

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

21 septembre 2020 /// n°34-2020

Powell annonce 3 ans de statu quo sur les taux

Points clés

- La Fed annonce un statu quo sur les taux jusque fin 2023
- La BoE évoque des taux négatifs
- Prudence sur les actions, maintien d'un biais acheteur de taux
- Le crédit offre encore le meilleur compromis

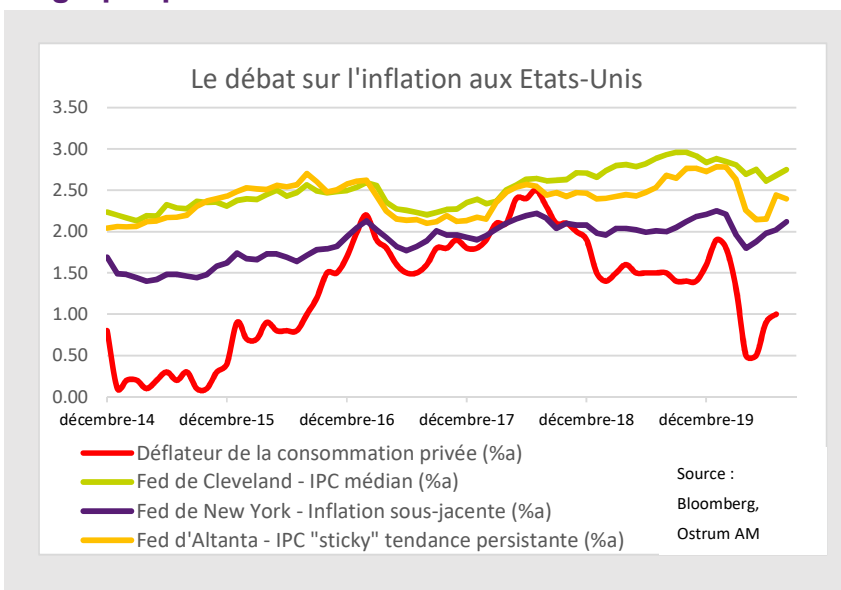
Conformément au changement de cap annoncé à Jackson Hole, la Fed projette de maintenir les taux à zéro jusqu'en 2023. L'amélioration des prévisions économiques est sans effet sur l'orientation accommodante de la politique monétaire. Par ailleurs, la BoE a surpris les intervenants en agitant le risque de taux négatifs.

Les taux se sont légèrement détendus mais c'est davantage la faiblesse du Nasdaq qui entretient ce repli vers la valeur refuge que les décisions monétaires. L'indice technologique perd désormais

13% depuis son sommet du début du mois. Les valeurs bancaires européennes sont de nouveau sous pression. Le T-note s'échange sous 0,70% et le Bund se rapproche de ses plus bas récents. Les spreads périphériques résistent néanmoins, malgré l'abaissement des perspectives de notations de l'Espagne. Les spreads de crédit restent stables autour de 115pb contre Bund.

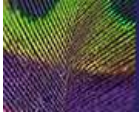
Ce contexte d'aversion pour le risque est favorable au yen. Le dollar rebondit également ce lundi à mesure que les indices actions décrochent.

Le graphique de la semaine



Depuis plusieurs années, la Fed juge l'inflation trop faible par rapport à sa cible de 2%. La reformulation récente de l'objectif en une moyenne sur une période longue traduit la « nécessité » de redresser la dynamique des prix.

Le paradoxe est que nombre d'estimations produites par la Fed dépeignent une situation très différente. Les indices des Fed d'Atlanta, de Cleveland et de New York montrent une inflation souvent supérieure à 2% et en accélération depuis le début de la pandémie. Les ménages perçoivent également ces tensions selon plusieurs enquêtes. Dès lors, une inflation plus forte est-elle souhaitable ?



Fed : statu quo jusqu'en 2023

Le FOMC a laissé sa politique monétaire inchangée la semaine passée. La réunion de Jackson Hole avait permis de poser les jalons d'une période d'assouplissement monétaire prolongée. La Fed prend quelque distance par rapport à son mandat de stabilité des prix et d'emploi soutenable. Les projections de taux d'intérêt s'inscrivent dans ce nouveau cadre et une large majorité de membres du FOMC prévoient des Fed Funds nuls jusqu'en 2023. Les projections de croissance ont pourtant été relevées sensiblement. L'activité devrait se contracter de 3,7% au 4T20 (contre -6,5% prévu en juin) avant un rebond de 4% l'an prochain puis deux années de croissance supérieure au potentiel estimé entre 1,7% et 2%. L'inflation mesurée par le déflateur de la consommation privée convergera vers 2% à l'horizon de 2023 selon les banquiers centraux. Les prévisions situent le taux de chômage à 7,6% en fin d'année. Le maintien de la politique actuelle n'a pas réuni l'unanimité. Le FOMC compte deux dissidents. Robert Kaplan s'oppose à une *forward guidance* calendaire indépendante du cycle économique. Neel Kashkari plaide à l'inverse pour des taux inchangés tant que l'inflation sous-jacente n'est pas revenue à 2%. Par ailleurs, les marchés de taux semblaient anticiper l'annonce d'un *twist*, c'est-à-dire une augmentation des achats de Treasuries à long terme. Le réinvestissement des tombées s'effectue à due proportion des émissions du Trésor et l'investissement résidentiel ne requiert aucun soutien additionnel à ce stade.

De son côté, la BoE envisage finalement de recourir aux taux négatifs dès le 4T 2020 pour compléter son programme d'achats d'actifs, dont l'enveloppe sera probablement relevée de 100mds £ en novembre. Les négociations sur le Brexit sont dans l'impasse à quelques semaines du couperet. La BoE essaiera autant que possible de limiter les dégâts sur l'obligataire... au détriment du sterling. La livre devrait décrocher contre l'euro et les valeurs refuges éloignées telles que le yen.

Les nuages s'amoncellent

Les orientations monétaires actuelles apparaissent dérisoires face aux risques politiques et financiers planant sur l'économie mondiale. La dégradation de la situation sanitaire en Europe, les échéances politiques avec le Brexit et l'élection présidentielle américaine, les tensions sino-américaines sur la question de l'exploitation des données personnelles voire les valorisations boursières du Nasdaq assombrissent le tableau de la fin d'année.

Conserver un biais acheteur de taux

La volatilité du Nasdaq risque d'engendrer un resserrement des conditions financières néfaste à la croissance économique. La hausse du VIX et le rebond du yen témoignent d'un regain d'aversion pour le risque. Dans ce contexte, il convient de maintenir un

biais acheteur de sensibilité sur le Gilt, le Bund ou encore le T-note. La maturité privilégiée est le 10 ans. Les rendements à 2 ans ont atteint leurs planchers, hormis peut-être au Royaume-Uni. Le rétrécissement des spreads 2-10 ans est favorisé. Au-delà de 10 ans, la dégradation des finances publiques voire le risque inflationniste maintiennent une pression à la pentification, en particulier aux Etats-Unis. Les niveaux de points morts d'inflation attrayants militent pour une exposition aux emprunts indexés.

Les dettes souveraines périphériques sont protégées par les Banques Centrales. Les spreads à 10 ans sont stabilisés autour de 150pb sur le BTP et 80pb dans la péninsule ibérique. Il n'y a cependant pas de place pour la complaisance. L'agence S&P l'a rappelé en abaissant les perspectives de notation de la dette espagnole. L'UE a déjà repoussé à mi-octobre le lancement de son premier emprunt lié au programme SURE. Le risque d'exécution des plans d'aide européens est significatif. L'UE optera probablement pour un emprunt obligataire à 10 ans qui viendra concurrencer l'OAT. Les institutionnels pourraient se reporter sur les maturités plus longues offrant encore un rendement légèrement positif.

Les banques sous pression

Les banques européennes (-8% cette semaine) sont également dans le viseur des agences en raison de la conjoncture économique mais aussi de leur exposition à la dette souveraine. L'assouplissement du critère de levier réglementaire et l'autorisation de verser des dividendes l'an prochain n'ont pas empêché un nouveau plongeon du secteur bancaire attaqué après de nouvelles révélations de blanchiment d'argent. Les volumes d'actions bancaires traités vendredi dernier traduisent une forme de capitulation. La consolidation du secteur demeure une priorité. Les valeurs cycliques sensibles à l'épidémie ont aussi repris le chemin de la baisse. Sur l'Euro Stoxx, les projections de bénéfices se sont stabilisées mais la dynamique des prix restera soumise au marché directeur américain. Les flux sortants des fonds d'actions américains ont nettement augmenté durant la dernière accélération haussière. Le ratio des volumes d'options sur les valeurs technologiques s'est aussi rééquilibré au profit des puts. Le Nasdaq 100 a décroché de 13% depuis le sommet de début septembre. Le seul soutien au marché des actions américaines semble être les opérations de fusions et acquisitions. Les transactions sont financées en numéraire à hauteur des deux-tiers même si les valorisations élevées favorisent généralement les échanges de titres. La baisse des taux orchestrée par les Banques Centrales a contribué à une hausse de l'endettement privé qui pèse le rally des spreads IG actuellement. La classe d'actifs crédit offre néanmoins le meilleur couple-rendement risque à court terme compte tenu du soutien des autorités monétaires. A ce sujet, la Fed s'autorise désormais à traiter avec le 'buy side' au travers de plateformes.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	21-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.73 %	-2	-4	-12
EUR Bunds 10a	-0.53%	-5	-2	-35
EUR Bunds 2s10s	20 bp	-3	+2	-22
USD Treasuries 2a	0.14 %	0	-1	-143
USD Treasuries 10a	0.66 %	-1	+3	-125
USD Treasuries 2s10s	53 bp	-1	+4	+18
GBP Gilt 10a	0.16 %	-4	-5	-67
JPY JGB 10a	0.02 %	-1	-2	+3
EUR Spreads Souverains (10a)	21-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	27 bp	-1	-3	-3
Italie	145 bp	-5	0	-15
Es pagne	78 bp	+2	-2	+13
Inflation Points-m orts (10a)	21-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	47 bp	-4	-9	-
USD TIPS	163 bp	-3	-1	-16
GBP Gilt Indexés	313 bp	-7	+10	+2
EUR Indices Crédit	21-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Credit IG OAS	113 bp	-2	-2	+20
EUR Agences OAS	47 bp	-1	-1	+3
EUR Obligations sécurisées OAS	33 bp	-2	-4	-8
EUR High Yield Pan-européen OAS	435 bp	-3	-27	+131
EUR/USD Indices CDS 5a	21-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	57 bp	+2	+2	+13
iTraxx Crossover	322 bp	+0	-11	+116
CDX IG	53 bp	-15	-14	+8
CDX High Yield	370 bp	+21	-21	+90
Marchés émergents	21-sept.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	408 bp	+6	-13	+117
Devises	21-sept.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.174	-0.97	-0.53	+4.53
GBP/USD	\$1.278	-0.9	-2.23	-3.66
USD/JPY	¥104.77	+0.66	+1.07	+3.64
Matières Premières	21-sept.-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$41.5	\$1.9	-\$3.5	-\$20.1
Or	\$1 904.6	-\$53.5	-\$27.0	\$381.8
Indices Actions	21-sept.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	3 247	-4.02	-4.41	0.52
EuroStoxx 50	3 161	-4.70	-3.03	-15.60
CAC 40	4 792	-5.14	-2.13	-19.84
Nikkei 225	23 360	-0.20	1.92	-1.25
Shanghai Composite	3 317	1.16	-1.89	8.75
VIX - Volatilité implicite	28.80	11.41	27.77	109.00

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