

STRATÉGIE HEBDO



Par **Axel Botte**, stratège - 23 novembre 2020 /// n°42-2020

Le vaccin reste le meilleur stimulus

Points clés

- **Contexte politique plus tendu aux Etats-Unis et en Europe**
- **Les courbes de taux s'aplatissent, les rendements baissent de nouveau**
- **Le crédit toujours bien orienté, les spreads souverains au plus bas**
- **Rally historique sur les actions et le high yield européen en novembre**

Les marchés d'actions ont terminé la semaine sur une note négative. La discordance entre le Trésor et la Fed, l'impasse des négociations sur le Brexit ainsi que l'évolution de la situation sanitaire ont contribué à des prises de profits. Le S&P s'affiche en baisse de 0,77% en cinq séances, malgré la hausse des grandes valeurs de technologie. L'Europe progressait néanmoins (+1% sur l'Euro Stoxx 50) grâce aux banques, aux cycliques et au secteur de l'énergie soutenu par la hausse du brut (Brent à 45\$).

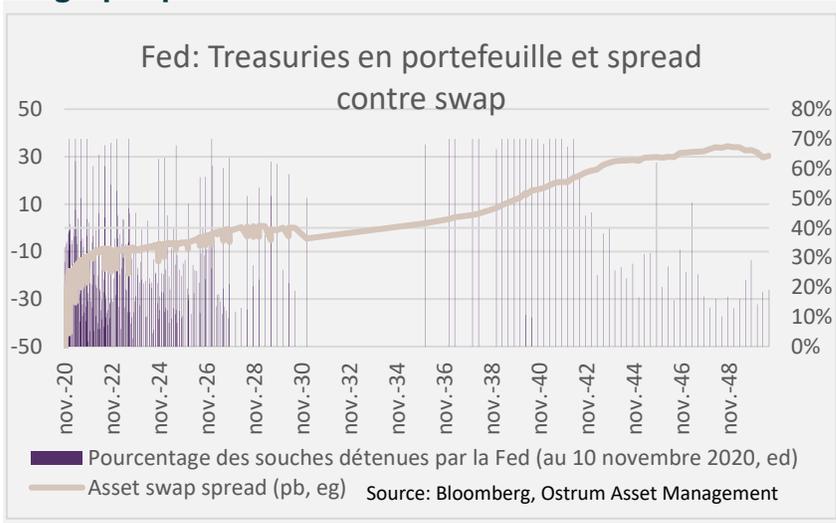
Les taux ont reflué vers 0,82% sur le T-note alors que le Bund (-0,58%) repasse sur le taux de dépôt. Les courbes se sont aplaties sensiblement en

particulier sur le 10-30 ans américain (-6pb). Les points morts ont souffert du retour sur les taux malgré la demande solide de TIPS à l'adjudication. En zone euro, les spreads souverains se situent au plus bas de l'année (BTP à 122pb).

Le crédit poursuit sa surperformance en euros comme en dollars. L'IG européen s'est resserré de 20pb en novembre. La compression des spreads bénéficie d'autant plus au high yield (-91pb en novembre). L'iTraxx XO s'échange en clôture à 282pb.

Le dollar s'est légèrement déprécié la semaine passée (-0,4%). L'euro semble plafonner autour d'1,185\$.

Le graphique de la semaine



Les marchés parient sur un allongement des maturités achetées par la Fed. La Fed roule les tombées aux adjudications et achète 80mds \$ par mois sur le secondaire. La politique actuelle n'induit pas de biais de maturité. Un *twist* réduirait les taux longs. Cette baisse aurait un effet limité compte tenu de la forte demande actuelle de crédit hypothécaire. La Fed n'agira pas avant que le Congrès n'ait trouvé un accord budgétaire.

Cependant, ce scénario peut être joué en se positionnant sur les titres peu détenus par la Fed et relativement peu chers sur la courbe comme les échéances 2042-2045 et 2047.

Le chemin est encore long

Les marchés financiers prennent conscience que la reprise économique, désormais envisageable grâce à la promesse d'un vaccin, reste un chemin semé d'embûches. Le risque politique s'est invité aux festivités de fin d'année, alors que se profile Thanksgiving. La passation de pouvoir chaotique aux Etats-Unis se déplace sur le terrain économique. Le Secrétaire du Trésor Steven Mnuchin annonce mettre un terme en fin d'année à cinq facilités d'intervention de la Fed dans lesquelles le Trésor américain investit ses fonds propres. Ces dispositifs, certes peu utilisés, constituaient un filet de sécurité pour les marchés du crédit, le financement des collectivités locales ou encore les entreprises touchées par la crise en étendant la fonction de prêteur en dernier ressort de la Fed. Des facilités similaires avaient été déployés lors de la crise financière de 2008 afin de restaurer les canaux de distribution du crédit. La pandémie a jusqu'ici épargné le système financier, une crise financière à ce stade serait catastrophique. Le retrait de ces dispositifs d'assurance est révélateur de la volonté de l'Administration sortante et du Sénat républicain d'entraver la capacité d'action du Président-élu Joe Biden malgré l'urgence sanitaire. En Europe, les négociations sur le Brexit ne montrent aucune avancée. Les démissions récentes autour de Boris Johnson témoignent d'une situation précaire. La France et de la Belgique appellent à se préparer à un Brexit sans accord le 31 décembre prochain. Les querelles intestines n'épargnent pas les 27. Le veto de la Pologne et de la Hongrie au plan de relance européen en est le dernier exemple. Son déploiement étant prévu pour la seconde moitié de 2021, il reste du temps pour arrondir les angles, voire contourner ces oppositions.

Retour de l'aplatissement des courbes

Outre le contexte politique tendu, la reprise de l'épidémie impose des mesures de restrictions en Europe et dans un nombre croissant de villes américaines. L'activité replonge en Europe. Le PIB de la zone euro devrait diminuer de 4 à 6% sur les trois derniers mois de l'année. L'inflexion inévitable aux Etats-Unis se traduira probablement par une contraction du PIB au premier trimestre de 2021.

Les à-coups dans la reprise ont favorisé l'actif sans risque. Les rendements obligataires sont retombés à 0,82% sur le 10 ans américain et -0,58% sur le Bund. On observe un fort mouvement d'aplatissement de la courbe aux Etats-Unis. Le spread 10-30 ans (-6pb cette semaine) reflète les anticipations d'un geste de la Fed en décembre. Une opération twist (allongement des maturités achetées par la Fed) est

même évoquée par certaines recherches... alors que la position acheteuse consolidée des primary dealers dépasse les 54 mds \$ sur les Treasuries de maturités supérieures à 11 ans, soit le stock le plus élevé depuis le printemps dernier. L'idée que la Banque Centrale pourrait corriger l'inaction du Congrès est contestable pour deux raisons. D'une part, l'investissement résidentiel très sensible au taux d'intérêt à long terme n'a nul besoin d'être stimulé à ce stade. La confiance des promoteurs immobiliers est au zénith (NAHB à 90 en novembre) et le refinancement hypothécaire tourne à plein régime. D'autre part, la Fed roule les tombées de ce portefeuille aux adjudications. La réintroduction du 20 ans dans le programme d'émissions cette année a déjà allongé la maturité moyenne de ses achats. Cela étant, l'incertitude politique, économique et sanitaire milite bien pour un aplatissement.

En zone euro, la baisse du rendement allemand n'entraîne pas d'élargissement des spreads souverains. Le resserrement de novembre intègre l'extension du QE télégraphiée par Christine Lagarde. L'achat de la rumeur précède souvent les flux vendeurs après les annonces. Des prises de profit autour du 10 décembre ne sont pas à exclure mais le nouvel apport de liquidités du TLTRO-III de décembre limitera toute tension.

La performance stellaire des marchés du crédit est paradoxale à la lecture des flux finaux mal orientés depuis mi-septembre. Les comptes institutionnels peinent à investir sur les maturités de 7 ans et moins et le primaire s'arrache pour des primes quasi-nulles par rapport au marché secondaire. La rareté des rendements positifs déplace aussi la demande vers le high yield européen qui bénéficie finalement d'un taux de défaillance bien moindre que prévu. Le taux de défaut européen atteint seulement 1,5% de l'encours en 2020.

Mois historique sur les actions

La décollecte des fonds de crédit tranche avec le rebond des volumes sur les actions. Après une saison des résultats encourageante, le rally boursier européen de novembre (+17% sur l'Euro Stoxx 50) fait la part belle aux cycliques les plus touchées par la pandémie au détriment de la qualité. Les marchés anticipent une hausse des dividendes versés à l'horizon de 2022-2023. Le rebond de l'or noir (Brent à 45\$!) favorisé par le report probable de la hausse de la production de l'OPEP engendre une nette surperformance des pétrolières. La consolidation bancaire européenne est aussi un thème majeur, notamment en Espagne, mais la BCE sera prudente avant d'autoriser de nouveau le retour à l'actionnaire. La fin de semaine a toutefois été plus favorable aux valeurs de croissance.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	23-Nov-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.75 %	-3	+1	-15
EUR Bunds 10a	-0.58%	-3	0	-39
EUR Bunds 2s10s	17 bp	0	-1	-24
USD Treasuries 2a	0.16 %	-2	+1	-141
USD Treasuries 10a	0.85 %	-6	+0	-107
USD Treasuries 2s10s	69 bp	-4	0	+34
GBP Gilt 10a	0.32 %	-3	+4	-50
JPY JGB 10a	0.01 %	-1	-3	+2
EUR Spreads Souverains (10a)	23-Nov-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	23 bp	0	-4	-7
Italie	121 bp	+1	-12	-39
Espagne	64 bp	0	-13	-1
Inflation Points-morts (10a)	23-Nov-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	52 bp	-2	+1	-
USD TIPS	169 bp	-4	-6	-10
GBP Gilt Indexés	304 bp	+0	-6	-8
EUR Indices Crédit	23-Nov-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Credit IG OAS	96 bp	-3	-16	+3
EUR Agences OAS	43 bp	+0	-6	-1
EUR Obligations sécurisées OAS	34 bp	+1	-3	-7
EUR High Yield Pan-européen OAS	389 bp	-14	-64	+85
EUR/USD Indices CDS 5a	23-Nov-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	51 bp	+1	-4	+7
iTraxx Crossover	277 bp	-8	-51	+71
CDX IG	56 bp	+4	-1	+11
CDX High Yield	340 bp	+12	-35	+60
Marchés émergents	23-Nov-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	381 bp	+3	-29	+91
Devises	23-Nov-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.187	+0.27	+0.12	+5.74
GBP/USD	\$1.338	+1.35	+2.58	+0.84
USD/JPY	¥103.78	+0.73	+0.9	+4.63
Matières Premières	23-Nov-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$46.0	\$2.2	\$3.9	-\$14.9
Or	\$1 870.6	-\$18.9	-\$31.5	\$347.8
Indices Actions	23-Nov-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	3 558	-0.77	2.66	10.11
EuroStoxx 50	3 497	0.90	9.33	-6.62
CAC 40	5 539	1.24	12.82	-7.34
Nikkei 225	25 527	0.56	8.55	7.91
Shanghai Composite	3 414	2.02	4.16	11.95
VIX - Volatilité implicite	23.41	4.14	-15.14	69.67

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management

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 48 518 602 euros – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753

Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com