

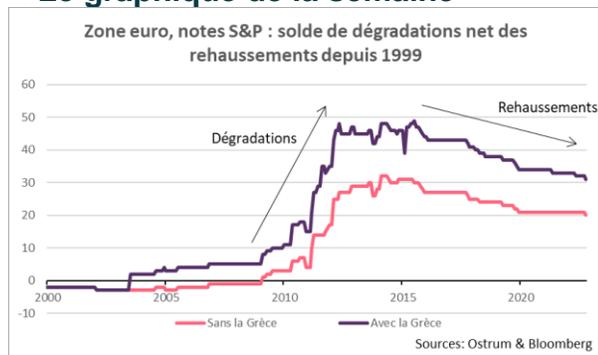
## ● Le thème de la semaine : Jerome Powell et Diego Maradona

- Le discours de Jackson Hole était sans ambiguïté aucune « hawkish ». Paradoxalement, le message principal est peut-être plus sur les taux longs et la pente de la courbe que sur la trajectoire immédiate des Fed funds.
- Les baisses de taux anticipées par le marché pour l'année prochaine sont probablement beaucoup moins probables que ne le pense le marché.
- Cela impliquerait aussi une courbe plus pentue. Des taux longs plus hauts pour plus longtemps.

## ● La revue des marchés : La BCE agit avec force

- BCE : hausse inédite de 75 pb, fermeté face à l'inflation
- Fort rebond des actifs risqués (banques, high yield) après la BCE
- Nette détente des swap spreads avec la fin du tiering de la BCE
- Le yen décroche brièvement au-delà de 144

## ● Le graphique de la semaine



Le Portugal a été réhaussé en BBB+ par S&P. Le timing peut paraître surprenant alors que l'Europe est en pleine crise énergétique. Cependant, la performance de l'économie portugaise et l'ambitieux assainissement budgétaire justifient pleinement cette décision.

Plus généralement, l'Europe a fait face à une vague de dégradations lors de la crise souveraine. S'il y a eu de nombreux rehaussements au cours de la seconde moitié de la dernière décennie, le rythme a considérablement ralenti ces derniers temps.

## ● Le chiffre de la semaine

# 22 %

Source : Ostrum AM

En 2021, la production de pétrole et de gaz a été responsable de 22 % des émissions de méthane, selon l'AIE.



**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.c



**Aline Goupil-Raguénès**

Stratégiste développés  
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

• **Thème de la semaine**

# Jerome Powell et Diego Maradona

**Le discours de Jackson Hole était sans ambiguïté aucune « hawkish ». Paradoxalement, le message principal est peut-être plus sur les taux longs et la pente de la courbe que sur la trajectoire immédiate des Fed funds.**

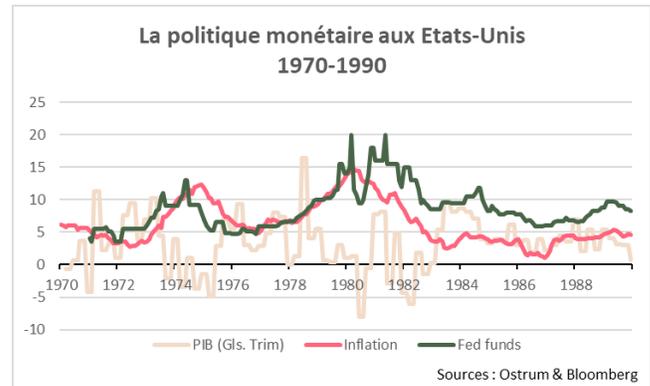
## Powell et Volker

Le discours de J. Powell à Jackson Hole a été une douche froide pour les marchés. Pas de « pivot » de la Fed mais bien au contraire un message sans ambiguïté sur la volonté de la Fed de lutter contre l'inflation.

Le message, au-delà des 3 mentions de Paul Volcker, l'icône absolue de la lutte anti-inflation, tient essentiellement en trois points :

1. Les Banques Centrales doivent maintenir une politique restrictive longtemps pour éviter un rebond de l'inflation.
2. Les anticipations d'inflation sont déterminantes pour l'inflation réalisée
3. Le coût de l'inaction en termes d'emplois est croissant dans le temps

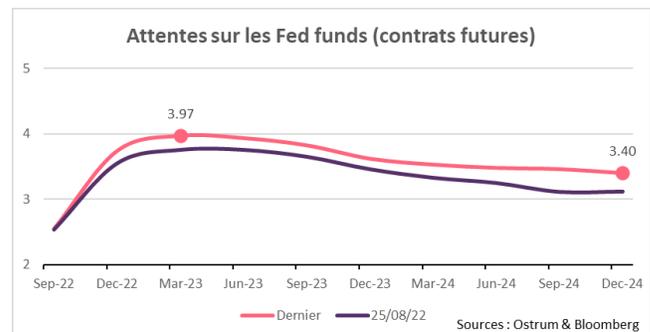
Les références aux années 1970-1980, au-delà des coups de chapeau répétés à Volcker, étaient nombreuses malgré la brièveté de l'intervention. Un des écueils que Powell semble vouloir éviter est la séquence des années 1970 que nous montrons dans le graphique ci-après. L'inflation a rebondi violemment, 12,3 % en décembre 1974, la Fed a réagi, les Fed funds étant à 13 % mi-1974. Le résultat a été une récession dure en 1974-1975 qui a ramené l'inflation à 5% un peu plus d'un an plus tard. L'erreur a été de déclarer victoire et la Fed a ramené rapidement ses taux directeurs à 5 %. La reprise qui a suivi s'est donc accompagnée d'un rebond de l'inflation. Une fois l'inflation ancrée, il a alors fallu les remèdes de cheval de Volcker, une décennie de taux réels très positifs, pour enfin faire baisser l'inflation.



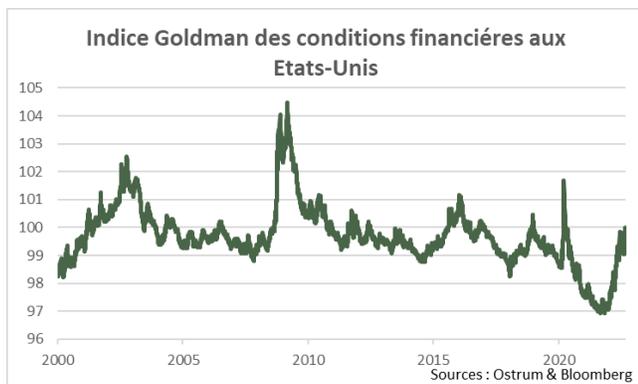
Pour reprendre les trois points de Powell : (1) la Fed a été trop rapide à assouplir sa politique (2) et donc les anticipations ont été de-ancrées (3) ce qui a induit un coût total pour l'économie élevé avec une politique monétaire durablement restrictive.

## Powell et le marché

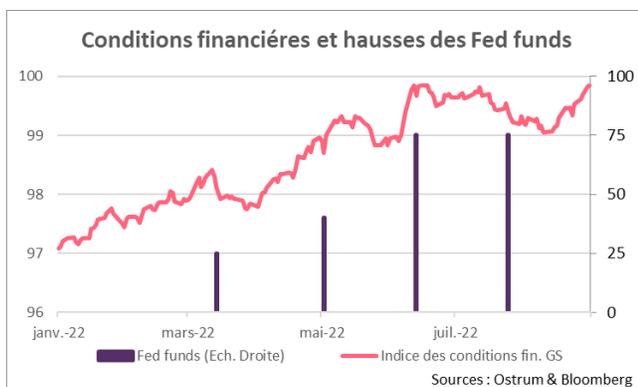
Le marché n'y croit pas ou du moins n'y croyait pas. Le graphique ci-dessous montre les attentes du marché sur les Fed funds avant Jackson Hole. L'histoire, en résumé, est celle d'une Fed très agressive cette année mais qui fait demi-tour dès le milieu de l'année prochaine. Pas de resserrement prolongé de la politique monétaire mais plutôt un stop-and-go qui fait penser effectivement aux années 1970. Le graphique montre aussi les attentes actuellement : si l'idée de taux qui restent élevés est (un peu) prise en compte, on est loin des guidances de la Fed.



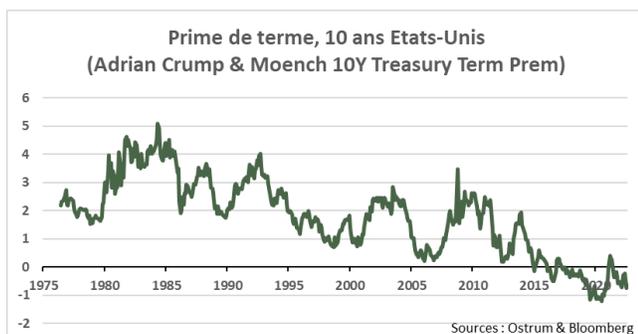
La conséquence est que, paradoxalement, les conditions financières ne sont toujours pas restrictives aux États Unis malgré un très net rebond.



Les hausses de taux précédentes ont d'ailleurs été suivies, paradoxalement là aussi, d'un assouplissement des conditions financières dans les séances qui ont suivi. Une partie est liée au fait que les discours de post-Fomc de Powell tendaient à rassurer les marchés sur le degré de resserrement. C'est aussi le fait que les taux longs ont finalement peu bougé, le Treasury était à 3,03 % le matin de Jackson Hole, le même niveau que mi- avril.



Un des problèmes pour la Fed, et donc un de ses challenges, est de remettre de la prime de terme. Le graphique ci-dessous montre que pour l'instant on en est loin.



En ce sens, le discours de Jackson Hole est plus important en termes de niveau d'équilibre des taux longs qu'en termes de trajectoire des taux courts sur la fin de cette année.

## Powell et Maradona

Il est intéressant de revenir à Sir Mervyn King l'ex-gouverneur de la BoE. Sir Mervyn est connu pour son sens de l'humour. C'est à lui qu'on doit la citation « il y a trois types d'économistes, ceux qui savent compter et ceux qui ne savent pas » ou « un banquier central qui a du succès est un banquier central ennuyeux ».

On lui doit aussi la théorie « Maradona de la politique monétaire ». L'idée est de revenir sur le but de Maradona contre l'Angleterre en coupe du monde : il traverse tout le terrain en zigzagant dans la défense anglaise.

« Ce qui est vraiment remarquable, c'est que Maradona a couru pratiquement en ligne droite. Comment battre cinq joueurs en courant en ligne droite ? La réponse est que les défenseurs anglais ont réagi à ce qu'ils attendaient de Maradona ; que Maradona bouge à gauche ou à droite », avait déclaré Sir Mervyn en 2005.

L'analogie avec la politique monétaire est que si les marchés attendent des hausses de taux lorsque l'inflation progresse, leurs anticipations d'inflation ne bougent pas et donc la banque centrale n'a pas besoin de monter ses taux. La trajectoire de la politique est aussi linéaire que celle de Maradona.

Ou dit autrement, plus la banque centrale est crédible, moins elle a besoin de réagir aux variations de l'inflation.

C'est un peu le dilemme de la Fed actuellement. Avec des marchés qui ne croient pas qu'elle conservera des taux élevés l'année prochaine, la Fed peut être obligée d'en faire encore plus (un anti-Maradona), pour compenser le déficit de crédibilité. D'où l'importance des discours actuels. S'ils sont efficaces, les taux longs devraient être plus élevés qu'ils ne le sont actuellement, ce qui, paradoxalement ferait en partie le travail de la Fed et donc limiterait son besoin d'augmenter les Fed funds.

## Conclusion

L'erreur d'un assouplissement de politique monétaire prématuré dans les années 1970 semble être très présent à l'esprit de la Fed. Cela nous semble raisonnable, mais cela impliquerait aussi que les baisses de taux anticipées par le marché pour l'année prochaine sont probablement beaucoup moins probables que ne le pense le marché. Cela impliquerait aussi une courbe plus pentue. Des taux longs plus hauts pour plus longtemps.

**Stéphane Déo**

- **La revue des marchés**

## La BCE agit avec force

### Première hausse de 75pb et fermeté face à l'inflation, les taux réels remontent sans préjudice aux actifs risqués

Une fois n'est pas coutume, Christine Lagarde semble avoir réussi sa communication. Les marchés d'actions ont bien accueilli la hausse des taux inédite de 75 pb et le discours résolument offensif face à la montée de l'inflation. Le Schatz s'est tendu vers 1,4%. Des mesures techniques assurent par ailleurs une meilleure transmission de la politique de la BCE aux marchés monétaires. La détente bienvenue des swap spreads en zone euro a engendré un rétrécissement généralisé des spreads de crédit. Les taux réels en nette hausse reflètent les velléités de resserrement en zone euro comme aux Etats-Unis, où Jerome Powell réitère son objectif de conduire une politique monétaire plus restrictive. Le T-note s'échange ainsi autour de 3,3%. Le dollar s'est néanmoins replié dans la phase de rebond des actifs risqués. On relève également l'extrême faiblesse du yen, qui s'affiche autour de 142 contre le billet vert en fin de semaine.

La décision de la BCE était très attendue. La mode des mouvements de 75 pb semble séduire l'institution de Francfort de sorte que de nouvelles hausses sont déjà prévues par la BCE. L'inflation accélérerait encore à 9,1% en août et les perspectives à court terme ne sont pas bonnes avec la faiblesse de l'euro. Certes la détente des prix du pétrole (85 \$) est bénéfique mais les relais internes de l'inflation sont activés. La BCE projette désormais une hausse des prix de 5,5% l'an prochain, soit 2pp de plus par rapport aux prévisions de juin. L'inflation se maintiendrait au-dessus de 2% à l'horizon de 2024 selon l'institut monétaire. La croissance connaîtra en revanche un coup d'arrêt au cours de l'hiver (T4-T1) après les bons chiffres de l'été entretenus par les soutiens budgétaires. Parmi les nombreuses initiatives nationales, l'Allemagne annonce un plan de 65 Mds € pour limiter l'impact du renchérissement de l'énergie. On peut regretter un certain manque de coordination d'autant que la Commission européenne devrait dévoiler un plan de contingence face au risque de pénurie d'énergie. Ces soutiens compliquent le retour à la stabilité des prix. Quant aux marchés monétaires, les tensions sur le marché du repo seront atténuées par l'arrêt du système de *tiering* des réserves bancaires, rendu caduque par les taux positifs, et le relèvement temporaire du taux applicable aux dépôts des gouvernements (fixé au minimum entre le taux de dépôt et l'ESTR).

Les marchés obligataires ont connu une nouvelle semaine de forte volatilité. La courbe allemande s'est aplatie à mesure que le marché intégrait la nouvelle trajectoire des taux. Le rendement du Bund s'est envolé au-delà d'1,70% mais c'est la partie courte qui s'est le plus ajustée. Les mesures limitant l'excès de fonds prêtables sur le repo ont eu l'effet bénéfique de réduire les swap spreads. Le manque

de collatéral à la source de ces tensions devrait s'atténuer. Le swap spread à 2 ans s'est rétréci de 122 pb au plus haut lundi dernier à 95 pb en fin de semaine. La détente des swap spreads s'accompagne du resserrement des spreads souverains. Le risque politique italien est étrangement occulté par les marchés à ce stade, mais il convient de maintenir un biais vendeur sur le BTP dans la perspective du scrutin du 25 septembre et au-delà lorsqu'il sera question des orientations budgétaires et de la poursuite des réformes entreprises par le gouvernement précédent. Aux États-Unis, la Fed poursuit sa stratégie de relèvement rapide des taux d'intérêt avant un statu quo prolongé en 2023 (autour de 4% ?). La courbe reste cependant inversée (2-10 ans) et l'enjeu est désormais de rétablir une prime de terme positive grâce au doublement du rythme du resserrement quantitatif. Le stock de T-bills de la Fed sera utilisé pour atteindre l'objectif de 60 Mds € de contraction mensuelle du portefeuille de Treasuries. Le contexte restrictif pèse sur les points morts d'inflation d'autant que le pétrole décroche. Le WTI se situe sous 85\$. La réduction symbolique du quota de production de l'OPEP (-100k b/j) n'y changera rien à court terme. Un plafonnement des prix du pétrole russe, voulu par Washington, sera mis en place à partir du 5 décembre. Ce mécanisme permettra peut-être de compenser la fin de l'utilisation des réserves stratégiques américaines.

Le marché du crédit a bénéficié du rebond des actifs risqués mais demeure fragile. Le marché IG en zone euro s'échange à 203 pb contre Bund ou 112 pb contre swap. Le retour précoce des émissions (financières notamment), dès la mi-août, a inversé la tendance sur les spreads IG en zone euro. Le marché primaire devrait rester animé mais la balance des flux vers la classe d'actifs demeure défavorable. Ainsi, les primes à l'émission généreuses (20 pb en moyenne) ne garantissent pas le bon comportement des papiers sur le marché secondaire. Sur le high yield, les spreads ont diminué de 20 pb cette semaine à 563 pb contre Bund avec une belle performance des hybrides et des AT1 bancaires. Le marché primaire reste néanmoins aride.

Le rebond des actions provient principalement du marché américain. Le Nasdaq s'adjuge 2% et résiste à la hausse des taux longs. La saison des résultats globalement favorable aux Etats-Unis, malgré un dollar fort, permet une certaine résilience des cours boursiers face au resserrement monétaire. L'Europe (+1%) participe au mouvement grâce au secteur bancaire qui salue la remontée des taux. Les valeurs bancaires s'adjugent près de 5% sur la semaine. Le secteur pétrolier ferme la marche (-2,6%).

Enfin, le dollar reste le meilleur baromètre de l'aversion pour le risque. Le rebond du risque lui est défavorable. Cependant, l'écart de taux prévient tout décrochage et on observe avec intérêt la glissade du yen, proche de 145 au pire de la semaine, qui ne semble toujours pas faire réagir la BoJ. Jusqu'à quand ?

**Axel Botte**

Stratégiste international

● **Marchés financiers**

<b>Emprunts d'Etats</b>	<b>12-sept.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2022 (bp)</b>
EUR Bunds 2a	1.32%	+19	+71	+194
EUR Bunds 10a	1.68%	+12	+69	+186
EUR Bunds 2s10s	35.2bp	-8	-2	-8
USD Treasuries 2a	3.54%	+15	+29	+280
USD Treasuries 10a	3.29%	+11	+46	+178
USD Treasuries 2s10s	-24.8bp	-4	+17	-102
GBP Gilt 10a	3.08%	+14	+97	+211
JPY JGB 10a	0.25%	+1	-11	-14
<b>EUR Spreads Souverains (10a)</b>	<b>12-sept.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2022 (bp)</b>
France	57.11bp	-6	-4	+20
Italie	230.16bp	-7	-5	+95
Espagne	114.74bp	-6	-5	+40
<b>Inflation Points-morts (10a)</b>	<b>12-sept.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2022 (bp)</b>
EUR 10a Inflation Swap	2.48%	-3	-13	+41
USD 10a Inflation Swap	2.66%	-6	-7	-11
GBP 10y Inflation Swap	4.34%	-14	+19	+16
<b>EUR Indices Crédit</b>	<b>12-sept.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2022 (bp)</b>
EUR Credit IG OAS	197bp	-8	+13	+102
EUR Agences OAS	84bp	-5	+3	+35
EUR Obligations sécurisées OAS	101bp	-8	+1	+55
EUR High Yield Pan-européen OAS	554bp	-31	+6	+236
<b>EUR/USD Indices CDS 5a</b>	<b>12-sept.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2022 (bp)</b>
iTraxx IG	103bp	-15	+11	+56
iTraxx Crossover	505bp	-74	+37	+263
CDX IG	81bp	-11	+6	+32
CDX High Yield	471bp	-58	+47	+178
<b>Marchés émergents</b>	<b>12-sept.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2022 (bp)</b>
USD JPM EMBI Global Div. Spread	491bp	-20	-8	+122
<b>Devises</b>	<b>12-sept.-22</b>	<b>-1sem (%)</b>	<b>-1m(%)</b>	<b>2022 (%)</b>
EUR/USD	\$1.014	2.135	-1.150	-10.8
GBP/USD	\$1.167	1.355	-3.831	-13.7
USD/JPY	JPY 143	-1.479	-6.510	-19.4
<b>Matières Premières</b>	<b>12-sept.-22</b>	<b>-1sem (\$)</b>	<b>-1m(\$)</b>	<b>2022 (%)</b>
Brent	\$93.9	-\$1.9	-\$3.0	27.129893
Or	\$1 726.8	\$16.4	-\$75.6	-5.5964
<b>Indices Actions</b>	<b>12-sept.-22</b>	<b>-1sem (%)</b>	<b>-1m(%)</b>	<b>2022 (%)</b>
S&P 500	4 067	2.53	-4.97	-14.7
EuroStoxx 50	3 619	3.68	-4.19	-15.8
CAC 40	6 289	3.21	-4.04	-12.1
Nikkei 225	28 542	3.34	-0.02	-0.9
Shanghai Composite	3 262	2.37	-0.45	-10.4
VIX - Volatilité implicite	23.41	-8.09	19.87	35.9

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](http://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.

Achévé de rédiger le ...12/09/2022

### 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](http://www.ostrum.com)