

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

14 septembre 2020 /// n°33-2020

## La Fed va revoir sa projection de taux

### Points clés

- **BCE : communication hasardeuse sur l'euro**
- **L'inflation américaine se redresse graduellement**
- **Le Nasdaq poursuit sa correction**
- **Les spreads résistent à l'aplatissement des courbes de taux**

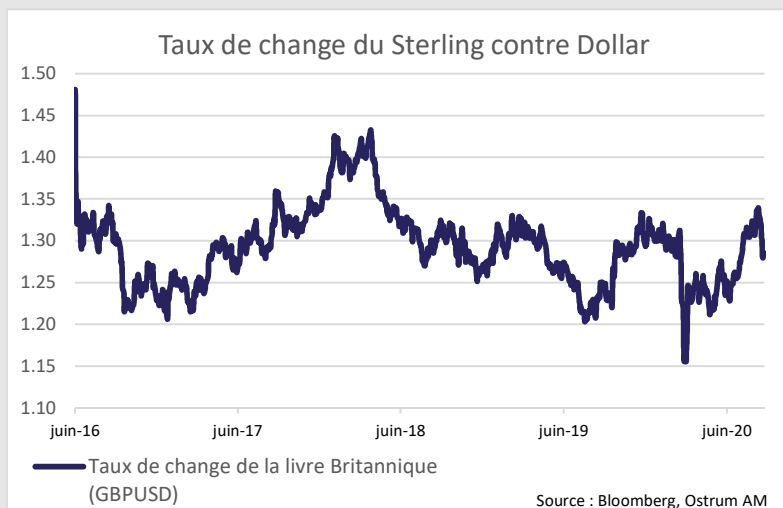
La BCE a sans surprise maintenu sa politique inchangée. Cependant, sa communication au sujet du taux de change a engendré un surcroît de volatilité sur l'euro (un point d'amplitude). L'impasse des négociations sur le Brexit pèse parallèlement sur le Sterling, qui tombe à 1,28\$.

Le Nasdaq poursuit sa correction abandonnant 4% en quatre séances. Le décrochage des valeurs technologiques américaines réduit la surperformance des indices américains face à l'Europe, dont les principaux indices affiche une hausse modeste sur la semaine. Le Bund revient

néanmoins sur -0,50%. L'aplatissement de la courbe est sans conséquence sur les spreads souverains. Les spreads ibériques se resserrent de 4pb. Le crédit européen est stable (115pb) grâce aux cycliques mais le high yield profite encore de la recherche de rendement.

Aux Etats-Unis, les Treasuries oscillent autour de 0,65% en attendant la décision de la Fed. Le crédit s'écarte légèrement dans le sillage de la baisse des actions. Le high yield est pénalisé par la rechute du baril de WTI qui passe sous 38\$. La dette émergente en USD poursuit son rally (402pb contre UST).

### Le graphique de la semaine



La volatilité du Sterling aura été une constante depuis le référendum de 2016.

Les conséquences de la sortie de l'UE n'ont jamais été sérieusement évaluées du côté britannique. Pis, à quelques semaines de la date butoir pour un accord définitif, le gouvernement britannique présente un projet de loi reniant l'accord de transition signé l'an passé. La crédibilité internationale de la signature du Royaume-Uni est en jeu et le sterling replonge logiquement sous 1,30\$. La monnaie britannique pourrait même rejoindre ses plus bas de 2019 (1,20\$).



## BCE : cacophonie autour de l'euro

Le récent mouvement haussier de la monnaie unique au-delà de 1,20\$ avait suscité un commentaire de Philip Lane inquiet de l'effet de son renchérissement sur la dynamique des prix. Or Christine Lagarde s'est montrée plus ambiguë sur l'euro rappelant que la BCE n'avait pas pour objectif de cibler sa valeur sur le marché des changes. Toujours est-il que l'euro affichait une amplitude de cours de plus d'un point au cours de la conférence de presse de jeudi dernier. Selon les estimations usuelles de taux de change effectif, l'euro est en ligne avec sa moyenne de long terme, de sorte que sa valorisation actuelle est probablement neutre du point de vue de l'équilibre économique. Certes, les variations de la devise ont un effet de court terme sur les prix importés mais l'horizon retenu pour le ciblage de l'inflation est de quelques années. L'argumentaire de Philip Lane est donc contestable. La prochaine publication de l'IPCH final d'août nous renseignera davantage sur les pressions internes et notamment la faiblesse marquée des prix des services au cours de l'été. Par ailleurs, l'outil privilégié par la BCE pour affaiblir l'euro est le taux court. Une réduction du taux de dépôt pèserait inopportunément sur la rentabilité des banques au moment où un mouvement de consolidation bienvenu s'enclenche en Espagne. Les projections économiques ont été relevées après les publications du 2T20 mais le communiqué écrit indique désormais un lien entre le PEPP et les pressions à la baisse sur l'inflation. Cette précision préfigure probablement une prolongation du PEPP au-delà de 2021. Le risque d'exécution du plan de relance européen ne laisse aucune place à la complaisance. La politique monétaire accommodante n'a de sens que si le stimulus budgétaire est mis en œuvre efficacement.

## La Fed face à l'impasse budgétaire

Les annonces de Jackson Hole ont planté le décor des cinq prochaines années. Il appartient désormais à Jerome Powell de dessiner la politique monétaire à l'aune d'une tolérance accrue pour une inflation supérieure aux sacro-saints 2%. Le Congrès ne parvient toujours pas à s'accorder sur un plan de soutien budgétaire. L'arrêt du soutien fédéral pourrait affaiblir la reprise. Le contexte électoral tendu n'aide pas. L'hypothèse d'un shutdown gouvernemental début octobre n'est pas totalement écartée. Ainsi, la Fed prolongera sa politique de taux nuls à l'horizon de 2023. La Fed pourrait aussi communiquer sur son programme d'achats d'obligations privées limité à 44,8 mds \$ au 11 septembre. L'institution monétaire a élargi sa liste de contreparties éligibles afin de toucher davantage d'investisseurs finaux. Les inventaires réduits des banques ont sans doute limité la capacité d'action de la Fed. Les sorties des fonds monétaires investis en commercial paper accélèrent depuis la mi-août. Il conviendra de surveiller les bases LIBOR-OIS pour jauger le risque de liquidité.

## Légère pression à l'aplatissement

La volatilité du Nasdaq reste un facteur de soutien aux Treasuries d'autant que la politique de la Fed ancre les rendements sous 0,25% à l'horizon de 4 ans. Toutefois, une pression à la pentification subsiste au-delà des maturités 5 ans. Le rendement à 10 ans oscille entre 0,50% et 0,75% depuis trois mois. L'allongement des émissions de Treasuries et le début de normalisation de l'inflation (1,3%A en août) suscitent toujours des intérêts spéculatifs vendeurs sur les maturités les plus longues. Les points morts d'inflation à 10 ans ont toutefois reflué sous l'effet des achats de T-note. Le Bund revient sur -0,50%. Les points techniques déterminant la bande de neutralité s'échelonnent entre -0,37% et -0,55% au plus bas sur la référence allemande. Il semble que la prolongation du PEPP, désormais lié aux perspectives d'inflation, interviendra au plus tard en mars 2021. Cette perspective contribue à réduire les spreads souverains périphériques. Les swap spreads sont stables autour de 30pb. Ailleurs, la réunion de la BoE intervient sur fond de tensions renouvelées avec Bruxelles. Le gouvernement britannique a présenté le 9 septembre au Parlement un projet de loi violant l'accord encadrant la sortie du Royaume-Uni de l'UE. Si les taux ont tenu, la devise perdait plus de 3% à 1,28\$. La BoE devrait néanmoins augmenter son QE en novembre.

Le marché du crédit européen (115pb contre Bund) n'affichait pas de tendance à l'exception d'un léger écartement des dettes financières et d'une surperformance modeste des cycliques. Le high yield européen est bien orienté. Les indices subissent une plus forte volatilité. L'iTraxx Crossover a touché un point bas à 305pb avant de clore la semaine au-delà de 320pb. Aux États-Unis, les spreads ont augmenté quelque peu notamment sur le segment du high yield pénalisé par les cours du pétrole en baisse.

La correction du Nasdaq s'est poursuivie la semaine passée. Le Nasdaq 100 abandonne plus de 4% en l'espace de quatre séances. L'accumulation de positions optionnelles acheteuses au cours de l'été a fait décaler les valorisations des stars de la cote. Comme la hausse précédente, la correction des excès risque de s'accélérer du fait du débouclage des couvertures optionnelles. Les volumes d'échange de put et de calls se sont rééquilibrés. Jusqu'à présent, la rechute du Nasdaq n'a pas provoqué de défiance généralisée envers les marchés d'actions mais une rotation favorable aux cycliques. Les marchés européens rattrapent une partie de leur retard de performance vis-à-vis des indices américains. Le secteur de l'énergie replonge avec le baril alors que les cycliques bénéficient de reports. L'Euro Stoxx (300 valeurs de la zone euro) perd désormais moins de 5% en 2020 en dollars contre un gain de 5% pour le S&P 500.

**Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	14-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.7 %	+0	-5	-10
EUR Bunds 10a	-0.48%	-2	-6	-29
EUR Bunds 2s10s	22 bp	-2	0	-19
USD Treasuries 2a	0.13 %	-1	-1	-144
USD Treasuries 10a	0.66 %	-5	-5	-125
USD Treasuries 2s10s	53 bp	-4	-3	+18
GBP Gilt 10a	0.2 %	-5	-5	-63
JPY JGB 10a	0.02 %	-3	-3	+3
EUR Spreads Souverains (10a)	14-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	28 bp	-2	-1	-2
Italie	150 bp	-1	+9	-10
Es pagne	76 bp	-5	-2	+11
Inflation Points-m orts (10a)	14-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	51 bp	+1	-13	-
USD TIPS	167 bp	-4	+1	-12
GBP Gilt Indexés	320 bp	+6	+23	+9
EUR Indices Crédit	14-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Credit IG OAS	115 bp	+0	-3	+22
EUR Agences OAS	48 bp	+0	-1	+4
EUR Obligations sécurisées OAS	35 bp	-1	-4	-6
EUR High Yield Pan-européen OAS	438 bp	-4	-26	+134
EUR/USD Indices CDS 5a	14-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	55 bp	+2	+0	+11
iTraxx Crossover	320 bp	-4	-23	+114
CDX IG	68 bp	+2	+1	+23
CDX High Yield	349 bp	-18	-63	+69
Marchés émergents	14-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	402 bp	-7	-9	+111
Devises	14-sept.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.188	+0.56	+0.34	+5.82
GBP/USD	\$1.289	-2.18	-1.52	-2.84
USD/JPY	¥105.64	+0.62	+0.91	+2.78
Matières Premières	14-sept.-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$39.5	-\$2.5	-\$5.8	-\$22.1
Or	\$1 961.0	\$32.4	\$15.9	\$438.2
Indices Actions	14-sept.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	3 393	-0.98	0.61	5.03
EuroStoxx 50	3 315	0.01	0.29	-11.50
CAC 40	5 049	-0.10	1.73	-15.55
Nikkei 225	23 559	2.03	1.16	-0.41
Shanghai Composite	3 279	-0.42	-2.42	7.50
VIX - Volatilité implicite	25.84	-15.97	17.19	87.52

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