien des tailles d'emprunts en février et avril atténue

temporairement la pression sur les rendements mais les perspectives budgétaires impliquent un risque d'une seconde accélération haussière. Les swaps d'inflation à 10 ans sont inchangés mais la thématique de reflation (pression sur les matières premières) conforte les acheteurs de TIPS sur le segment 2-5 ans. Les points morts courts doivent encore intégrer l'effet logement décrit plus haut. Cependant, le prix du brut s'approche désormais des niveaux susceptibles de réamorcer l'investissement. Les perspectives de forages (Texas, Dakota) se redressent dans le pétrole de schiste. Par ailleurs, la décision de l'Arabie Saoudite de réduire unilatéralement sa production n'est pas éternelle.

En zone euro, le Bund à 30 ans se maintient au-dessus de 0% après près de 5 mois en territoire négatif. Les syndications d'obligations souveraines longues ont donc pesé. Les spreads périphériques amortissent néanmoins la hausse des taux sans risque. Le gouvernement Draghi a déjà gagné la confiance des marchés de sorte que le BTP à 10 ans s'échange déjà à 90pb, notre objectif pour la fin d'année. Quant au crédit, les spreads restent stables sur le segment investment grade, les émissions non-financières ralentissant quelque peu. La compression se confirme au bénéfice du high yield. La surperformance des notations spéculatives s'observe aux Etats-Unis comme en Europe, les spreads y sont d'ailleurs similaires autour de 325pb par rapport aux emprunts d'état. La rareté du papier et la trésorerie à investir continuent de soutenir les dettes risquées. Pour l'anecdote, les ETFs de prêts bancaires ont de nouveau la faveur des investisseurs.

Les marches d'actions se révèlent particulièrement résilients à la hausse des taux d'intérêt. Des flux records s'investissent sur les fonds d'actions aux Etats-Unis (36mds \$ sur la semaine écoulée !) ciblant en particulier le secteur de la technologie. Les fonds monétaires décollectent ainsi que l'or. Les FANG et le Russell 2000 mènent la cote dans des volumes extrêmement élevés, caractéristiques des phases de liquidation. Il s'agit en quelque sorte d'un Krach à la hausse. L'exubérance des marchés est telle qu'elle constitue désormais le principal risque baissier. Nous restons donc attentifs à l'évolution des volumes et à l'intervention des investisseurs individuels.

Cela étant, la saison des résultats est objectivement solide avec une croissance annuelle des bénéfices de 6,5% sur le S&P500 et un rebond de 22% sur le Russell 2000. En Europe, les publications du 4T20 sont de bonne facture. Les principales banques montrent une hausse de leurs revenus et les provisions sont réduites. Cette évolution devrait permettre une amélioration notable des dividendes et des rachats d'actions malgré le conservatisme de la BCE.

Axel Botte

Stratégiste international

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	15-Feb-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.7 %	+1	+2	+0
EUR Bunds 10a	-0.38%	+6	+16	+19
EUR Bunds 2s10s	31 bp	+5	+14	+18
USD Treasuries 2a	0.11 %	0	-2	-1
USD Treasuries 10a	1.21 %	+4	+12	+30
USD Treasuries 2s10s	110 bp	+4	+15	+31
GBP Gilt 10a	0.58 %	+10	+29	+38
JPY JGB 10a	0.08 %	+1	+4	+6
EUR Spreads Souverains (10a)	15-Feb-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	23 bp	+1	+0	0
Italie	91 bp	-5	-25	-21
Espagne	64 bp	+6	+4	+2
Inflation Points-morts (10a)	15-Feb-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	100 bp	+1	+5	-
USD TIPS	223 bp	+2	+14	+24
GBP Gilt Indexés	315 bp	+1	+11	+15
EUR Indices Crédit	15-Feb-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Credit IG OAS	88 bp	+0	-1	-4
EUR Agences OAS	39 bp	+0	+1	-2
EUR Obligations sécurisées OAS	31 bp	0	+1	-2
EUR High Yield Pan-européen OAS	321 bp	-6	-27	-37
EUR/USD Indices CDS 5a	15-Feb-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	47 bp	-1	-4	-1
iTraxx Crossover	238 bp	-7	-21	-3
CDX IG	50 bp	+0	-1	+0
CDX High Yield	286 bp	+1	-16	-8
Marchés émergents	15-Feb-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	341 bp	+3	-15	-10
Devises	15-Feb-21	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.213	+0.7	+0.41	-0.77
GBP/USD	\$1.391	+1.22	+2.35	+1.89
USD/JPY	¥105.34	-0.14	-1.41	-1.94
Matières Premières	15-Feb-21	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$63.3	\$2.7	\$8.1	\$11.4
Or	\$1 821.3	-\$11.6	-\$7.2	-\$73.1
Indices Actions	15-Feb-21	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	3 935	1.23	4.42	4.76
EuroStoxx 50	3 730	1.75	3.62	4.98
CAC 40	5 781	1.67	3.02	4.14
Nikkei 225	30 084	4.53	5.49	9.62
Shanghai Composite	3 655	3.92	3.50	5.24
VIX - Volatilité implicite	19.97	-4.31	-17.95	-12.22
Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management				

Mentions légales

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 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

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 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 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.

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.

Achevé de rédiger le ...15/02/2021

Natixis Investment Managers

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: 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 Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

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.



www.ostrum.com