



Le pire n'est jamais sûr !!

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	2020
MSCI Europe NR €	214,00	-1,29%	-12,30%
S&P 500 \$	3 465,39	-0,53%	7,26%
Nasdaq Composite \$	11 548,28	-1,06%	28,71%
Nikkei ¥	23 516,59	0,45%	-0,59%
MSCI EM Net \$	548,03	1,11%	3,88%
China A Shares (CNY)	3 435,57	-1,75%	7,50%
Euro / Dollar	1,1860	1,21%	5,77%

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	2020
10 ans Allemand	-0,57%	5 bps	-39 bps
30 ans Allemand	-0,15%	5 bps	-50 bps
10 ans US	0,84%	10 bps	-107 bps
30 ans US	1,64%	11 bps	-75 bps
10 ans Italie	0,76%	11 bps	-65 bps
Xover TR - Spread	329,43	3 bps	122 bps
Gold \$	1 902,05	0,15%	25,36%
Brent Oil \$	41,77	-2,70%	-31,77%

Il y a longtemps que les marchés ne s'étaient pas trouvés au confluent de tant d'événements majeurs et anxiogènes. Une nouvelle vague de la pandémie qui, de l'aveu même de certains gouvernements les surprend et échappe à leur contrôle. Une élection américaine dont les jeux semblent faits, mieux encore qu'ils n'en avaient l'air en 2016 ! ... et pourtant, une immense méfiance quant à la probable victoire de J. Biden. Un Brexit sur lequel on ne sait pas encore ce qu'il sera, dur ou négocié, ... dur à prévoir au moins.

Que de sujets difficiles dès qu'on veut réfléchir à ses expositions, au-delà de la qualité intrinsèque de chaque émetteur. Chaque problématique est complexe.

l'incertitude sanitaire est revenue assez brutalement

La seconde vague est évidemment violente et elle vient de secouer les marchés. Mais l'inquiétude affichée des autorités doit-elle faire craindre des mesures très étendues, alors que le triptyque tests, masques, règles de distanciation, devrait permettre une gestion plus fine ? Faut-il anticiper des mesures sévères, aussi sévères qu'au printemps ? A l'évidence les mesures varient d'un pays à l'autre. Quel impact économique, par exemple si l'on doit se confiner en week-end, donc le samedi, jour des courses ?

Outre cette incertitude forte sur ce que seront les mesures immédiates, leur durée, leur dureté, leur impact, les marchés financiers vont regarder plus loin, vers les probabilités d'un (ou plusieurs) vaccins, dès début 2021 ? Des annonces peuvent, devraient, intervenir, mais l'efficacité, la disponibilité, l'organisation de la vaccination resteront des sources d'incertitude. Et, même avec l'espoir d'une solution au printemps 2021, on doit intégrer les dégâts de cette 2^{nde} vague sur une reprise qui s'essouffait déjà.

l'incertitude électorale pourrait durer plus que prévu

Aux Etats-Unis, la défiance à l'égard des sondages est extrême. Alors que les biais essentiels qui les avaient mis dans l'erreur en 2016 ont été corrigés, aucun chiffre n'est pourtant publié sans être accompagné d'un correctif égal à l'erreur de prévision du même sondage en 2016 ! Le mode d'élection du Président amplifie bien sûr le suspens, même si J. Biden est donné gagnant de 5% en Pennsylvanie, qui, dans l'ordre des scores prévus, est l'état qui lui ferait franchir la majorité des 270 grands électeurs.

A ce doute sur l'issue du scrutin s'ajoute celui sur le déroulement des votes et des dépouillements. Entre un premier affichage qui sera plus républicain, et le dépouillement du vote par correspondance, qui le fera virer plus démocrate, le climat politique et judiciaire de la semaine du 3 novembre risque d'être très anxiogène et délétaire.

Et enfin, alors que la bourse a chuté quand s'éloignaient définitivement les chances d'un stimulus avant l'élection, comment réagira-t-elle, selon le résultat ? Certains voient en une victoire complète républicaine un facteur haussier ; mais un Sénat républicain offrira-t-il à D. Trump le stimulus « énorme » qu'il demandera ? Une victoire complète des démocrates, où ils tiendraient la Chambre, le Sénat et la Maison Blanche, assurerait d'un stimulus, mais aussi de restrictions sociales accrues et augurerait d'une fiscalité plus lourde et de réglementations plus pesantes. Seule chose sûre, un résultat partagé, discuté, disputé, est la certitude d'une belle consolidation.

Dans un cas comme dans l'autre, il est clair que seule la maîtrise de la pandémie permettra une réelle reprise économique et la mise en valeur des stimuli monétaires et fiscaux. C'est vrai aux Etats-Unis comme en Europe.

Une incertitude d'arrière-plan : le Brexit

Enfin, on se demande si quelqu'un trouve encore le temps de se préoccuper du Brexit, dont une version dure, avec peut-être des conséquences institutionnelles en Ecosse, serait très dommageable à l'économie européenne dans son ensemble. Du côté britannique, on gère au bluff, mais on doit sans doute faire confiance à l'Union, dont la gouvernance permet mal un contre-bluff, pour préserver l'essentiel tout en ménageant des transitions évitant le chaos. Le plus simple est, sans doute, de mettre le sujet de côté, pour l'heure, en évitant les signatures trop locales en crédit, et en comptant sur l'exposition internationale de la bourse de Londres, en actions.

Le pire n'est jamais sûr

Pour notre part, comme le pire n'est jamais sûr, nous maintenons notre avis : exposé mais avec des couvertures optionnelles. Une posture qui sera à réviser en particulier si un pic de stress venait lui donner toute sa valeur, hypothèse à laquelle on se prépare sans l'espérer. Une stratégie à ajuster au gré des évolutions de ces multiples incertitudes.

A surveiller cette semaine

Il ne faut sans doute pas attendre grand-chose de la réunion de la BCE jeudi prochain. C. Lagarde avait déjà indiqué lors de la réunion précédente que **c'est à la politique budgétaire d'agir en priorité**, et ce constat reste valide aujourd'hui, alors que l'Union n'a pas pu avancer sur son plan de relance. Pourtant, à la détérioration de plus en plus rapide de la situation sanitaire, s'ajoute la dégradation des perspectives économiques. L'urgence est là. Certes, la BCE pourrait annoncer de nouvelles mesures, mais, primo, elles ne sont pas nécessaires (l'encours du PEPP vient de passer la barre des 600 mds il reste donc 750 mds à acheter) et, deuxio, elles n'auraient qu'une portée limitée. Il vaut peut-être mieux garder les munitions en réserve et accentuer la pression sur les différents pouvoirs politiques.

Du côté des chiffres économiques nous auront **les premiers chiffres de PIB pour le T3**. On sait que la reprise sera forte **aux Etats-Unis**, sans doute voisine de +4,5% t/t, ce qui laisserait le glissement annuel proche de -5,5%, on en a déjà parlé. Le rebond devrait être encore plus fort t/t **dans les 3 grandes économies européennes**, simplement parce que l'on y part de beaucoup plus bas. Mais **l'inquiétude sur la pérennité de la reprise l'emportera** à coup sûr, les PMI nous l'ont montré. C'est du côté des vaccins que le marché devrait chercher les bonnes nouvelles.

*Achévé de rédiger par Pierre Filippi
et Dominique Barbet le 27/10/20 à 17h00*