

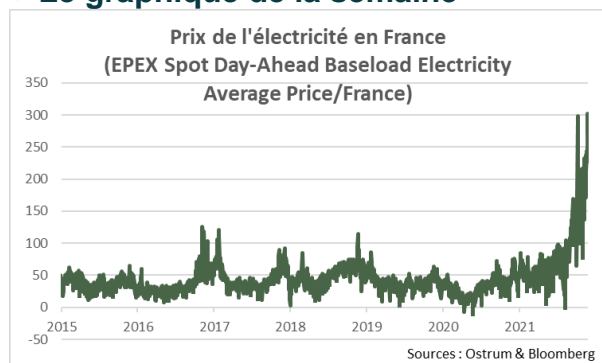
● Le thème de la semaine : L'Afrique ; la Covid-19 a réveillé ses vieux démons.

- Les dernières décennies de stabilité avaient favorisé la plus forte croissance africaine du siècle et avait permis la réduction de la pauvreté.
- La pandémie Covid-19 est une force déstabilisatrice pour le continent. Le risque d'instabilité est aggravé par la hausse des prix alimentaires et les effets du changement climatique.
- En termes de choix d'investissement, nous privilégions les pays qui ont une gouvernance stable dans la région et nous restons à l'écart sur les pays importateurs de produits agricoles.

● La revue des marchés : Retour vers l'inconnu

- Le variant sud-africain jette un froid sur les marchés financiers ;
- Les actions plongent dans des marchés creux ;
- Repli vers l'actif sans risque (Bund, T-note) ;
- Déblocement de positions sur le yen.

● Le graphique de la semaine



L'un des aspects de la crise énergétique actuelle est la hausse des prix de l'électricité. Le prix en France a bondi (EPEX Spot Day-Ahead Electricity Average Price/France) il a augmenté de 399% par rapport à l'année dernière et de 434% par rapport au début de l'année.

Bien que cela n'ait eu que peu d'impact jusqu'à présent sur l'IPC, cela aura certainement un impact à un moment donné dans l'avenir. Cela signifie également que les coûts de production d'un certain nombre de secteurs ont considérablement augmenté, ce qui constituera un autre problème pour les marges.

● Le chiffre de la semaine

6

Source : Ostrum AM

Le niveau d'inflation en Allemagne selon la définition harmonisée. Du jamais vu : jusqu'à l'année dernière le niveau n'avait pas dépassé 3,5%. C'est très certainement le pic mais cela va inévitablement générer un débat.



Stéphane Déo

Directeur stratégie marchés
stephane.deo@ostrum.com



Axel Botte

Stratégiste international
axel.botte@ostrum.com



Zouhoure Bousbih

Stratégiste pays émergents
zouhoure.bousbih@ostrum.com



Aline Goupil-Raguénès

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

● **Thème de la semaine**

L'Afrique : la Covid-19 a réveillé ses vieux démons

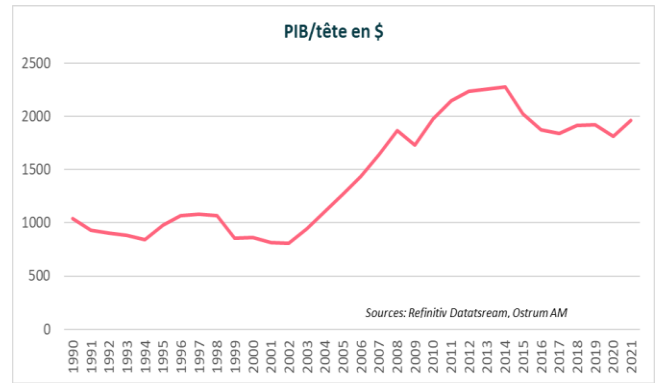
Les coups d'Etat sont de retour en Afrique. Est-ce que cette tendance va perdurer ? Un élément de réponse est la pandémie de Covid-19 qui a mis en évidence les vulnérabilités structurelles du continent. S'il a été relativement épargné sur le plan sanitaire, les conséquences économiques de celle-ci, notamment sur le travail informel, risquent d'éloigner l'Afrique du premier objectif de développement durable de l'ONU, celui de réduction de la pauvreté. L'instabilité de la région risque d'être aggravée par la hausse des prix alimentaires et les risques climatiques.

Des vulnérabilités structurelles préexistantes

La plus forte croissance du siècle liée à une période de stabilité

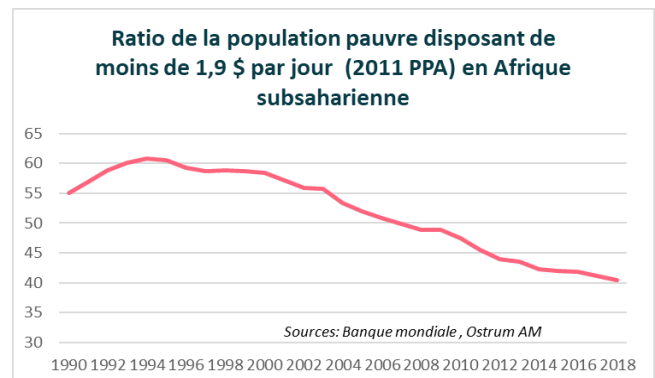
La réduction des conflits a permis à l'Afrique d'enregistrer une forte croissance, permettant de meilleures politiques économiques et une stabilité macroéconomique accrue.

L'évolution du PIB/tête a connu une trajectoire ascendante depuis 2001, date d'entrée de la Chine dans l'Organisation Mondiale du Commerce. L'accélération des échanges commerciaux et la hausse des prix des matières premières liée à la forte demande chinoise ont bénéficié au continent riche en ressources naturelles.



Cette forte croissance a permis la réduction de la pauvreté, notamment de l'extrême pauvreté.

Ainsi, le ratio de la population pauvre disposant de moins de 1,90 \$ par jour en Afrique subsaharienne a considérablement baissé depuis 2000, passant à plus de 60% en 1994 à 40% en 2018.

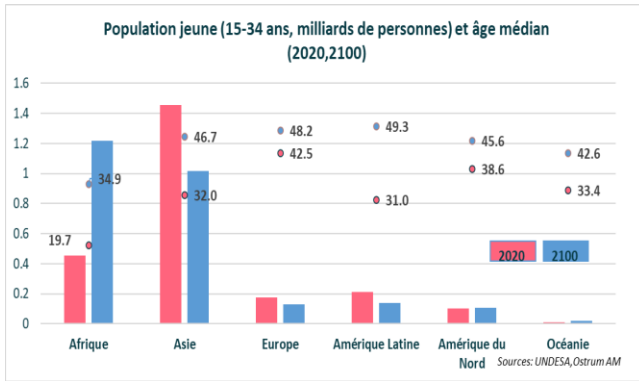


Cependant, depuis 2016, la croissance ralentit, soit un an après que l'Afrique s'était engagée à éradiquer la pauvreté d'ici 2030 en adoptant les 17 objectifs de développement durables de l'ONU. Le taux de pauvreté reste élevé, notamment dans la région de l'Afrique Subsaharienne. Derrière cela, se cachent des vulnérabilités structurelles importantes, dont les premières victimes sont les jeunes.

L'Afrique est le continent le plus jeune du monde.

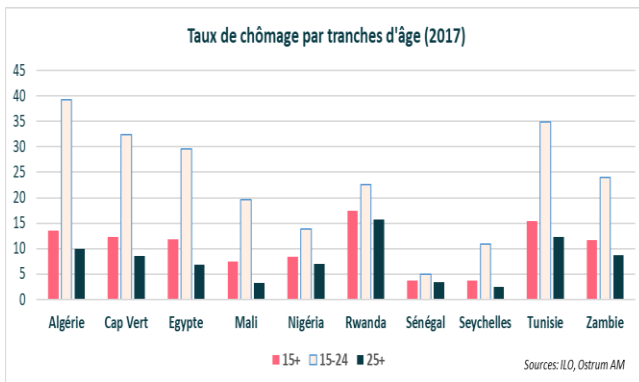
L'âge médian en 2020 était de 19,7 ans. A titre d'illustration en Amérique Latine et dans les Caraïbes, l'âge médian était de 31 ans, 32 ans en Asie, 33,4 ans en Océanie, 38,6 ans en Amérique du Nord et 42,5 ans en Europe, le plus vieux continent.

Les prévisions pour 2100, du Département des affaires économiques et sociales de l'ONU, montrent que le continent restera encore le plus jeune, comme le montre le graphique ci-dessous.

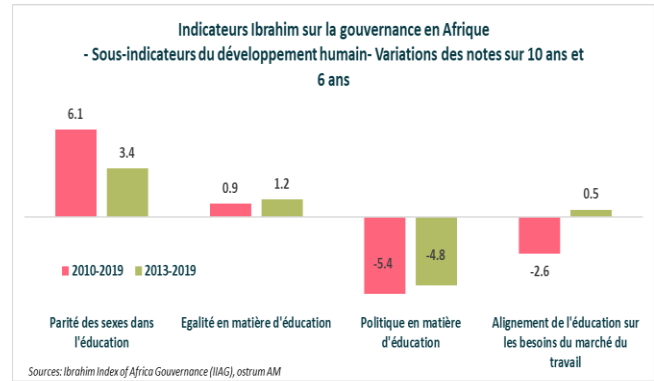


Cet important écart de pyramide des âges avec les autres continents devrait constituer une opportunité de développement pour l'Afrique. Or, malgré la dernière décennie de croissance, le continent n'a pas réussi à créer suffisamment d'emplois pour ses jeunes, mais surtout ne les a pas suffisamment formés pour servir l'économie.

Les jeunes africains sont victimes du chômage et sont peu formés. Le taux de chômage est élevé dans le continent, notamment pour les 15-24 ans comme le montre le graphique ci-dessous.



Ces jeunes ont été également peu formés à l'image de la dégradation des indicateurs sur l'éducation sur le graphique ci-dessous.



L'adéquation entre les compétences requises en entreprises et l'éducation n'est pas aussi bonne que dans le reste du monde. Aussi, le lien entre le niveau d'enseignement supérieur et de meilleures perspectives d'emploi est faible.

L'autre point important est que l'économie informelle urbaine est particulièrement répandue chez les jeunes (95,8 % âgés de 15-24 ans) et les femmes (92,1 %) et contribue grandement à la réduction de la pauvreté¹.

A titre d'illustration, au Sénégal, le secteur informel représente 90,2 % de l'emploi total du pays, 90,1 % au Togo, en Zambie 71,8 %, au Mali 93,4 %, et en Egypte 64,6 %².

Bien que cela crée des opportunités de croissance économique, le secteur salarié urbain ne crée pas suffisamment d'emplois pour absorber tous les entrants et ceux qui migrent des zones rurales vers les zones urbaines. D'ici 2030, 30 millions de jeunes arriveront sur le marché du travail ! Ces personnes sont donc très vulnérables car elles ne bénéficient pas de revenus récurrents ainsi que de protections sociales.

Cette situation du marché de l'emploi peut expliquer les frustrations que peut rencontrer la jeunesse africaine, et conduire à de fortes tensions sociales. Elle est aussi une des raisons de flux migratoires, parfois au péril de leur vie.

¹ <https://blogs.worldbank.org/african/supporting-africas-urban-informal-sector-coordinated-policies-social-protection-core>

² Bases de données ILO, SDG indicator 8.3.1 - Proportion of informal employment in total employment by sex and sector (%)

La pandémie Covid-19 est une force destabilisatrice pour l'Afrique

La pire récession depuis un demi-siècle !

Si l'Afrique a été relativement épargnée par la crise sanitaire, elle a connu en 2020 sa pire récession (-1,8 %, d'après la Banque africaine de développement) depuis un demi-siècle. Toutes les régions du continent ont été impactées par les conséquences économiques de la pandémie Covid-19 : la chute des prix des matières premières, des échanges mondiaux et du tourisme.

Les plans de relance mis en place dans les pays ainsi que les envois de fonds par les travailleurs migrants dans les pays dits développés ont permis de limiter les effets économiques de la pandémie, notamment sur la population la plus vulnérable.

D'après la Banque mondiale, les flux d'envois de fonds devraient enregistrer une croissance de 7,3 % en 2021, pour atteindre 589 milliards de dollars. Cette prévision est supérieure aux estimations précédentes et suit la résilience des flux observée en 2020, lorsqu'ils n'avaient diminué que de 1,7 % malgré une grave récession mondiale.

Comme dans le reste du monde, la reprise économique s'est amorcée. Pour 2021, les prévisions de croissance du continent sont de 3,4 % et 4,7 % pour 2022³. Les pays producteurs de matières premières devraient bénéficier de la hausse des cours. Cependant, la reprise est plus lente par rapport à la croissance mondiale prévue à 6 % et notamment par rapport aux pays dits développés. La faiblesse du taux de vaccination contre le virus explique évidemment le retard de la reprise de l'Afrique.

D'après les projections du FMI, les économies dites avancées devraient atteindre leur trajectoire de croissance d'avant la crise d'ici 2023. L'Afrique Subsaharienne, en revanche, ne regagnera pas de sitôt le terrain perdu. La région devrait croître deux fois plus vite au cours des trois prochaines années pour correspondre au type de reprise observées dans les économies avancées.

D'après l'OMS, seul cinq pays africains, soit moins d'un dixième des 54 nations qui composent le continent, atteindront l'objectif de fin d'année consistant à vacciner 40 % de la population. A ce stade, seulement trois pays africains, les Seychelles, Maurice et le Maroc ont déjà atteint l'objectif, objectif qu'ils avaient d'ailleurs atteint rapidement, dès le mois de mai. Au rythme actuel, seuls deux autres pays, la Tunisie et le Cap Vert atteindront également l'objectif fixé par l'OMS d'ici la fin de l'année.

Cependant, c'est le choc sur le marché du travail des pays du continent qui est le plus préoccupant car c'est un facteur fort d'instabilité sociale.

Le virus a mis en évidence la vulnérabilité des personnes travaillant dans le secteur informel

En Afrique du Sud, 1 million d'emplois ont été détruits à cause des mesures de restrictions de mobilité mises en place en 2020. Les pertes de revenus sont considérables et de plus en plus de pays africains industrialisés reportent une hausse de la faim !

Au Nigéria, le plus grand pays producteur de pétrole d'Afrique, le taux de chômage est à plus de 40 % !

Le continent souffre aussi de la chute du tourisme qui contribuait avant la pandémie à 8,5 % du PIB et employait 24 millions de personnes⁴.

Sans assistance, beaucoup risquent de sombrer dans la pauvreté.

D'après la Banque mondiale, la pandémie a poussé plus de 40 millions de personnes dans l'extrême pauvreté⁵ avant que l'Afrique soit frappée de plein fouet par la résurgence de l'épidémie en mai et en juillet 2021. Par ailleurs, vivre dans les quartiers urbains les expose davantage aux risques sanitaires alors que leur couverture sociale est inexistante et qu'ils bénéficient moins de la solidarité familiale.

Le nombre de coups d'Etat au plus haut depuis 1980 !

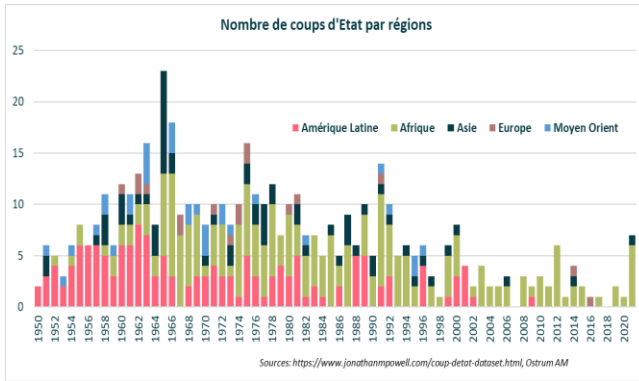
La dégradation de la situation économique et sociale de nombreux pays africains a fait ressurgir le spectre des coups d'Etat qui, après une décennie relativement calme, sont de retour en Afrique, comme le montre le graphique ci-dessous.

³ Prévisions de la Banque africaine de développement (AFDB)

⁴ African economic outlook 2021, AFDB

⁵

<https://www.worldbank.org/en/news/factsheet/2020/06/02/world-banks-response-to-covid-19-coronavirus-in-africa>



L'Afrique est le continent qui a connu le plus de coups d'Etat dans l'Histoire, mais cette année le nombre est au plus haut depuis les années 1980 !

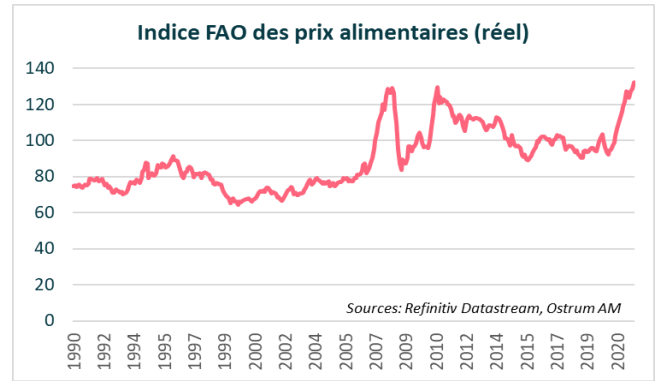
Depuis le 18 août 2020, six coups d'Etat ont été commis. Deux au Mali, en mai 2020 et août 2021, un au Tchad, en mai 2021, un en Guinée, en septembre 2021, et deux au Soudan en février et octobre 2021. D'autres pays ont également connu des situations compliquées cet été, comme la Tunisie. Depuis, la « révolution du jasmin » de 2011, la situation politique de la Tunisie est très instable. La succession des gouvernements et les coups d'éclats politiques ont significativement réduit la visibilité macro-économique du pays ce qui pénalise l'investissement, élément clé pour la croissance.

Le dernier en date est celui du 25 juillet 2021, lorsque le président Kaïs Saïed, invoquant l'article 80 de la Constitution tunisienne, a suspendu les travaux du Parlement et a annoncé la levée de l'immunité de tous les députés. Il a ensuite annoncé, le 22 septembre, le prolongement des décisions et a décidé de suspendre les salaires et autres revenus accordés aux députés. Les décisions du président font craindre une dérive totalitaire qui nuirait aux perspectives économiques du pays.

Des facteurs aggravants

La hausse des prix alimentaires, principal risque pour 2022

L'indice FAO des prix alimentaires (déflaté de l'indice des produits manufacturiers) est au plus haut historique et a dépassé les niveaux de 2011, date des « printemps arabes » caractérisés par une forte instabilité politique dans ces pays (Tunisie, Egypte, Algérie).



Depuis mai 2020, l'indice a augmenté de plus de 40 % ! **La hausse des prix alimentaires, combinée à des revenus réduits, signifie également que les ménages doivent réduire leur consommation alimentaire, menaçant les gains passés en matière de réduction de la pauvreté, de nutrition et de sécurité alimentaire**

Le risque climatique : un multiplicateur de crises

Le risque climatique aggrave la sécurité alimentaire de l'Afrique Subsaharienne, qui est la région la plus vulnérable au risque climatique alors que c'est le plus petit contributeur au monde d'émissions de gaz à effet de serre, moins de 5 % des émissions mondiales. Un tiers des sécheresses mondiales se produisent déjà en Afrique Subsaharienne, dont l'agriculture est très dépendante de la pluie. **Le facteur climatique peut jouer le rôle d'amplificateur de crises en aggravant les tensions préexistantes, la faiblesse de la gouvernance et d'autres problèmes sociaux économiques.**

La coopération internationale reste primordiale

C'est la mobilisation financière rapide de la communauté internationale qui a été d'une aide vitale pour l'Afrique sans laquelle des décennies de progrès durement gagnés seraient réduits à néant⁶.

La récente allocation en DTS a permis d'augmenter les réserves de change des pays, et renforcer leurs positions extérieures.

La coopération internationale reste primordiale et doit

6 MyStratWeekly, EM après Jackson Hole

se renforcer.

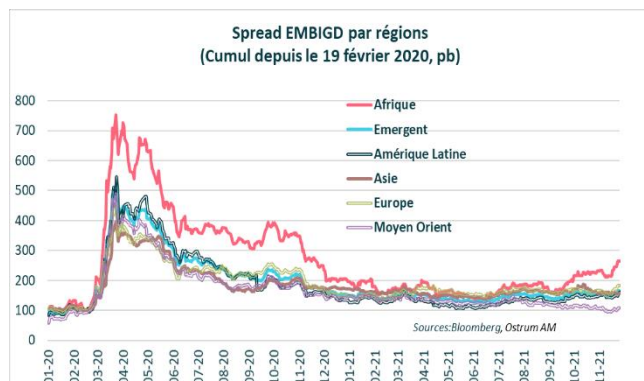
En effet, les marges de manœuvres budgétaires⁷ sont réduites voire inexistantes dans certains pays, et le continent doit encore faire face aux dépenses liées au virus qui continue de sévir, ainsi qu'aux conséquences économiques.

Dans cette perspective, le transfert supplémentaire de DTS des pays riches aux pays les plus pauvres permettrait, s'il était mis en place, d'apporter des ressources supplémentaires qui donneraient plus de marges de manœuvre pour aider la reprise post-pandémique.

Stratégie & marchés

Les vulnérabilités structurelles de l'Afrique se reflètent sur son profil de crédit

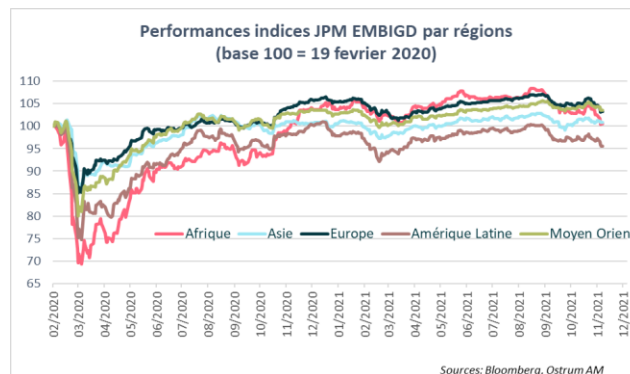
Le graphique ci-dessous représente les spreads de l'indice EMBIGD des différentes régions en cumul depuis la déclaration par l'OMS de pandémie mondiale, le 19 février 2020.



En 2020, la prime de risque de l'Afrique s'est le plus détériorée atteignant plus de 700 pdb alors que celle de l'indice EMBIGD était de 400 pdb, reflétant le fort choc de la pandémie qui a exacerbé les vulnérabilités préexistantes du continent.

On note toutefois que la prime de risque s'est réduite rapidement à partir du printemps 2020, reflétant la mobilisation financière rapide de la communauté internationale qui a réduit le risque de liquidité pour de nombreux pays très fragiles en allégeant les pressions financières.

Cela s'est traduit dans les performances de l'indice EMBIGD Afrique (graphique ci-dessous) qui a renoué rapidement avec son niveau d'avant pandémie, alors que l'Amérique Latine reste à la traîne. L'indice EMBIGD LatAm n'a toujours pas retrouvé son niveau pré-pandémie, comme le montre le graphique ci-dessous, par rapport aux autres régions.

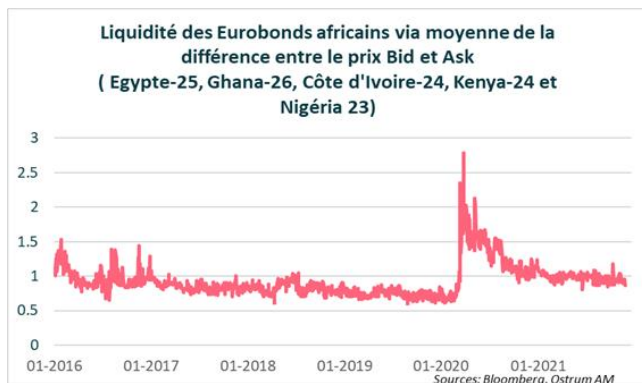


L'Amérique Latine a été touchée de plein fouet par la crise sanitaire et par ses conséquences économiques. L'incertitude politique liée au calendrier électoral chargé (Pérou, Chili,...) a également réduit la visibilité macroéconomique, ce qui a détérioré le sentiment des investisseurs pour la région.

Un autre point que l'on peut noter est l'atténuation des tensions sur la liquidité. La liquidité des eurobonds s'était détériorée à la suite du resserrement brutal des conditions financières mondiales qui avait conduit à une pénurie de dollar. La réactivation par la Fed des lignes de swap en dollar, mises en place lors de la crise financière de 2008, ainsi que ses autres mesures pour injecter des liquidités ont permis d'atténuer les tensions sur les marchés mondiaux.

Le graphique ci-dessous représente la moyenne des écarts entre le prix d'achat et de vente des eurobonds sur des maturités courtes, proxy de liquidités, pour cinq pays africains : l'Egypte, le Ghana, la Côte d'Ivoire, le Kenya et le Nigéria.

⁷ MyStratweekly, la dette EM en pleine mutation

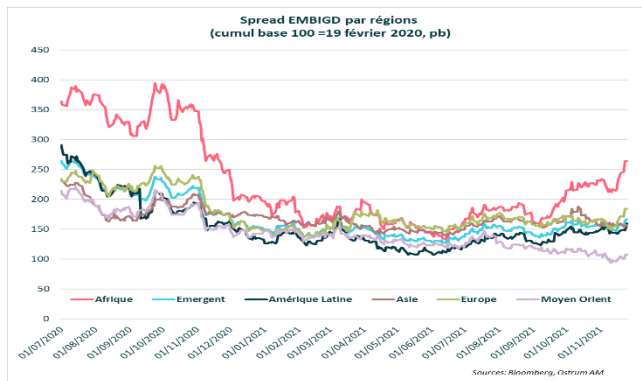


On observe une hausse de l'écart de prix sur tout le premier trimestre 2020, pour ensuite baisser progressivement sous les 1 pdb, ce qui reste néanmoins au-dessus des niveaux d'avant pandémie. Les investisseurs internationaux restent méfiants à cause de l'équilibre macro-financier fragile de ces pays.

L'accélération de l'inflation alimentaire augmente les primes de risque des pays africains...

Depuis trois mois, le sentiment des investisseurs internationaux a brutalement changé en raison des craintes sur l'inflation, notamment celle de la hausse des prix alimentaires, qui menacent la stabilité macroéconomique et politique/sociale des pays émergents.

Cela s'est traduit par une hausse des primes de risque, que l'on peut voir sur le graphique ci-dessous, qui est un agrandissement sur la période récente du premier graphique sur les spreads EMBIGD.



L'Amérique Latine, dont l'indice EMBIGD avait les plus mauvaises performances depuis le début de l'année, vient d'être rattrapée rapidement par l'Afrique.

La hausse des primes de risque est une nouvelle fois particulièrement marquée pour l'Afrique. Depuis septembre 2021, le spread EMBIGD de la région s'est écarté de plus de 100 pdb, + 37 pdb pour l'Amérique Latine, + 30 pdb pour

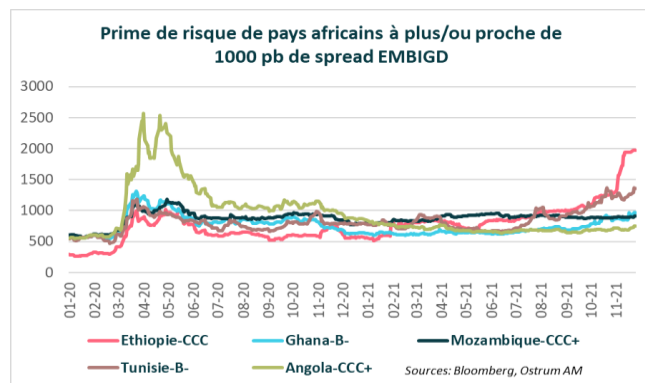
l'Europe, + 4 pdb pour l'Asie, et -6 pdb pour le Moyen Orient. L'Asie et le Moyen Orient ont joué leur rôle de valeurs défensives, même si la hausse des prix alimentaires devrait aussi fragiliser les pays asiatiques les plus faibles. Cela signifie que la hausse des prix alimentaires est plus déstabilisatrice pour l'Afrique, que pour les autres régions. C'est le principal risque pour le continent en 2022, ce qui devrait se traduire par une hausse des primes de risque pour plusieurs pays déjà fragilisés.

... car c'est une menace pour la stabilité sociale et politique

Le retour du risque politique augmente également les primes de risque.

Le retour du risque politique a mis sous pression le profil crédit de nombreux pays d'Afrique, avec des primes de risque supérieures ou proches des 1000 pdb.

C'est le cas de la Tunisie, dont la prime de risque (spread EMBIGD) a atteint des plus hauts historiques à 1 358 pdb liés à la dégradation de la situation politique du pays.

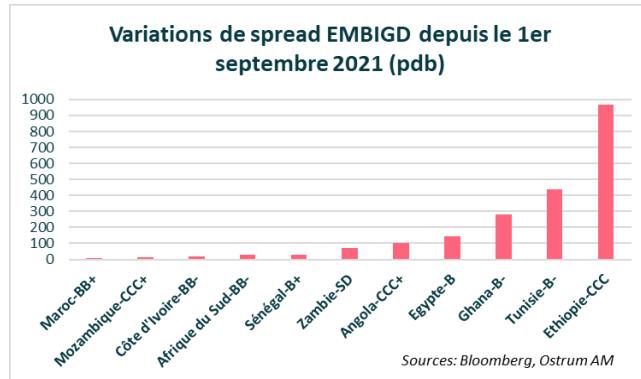


L'Ethiopie, très mal notée par les agences de notation, CCC, qui avait déclaré le 29 janvier 2021 vouloir renégocier sa dette dans le cadre du nouveau cadre de négociation du G20, a également le spread le plus élevé de la région proche des 2 000 pdb. Le pays s'apprête à entrer en guerre contre les rebelles oromos et tigréens, ce qui risque de déstabiliser toute la région.

Enfin, le Ghana, deuxième producteur mondial de cacao, après la Côte d'Ivoire, où les intérêts de la dette représentent 129 % de ses revenus ! Ses marges de manœuvre budgétaires sont donc très réduites et le pays fait face également à des tensions sociales. Le gouvernement a décidé d'augmenter les impôts, notamment les prix de l'essence de 20 %, pour augmenter ses recettes fiscales mises à mal par la crise sanitaire.

La gouvernance est un déterminant fort des primes de risque

On peut distinguer une différenciation entre les pays au sein de la région. Le graphique ci-dessous montre les variations de spread EMBIGD d'une sélection de pays africains depuis le 1er septembre 2021.



Les pays les mieux notés ont dans l'ensemble enregistré de faibles variations de spread de l'ordre de celle de l'indice EMBIGD (26 pdb). Leurs notations reflètent aussi leur relative stabilité politique. Le Mozambique, qui a une très mauvaise note comme l'Ethiopie, avait déjà une prime de risque élevée (907 pdb), à cause de ses problèmes de remboursement de sa dette, mais compte sur ses ressources en gaz liquéfié pour la rembourser.

L'Egypte et la Tunisie, tous les deux importateurs nets de produits agricoles, sont les plus vulnérables à la hausse des prix alimentaires qui menace leurs stabilités sociale et politique. La hausse de la prime de risque de l'Egypte est liée également à sa propre dispute avec l'Ethiopie au sujet d'un barrage sur le Nil (Le "Grand Ethiopian Renaissance

Dam", plus grand barrage africain). Nous privilégions les pays à gouvernance stable. Nous restons prudents sur les pays importateurs nets de produits agricoles.

Conclusion

La pandémie Covid-19 est une force destabilisatrice pour l'Afrique qui souffrait déjà de vulnérabilités structurelles préexistantes. Le risque d'instabilité politique et sociale de la région augmente fortement, aggravé par la hausse des prix alimentaires et les effets du changement climatique. La mobilisation financière rapide de la communauté financière internationale avait été primordiale en 2020 pour éviter la perte des décennies de progrès, notamment sur l'éradication de l'extrême pauvreté (SGD 1). La coopération internationale doit donc continuer et se renforcer pour éviter que l'Afrique ne s'éloigne des 17 objectifs de développement durable de l'ONU. Sur le plan de la stratégie de marchés, cela devrait se traduire par une augmentation des primes de risque liée à la détérioration de la gouvernance et des perspectives économiques. Nous privilégions les pays à gouvernance stable. Nous restons à l'écart des pays importateurs nets de produits agricoles.

Zouhoure Bousbih

- **La revue des marchés**

Retour vers l'inconnu

Le variant sud-africain engendre des rotations violentes sur les marchés

L'inflation du prix de la dinde (+14% sur un an !) en cette semaine de Thanksgiving a laissé place dans l'actualité au nouveau variant sud-africain. Sa diffusion rapide inquiète et de nombreux pays ont déjà suspendu les liaisons aériennes vers six pays du sud du continent. L'OMS prévoit qu'il faudra plusieurs semaines pour établir la dangerosité de ce variant. Les marchés d'actions ont dévissé en Asie lors de la séance de vendredi. Les contrats à terme sur le S&P, l'Euro Stoxx 50 et les principaux indices boursiers européens perdaient rapidement entre 2 et 4%. La faible liquidité des marchés financiers autour de Thanksgiving a probablement accentué les décalages de prix. La hausse des rendements américains qui traduisait les anticipations d'une accélération de la sortie du quantitative easing est effacée. Le T-note à 10 ans se stabilise autour d'1,50% après un sommet près d'1,69% en séance mercredi. Le repli vers le Bund allemand est plus mesuré mais l'emprunt allemand se traite sous le niveau de -0,30%. Les positions profitables dernièrement sont réduites, à l'instar de la correction du dollar-yen. L'euro remonte vers 1,128. Les indices de crédit synthétique ont fortement réagi. L'iTraxx crossover (285pb) s'écartait de plus de 20pb à l'ouverture de vendredi. En résumé, le monde est replongé dans l'incertitude sanitaire, avec le risque d'une croissance heurtée au cours de l'hiver. Les niveaux de volatilité sur les actions, le change ou les taux ont sensiblement augmenté. Le prix du pétrole a plongé (75\$ sur le Brent) anticipant une baisse du trafic aérien. La plupart des matières premières plongent (notamment les métaux), à l'exception de l'or.

Le retour de l'inconnue sanitaire intervient alors que les enquêtes de conjoncture sont au beau fixe en novembre. Les sondages régionaux de la Fed témoignent d'un rebond de l'activité. Le PIB du deuxième trimestre (+2,1%) a certes été arrondi à la baisse, mais les données de consommation et de revenus des ménages pour le mois d'octobre sont bien orientées. Parallèlement, les commandes de biens d'équipement des entreprises préfigurent une poursuite de la hausse de l'investissement. En zone euro, les PMI de novembre annonçaient une embellie, qui se trouve donc partiellement remise en cause par l'incertitude sanitaire, voire le Brexit ou les tensions aux frontières de l'Est.

Sur le plan monétaire, la résurgence du Covid complique probablement la donne. L'inflation est devenue un enjeu politique majeur dans l'optique des élections de mi-mandat. La reconduction de Jerome Powell (aux dépens de Lael Brainard promue Vice-Présidente) assure une certaine continuité mais le compte rendu de la réunion de novembre laisse déjà envisager une sortie accélérée du programme d'achat d'actifs et des hausses de taux plus précoces. Les

marchés intègrent deux relèvements des Fed Funds l'an prochain. La BCE est dans une situation similaire. Les risques d'inflation sont à la hausse selon Isabel Schnabel. Le consensus au sein du Conseil migre ainsi vers une calibration moins accommodante de la politique monétaire. La BoE, certes imprévisible, semblait faire un pas de plus vers une hausse en décembre en raison de l'inflation salariale (5,8% sur un an, bonus compris) susceptible de renforcer la dynamique des prix.

La réaction épidermique des marchés mondiaux à l'annonce du nouveau variant a concerné tous les marchés. Les intervenants asiatiques ont rapidement vendu des contrats à terme sur les indices locaux et occidentaux. Le Nikkei, comme l'indice de Hong-Kong, perdait 2,5% vendredi. Les marchés européens s'affichaient en baisse de 2 à 4%. Des rotations sectorielles violentes se mettent en place. Le secteur des transports et des loisirs plonge de 7% vendredi et les banques effacent une partie de leur surperformance en raison du repli des taux. Les valeurs technologiques et la pharmacie, en particulier les fabricants de vaccins, profitent une nouvelle fois de la baisse des taux à long terme.

Sur les marchés de taux, le variant infléchit à la marge la trajectoire de resserrement prévu. Le mouvement de courbe n'est pas très marqué puisque les rendements baissent sur l'ensemble des maturités vendredi (-10pb sur le 30 ans). Le T-note oscille autour de 1,50%. Les emprunts indexés sous-performent à la fois pour des raisons techniques liées à la fuite vers la qualité et au repli de l'or noir. L'aplatissement est plus fort sur le 2-10 ans européen compte tenu de la cherté initiale du 2 ans, alors que le collatéral se raréfie dans la perspective de la fin d'année. Les spreads souverains périphériques ont peu bougé, l'élargissement reflétant l'ajustement rapide du contrat Bund. Les banques sont aussi moins enclines à intermédiaire le marché fin novembre.

Les marchés du crédit sont souvent paralysés par l'absence de liquidité dans les phases d'accélération baissière. Le seul recours est d'utiliser les dérivés de crédit pour réduire les risques. Le spread de l'iTraxx crossover remonte ainsi au-delà de 280pb. Cela traduit aussi la fragilité des actifs non éligibles aux achats de la BCE. L'écartement du high yield s'est accéléré en fin de semaine. Parallèlement, les spreads IG s'élargissent de 4-5pb supplémentaires vendredi. Les dettes subordonnées et hybrides souffrent. Le primaire était pourtant actif cette semaine avec 8,4 Mrds de senior financières et 4 Mrds de non-financières.

Sur le marché des changes, la baisse des métaux pèse sur les dollars australien et canadien. La couronne norvégienne ou le rouble russe surréagissent aussi à la chute du Brent malgré les perspectives de resserrement monétaire. Les positions de portage financées en yen se retournent brutalement. Quant aux émergents, le rand décroche pour des raisons évidentes.

Axel Botte

Stratégiste international

● Marchés financiers

| Emprunts d'Etats | 29-nov.-21 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2021 (pb) |
|---------------------------------|------------|------------|---------|-----------|
| EUR Bunds 2a | -0.75 % | -1 | -17 | -5 |
| EUR Bunds 10a | -0.32% | -2 | -21 | +25 |
| EUR Bunds 2s10s | 43 bp | -1 | -5 | +30 |
| USD Treasuries 2a | 0.53 % | -6 | +3 | +40 |
| USD Treasuries 10a | 1.53 % | -10 | -2 | +61 |
| USD Treasuries 2s10s | 100 bp | -4 | -5 | +21 |
| GBP Gilt 10a | 0.86 % | -7 | -17 | +66 |
| JPY JGB 10a | 0.08 % | +0 | -2 | +6 |
| EUR Spreads Souverains (10a) | 29-nov.-21 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2021 (pb) |
| France | 36 bp | +1 | -1 | +13 |
| Italie | 130 bp | +4 | +2 | +18 |
| Espagne | 74 bp | +2 | +2 | +12 |
| Inflation Points-morts (10a) | 29-nov.-21 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2021 (pb) |
| EUR OATi (9a) | 164 bp | +5 | +13 | - |
| USD TIPS | 258 bp | -5 | -1 | +59 |
| GBP Gilt Indexés | 418 bp | +9 | +25 | +118 |
| EUR Indices Crédit | 29-nov.-21 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2021 (pb) |
| EUR Credit IG OAS | 111 bp | +13 | +25 | +19 |
| EUR Agences OAS | 52 bp | +3 | +9 | +11 |
| EUR Obligations sécurisées OAS | 49 bp | -1 | +8 | +17 |
| EUR High Yield Pan-européen OAS | 353 bp | +29 | +32 | -5 |
| EUR/USD Indices CDS 5a | 29-nov.-21 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2021 (pb) |
| iTraxx IG | 56 bp | +6 | +5 | +8 |
| iTraxx Crossover | 280 bp | +27 | +19 | +39 |
| CDX IG | 56 bp | +4 | +4 | +5 |
| CDX High Yield | 319 bp | +19 | +17 | +25 |
| Marchés émergents | 29-nov.-21 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2021 (pb) |
| USD JPM EMBI Global Div. Spread | 391 bp | +31 | +34 | +40 |
| Devises | 29-nov.-21 | -1sem (%) | -1m(%) | 2021 (%) |
| EUR/USD | \$1.127 | +0.29 | -2.49 | -7.74 |
| GBP/USD | \$1.330 | -0.72 | -2.79 | -2.71 |
| USD/JPY | ¥113.75 | +0.99 | +0.18 | -9.23 |
| Matières Premières | 29-nov.-21 | -1sem (\$) | -1m(\$) | 2021 (\$) |
| Brent | \$75.1 | -\$4.7 | -\$8.7 | \$24.4 |
| Or | \$1 784.2 | -\$20.5 | \$0.8 | -\$114.2 |
| Indices Actions | 29-nov.-21 | -1sem (%) | -1m(%) | 2021 (%) |
| S&P 500 | 4 669 | -0.63 | 1.37 | 24.29 |
| EuroStoxx 50 | 4 110 | -5.28 | -3.32 | 15.67 |
| CAC 40 | 6 776 | -4.63 | -0.79 | 22.06 |
| Nikkei 225 | 28 284 | -4.91 | -2.11 | 3.06 |
| Shanghai Composite | 3 563 | -0.54 | 0.43 | 2.58 |
| VIX - Volatilité implicite | 21.85 | 22.00 | 34.38 | -3.96 |

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 ...29/11/2021

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