

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

24 août 2020 /// n°30-2020

Nouvelle guidance à Jackson Hole ?

Points clés

- **Jackson Hole : la Fed pourrait préciser sa politique à venir**
- **Stabilité des taux, resserrement des spreads souverains**
- **Les marchés américains portés vers de nouveaux records par les FANG**
- **Le crédit européen surperforme le marché américain**

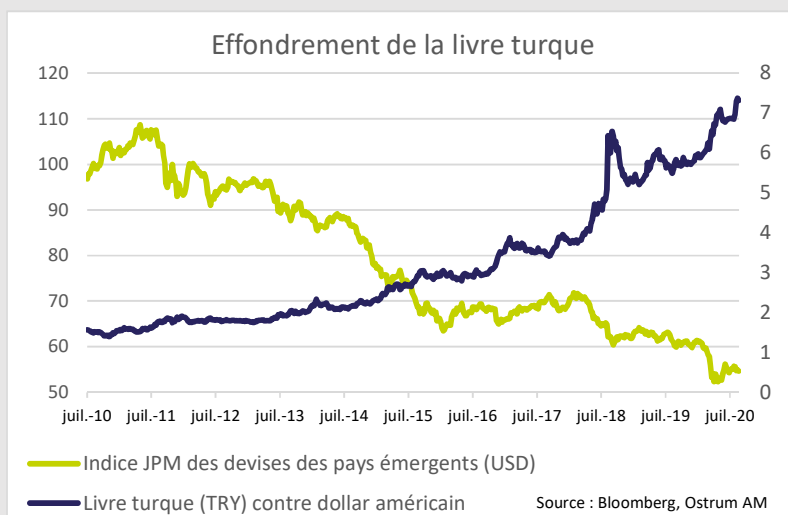
Les marchés financiers se sont bien comportés au mois d'août malgré la situation sanitaire toujours préoccupante. Les indices boursiers progressent de plus de 5% en Europe. Le S&P 500 américain s'adjuge 4% depuis la clôture de juillet.

Les taux sans risque remontent en août notamment sur les maturités longues aux Etats-Unis (+11pb sur le 10 ans). Le Bund oscille autour de 0,50% alors que la pentification de la courbe américaine porte le rendement à 30 ans au-delà d'1,30%. Les TIPS profitent de la surprise haussière sur l'IPC de juillet.

Les spreads de crédit diminuent encore du fait de l'activité primaire réduite au cours de l'été. Le high yield européen suit la tendance des actifs risqués. En revanche, le crédit américain est moins soutenu par la Fed que prévu. La dette émergente en dollars se resserre à 422pb.

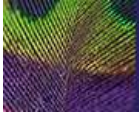
La glissade du dollar continue. L'euro s'échange au-dessus d'1,18\$. Le CAD s'apprécie vers 1,315 pour un dollar américain. L'accélération haussière sur l'or (au-delà de 2000\$ début août) a laissé place à davantage de volatilité depuis quelques semaines.

Le graphique de la semaine



La livre turque continue de dégringoler malgré les signaux de stabilisation des principales devises émergentes. La situation économique, la crise chez le voisin libanais, les restrictions aux échanges de devises et la défiance internationale envers le régime d'Erdogan engendrent des sorties de capitaux.

La banque centrale, usant d'une politique extrêmement expansionniste amplifie la chute de la devise turque. L'agrégat monétaire M1 augmente de 70% depuis le début de l'année. Les réserves de change brutes ont diminué de moitié cette année.



La pérennité de la reprise en questions

Les craintes liées à l'évolution de l'épidémie continuent de dominer l'actualité mais force est de constater que la situation conjoncturelle américaine s'améliore. Les indicateurs manufacturiers du mois d'août confortent l'idée d'une reprise de l'activité. Les enquêtes régionales de la Fed (Empire, PhilFed) comme l'ISM de juillet ou le PMI d'août (53,6) dessinent un net rebond depuis le point bas d'avril. L'activité dans les services est aussi plus vigoureuse. Le retour à l'emploi s'est accéléré et le taux de chômage s'est réduit à 10,2% en juillet. Le secteur de la construction résidentielle participe à l'embellie économique. La confiance des promoteurs immobiliers reste au zénith (NAHB 78). Les mises en chantier et les permis de construire ont nettement progressé depuis trois mois. Les mises en chantier de logements (1496k en rythme annuel) renouent avec les niveaux élevés d'avant-crise.

Toutefois, la pérennité de la reprise pose questions. Les nouvelles inscriptions au chômage remontaient au-delà de 1,1mn la semaine passée. La durée du chômage s'allonge d'autant que le nombre de faillites est en augmentation depuis le mois de juin. Un quart des emplois perdus durant la période de confinement pourrait ne pas être recouvré selon certaines estimations. La consommation des ménages sous perfusion fédérale depuis mars pourrait donc ralentir d'autant que l'inflation se redresse avec le rebond des prix de l'énergie, de l'habillement et des autos. Une partie de la demande reportée pour cause de confinement est déjà derrière nous. Le rebond des dépenses de 5,6% en juillet s'atténuera dès le mois d'août (+1,5% attendu). Les ventes de véhicules s'approchent de 15 mn d'unités en rythme annuel (juillet) contre 16-17mn avant l'effondrement conjoncturel du début du printemps. Les batailles partisans du Congrès américain empêchent toujours la mise en œuvre d'un nouveau plan de relance incluant la prolongation de l'indemnisation du chômage au niveau fédéral échue à la fin du mois de juillet. La situation financière critique de plusieurs états ne leur permet pas de se substituer aux transferts fédéraux. Une réduction de moitié de l'indemnité-chômage fédérale, à 300\$ par semaine, est évoquée.

Jackson Hole virtuel mais crucial

La réunion de Jackson Hole prévue le 27-28 août sera virtuelle pour la première fois cette année. Cet événement permet régulièrement aux banquiers centraux de communiquer sur les changements à venir en matière de politique monétaire. La Fed est attendue sur le thème du ciblage des taux à long terme (contrôle de la courbe). La hausse incontrôlée des déficits publics américains oblige la Fed à absorber une grande partie des émissions de Treasuries d'autant que la demande étrangère d'obligations du Trésor fait défaut depuis l'éclatement de la crise. Cette situation ne permet plus à la Fed de contrôler l'offre de monnaie (dominance budgétaire), désormais dictée par la taille

des besoins de financement public. La possible fixité des taux longs pose un certain nombre de problèmes dans la gestion du cycle économique. Le rôle d'amortisseur des taux d'intérêt nécessaire en cas de recul de la demande disparaîtrait ce qui engendrerait davantage de volatilité, surtout si l'endettement privé continuait d'augmenter. La Fed pourrait aussi renforcer sa communication en s'engageant sur une politique de taux nuls au-delà de 2 ans. L'objectif d'inflation sera prochainement amendé pour tenir compte de la période d'inflation basse observée récemment. La Fed semble disposée à laisser dériver les prix.

Neutralité sur les taux

Sur les marchés de taux, la neutralité prévaut en termes de durée. L'hypothèse d'une politique de yield curve control conforte notre vue neutre sur le 10 ans américain. Toutefois l'allongement des émissions du Trésor annoncé en début de mois plaide toujours pour un élargissement du spread 10-30 ans (71pb). Le Bund allemand semble osciller autour de -0,50% et tend à sous-performer les taux swap. Les mouvements de courbe sont limités. Les swap spreads s'échelonnent entre 24 et 30pb. La dette japonaise nous semble la moins attrayante. Cela étant, les JGB swappés en dollars américains offrent une prime significative contre US Treasuries.

Les politiques monétaires expansionnistes réduisent la volatilité, ce qui facilite les opérations de portage sur les actifs à spreads. De fait, les souverains périphériques et le crédit continuent de se resserrer au cours de l'été. Les enquêtes auprès des investisseurs finaux en zone euro indiquent toujours un consensus acheteur de spreads. La saisonnalité du primaire et les achats la BCE soutiennent largement ces marchés. Le spread français à 10 ans diminue de 3pb en août. En outre, l'Italie s'échange à 145pb du Bund sur l'échéance 10 ans, soit 9bp de resserrement depuis le début du mois. Le crédit de bonne qualité en euros gagne 0,51% grâce aux subordonnées financières et à la bonne tenue de secteurs industriels. Les institutionnels n'ont d'autre choix que d'accumuler des obligations privées pour limiter l'érosion du rendement à l'achat. En revanche, le crédit américain semble moins soutenu par la Fed qu'auparavant. Le montant net détenu par la Fed se situe à 44mds \$, soit à peine 10mds \$ de plus que fin mai. Les deux facilités d'achats de titres ont une capacité de 750mds \$, qui ne sera peut-être pas atteinte d'autant qu'une partie des opérations de la Fed consistera à convertir ses avoirs en ETFs de crédit en lignes directes. C'est probablement l'une des raisons de la moindre performance du crédit en dollars.

Enfin, les principaux indices (S&P500, Nasdaq) continuent de battre des records aux Etats-Unis grâce aux performances stellaires des poids lourds technologiques. L'indice FANG+ gagne 71% en 2020 alors que le reste de la cote est en retrait.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	24-août-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.68 %	-2	-3	-8
EUR Bunds 10a	-0.49%	-4	-4	-31
EUR Bunds 2s10s	19 bp	-2	-2	-23
USD Treasuries 2a	0.15 %	+0	+0	-142
USD Treasuries 10a	0.65 %	-4	+6	-127
USD Treasuries 2s10s	50 bp	-4	+5	+15
GBP Gilt 10a	0.21 %	0	+7	-61
JPY JGB 10a	0.03 %	-2	+1	+4
EUR Spreads Souverains (10a)	24-août-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	30 bp	+1	0	0
Italie	144 bp	+5	-1	-16
Es pagne	82 bp	+4	+2	+16
Inflation Points-m orts (10a)	24-août-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	59 bp	-3	-1	-
USD TIPS	169 bp	+3	+19	-10
GBP Gilt Indexés	307 bp	+9	+13	-5
EUR Indices Crédit	24-août-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Credit IG OAS	116 bp	+1	-12	+23
EUR Agences OAS	49 bp	+1	-2	+5
EUR Obligations sécurisées OAS	38 bp	+1	-1	-3
EUR High Yield Pan-européen OAS	464 bp	+6	-28	+160
EUR/USD Indices CDS 5a	24-août-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	54 bp	0	-4	+10
iTraxx Crossover	328 bp	-13	-18	+121
CDX IG	66 bp	-1	-4	+21
CDX High Yield	384 bp	-14	-79	+104
Marchés émergents	24-août-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	422 bp	+9	-25	+132
Devises	24-août-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.180	-0.6	+1.21	+5.06
GBP/USD	\$1.307	-0.27	+2.14	-1.47
USD/JPY	¥105.9	+0.09	+0.23	+2.53
Matières Premières	24-août-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$44.9	-\$0.5	\$1.1	-\$17.1
Or	\$1 931.5	-\$56.0	\$29.4	\$408.7
Indices Actions	24-août-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	3 419	1.10	6.33	5.83
EuroStoxx 50	3 332	0.78	0.63	-11.04
CAC 40	5 008	0.72	1.04	-16.23
Nikkei 225	22 986	-0.48	1.03	-2.84
Shanghai Composite	3 386	-1.55	5.91	11.00
VIX - Volatilité implicite	22.59	5.81	-12.58	63.93

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management



Rédaction



AXEL BOTTE
STRATÉGISTE
axel.botte@ostrum.com

Avertissement

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 notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui 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 perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie.

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. 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 et en Belgique : 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 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.



Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018

Société anonyme au capital de 27 772 359 euros – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753

Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com