



## A votre santé !

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	2020
MSCI Europe NR €	213,90	1,94%	-12,35%
S&P 500 \$	3 348,40	1,52%	3,64%
Nasdaq Composite \$	11 075,00	1,48%	23,43%
Nikkei ¥	23 029,90	-0,75%	-2,65%
MSCI EM Net \$	521,50	2,21%	-1,15%
China A Shares (CNY)	3 372,60	-0,04%	5,53%
Euro / Dollar	1,1716	0,73%	4,49%
Gold \$	1899,8	2,06%	25,21%
Brent Oil \$	39,3	-7,40%	-35,85%
Xover TR - Spread	341,10	-22,1 bps	133,9 bps

\*Price to book ratio (cours/valeur nette comptable) \*\* Price to earnings ratio of Shiller (earnings moyen sur 10 ans / cours)

Santé ! Mais quelle santé ? La **santé de Donald Trump** tout d'abord qui a l'air de s'améliorer, au contraire de la **situation sanitaire générale**, et de la **santé de l'économie** qui montre de plus en plus une reprise qui patine, ce qui appelle à des **plans de relance** encore plus conséquents et qui ne sont pas encore au rendez-vous. Les banques centrales appuient sur ce sujet. La **santé c'est évidemment aussi un secteur économique** et boursier de première importance. Parmi ces acceptions du mot santé, nous retenons surtout celle de la convivialité dont nous espérons le retour prochain. Santé à toutes et tous !

### La déflation s'installe en zone euro et incite la BCE à amender ses objectifs de politique monétaire.

L'estimation flash du taux d'inflation de la zone euro s'enforce dans le rouge, à **-0,3%** en septembre après **-0,2%** en août. L'inflation sous-jacente se replie un peu plus nettement que l'ensemble, de 0,4% à 0,2%. La BCE avait indiqué lors de sa précédente réunion que des éléments exceptionnels pesaient sur le taux d'inflation d'août, mais certains ont disparu sans empêcher une nouvelle décrue des prix. La baisse de la TVA allemande pèse encore sur l'inflation globale de la zone euro, mais pas tant que cela, puisque l'inflation allemande est très proche de la moyenne à -0,4%. De plus, **ce sont 12 pays sur 19 qui affichent une inflation nulle ou négative**. Le recul des prix du pétrole joue également un rôle, mais lui aussi limité, puisque l'inflation hors énergie a diminué de 1,4% en juillet à 0,7% en août et 0,6% en septembre, le recul du pétrole en septembre étant compensé par la hausse des prix des produits frais. Au vu des développements récents, l'impact de la baisse du pétrole devrait s'accroître en octobre. **Sauf événement exceptionnel, le taux d'inflation de la zone euro pourrait rester négatif au moins jusque'en fin d'année.**

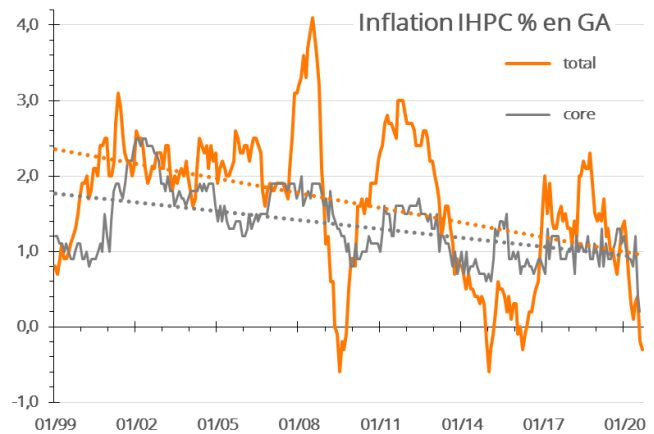
Le problème d'une inflation insuffisante s'avère durable, puisque la moyenne est de 1,02% sur 5 ans et 1,27% sur 10 ans. La tendance longue est à la baisse (cf. graphique) et le risque d'un décrochage des anticipations inflationnistes est réel. De même, **la capacité de relance de l'économie par la politique monétaire est réduite**, puisque la BCE n'est pas en mesure en ce moment de conduire les banques à proposer des crédits à taux réel négatif ou nul. **Une revue de l'objectif d'inflation de la BCE était prévue pour cette année** depuis plus d'un an, elle doit être achevée l'an prochain. La conjoncture actuelle, tout comme l'évolution récente de la position de la Fed ne peuvent qu'inciter la BCE à poursuivre dans cette voie. Des membres de la BCE ont déjà laissé entendre que, à l'image de la Fed, elle serait prête à **accepter une période d'inflation supérieure à**

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	2020
10 ans Allemand	-0,54%	-1 bps	-35 bps
30 ans Allemand	-0,10%	0 bp	-45 bps
10 ans US	0,70%	5 bps	-121 bps
30 ans US	1,49%	9 bps	-90 bps
10 ans Italie	0,78%	-11 bps	-64 bps

	Performance YTD	P/B*	P/E Shiller**
Health Care Equipment & Services (Europe)	2,95%	3,49	52,19
Health Care Equipment & Services (US)	3,18%	3,72	41,84
Pharma & Biotech Europe / US	0,07% / 3,68%	4,3 / 5,82	24,31 / 27,34
MSCI Europe / S&P 500	-12,35% / 3,64%	1,85 / 3,88	18,29 / 29,49

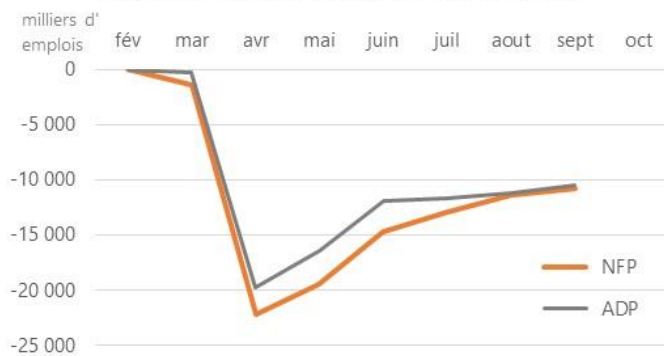
**l'objectif actuel.** Mais intégrer un nouvel objectif, on pense bien sûr à l'emploi, sera plus difficile à faire, dans la mesure où cela va à l'encontre des statuts actuels du SEBC. Par ailleurs, **l'inclusion d'un poste de "loyer fictif"** pour les propriétaires occupants dans l'indice des prix (comme aux USA) est un serpent de mer de l'analyse monétaire, qui présente deux inconvénients susceptibles de **créer un sentiment de manipulation**. D'une part il intégrerait un élément théorique et pas directement mesurable ; d'autre part, il gonflerait rétrospectivement le taux d'inflation, notamment dans les pays les plus centralisés comme la France, avec un petit nombre d'agglomérations particulièrement denses où les prix de l'immobilier se sont envolés.



### Malgré la baisse du taux de chômage, le marché du travail se dégrade aux USA.

**Le ralentissement des créations d'emplois en septembre n'est pas trop inquiétant.** Pour pallier les fortes fluctuations de l'emploi public, largement liées au recensement décennal, il vaut mieux se référer à l'emploi privé, qui montre un gain mensuel qui tombe sous la barre du million à 877k en septembre après 1022 en août. Globalement, le ralentissement attendu est bien là, et **la reprise en forme d'aile d'oiseau est confirmée** (cf. graphique). Il reste encore plus de **10.7 mns d'emplois perdus depuis février** (soit 48,5% des pertes initiales, sans compter la tendance haussière sous-jacente, plus de 2 mns par an, qui est aussi perdue). Cet indicateur n'est pas de nature à modifier l'argumentaire ni l'équilibre dans la campagne électorale.

## Emploi US : redressement en aile d'oiseau



Plus préoccupant quant au fonctionnement du marché du travail, **le taux de participation** qui se redressait depuis 4 mois, **rechute de 61,7 à 61,4%**. La persistance de la crise (et peut-être les événements climatiques) ont éloigné beaucoup personnes du marché du travail. On reste loin des chiffres supérieurs à 63% qui prévalaient avant la crise. Cela contribue au recul d'un demi-point (contre -0,2 point espéré) du taux de chômage à 7,9% en septembre, c'était son niveau de début 2013. Si 60% de la hausse de mars/avril a été effacé, on reste, là aussi, loin du taux de chômage d'avant la pandémie, soit 3,5%.

**Le salaire horaire moyen varie peu.** Sur un mois, il n'augmente que de 0,1%, contre 0,2% attendu, après 0,3% en août ; et sur un an **le glissement est stable, 4,7% en septembre** (après un chiffre révisé de 4,7 à 4,6% le mois précédent). Cela conforte notre analyse, c'est une **déformation de la structure des emplois, au détriment des bas salaires**, qui explique que la hausse annuelle du salaire moyen soit passée de 3,0 / 3,1% avant la crise à 4,7% aujourd'hui. **La tendance sous-jacente est peut-être même plus faible aujourd'hui qu'avant la crise**, du moins si l'on en juge par les 3 derniers mois durant lesquels la hausse n'est que d'environ 2% en rythme annualisé.

### Focus : le secteur de la santé

**Le secteur de la santé est un secteur bien connu pour ses caractéristiques défensives** qui ne se sont pas démenties cette année encore, en actions comme en obligations. Il a ainsi généré une performance légèrement positive en Europe contre un indice à -12%, et les spreads *investment grade* se sont bien plus rapidement rétablis que l'indice après la crise de mars.

**Pour autant, ce secteur est plus divers qu'il n'y paraît.** Tout d'abord en poids dans les indices actions. S'il représente 17% des indices européens au sens large, il ne compte que pour 9% des indices de la zone euro. La différence réside dans les grands laboratoires suisses et britanniques.

Au sein du secteur de la santé, on distingue les grands laboratoires internationaux, véritables « mégacaps » diversifiées, très stables et productrices de cashflows significatifs, et les *biotechs*, dont le stade développement peut varier significativement.

### Focus (suite)

Il y a aussi les entreprises d'équipement et de services médicaux, *testing*, immobilier médicalisé, etc... dont les situations individuelles, de taille, de diversification d'activités et de levier financier sont très diverses.

Lorsque l'on pense au **côté défensif** de la santé, on pense surtout aux grands laboratoires. **Du côté obligataire**, leurs spreads sont très serrés, les rendements de leurs obligations faibles voire négatifs, ce qui fait que nous sommes faiblement exposés à ces émetteurs. Le reste de l'univers est varié et donc plus riche sur le plan obligataire.

**Côté actions**, nos modèles aboutissent à des expositions différentes. Notre approche multifactorielle Eurozone filtrée avec des critères ESG sous-pondère le secteur. Bayer explique une partie de cette sous-pondération, mais plus généralement **la santé est aujourd'hui moins typée pour chacun des grands facteurs considérés.** Leurs caractéristiques de qualité et de croissance sont bien présentes mais moins que d'autres secteurs. C'est peut-être pour cela que, aux Etats-Unis, ces secteurs ont légèrement sous-performé le S&P. **En revanche, la Variété Maximale surexpose tous les sous-secteurs de la santé, ce qui signifie qu'ils apportent bien une diversité de comportements boursiers.** Le cas Bayer étant contourné via la Suisse.

Au-delà des enjeux des vaccins Covid, dont la demande devrait être pléthorique même si la rentabilité est moins lisible, les grands enjeux médicaux restent à l'ordre du jour (cancers, cardio-vasculaires, ruptures technologiques dans la détection des maladies et les traitements etc.) qui sont des vecteurs de croissance dans des pays développés vieillissants. **La santé est un secteur incontournable.**

### A surveiller cette semaine

#### Dans l'attente des résultats des entreprises

Nous n'aurons pas **d'indicateur économique majeur** cette semaine, hormis le PIB britannique du mois d'août. Les négociations s'intensifient entre le RU et l'UE, même si un accord ne sera pas trouvé avant sommet européen des 15 et 16 octobre. La date butoir a été repoussée, d'un commun accord, à début novembre.

**La saison des résultats du T3 va débiter et pourrait donner le ton** pour les marchés actions. Mais l'attention des marchés pourrait encore se porter sur **des questions sanitaires**, et pas seulement sur l'état de santé du Président américain. En effet, d'un côté la situation se détériore partout en Europe, mais aussi aux Etats-Unis, et, de l'autre, la recherche d'un vaccin semble enregistrer des progrès.

Achévé de rédiger par Alexis Merville  
et Dominique Barbet le 06/10/20 à 19h00