

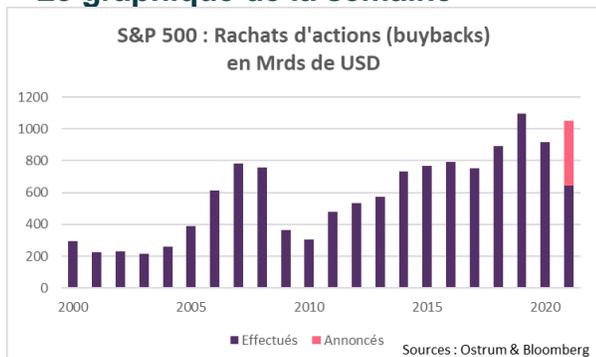
● Le thème de la semaine : Tensions sur le protocole irlandais : Retour du risque de hard Brexit ?

- Moins d'un an après que le Brexit soit devenu effectif, le Royaume-Uni demande une réforme du protocole irlandais ;
- Si les discussions avec l'UE échouent, le RU menace de déclencher l'article 16, levant certaines dispositions du protocole ;
- L'UE prépare des mesures de représailles dans cette éventualité, pouvant aller jusqu'à la suspension de l'accord de libre-échange ;
- Le risque de hard Brexit est ainsi de retour. Si les tensions s'accroissent, l'incertitude va peser sur la croissance britannique et se traduire par une hausse de la volatilité de la livre sterling.

● La revue des marchés : Nouveau coup d'arrêt sanitaire

- L'Europe confrontée à une forte hausse des contaminations
- Les actions européennes décrochent en fin de semaine ;
- Le Bund rechute sous -0,30 % ;
- L'euro au plus bas sous 1,13 \$.

● Le graphique de la semaine



Le niveau des rachats d'actions sur le S&P est de 642 milliards de dollars sur les 10 premiers mois de l'année. Mais si on ajoute les annonces, le niveau dépasse les 1 000 milliards pour cette année !

Les marges étant revenues au plus haut historique, les flux de trésorerie sont aussi très élevés et les entreprises américaines ont décidé de rendre une grande partie de cette trésorerie à leurs actionnaires. C'est un élément de support majeur pour les marchés actions.

● Le chiffre de la semaine

22

Source : Ostrum AM

Le nombre de jours de confinement annoncés en Autriche. La nouvelle propagation de la pandémie est préoccupante et a déjà commencé à déstabiliser les marchés.



Stéphane Déo

Directeur stratégie marchés
stephane.deo@ostrum.com



Axel Botte

Stratège international
axel.botte@ostrum.com



Zouhoure Bousbih

Stratège pays émergents
zouhoure.bousbih@ostrum.com



Aline Goupil-Raguénès

Stratège pays développés
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

● Thème de la semaine

Tensions sur le protocole irlandais : Retour du risque de hard Brexit ?

Moins d'un an après que le Brexit soit devenu effectif, les tensions entre le Royaume-Uni et l'Union Européenne se sont intensifiées. La raison : le RU demande une réforme du protocole irlandais, élément clé de l'accord de divorce. Certaines demandes du gouvernement britannique sont inconciliables avec les règles de l'Union Européenne. Face à l'impasse des négociations menées avec l'UE pendant un mois, le Royaume-Uni menace de déclencher l'article 16 du protocole irlandais, et d'en enlever certaines dispositions. L'UE prépare des mesures de représailles dans cette éventualité, qui pourraient aller jusqu'à la possibilité de suspendre l'accord commercial. Le risque de hard Brexit est ainsi de nouveau d'actualité. Si les dernières discussions semblent encourageantes, la menace du Royaume-Uni de déclencher l'article 16 persiste. Cela génère de l'incertitude à même de peser davantage sur la croissance britannique et entraîner une hausse de la volatilité de la livre sterling.

Pourquoi le protocole irlandais est-il au centre des tensions ?

Qu'est-ce que le protocole irlandais ?

La question irlandaise a constitué LE point d'achoppement entre le RU et l'UE lors des négociations visant à déterminer les conditions de sortie du Royaume-Uni. Afin de préserver les accords du Vendredi Saint de 1998, ayant mis un terme à 30 ans de violence, il fallait trouver le moyen d'assurer la libre circulation entre l'Irlande du Nord, faisant partie du Royaume-Uni, et la République d'Irlande, membre de l'Union Européenne, une fois le Brexit effectif. A cette fin, le RU et l'UE se sont entendus sur la mise en place d'un dispositif spécifique : le protocole sur l'Irlande et l'Irlande du

Nord.

Pour éviter l'apparition d'une frontière physique, il a été décidé que l'Irlande du Nord reste dans l'union douanière et le marché unique européen pour le commerce de biens. De ce fait, des contrôles douaniers ont désormais lieu sur les marchandises transitant entre la Grande-Bretagne et l'Irlande du Nord, en mer d'Irlande. Comme celle-ci fait partie du marché unique européen pour le commerce de biens, elle doit également respecter un certain nombre de règles et de réglementations européennes. La Cour européenne de justice est également chargée de veiller à la bonne application du protocole en Irlande du Nord.

Difficultés de mise en œuvre du protocole irlandais

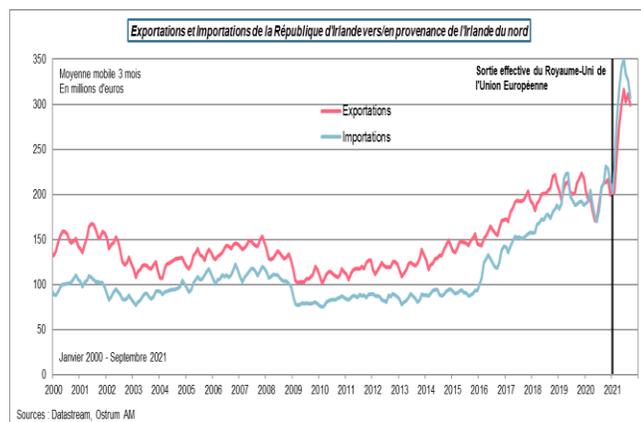
Depuis sa mise en application, le 1^{er} février 2021, des perturbations dans les échanges se sont produites dans le commerce entre la Grande-Bretagne et l'Irlande du Nord en raison notamment du peu de temps pour les autorités pour mettre en place le protocole. A cela se sont ajoutées les perturbations liées à l'épidémie de Covid-19.

Cela s'est traduit par des pénuries de certains biens en Irlande du Nord, plus spécifiquement de produits frais alimentaires, alors même que tous les contrôles n'étaient pas encore mis en place afin d'opérer une mise en œuvre graduelle du dispositif. Ce n'est toujours pas le cas, l'Union Européenne ayant décidé de prolonger la période de grâce concernant le commerce de certains produits (viande congelée et médicaments notamment). Ces contrôles avaient d'ailleurs été dans un premier temps unilatéralement levés par le RU.

Ces perturbations étaient à prévoir. C'est la conséquence directe du Brexit voulu par le RU et du protocole irlandais négocié avec l'UE pour ne pas fragiliser les accords de paix du Vendredi Saint. En sortant de l'UE et du marché unique, le Royaume-Uni a mis un terme à la libre circulation des biens, des personnes et des capitaux avec l'UE. Dans le cadre du protocole irlandais, pour que les biens puissent circuler librement en Irlande, ceux transitant de Grande-Bretagne à l'Irlande du nord doivent être soumis à un contrôle en mer d'Irlande (vérifications des formulaires administratifs et contrôles sanitaires et phytosanitaires) ce qui freine le commerce au sein du Royaume-Uni.

Les données concernant les échanges entre l'Irlande du Nord et la Grande-Bretagne ne sont pas disponibles depuis le début de l'année. On constate en revanche une hausse spectaculaire des échanges entre l'Irlande du Nord et la République d'Irlande depuis le 1^{er} janvier 2021, comme le montre le graphique ci-après. Les exportations de la République d'Irlande vers l'Irlande du Nord ont augmenté de 50 % depuis le début de l'année et les importations de 44 %. L'Irlande du Nord tend ainsi à bénéficier du meilleur des deux mondes puisqu'elle fait partie à la fois du marché unique européen pour le commerce de biens et du marché

britannique. En revanche, ces chiffres laissent augurer d'un moindre commerce entre l'Irlande du Nord et la Grande-Bretagne en raison des nombreuses formalités administratives à remplir.



La mise en place du protocole irlandais a également ravivé les tensions chez les unionistes n'acceptant pas cette différence de traitement avec le reste du Royaume-Uni et y voyant une menace territoriale.

Le gouvernement britannique menace de déclencher l'article 16 du protocole irlandais

Le 21 juillet 2021, le gouvernement britannique a publié un document affirmant que la mise en œuvre du protocole irlandais avait un impact important sur le plan économique, politique, social et commercial et qu'il provoquait une réorientation des échanges. Selon ce dernier, il est clair que ce dispositif ne peut être appliqué de manière durable, du moins dans le cadre rigide voulu par l'UE.

Les difficultés sont telles que cela justifierait de déclencher des actions de sauvegarde dans le cadre de l'article 16 du protocole irlandais.

Qu'est-ce que l'article 16 du protocole irlandais ?

L'article 16 permet à l'une des deux parties de prendre unilatéralement des « mesures de sauvegarde » si l'application du protocole irlandais engendre de « graves difficultés économiques, sociétales ou environnementales qui sont susceptibles de perdurer ou une réorientation des échanges ». Ces mesures de sauvegarde doivent être appropriées et « limitées dans leur champ d'application et leur durée à ce qui est strictement nécessaire pour remédier à la situation ». Si celles-ci créent un déséquilibre dans l'application du protocole, l'autre partie peut prendre des mesures proportionnées pour y remédier.

Le Royaume-Uni considère que la situation actuelle justifie le déclenchement de l'article 16 et souhaite suspendre

certaines dispositions du protocole irlandais de manière unilatérale. Il laisse néanmoins dans un premier temps la place aux négociations avec l'UE pour « trouver un nouvel équilibre » sur la mise en œuvre du protocole.

Le RU veut renégocier le protocole irlandais

A cette fin, le gouvernement britannique a fait des propositions visant à changer radicalement le protocole en demandant une renégociation de plusieurs éléments clés. Il souhaite notamment supprimer l'ensemble des contrôles sur les biens transitant entre la Grande-Bretagne et l'Irlande du Nord, sauf lorsque l'expéditeur auto-certifie que ces derniers sont destinés à l'Union Européenne. Il souhaite également autoriser la circulation de biens respectant les seules normes britanniques. Il veut également mettre un terme à l'autorité de la Cour Européenne de Justice en Irlande du Nord dans le cadre de l'application du protocole. Il souhaite par ailleurs revenir sur les règles concernant les subventions.

L'UE propose un assouplissement de l'application du protocole sans le réformer

Après avoir exclu une renégociation du protocole, l'Union Européenne a proposé, le 13 octobre, des mesures visant à rendre plus flexible sa mise en œuvre et faciliter ainsi les échanges entre la Grande-Bretagne et l'Irlande du Nord pour les marchandises non destinées à l'UE.

La Commission européenne a ainsi proposé de réduire de 50 % les formalités douanières sur les biens et de baisser de 80 % les contrôles sanitaires et phytosanitaires sur les produits alimentaires ou végétaux. En contrepartie, le Royaume-Uni devra notamment délivrer des garanties montrant que ces produits sont destinés uniquement à la vente en Irlande du Nord et des mesures de sauvegarde doivent être mises en place. L'UE propose également une solution visant à assurer l'approvisionnement en médicaments sur le long terme de l'Irlande du Nord par la Grande-Bretagne.

Progrès récent des discussions entre le RU et l'UE

Les mesures proposées par l'UE ont été considérées comme insuffisantes par le Royaume-Uni puisque d'une part tous les biens ne sont pas concernés par cet assouplissement et rien ne concerne notamment la question de la Cour Européenne de Justice ou encore les subventions.

Des discussions sont à l'œuvre depuis 5 semaines. Alors que les tensions se sont intensifiées au cours des quatre premières semaines, les discussions semblent avoir progressé vendredi dernier (le 19 novembre). Le ministre

d'Etat Michael Gove, en charge précédemment de négocier le Brexit, s'est déclaré confiant dans la résolution du différend opposant le RU et l'UE, sans déclencher l'article 16.

David Frost, ministre en charge du Brexit, a déclaré que si des progrès avaient été réalisés lors des dernières entrevues, des écarts significatifs persistaient pouvant justifier le déclenchement de l'article 16. De l'autre côté de la Manche, le vice-président de la Commission Européenne, Maros Sefcovic, a également noté le ton plus constructif des dernières discussions tout en pressant le RU d'adopter des mesures visant à instaurer pleinement les contrôles sanitaires et phytosanitaires en contrepartie des propositions faites par l'UE.

Si les tensions semblent s'apaiser à l'approche de la fin de l'année, la menace du RU de déclencher l'article 16 persiste et on ne peut exclure que les tensions s'intensifient de nouveau concernant notamment la question de l'autorité de la Cour Européenne de Justice en Irlande du Nord remise en cause par le Royaume-Uni.

Que se passera-t-il si le RU déclenche l'article 16 ?

Lorsque le Royaume-Uni aura notifié à l'Union Européenne son intention de déclencher l'article 16, les deux parties engageront immédiatement des consultations pour trouver une solution mutuellement acceptable. Le RU ne pourra adopter des mesures de sauvegarde qu'après un délai d'un mois suivant la notification, sauf en cas de circonstances exceptionnelles nécessitant une action immédiate.

Si ces mesures ne sont pas jugées appropriées et créent un déséquilibre dans l'application du protocole, l'UE pourra adopter des mesures pour y remédier. Tout dépendra de celles prises par le Royaume-Uni. Cela peut notamment aller dans la mise en œuvre de davantage de contrôles sanitaires et phytosanitaires, une hausse de certains tarifs douaniers ou aller bien au-delà en fonction des mesures prises par le RU.

Retour du risque de hard Brexit ?

Si le RU suspend des dispositions clés du protocole irlandais, voire la totalité, l'UE n'aura d'autre choix que de prendre des mesures radicales. Le ministre irlandais des affaires étrangères, Simon Coveney, a indiqué que l'accord de libre-échange entre le RU et l'UE pourrait être suspendu. Cet accord de commerce et de coopération (Trade and Cooperation Agreement), signé le 30 décembre 2020, permet d'éviter l'imposition de tarifs douaniers pour les biens circulant entre le RU et l'UE. Le suspendre reviendrait au

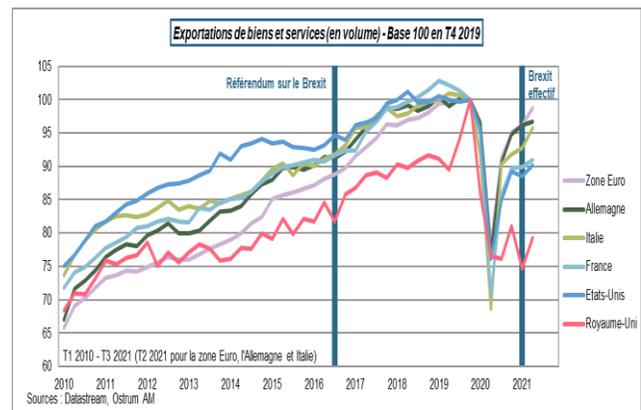
bout d'un an à suivre les règles de l'OMC (organisation mondiale du commerce) avec l'instauration de tarifs douaniers dans le commerce de biens entre l'UE et le RU. Ce serait donc un Brexit sans accord commercial, c'est-à-dire un hard Brexit. Ces déclarations de la part de membres de l'UE sont fort probablement à l'origine du ton plus conciliant des britanniques depuis ce week-end.

Effectivement, l'accord de divorce conclu entre le RU et l'UE, comprenant le protocole irlandais, était un prérequis pour entamer les discussions sur leurs futures relations commerciales. L'accord de libre-échange et l'accord de divorce sont donc intrinsèquement liés, la suspension du protocole par le RU engendrant ainsi la suspension de l'accord commercial par l'UE.

Quelles sont les conséquences du Brexit ?

Un hard Brexit, c'est-à-dire sans accord commercial entre l'UE et le RU, aurait pour conséquence de peser plus lourdement sur la croissance britannique. Les échanges de marchandises, en plus d'être soumis à des mesures non tarifaires comme actuellement (contrôles douaniers, sanitaires et phytosanitaires), subiraient également la mise en place de tarifs douaniers.

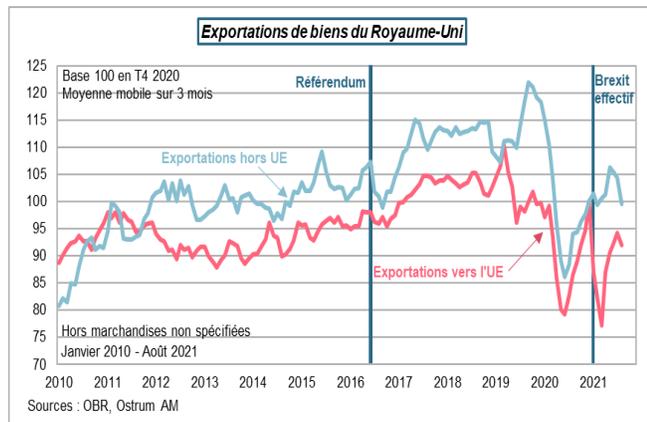
On constate clairement sur le graphique ci-dessous que le Brexit a des conséquences majeures sur l'économie britannique.



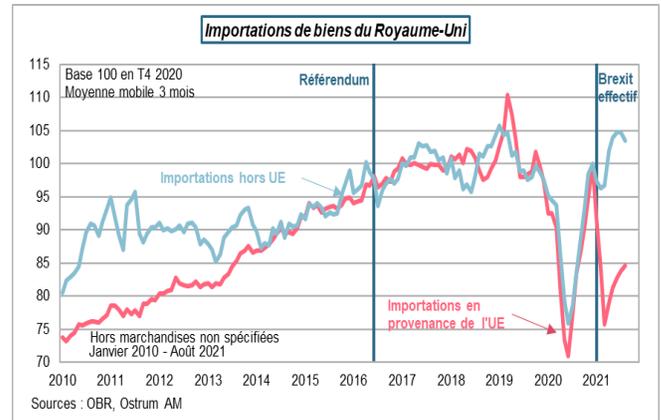
Les exportations de biens et services (en volume) ont plongé dans l'ensemble des pays au début de l'année 2020 en raison du choc lié à la pandémie de Covid 19. Mais dans la phase de reprise, liée à la levée des restrictions sanitaires, aux campagnes de vaccination et aux mesures d'envergure prises par les gouvernements et les banques centrales, le Royaume-Uni est à la peine. Les exportations restent un peu plus de 20 % inférieures au niveau d'avant crise alors qu'elles ont nettement rebondi en zone Euro, en Italie, en France, en Allemagne et aux Etats-Unis pour se rapprocher du niveau d'avant crise.

En plus du choc lié à la pandémie, le Royaume-Uni a subi également celui du Brexit. L'accord de libre-échange évite certes des tarifs douaniers mais freine la circulation des biens en raison des contrôles nécessaires. Par ailleurs, aucune disposition n'a été prise concernant les échanges de services, et notamment de services financiers, qui représentent une part importante de la croissance britannique. En outre, en mettant fin à la libre circulation des personnes, le Brexit a accentué les pénuries de main d'œuvre suscitées par la crise du Covid 19. Cela concerne notamment les chauffeurs routiers, constituant un frein supplémentaire aux échanges.

Si l'on regarde plus précisément le commerce de biens entre l'Union Européenne et le Royaume-Uni, on constate que les exportations du RU vers l'UE sont moins dynamiques que celles vers le reste du monde. Après avoir chuté au début de l'année suite au Brexit, celles-ci ont rebondi pour rester encore bien inférieures au niveau d'avant la fin de la période de transition.

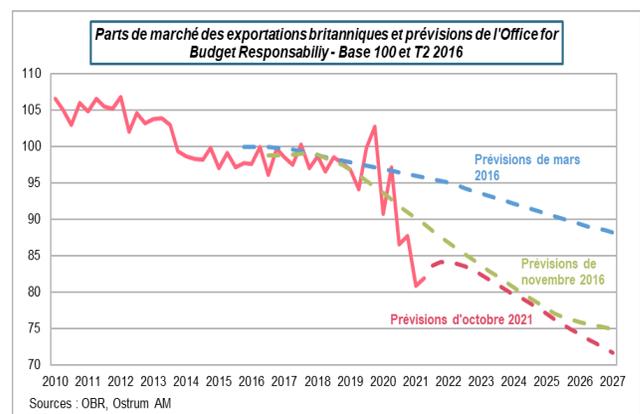


La différence est spectaculaire pour les importations. Celles en provenance de l'UE ont chuté en début d'année et restent, en août, encore 15 % inférieures au niveau de T4 2020, alors que celles en provenance du reste du monde ont progressé pour être à la fin du mois d'août près de 5 % supérieures au niveau de T4 2020. Cela atteste des perturbations liées au Brexit.



Le Center for European Reform a réalisé des estimations de l'impact du Brexit en l'isolant de celui de la crise du Covid-19. Les résultats montrent que le Brexit a pesé sur le commerce de biens à hauteur de 15,8 % au mois d'août 2021 par rapport à décembre 2020.

Ces premières données disponibles ont conduit l'Office for Budget Responsibility (OBR) à confirmer ses estimations de l'impact du Brexit à long terme. Elles sont représentées dans le graphique ci-après. Les exportations du Royaume-Uni ont perdu des parts de marchés considérables depuis le référendum sur le Brexit, en raison d'un effet d'incertitude et d'anticipation. Cela va se poursuivre avec la mise en œuvre complète de l'accord de commerce et de coopération, certaines mesures étant en partie en suspens, et l'ajustement du comportement des entrepreneurs à ces nouvelles conditions. Cela amène l'OBR à confirmer son estimation d'une baisse de 15% à long terme des exportations et importations totales du Royaume-Uni par rapport à la situation où il serait resté dans l'UE. Cela confirme également son estimation de l'impact du Brexit sur la croissance de long terme britannique de - 4 %.



Impact d'un hard Brexit sur l'économie

En cas de hard Brexit, l'OBR estime un impact plus fort lié à la hausse des tarifs douaniers. La croissance serait 6 %

inférieure par rapport à une situation sans Brexit. A court terme, le PIB se contracterait de 2 % supplémentaire.

Sans accord commercial, les échanges seront soumis aux règles de l'OMC ce qui se traduira par une hausse des tarifs douaniers et des barrières non tarifaires. Cela touchera particulièrement les secteurs qui ont été relativement moins affectés par la crise du Covid-19. A la hausse des tarifs douaniers va s'ajouter une nette dépréciation de la livre sterling ce qui se traduira par une plus forte inflation de nature à peser sur le pouvoir d'achat des ménages. A long terme, la croissance potentielle sera affectée par une moindre productivité, liée à la baisse des investissements directs étrangers et aux moindres échanges, et une moindre croissance de la population active, consécutive à des flux migratoires plus réduits en provenance de l'UE.

Rien que la menace de déclencher l'article 16 peut peser sur la croissance

Celle-ci génère de l'incertitude susceptible de peser sur le comportement des entrepreneurs et des ménages. Avant que le Brexit ne s'opère, les entrepreneurs sont devenus plus prudents, ne sachant pas sous quelle forme la sortie du Royaume-Uni aller s'opérer. Cela s'était traduit notamment par une dynamique beaucoup plus réduite de l'investissement productif relativement aux autres pays. Si la menace du RU s'intensifie, le risque est de peser sur l'activité et l'investissement sans même avoir à déclencher l'article 16.

Perte de confiance

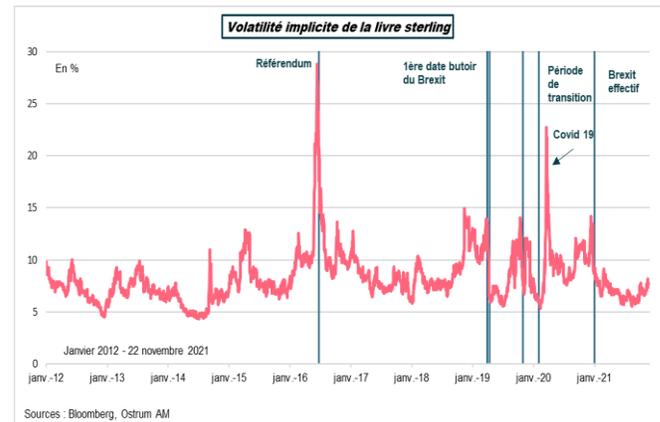
La demande du Royaume-Uni de modifier significativement le protocole irlandais, faisant partie de l'accord de retrait négocié avec l'Union Européenne en octobre 2019 et présenté à l'époque par le 1^{er} ministre, Boris Johnson, comme un « excellent traité », est de nature à fragiliser davantage la confiance entre Londres et Bruxelles. Les perturbations dans les échanges entre la Grande-Bretagne et l'Irlande du Nord étaient inévitables. En demandant une réforme du protocole et en brandissant la menace de déclencher l'article 16, Boris Johnson opte pour une confrontation avec l'Union Européenne, son plus grand partenaire commercial. Le risque est que le gouvernement britannique n'ait peut-être jamais eu l'intention d'appliquer le protocole irlandais.

Conséquences pour les marchés financiers

Volatilité de la livre sterling

Si la menace du Royaume-Uni de déclencher l'article 16 du

protocole irlandais devient plus prégnante, cela aura des conséquences sur les marchés financiers et en premier lieu sur le marché des changes. Cela se traduira par une plus forte volatilité de la livre sterling. Lors du référendum, celle-ci avait cristallisé les craintes des investisseurs en plongeant littéralement. La volatilité a également augmenté à la fin mars 2019, lors de la 1^{ère} date butoir de la sortie du Royaume-Uni et des deux suivantes. Après un nouveau pic en mars 2020, suite à la crise sanitaire, la volatilité a de nouveau progressé en décembre 2020, le RU et l'UE attendant le dernier moment pour se mettre d'accord sur l'accord de libre-échange.



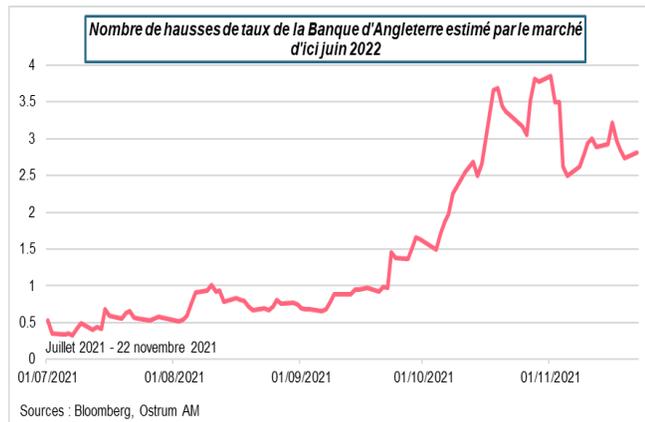
La volatilité a légèrement augmenté depuis la fin du mois de septembre. Cela vient des conclusions de la réunion de la Banque d'Angleterre, du 23 septembre, laissant présager d'une normalisation de la politique monétaire plus rapide que prévu.

Si les tensions augmentent entre le RU et l'UE au point de laisser présager d'un déclenchement imminent de l'article 16, la volatilité augmentera. Elle sera d'autant plus forte que les mesures de sauvegarde prises par le RU seront importantes. Cela susciterait l'anticipation de mesures de représailles d'envergure de la part de l'UE avec le retour du risque de hard Brexit.

Politique monétaire de la Banque d'Angleterre

Les marchés ont fortement revu à la hausse les anticipations de relèvement de taux de la part de la Banque d'Angleterre (BoE) depuis la réunion du 23 septembre, à l'issue de laquelle 2 membres sur 9 ont voté pour la fin du programme d'achats d'actifs financiers. Ces anticipations ont continué d'augmenter en octobre avec des déclarations « hawkish » de certains membres de la BoE, au premier rang desquels le gouverneur, Andrew Bailey, selon lequel une hausse des taux serait imminente. Si la Banque d'Angleterre a préféré passer son tour le 2 novembre, réduisant un peu les anticipations des marchés, ils continuent de prévoir une normalisation rapide de la politique monétaire pour faire face

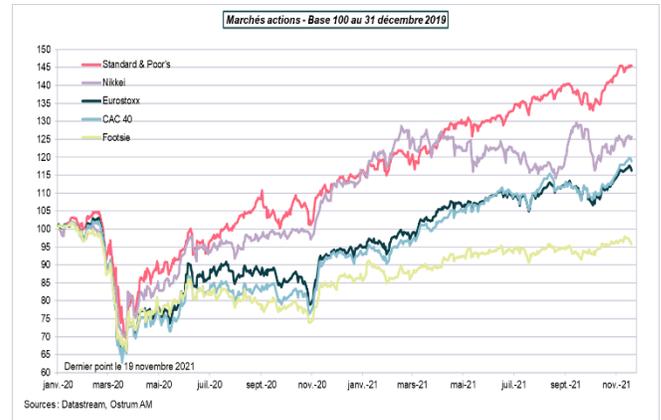
à l'accélération de l'inflation.



Si les menaces du RU se font plus pressantes sur le déclenchement de l'article 16, générant une hausse de l'incertitude et une baisse de la livre sterling, la Banque d'Angleterre sera face à un dilemme. D'un côté, les risques sur la croissance devrait l'amener à avoir une attitude plus prudente, l'incitant à attendre avant de relever ses taux directeurs. De l'autre côté, la dépréciation de la livre sterling se traduira par une hausse du prix des biens importés à même d'accroître les tensions inflationnistes et pouvant l'inciter à relever ses taux.

Conséquences sur les marchés actions

Si l'ensemble des indices boursiers ont plongé entre la fin du mois de février et la mi-mars 2020, en raison du choc lié à la crise du Covid 19 et de l'adoption de mesures de confinement strictes quasi simultanément dans l'ensemble des pays, la phase de rebond a été très différenciée selon les pays. L'indice américain S&P est largement en tête, suivi de l'indice Nikkei japonais puis de l'Eurostoxx 50 et du CAC 40. L'indice britannique Footsie 100 n'a en revanche toujours pas retrouvé le niveau d'avant crise : - 4 % par rapport au 31 décembre 2019, contre + 45 % pour le S&P et + 16 % pour l'Eurostoxx. Le Royaume-Uni a non seulement été l'économie des pays développés la plus affectée par la crise du Covid 19 mais a dû également faire face dans le même temps au Brexit. Ceci a notamment accentué les pénuries de certains biens, produits frais notamment, et de main d'œuvre.



En cas de déclenchement de l'article 16, là aussi l'impact sur les marchés actions dépendra des mesures prises par le RU et de la réponse de l'UE. Plus elles seront importantes, plus les risques sur la croissance seront élevés. Cela pèsera ainsi sur les perspectives de résultats des entreprises dépendant le plus fortement du marché intérieur. L'indice Footsie 250, reflétant davantage la situation du marché domestique en sera donc plus affecté. En revanche, la baisse de la livre sterling se traduira par des gains de compétitivité pour les entreprises exportatrices qui représentent une proportion importante de l'indice Footsie 100. Les indices Footsie 100 et Footsie 250 pourraient ainsi connaître des évolutions contrastées.

Conclusion

Si les dernières discussions entre le Royaume-Uni et l'Union Européenne semblent encourageantes, la menace de déclencher l'article 16 du protocole irlandais est toujours présente et avec elle le risque d'un hard Brexit. Si ce risque persiste et s'accroît, la plus forte incertitude devrait amener les chefs d'entreprises à adopter un comportement plus prudent en termes d'investissements et d'embauches. Les tensions entre le RU et l'UE ne manqueront probablement pas de s'intensifier de nouveau, accentuant le risque que le RU passe finalement à l'action. Cela aura des conséquences sur la croissance britannique et les marchés financiers. La livre sterling cristallisera les craintes des investisseurs et fera l'objet d'une forte volatilité.

Aline Goupil-Raguénès

- **La revue des marchés**

Nouveau coup d'arrêt sanitaire

La situation sanitaire déclenche des prises de profit sur les actions, repli des taux et plongeon de l'euro.

Le retour de la menace sanitaire a provoqué une forte chute des cours boursiers en séance de vendredi. La dégradation de la situation sanitaire est manifeste en Europe. Les pays du Nord et de l'Est sont confrontés à une hausse forte des contaminations. Un confinement immédiat de 22 jours a été décidé en Autriche. L'Allemagne pourrait suivre. La croissance du quatrième trimestre sera amputée. Les investisseurs trouvent ainsi le prétexte pour des prises de profits après un rebond de 10 % de l'Euro Stoxx 50 depuis la clôture du 4 octobre, d'autant que cette séance était marquée par l'expiration de produits dérivés. L'euro, en baisse depuis fin mai, enfonce le plancher de 1,13 \$. L'absence de réaction de la BCE fait de l'euro une monnaie de financement des stratégies de portage à l'instar du yen japonais. Le dollar se renforce. Comme souvent lors des phases de repli, les marchés américains résistent mieux grâce à l'ajustement à la baisse des taux longs. Les banques européennes souffrent du plongeon du Bund sous -0,30 %. Le repli des taux longs comprime les points morts d'inflation d'autant que le pétrole, revenu sous 80 \$, intègre le reconfinement. Le recours aux réserves stratégiques évoqué aux Etats-Unis et en Chine participe aussi à la baisse du brut.

Les tractations budgétaires n'avancent pas aux Etats-Unis. Le duo Manchin/Sinema se pose en arbitre des ambitions de Biden, voire de Lael Brainard. Le plan de 1750 Mrds \$ comporte un financement douteux (400 Mrds \$ de réduction de l'évasion fiscale...) critiqué par le CBO. Parallèlement, les motifs d'inquiétude perdurent à l'Est. Des sanctions envers la Russie sont envisagées par l'Europe, qui repousse aussi la mise en service de Nordstream 2. La Russie et sa devise vacillent. La politique monétaire turque entretient une spirale baissière sur la livre. Les risques politiques et sanitaires annonciateurs d'une correction semblent ainsi s'accumuler.

Sur le plan économique, les publications attestent en revanche d'une croissance forte aux Etats-Unis. Les enquêtes manufacturières (Empire, PhilFed) de novembre pointent une nouvelle accélération de l'activité. Le secteur de la construction résidentielle reste au beau fixe. Les mises en chantier peinent néanmoins à suivre les permis de construire. Les ventes au détail confirment la robustesse de la consommation de biens, à partir de niveaux déjà élevés. La croissance s'établira entre 4 et 5 % sur les trois derniers mois de l'année. Au Royaume-Uni, la hausse de l'inflation

reste préoccupante. L'IPC britannique ressort à 4,2% en octobre alors que la menace d'activer l'Article 16 du protocole nord-irlandais ne ferait qu'aggraver les pressions sur les chaînes de production.

Les marchés financiers sont ballotés entre les craintes d'une inflation plus forte et les risques sanitaires et politiques. Le brutal repli des taux longs effacent en partie l'élargissement des points morts d'inflation alimentés par la forte demande de protection contre l'inflation. Les flux investis dans les fonds d'inflation et la demande finale à l'adjudication de TIPS à 10 ans avaient sans doute accentué le positionnement acheteur, d'où l'ampleur de la correction. Les points morts demeurent élevés proches de 2,7 % à 10 ans. Le rendement réel à 10 ans reste néanmoins à -1,14 %. En zone euro, la BCE est réticente à agir face à une inflation supérieure à 4 %. Christine Lagarde exclut tout resserrement en 2022. L'accélération à la baisse de l'euro renforce pourtant ce risque. Parallèlement, des tensions persistent sur le marché du repo. La fin d'année se traite à des taux très négatifs proches de -7 % en raison de la pénurie de collatéral provoqué, entre autres facteurs, par le QE. Les papiers arrivant à échéance avant le 31 décembre, y compris périphériques, cotent sous -0,7 %. La BCE a modifié ses règles de collatéral pour sa facilité de prêts de titres afin de recycler l'excédent de liquidité (et réduire les échanges titres contre titres). C'est un phénomène similaire à ce qu'on avait observé sur la facilité de reverse repo de la Fed. Les swap spreads en euro sont sensiblement plus élevés qu'il y a un mois. Le 10 ans cote à 47pb. Le Bund plonge en fin de semaine sous -0,30 %, amenant même le 30 ans allemand brièvement en territoire négatif, mais cette accélération est sans effet sur les spreads souverains. Le spread italien à 10 ans est inchangé à 121pb. Le marché primaire était peu actif, avec quelques abondements de lignes existantes. Quelques agences ont placé des obligations vertes avec un succès relatif.

Le marché du crédit est plus lourd du fait des tensions sur le swap spread. La balance des flux est moins favorable malgré la stabilité des achats de la BCE (5-6 Mrds € nets par mois). Le spread de crédit moyen se tend vers 98pb contre Bund. Les émissions atteignent 15 Mrds € cette semaine, dont 7,5 Mrds € de financières. A noter que 60 % des émissions de novembre s'écartent désormais. Le high yield européen s'écarte dans les mêmes proportions (+9 pb) mais l'élargissement précédent a rendu les valorisations plus confortables sur le segment des notations spéculatives.

La bourse américaine paraît insubmersible, malgré une volatilité journalière plus forte. Le Nasdaq reprend immédiatement le chemin de la hausse après le mouvement du T-note vers 1,5 % vendredi. Le risque européen pèse logiquement, notamment sur les transporteurs aériens. Les banques subissent le retournement des taux. La croissance séculaire (Technologie, Pharmacie) surperforme.

Axel Botte

Stratégiste international

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	22-nov.-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.74 %	-5	-10	-4
EUR Bunds 10a	-0.30%	-7	-19	+27
EUR Bunds 2s10s	44 bp	-2	-9	+31
USD Treasuries 2a	0.57 %	+6	+12	+45
USD Treasuries 10a	1.6 %	-2	-4	+68
USD Treasuries 2s10s	102 bp	-8	-16	+23
GBP Gilt 10a	0.94 %	-3	-21	+74
JPY JGB 10a	0.08 %	+1	-2	+5
EUR Spreads Souverains (10a)	22-nov.-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
France	35 bp	-1	+1	+12
Italie	124 bp	+2	+14	+13
Espagne	72 bp	-1	+9	+11
Inflation Points-morts (10a)	22-nov.-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
EUR OATi (9a)	164 bp	+5	+13	-
USD TIPS	263 bp	-12	-1	+64
GBP Gilt Indexés	409 bp	+2	-10	+109
EUR Indices Crédit	22-nov.-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
EUR Credit IG OAS	98 bp	+7	+11	+6
EUR Agences OAS	49 bp	+1	+6	+8
EUR Obligations sécurisées OAS	50 bp	0	+11	+18
EUR High Yield Pan-européen OAS	324 bp	+6	+9	-34
EUR/USD Indices CDS 5a	22-nov.-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
iTraxx IG	50 bp	+1	0	+2
iTraxx Crossover	253 bp	+4	-6	+11
CDX IG	51 bp	+1	0	+1
CDX High Yield	298 bp	+3	-2	+5
Marchés émergents	22-nov.-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	361 bp	+9	+5	+9
Devises	22-nov.-21	-1sem (%)	-1m(%)	2021 (%)
EUR/USD	\$1.126	-0.91	-3.26	-7.79
GBP/USD	\$1.342	+0.01	-2.45	-1.84
USD/JPY	¥114.77	-0.57	-1.11	-10.04
Matières Premières	22-nov.-21	-1sem (\$)	-1m(\$)	2021 (\$)
Brent	\$80.0	-\$2.0	-\$4.6	\$29.4
Or	\$1 816.4	-\$46.5	\$23.7	-\$82.0
Indices Actions	22-nov.-21	-1sem (%)	-1m(%)	2021 (%)
S&P 500	4 729	0.99	4.05	25.90
EuroStoxx 50	4 346	-0.92	3.75	22.33
CAC 40	7 117	-0.16	5.69	28.20
Nikkei 225	29 774	-0.01	3.36	8.49
Shanghai Composite	3 582	1.38	-0.01	3.14
VIX - Volatilité implicite	17.62	6.85	14.19	-22.55

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-1800014 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 ...22/11/2021

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