

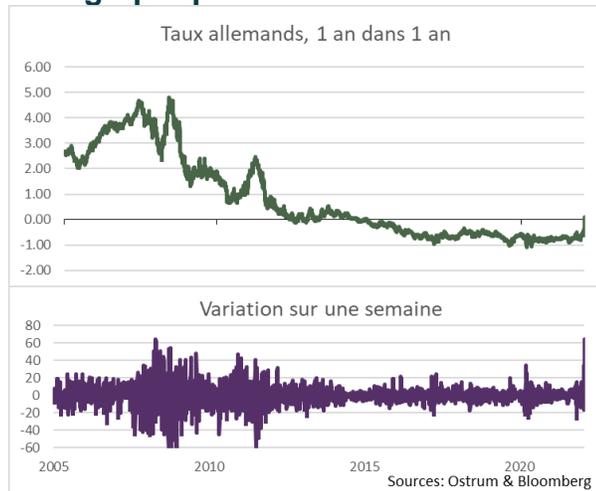
● Le thème de la semaine : Jusqu'où la Fed ?

- Le marché est passé d'un extrême à l'autre en six mois et s'attend maintenant à un resserrement monétaire à grande échelle au cours de l'année ;
- Les données économiques vont sans aucun doute dans cette direction, avec une Fed nettement en retard sur le cycle ;
- D'autre part, il n'est pas du tout certain que les actifs risqués puissent absorber un tel virage et, dans ce cas, les incitations de resserrement pourraient rapidement s'épuiser, surtout si les actions dévient. Le « put de la Fed » n'est pas mort.

● La revue des marchés : La BCE rattrapée par la réalité

- La BCE n'exclut plus de monter les taux en 2022 ;
- L'euro bondit, le Bund à + 0,20 % ;
- Les dettes périphériques s'écartent, incertitude sur l'APP ;
- Les valeurs de croissance souffrent, le high yield sous pression.

● Le graphique de la semaine



La conférence de presse de la BCE jeudi dernier a laissé des traces, en particulier sur la partie courte de la courbe. Le taux allemand à 1 an dans 1 an a fini la semaine à 0,10 %. C'est 64 ppb plus haut qu'une semaine avant. Un mouvement « à plus de 5 sigma », donc extrêmement rare.

Les anticipations de hausses des taux directeurs de la BCE ont donc beaucoup bougé. Cf. la section « Revue des marchés » pour plus de détails.

● Le chiffre de la semaine

3 %

Source : Ostrum AM

C'est la proportion d'emprunts dans l'indice crédit IG européen en taux négatif. La proportion était de 49 % en août.



Stéphane Déo
Directeur stratégie marchés



Axel Botte
Stratégiste international



Zouhoure Bousbih
Stratégiste pays émergents



Aline Goupil-Raguénès
Stratégiste pays développés

● **Thème de la semaine**

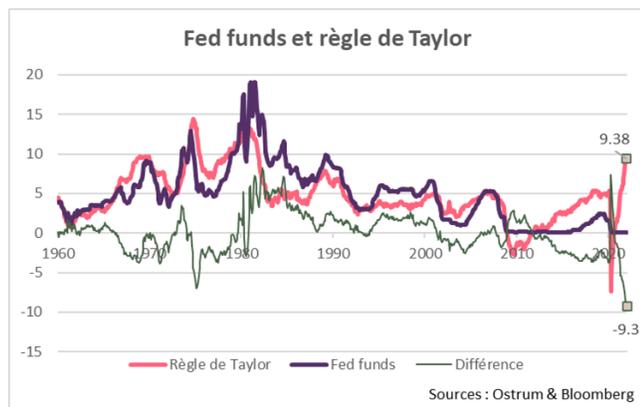
Jusqu'où la Fed ?

Le marché a complètement changé d'avis en 6 mois et attend maintenant un resserrement monétaire de grande ampleur au cours de l'année. Les données économiques poussent indubitablement dans cette direction, avec une Fed qui est clairement très en retard sur le cycle. En revanche, il n'est pas du tout certain que les actifs risqués puissent absorber un tel virage et, dans ce cas, les velléités de resserrement pourraient vite s'essouffler, en particulier si les actions dévissent. Le « put de la Fed » n'est pas mort.

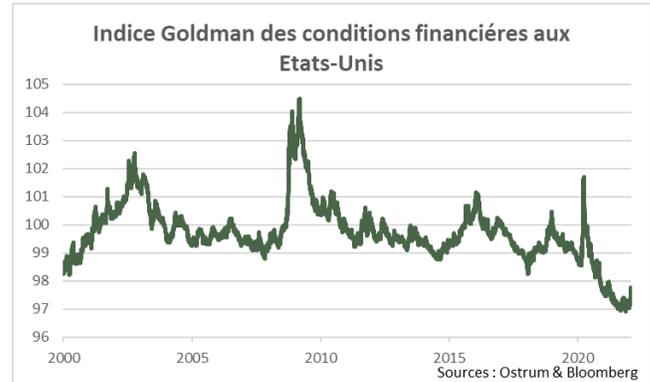
Des conditions monétaires extrêmement favorables

Commençons par un état des lieux. L'inflation est à 7 %, le taux de chômage sous les 4 %, le Case-Shiller (prix immobiliers) est à plus de 18 % et les Fed funds à 0 %. Un de ces chiffres est faux.

D'ailleurs, une règle de Taylor suggère que les Fed funds devraient actuellement être à 9,4 %. C'est l'écart par rapport aux taux observés le plus important jamais enregistré, et de très loin.



Une approche plus exhaustive donne un message similaire. Par exemple, l'indice des conditions financières de Goldman Sachs, qui prend en compte les taux, le crédit et les actions, reste malgré les attermoissements récents du marché à des niveaux très favorables.

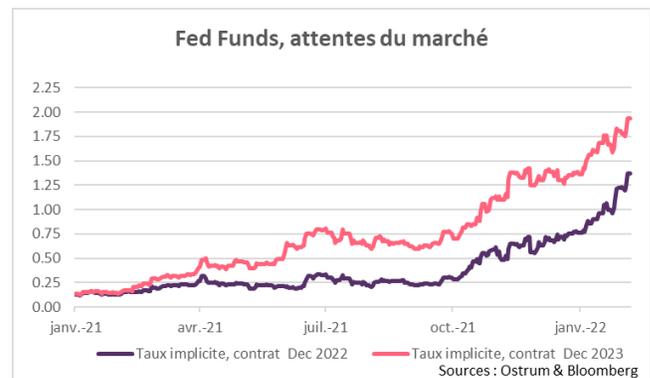


Alors que l'économie donne de plus en plus de signes de surchauffe, la politique monétaire est donc toujours calibrée pour une situation de crise aiguë, comme celle que nous avons connue pendant la vague Covid. Ce calibrage est inapproprié.

Retour de balancier

Alors que les marchés nous semblaient extrêmement complaisants il y a encore quelques mois, il y a maintenant une surenchère sur la rapidité du resserrement monétaire de la Fed.

Le graphique ci-dessous illustre ce changement d'attitude. En septembre, l'année dernière, le marché nous disait que la Fed monterait ses taux une fois en 2022. Et encore, ce n'était pas tout à fait certain. On est maintenant à 5 hausses de taux avec des Fed funds qui finissent l'année à 1,25 %.



Ce changement s'est accompagné d'une dispersion importante des attentes des instituts de prévision. S'il y a une majorité d'attentes pour 4 ou 5 hausses, la palette va de 3 hausses à 7 hausses (une à chaque FOMC, à partir de mars).

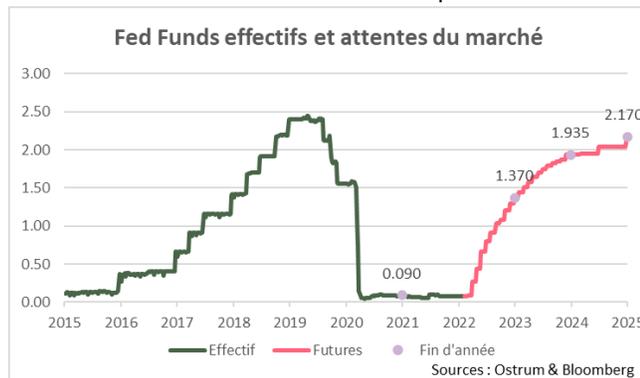
Le scénario central

Le scénario central sur la Fed, si on lit le marché, serait en trois points :

Un tapering qui entraîne un arrêt du QE dès mars. La Fed a tellement communiqué sur le sujet que la cause est quasiment entendue. Mars, c'est demain, un revirement de la Fed est peu probable.



Des hausses de taux. Une première hausse en mars, qui là aussi a été très largement communiquée par la Fed. Les contrats futures sont cohérents avec cinq hausses de taux.



Un quantitative tightening (réduction de la taille du bilan) qui débiterait dès juin. Lors de la dernière conférence de presse, Powell nous a déclaré : « Je dirais que nous allons avoir une autre discussion à la prochaine réunion, et j'imagine que nous aurons au moins une autre discussion à la réunion suivante. » Un début de diminution de la taille du bilan en juin semble donc être l'hypothèse la plus probable. Une enquête de JP Morgan sur ses clients donnait une forte majorité, plus de 60 %, des répondants qui attendait une mise en place en juin. Le rythme serait alors de 100 milliards par mois.

QT, des problèmes techniques

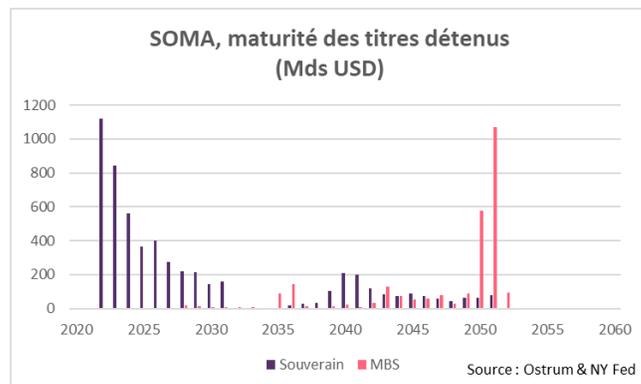
La Fed s'était essayée à une réduction de la taille de son bilan entre octobre 2017 et juillet 2019. Les titres qui arrivaient à maturité, essentiellement des Treasury, ne donnaient pas lieu à des rachats (dans une certaine limite). Le portefeuille de la Fed se réduisait donc graduellement par attrition. La Fed avait d'ailleurs été obligée rapidement de

faire machine arrière car les tensions sur le marché étaient rapidement apparues.

La Fed devrait toutefois être confrontée à un problème de composition de son portefeuille, cette fois-ci. La table ci-dessous résume le SOMA (en jargon Fed, les « SOMA » pour « System Open Market Account » constituent le compte de la Fed qui contient les actifs en dollars acquis sur le marché).

Type de titres	Total (USD Mrds)	% du total
Bills	326.04	3.9%
NotesBonds	4 907.63	59.1%
FRNs	27.58	0.3%
TIPS	381.50	4.6%
Agency Debts	2.35	0.0%
CMBS	9.10	0.1%
MBS	2 651.72	31.9%
Total	8 305.92	100.0%

Ce qu'il faut retenir c'est qu'il y a en portefeuille un petit tiers de MBS et deux tiers de Treasury ou assimilés. Et c'est là que le bât blesse. Nous avons plongé avec délectation dans les quelques dizaines de milliers de lignes Excel du fichier « SOMA » pour produire le graphique suivant. Il résume les tombées des titres détenus par la Fed. Le message est simple : les MBS ont une maturité très longue, 10 ans au minimum, plus de 30 ans dans leur immense majorité. Si la Fed réduit son bilan par attrition, comme elle l'a fait en 2017-2019, l'immense majorité des titres arrivant à échéance seront des Treasury. Et donc le portefeuille de la Fed se déformera, les MBS augmentant graduellement leur poids relatif.

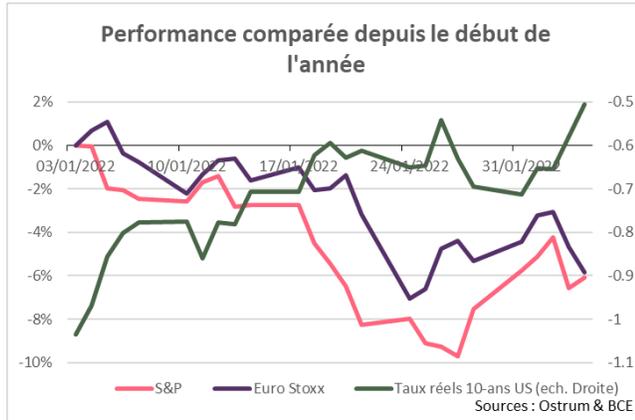


C'est très exactement l'inverse de ce que la Fed souhaite faire.

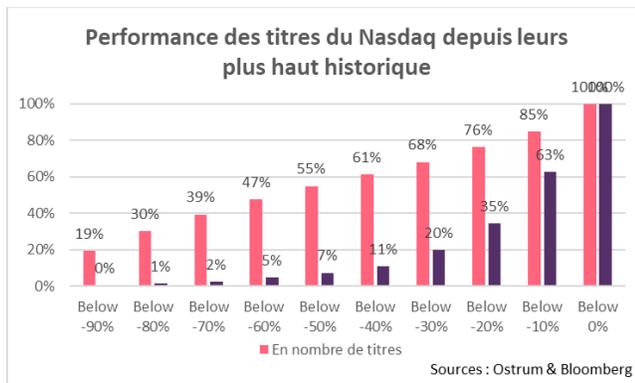
Morale de l'histoire : la Fed va être obligée de vendre des MBS sur le marché. Et cela est potentiellement beaucoup plus disruptif que de simplement attendre que les titres mûrent.

Le put de la Fed ?

Le vrai problème n'est pas lié à ces arguties techniques sur la mise en place du QT. Mais plutôt la capacité du marché à absorber ce qui constitue un très fort retour de bâton monétaire. Un petit état des lieux montre que les sources de stress sont déjà très élevées, alors que la Fed n'a même pas encore fait le premier pas en termes de hausses des taux.



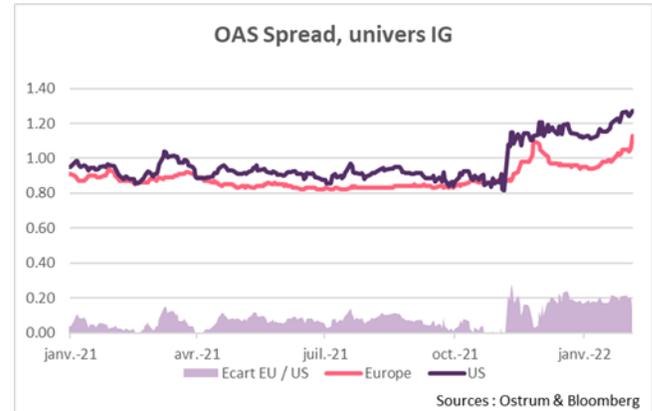
Le graphique ci-dessus montre de façon éloquent que la volatilité affectant la bourse cette année est très liée au niveau des taux réels américains, donc indirectement aux attentes sur les Fed funds. Il est d'ailleurs intéressant de noter que l'Europe a mieux résisté, ce qui est inhabituel, puisque en général les marchés américains font office de refuge. Là aussi, la sous-performance des États-Unis est une indication que le revirement de la Fed est en grande partie le facteur explicatif.



Le Nasdaq a aussi énormément souffert. Il a connu un drawdown de plus de 15 % sur le début de l'année. Ce qui, étant donné la forte volatilité de l'indice et les valorisations plus que tendues, n'est finalement pas si violent que ça. En revanche, c'est la composition qui est impressionnante. Comme le montre le graphique ci-dessous, 55 % des entreprises du Nasdaq ont vu leur cours baisser de moitié, ou plus, par rapport à leur plus haut historique. Cela ne se voit pas vraiment dans l'indice, car il s'agit surtout de toutes petites entreprises qui, au total, représentent moins de 8 % de la capitalisation boursière. Ces statistiques montrent

toutefois l'ampleur de la correction, en grande partie cachée par quelques méga-cap qui ont mieux résisté.

Même chose pour les rendements du crédit qui se sont écartés jusqu'à la conférence de presse « hawkish » de la BCE, jeudi dernier. Et là aussi, plus qu'ils ne l'ont fait en Europe, ce qui est une indication de plus que l'augmentation de la prime de risque sur les actifs est beaucoup liée à la Fed.



Qu'en sera-t-il après 5 hausses de taux, comme prévu par le marché, et un QT de 100 milliards par mois sur la seconde partie de l'année ? On peut a minima prévoir des turbulences. Une correction importante sur les actifs risqués devient très plausible. Dans ce cas, c'est le marché qui fera (en partie) le travail de la Fed puisqu'une baisse de la bourse ou un écartement des spreads contribuera à tendre les conditions financières. La question est alors de savoir jusqu'où la Fed tolérera cela. L'histoire montre que la sensibilité de la Fed à ces éléments est très forte.

Conclusion : d'un extrême à l'autre

Nous étions très dubitatifs sur les attentes du marché, il y a 6 mois : il semblait sous-estimer les risques d'inflation et donc le potentiel de revirement de la Fed. Certes, la Fed est très en retard, à la vue des données économiques. Nous sommes néanmoins tout aussi dubitatifs, actuellement, mais dans l'autre sens, et il semble que le marché soit allé beaucoup trop vite en besogne. Le volume de resserrement monétaire attendu est plus que conséquent et serait inévitablement très dommageable aux actifs risqués. Où est le put de la Fed ? À quel moment signalera-t-elle qu'elle lève le pied ? Difficile à dire, mais les cinq hausses de taux attendues par le marché, couplées avec les 100 milliards du QT mensuel sur la deuxième moitié de l'année, semblent être une borne haute de ce qui est raisonnablement faisable : il est probable qu'elle fasse moins.

Stéphane Déo

- **La revue des marchés**

La BCE rattrapée par la réalité

La BCE n'exclut plus de monter les taux en 2022, coups de semonce sur les marchés obligataires

La tonalité de la conférence de presse de Christine Lagarde, jeudi dernier, est révélatrice des préoccupations des membres du Conseil au sujet de l'inflation. Il semble que le tournant restrictif de la Banque interviendra formellement en mars avec l'actualisation des prévisions économiques. Le tableau d'ensemble est éloquent : l'inflation en zone euro est au plus haut historique, à 5,1 % en janvier, et le taux de chômage, à 7 % en décembre, est au plus bas. L'envolée des prix de l'énergie résonne dans les coûts de production et entretient une large diffusion des pressions sur les prix à la consommation. Les difficultés de recrutement s'aggravent, ce qui modifie sensiblement le risque d'inflation salariale que doit intégrer la politique monétaire. L'euro est sous-évalué. La politique budgétaire a aussi largement pris le relais de l'impulsion monétaire. Pour toutes ces raisons, l'arsenal monétaire de la BCE (achats d'actifs, TLTROs, taux directeurs, quantité de réserves exonérées des taux négatifs) devrait être repensé dès cet été. Une fin prématurée de l'APP, parfois considéré comme « permanent », engendrerait de multiples questions concernant notamment la politique de réinvestissement des tombées et la « flexibilité » requise dans l'action de la BCE pour contenir les risques asymétriques (souverains périphériques, crédit BBB/BB...). Il s'agit sans doute d'un tournant majeur pour les marchés. Cette décision suit le relèvement des taux au Royaume-Uni. Le repo de la BoE augmente de 25 pb et quatre des neuf membres du MPC étaient prêts à l'accroître de 50 pb. Quatre mouvements supplémentaires sont prévus en 2022, en parallèle de la réduction du bilan. Des ventes « sèches » de Gilts seront nécessaires pour résorber l'excédent de liquidités, à un rythme probable de 20 Mds £ chaque mois, à partir de cet été. Enfin, la RBA fait un pas vers le resserrement monétaire en refermant son programme d'achats d'actifs. La « prudence » prévaudra, mais l'inflexion du discours rend caduc le statu quo jusqu'en 2024 communiqué jusqu'à présent. À l'inverse, dans le monde émergent, le rythme de resserrement s'atténue, dans le sillage d'une PBoC encline à poursuivre l'allègement.

Les publications économiques ont donc été éclipsées par les Banques centrales et les résultats spectaculaires des valeurs de la tech américaine (Meta, Amazon, notamment). Omicron entraîne une perte d'activité dans les services au sud de l'Europe, après l'Allemagne en décembre. L'emploi aux États-Unis (+ 467k en janvier) surprend favorablement, au gré des révisions annuelles et d'une amélioration bienvenue de la participation (62,2 %). Le taux de chômage se situe à 4 %, avec un taux de salaire horaire bien orienté.

La réaction des marchés financiers est à la mesure de la surprise monétaire. L'action des prix, après la BoE et la BCE, efface le rebond précédent, nourrie par quelque 22 Mds \$ de flux entrants sur les fonds d'actions mondiales (106 Mds YTD, malgré la correction). Les marchés du crédit et de high yield enregistrent, à l'inverse, des sorties historiques.

La perspective de hausses de taux en zone euro change la donne pour la monnaie unique qui s'envole au-delà d'1,145 \$. Le dollar efface en partie sa prime géopolitique. Elle entraîne aussi une forte remontée des rendements de maturités entre 2 à 5 ans. Le spread 5-10 ans se comprime de près de 15 pb, désormais, depuis le début de l'année. Le Bund, en territoire positif, tire d'autres taux à la hausse. Les JGBs se dégradent vers 0,20 %. Le T-note américain repasse le seuil d'1,80 %, après la communication de la BCE avant d'accélérer après la statistique de l'emploi vers 1,90 %, son sommet de 2022. L'annonce du refinancement trimestriel avait été bien accueillie, avec une réduction homogène des adjudications sur les différents points de courbe. Les émissions d'emprunts indexés vont néanmoins augmenter d'1 Md par mois. Les points morts d'inflation plongent, avec le retrait du stimulus monétaire, malgré un pétrole au plus haut depuis 7 ans à 93 \$ le baril de Brent. La hausse annoncée de la production de l'OPEP+ (400k bpj) s'avère en réalité difficile à mettre en œuvre, compte tenu des contraintes de production en Russie, au Nigeria ou au Kazakhstan. Au sein de la zone euro, les spreads périphériques sont chahutés. L'attrition attendue du QE milite pour une réduction des positions sur les dettes souveraines à risque. Le BTP italien à 10 ans s'échange au-delà de 150 pb en fin de semaine. Les titres portugais et espagnols s'élargissent conjointement. Les obligations grecques (186 pb à 10 ans) subissent l'incertitude entourant la politique de réinvestissements.

Le marché du crédit subit donc des dégagements importants. Les spreads de crédit européen s'affichent en hausse de 11 pb en 2022. L'écartement du high yield devrait se poursuivre sous l'influence des achats de protection sur l'iTraxx Crossover. L'environnement de volatilité élevée favorise l'élargissement du Crossover qui se traite au-delà de 300 pb.

Sur les marchés d'actions, les différences sectorielles et stylistiques sont très marquées depuis le début de l'année. La volatilité extrême (mouvements intra-journaliers de 4-5 %) est alimentée simultanément par le resserrement monétaire, le risque de conflit à l'Est et l'incertitude sur la dynamique bénéficiaire au niveau microéconomique. Sur le marché européen, la thématique de croissance et les petites et moyennes valeurs perdent du terrain sur les valeurs décotées. Les valeurs à dividendes élevés surperforment au détriment de la qualité. Cette rotation vers la thématique value se confond avec la remontée des taux et l'amélioration de la distribution.

Axel Botte

Stratégiste international

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	7-févr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	-0.26%	+27	+34	+36
EUR Bunds 10a	0.22%	+20	+26	+39
EUR Bunds 2s 10s	46.6bp	-7	-8	+3
USD Treasuries 2a	1.29%	+12	+43	+56
USD Treasuries 10a	1.91%	+13	+15	+40
USD Treasuries 2s 10s	61.4bp	+2	-28	-16
GBP Gilt 10a	1.41%	+11	+23	+44
JPY JGB 10a	0.2%	+2	-10	-6
EUR Spreads Souverains (10a)	7-févr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	45.38bp	+4	+4	+8
Italie	163.47bp	+35	+35	+28
Espagne	88.87bp	+15	+15	+14
Inflation Points-morts (10a)	7-févr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2%	-9	+2	-10
USD 10a Inflation Swap	2.62%	-11	-8	-16
GBP 10y Inflation Swap	4.25%	-12	+6	+7
EUR Indices Crédit	7-févr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	113bp	+7	+19	+18
EUR Agences OAS	53bp	+1	+6	+4
EUR Obligations sécurisées OAS	50bp	0	+5	+4
EUR High Yield Pan-européen OAS	368bp	+15	+59	+50
EUR/USD Indices CDS 5a	7-févr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	67bp	+8	+17	+19
iTraxx Crossover	324bp	+37	+72	+81
CDX IG	65bp	+4	+13	+16
CDX High Yield	362bp	+18	+54	+69
Marchés émergents	7-févr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	378bp	-11	+17	+9
Devises	7-févr.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2002 (%)
EUR/USD	\$1.145	1.923	0.801	0.7
GBP/USD	\$1.352	0.535	-0.508	-0.1
USD/JPY	JPY 115	0.157	0.548	0.1
Matières Premières	7-févr.-22	-1sem (\$)	-1m(\$)	2002 (%)
Brent	\$92.8	\$3.6	\$11.8	20.0258565
Or	\$1 815.5	\$18.3	\$18.9	-0.7501
Indices Actions	7-févr.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2002 (%)
S&P 500	4 501	1.55	-3.77	-5.6
EuroStoxx 50	4 099	-1.82	-4.81	-4.6
CAC 40	6 966	-0.47	-3.51	-2.6
Nikkei 225	27 249	0.91	-4.32	-5.4
Shanghai Composite	3 430	-2.68	-4.19	-5.8
VIX - Volatilité implicite	23.77	-4.27	26.71	38.0

Source: Bloomberg, Ostrum AM

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 ...07/02/2022

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