

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

31 août 2020 /// n°31-2020

## La Fed dévoile sa nouvelle stratégie

### Points clés

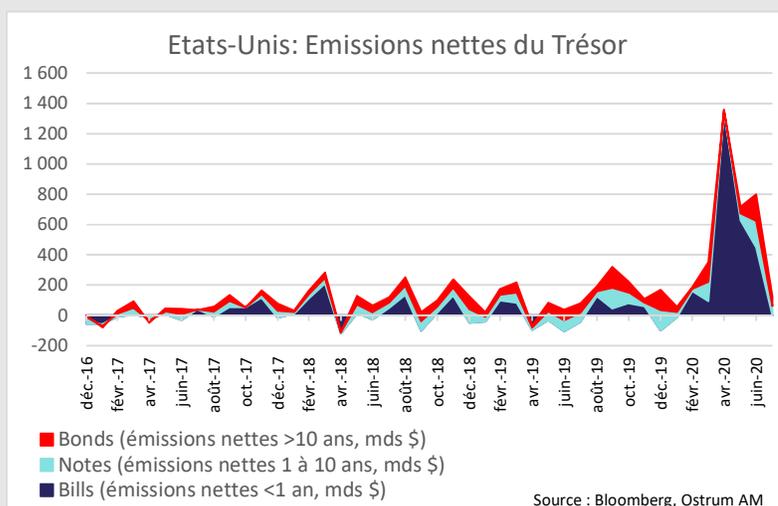
- **La Fed prête à laisser l'inflation dériver**
- **Pentification de la courbe de taux américaine**
- **La faiblesse du dollar favorise les actifs risqués**
- **Le crédit et les souverains européens toujours bien orientés**

La redéfinition des cibles d'inflation et d'emploi de la Fed laisse entrevoir une politique monétaire très accommodante à l'horizon de plusieurs années. Après quelque hésitation liée au positionnement des intervenants avant Jackson Hole, la courbe des taux américaine a repris son mouvement de pentification entamé au début du mois. Le taux américain à 30 ans rejoint 1,50% entraînant les rendements européens à la hausse. Le Bund remonte au-delà de -0,40%. Les spreads souverains et le swap spreads traduisent l'embellie des actifs risqués. Les spreads ibériques à 10 ans oscillent autour de 80pb contre Bund.

La faiblesse du dollar (1,19\$ pour un euro) contribue à la hausse des actifs risqués. Le S&P s'adjuge 3% cassant le seuil des 3500 points avec une volatilité toutefois un peu plus élevée (VIX à 24%). En Europe, les indices sont globalement stables.

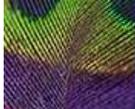
Les spreads de crédit se resserrent modestement en Europe mais les dettes spéculatives européennes (451pb contre Bund) enregistrent un rétrécissement moyen de 12pb sur la semaine. Le moindre soutien de la Fed au crédit en dollars explique en partie la sous-performance américaine. En revanche, la dette émergente profite de la surabondance de dollars (421pb contre UST).

### Le graphique de la semaine



La courbe des taux s'est pentifiée sensiblement en août aux Etats-Unis. Outre le biais inflationniste de la politique de la Fed, la stratégie de financement du Trésor semble aujourd'hui justifier une prime de terme plus élevée.

En effet, au plus fort de la crise, la préférence pour la liquidité a conduit le Trésor à émettre des montants considérables de T-bills (plus de 1300 mds \$ en termes nets en mai). Le Trésor cherchera probablement à rallonger la maturité moyenne de sa dette en augmentant encore la part des émissions longues, d'où un risque de courbe plus élevé.



## La Fed révisé son cadre analytique

Le symposium de Jackson Hole est habituellement le cadre de discussions entre académiques et praticiens de la politique économique en dehors du calendrier formel des réunions du FOMC. Il est assez surprenant que Jerome Powell ait choisi cette conférence pour annoncer la revue stratégique de la Fed. La Réserve Fédérale reçoit le mandat du Congrès américain d'assurer la stabilité des prix et un niveau d'emploi soutenable maximum. Ce mandat est ensuite traduit en objectifs plus ou moins explicites d'inflation et de taux de chômage. La stabilité des prix correspond, selon les Banquiers Centraux, à une inflation de 2% l'an. La Fed visera désormais une inflation en moyenne de 2% sur une période suffisamment longue pour corriger un déficit d'inflation antérieur. Néanmoins, il n'existe pas de formule explicite définissant l'objectif de prix, mais la Fed annonce clairement qu'elle tolérera une dérive « modérée » des prix. Parallèlement, l'analyse du cycle réel évolue. La Fed ne réagira qu'au déficit d'emplois par rapport au niveau maximum. D'une certaine manière, la Fed s'affranchit de la contrainte de soutenabilité du niveau d'emploi. Le concept du plein emploi définit un niveau de chômage incompressible en-dessous duquel des tensions apparaissent dans l'appareil productif. Ces tensions se manifestent par de l'inflation, des délais de livraison accrus, des difficultés de recrutement et des pertes d'opportunité et de productivité (création destructrice moindre). Ce dernier élément est problématique car la Fed semble plus viser d'équilibre économique. Par ailleurs, la Fed ne semble pas se préoccuper des risques sur la stabilité financière induits par l'injection continue de liquidités. En réalité, il est devenu quasiment impossible pour la Fed d'assurer simultanément l'équilibre macro-économique et l'équilibre financier. La distance prise par rapport à ses objectifs macro-économiques précédents traduit le fait que la Fed est bien davantage la Banque du dollar que celle de l'économie des Etats-Unis. Les besoins de financement fédéral seront couverts quel qu'en soit le coût en termes de pouvoir d'achat des ménages.

## La pentification se renforce

La réaction du marché des Treasuries est conforme à l'orientation résolument accommodante de la politique de la Fed. Le mouvement de pentification initié par les perspectives d'émissions de dettes à long terme se nourrit désormais de la hausse anticipée de l'inflation. Le spread 5-30 ans a ainsi cassé ses points hauts de début juin (122pb). Les TIPS ont surperformé de sorte que la hausse hebdomadaire des points morts (+10pb) excède la remontée du rendement du T-note à 10 ans (+7pb). La faiblesse du dollar est effectivement de nature à accroître l'inflation importée. En outre, la politique de contrôle de la courbe de taux n'a pas été évoquée par la Fed. Le marché cherchera sans doute le seuil de douleur de la Fed au-delà duquel la Banque Centrale se verrait contrainte d'intervenir par exemple en augmentant ses achats d'obligations à long terme

ou en introduisant un plafond pour les taux longs. Les positions spéculatives vendeuses de Treasuries à long terme s'accroissent rapidement.

La pentification sur la courbe américaine entraîne les taux européens à la hausse. Le Bund cote au-delà de -0,40% et le 30 ans allemand est repassé en territoire positif (+0,08%). Par ailleurs, les émissions de l'UE (AAA) augmenteront sensiblement l'offre de taux core. Le financement du programme SURE nécessitera des emprunts de 30 à 40mds € cette année et 60mds € l'an prochain. Les montants levés donneront lieu à des prêts en plusieurs tranches. L'Italie et l'Espagne recevront respectivement 27 et 21mds €, ce qui réduira d'autant leurs besoins d'émissions en 2020-2021. Les spreads souverains périphériques devraient continuer de baisser. L'Italie s'échange à 145pb contre Bund et les dettes ibériques traitent aux alentours de 80pb. En revanche, les émetteurs souverains core et la France subiront probablement une décote avec la concurrence des emprunts de l'UE. Cette situation continue à favoriser la convergence des taux d'intérêt au bénéfice des dettes périphériques.

## Le crédit européen se resserre

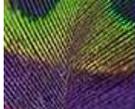
Malgré la réduction saisonnière des volumes d'échange et l'activité primaire réduite en août, la BCE reste présente. Les achats de crédit totalisent environ 4mds € en août au titre du CSPP et autour de 1-2mds € dans le PEPP. Les flux des intervenants finaux ont toutefois ralenti sous l'effet de prises de profit en fin de mois. Les spreads sur l'IG euro ont rétréci de 14pb en août à 114pb contre Bund. Les financières subordonnées (+1.03% en août) apportent un surcroît de performance vis-à-vis des secteurs défensifs notamment. Le rally du high yield européen se poursuit (-45pb) notamment sur les échéances courtes (2-4 ans). L'inversion de la courbe de spreads tend ainsi à se corriger. La tendance est moins marquée sur le crédit américain, moins soutenu par l'action de la banque Centrale que le marché européen. La demande institutionnelle via fonds et ETFs reste néanmoins solide sur les marchés du crédit aux Etats-Unis.

Sur les marchés d'actions, le S&P s'adjuge encore 3% cette semaine marquant un nouveau record au-delà des 3500 points. Les positions spéculatives acheteuses s'accroissent sur les contrats Nasdaq. Le leadership de la technologie américaine reste une tendance lourde sur ce marché. Le secteur pèse plus d'un quart de la cote et, malgré des valorisations élevées, un retournement de tendance paraît peu probable. En Europe, les indices subissent la hausse de l'euro (1,19\$) et sa moindre pondération de la technologie. Toutefois, l'amélioration régulière des enquêtes permet un redressement de certains secteurs cycliques dont les ressources de base et les valeurs des loisirs.

**Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	31-août-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.65 %	+3	+6	-5
EUR Bunds 10a	-0.40%	+9	+13	-21
EUR Bunds 2s10s	26 bp	+7	+7	-16
USD Treasuries 2a	0.13 %	-2	+2	-144
USD Treasuries 10a	0.69 %	+4	+16	-123
USD Treasuries 2s10s	56 bp	+6	+14	+22
GBP Gilt 10a	0.31 %	+10	+21	-51
JPY JGB 10a	0.05 %	+2	+3	+6
EUR Spreads Souverains (10a)	31-août-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	30 bp	+0	-3	0
Italie	149 bp	+6	-5	-11
Es pagne	81 bp	-1	-6	+15
Inflation Points-m orts (10a)	31-août-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	61 bp	+2	+1	-
USD TIPS	179 bp	+11	+24	+1
GBP Gilt Indexés	314 bp	+7	+15	+3
EUR Indices Crédit	31-août-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Credit IG OAS	114 bp	-2	-11	+21
EUR Agences OAS	47 bp	-2	-4	+3
EUR Obligations sécurisées OAS	36 bp	-2	-5	-5
EUR High Yield Pan-européen OAS	451 bp	-13	-36	+147
EUR/USD Indices CDS 5a	31-août-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	54 bp	+0	-6	+10
iTraxx Crossover	321 bp	-6	-55	+115
CDX IG	66 bp	0	-5	+21
CDX High Yield	368 bp	-16	-75	+88
Marchés émergents	31-août-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	419 bp	-3	-27	+129
Devises	31-août-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.195	+1.16	+1.7	+6.41
GBP/USD	\$1.338	+1.99	+2.5	+0.91
USD/JPY	¥105.8	+0.6	+0.27	+2.63
Matières Premières	31-août-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$45.7	\$0.0	\$1.8	-\$16.0
Or	\$1 973.1	\$56.7	\$2.3	\$450.3
Indices Actions	31-août-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	3 506	2.19	7.19	8.53
EuroStoxx 50	3 273	-1.78	3.09	-12.62
CAC 40	4 947	-1.21	3.42	-17.24
Nikkei 225	23 140	0.67	6.59	-2.18
Shanghai Composite	3 396	0.30	2.59	11.33
VIX - Volatilité implicite	24.52	9.61	0.25	77.94

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