

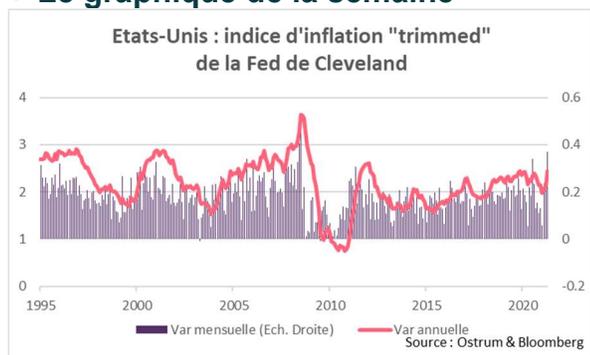
● Le thème de la semaine : Monétisation de la dette, les chiffres

- La publication des bilans annuels des banques centrales permet de mesurer plus précisément la monétisation de la dette publique.
- Si le QE n'est pas une monétisation stricto sensu, une partie non-négligeable de la dette est devenue une perpétuelle à taux zéro.
- Au lieu de regarder la dette brute des états, il serait en fait plus judicieux de regarder leur dette « consolidée », c'est-à-dire en prenant en compte la cote part détenue par la banque centrale et en restant prudent car cette cote part n'a pas été complètement monétisée.

● La revue des marchés : Le déni de l'inflation est le plus grand risque

- L'inflation américaine atteint 4,2% en avril
- Le rebond des taux fait tanguer le Nasdaq
- La BCE semble s'accommoder de la hausse des taux longs
- Le crédit résiste, ainsi que les BB dans le high yield

● Le graphique de la semaine



L'inflation américaine a constitué la principale surprise la semaine dernière avec un rebond beaucoup plus fort qu'attendu, en particulier de l'indice sous-jacent.

L'indice « trimmed » de la Fed de Cleveland est une alternative à l'indice sous-jacent, il exclut chaque mois les composantes les plus volatiles. En avril il a progressé de 0,4 % sur le mois, troisième plus forte progression en plus d'un quart de siècle.

L'augmentation de l'inflation n'est donc pas due à quelques éléments très volatiles mais est très généralisée à un ensemble large de secteurs. Les pressions inflationnistes se diffusent sur l'ensemble de l'économie. Et c'est peut-être l'enseignement principal des chiffres de la semaine dernière.

● Le chiffre de la semaine

90 %

Source : Ostrum AM

D'après le dernier rapport de l'Agence Internationale de l'Energie, 90 % des capacités électriques mondiales installées sur les deux prochaines années seront des énergies renouvelables.



Stéphane Déo
Directeur stratégie marchés



Axel Botte
Stratégiste international



Zouhoure Bousbih
Stratégiste pays émergents



Aline Goupil-Raguènes
Stratégiste pays développés

● **Thème de la semaine**

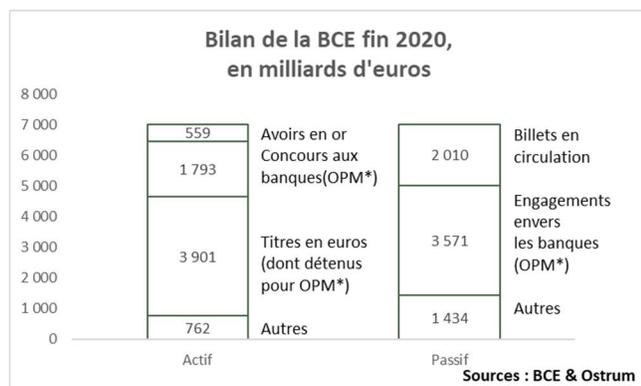
Monétisation de la dette, les chiffres

La publication des bilans annuels des banques centrales permet de mesurer plus précisément le niveau de monétisation de la dette publique. Avec le QE, une partie de la dette publique est quasiment devenue une « perpétuelle à taux zéro », son coût économique est donc nul. Nous expliquons le mécanisme, ses limites et concluons qu'il est dorénavant probablement plus adéquat de regarder la dette consolidée des états.

Monétisation, comment ça marche ?

Lire un bilan de la banque centrale

La monétisation de la dette passe par la mise en place du QE des banques centrales. Pour commencer il faut donc regarder le bilan de ces banques centrales. Le graphique ci-dessous montre, de manière très simplifiée, le bilan de l'Eurosystème (l'Eurosystème est le bilan consolidé de la BCE et des banques centrales nationales de la zone Euro) à la fin de 2020¹.



On peut remarquer que les titres en euros détenus pour opérations de politique monétaire représentent la part du lion de l'actif de la BCE, 3 901 milliards sur 7 015 milliards du total du bilan, soit 55 % du total. En comparaison, les titres du Trésor détenus par la Fed représentaient à la fin de

2019, 63% de son bilan.

Autre point à souligner, le passif de la BCE fait aussi la part belle aux « Engagements envers les banques » qui représentent 50 % du passif de la BCE. Ce compte est constitué des liquidités déposées par les banques à la BCE. Pour la Fed les « Réserves des Banques », qui constitue l'équivalent le plus proche, représente 42% du passif.

Que se passe-t-il en cas de QE de la BCE ?

Imaginons que la BCE achète pour un milliard de titres d'état à une banque commerciale européenne. Ce milliard va venir abonder le compte « Titres en euro » à l'actif de la BCE. Bien sûr il faut une contrepartie en passif, le compte « Engagement envers les établissements de crédit » dont nous parlons ci-dessus ; la BCE va donc créditer le compte de la banque vendeuse d'un milliard d'euros.

Conséquence, la banque qui a cédé ses titres à la BCE dispose maintenant d'un milliard de liquidités en plus. C'est de la création monétaire pure. Il est important de souligner qu'il n'existe aucune limite comptable, réglementaire ou théorique à ces opérations. Une banque centrale peut, via le QE, créer autant de liquidité qu'elle le souhaite.

Le QE est-il une monétisation de la dette des états ?

Dans le cas d'un achat par la BCE, dans le cadre de son QE, d'un milliard de dette française, ce milliard d'OAT sera donc porté dans le compte de la BCE.

Premier point d'importance ; le QE est mis en place de manière décentralisée. C'est donc en fait la Banque de France qui va acheter et va le porter sur son actif². Lorsque le Trésor français paye un coupon sur cette dette il sera donc encaissé par la BdF ce qui constitue un bénéfice. A la fin de l'année ces bénéfices sont distribués à son actionnaire, qui est le Trésor Français. Le coupon est donc, de facto, rétrocedé au Trésor français. Le taux d'intérêt sur cette dette est, de facto, nul !

Lorsque la dette arrive à échéance, le Trésor va devoir rembourser un milliard à la BdF. Mais la BCE s'est engagée à réinvestir toutes les « tombées ». Pourquoi ? Si elle ne le faisait pas, le milliard perçu comme remboursement de la dette serait conservé par la BdF : il s'agirait d'une ponction sur les liquidités disponibles pour l'économie. Pour éviter cet « anti-QE », la BCE a décidé de remettre le milliard en question dans l'économie, en achetant une nouvelle OAT. Conséquence : de facto, la dette n'est donc pas remboursée, ou plutôt la BdF, « rôle la dette », c'est-à-dire qu'elle étend sa créance. De facto la dette est donc une

¹ Les passionnés pourront trouver de manière hebdomadaire le bilan détaillé de l'Eurosystème sur <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2019/html/index.en.html>

² Pour être précis, il faut noter qu'une partie du QE est exécutée directement par la BCE. Toutefois, le revenu généré par les titres

de politique monétaire achetés dans le cadre des programmes SMP, CBPP3, ABSPP, PSPP et PEPP est distribué en janvier de l'année suivante sous forme dacompte sur dividende.

dette perpétuelle, c'est-à-dire une dette qu'on ne rembourse jamais.

Bien sûr cette dette n'a pas disparu, elle existe d'un point de vue comptable ; elle existe dans les comptes de la BdF, le créancier, mais aussi dans les comptes de l'Etat, le débiteur. D'un point de vue juridique la dette n'a pas non plus disparue. Mais de facto (vous avez peut-être remarqué l'utilisation obsessionnelle du « de facto » dans les paragraphes précédents), cette dette n'existe plus. Ou tout au moins au sens économique elle est devenue une dette perpétuelle à taux zéro. Son coût est donc nul pour l'état.

Un ersatz de monétisation – Pas une vraie monétisation
Notre description du QE conduit à le présenter comme une forme de monétisation. Stricto sensu ce n'en est pas tout à fait le cas. Les puristes objecteront plusieurs arguments.

Première distinction, de taille, la BCE ne finance pas directement le déficit des états, c'est interdit par les traités, puisqu'elle achète des obligations souveraines sur le marché secondaire et non sur le marché primaire. Les Etats doivent donc continuer à financer leur déficit auprès des marchés. La véritable monétisation aurait lieu si les rachats de dettes publiques se déroulaient sur le marché primaire. D'un point de vue pratique, la différence est toutefois bien maigre, les banques peuvent financer un achat en utilisant les opérations de repo et elles ont l'assurance de pouvoir le revendre à la BCE si le papier est éligible. La BCE l'achète

donc indirectement (temporairement via le repo) puis directement (via le QE).

Deuxième point, comme nous l'avons expliqué, la BCE s'est engagée à racheter les « tombées ». Mais si la BCE décidait de cesser son programme de réinvestissement, ce que la Fed a essayé de faire en 2018, alors la dette devrait être remboursée pour de bon. L'argument de monétisation ne tient donc que dans la mesure où ce réinvestissement des tombés ne sera pas remis en cause. La « perpétuité » de la dette n'est donc pas garantie et dépend de la décision de réinvestissement de la BCE.

Enfin, s'il n'existe pas de limite comptable au QE, ces opérations font toutefois peser un risque sur la BCE. Le bilan de l'Eurosystème est solide et les résultats restent très confortables, comme nous le verrons ci-dessous. Mais il n'est pas inimaginable que les opérations de la BCE conduisent à des pertes, on peut imaginer plusieurs scénarios : la taille des TLTRO à taux négatifs qui constituent une érosion des revenus d'intérêts, des pertes sur le portefeuille de crédit (la BCE avait perdu plusieurs milliards sur la faillite de Lehman) ou simplement des pertes sur le portage du portefeuille souverain si les taux de financement venaient à remonter. Tout ceci conduirait donc à une érosion du capital de la BCE et de l'Eurosystème avec des conséquences sur la crédibilité de l'Euro. L'opération est donc, on le voit, loin d'être sans risque : il n'y a pas de repas gratuit.

La « planche à billet » et le tableau Piet Mondrian.

L'image d'Epinal de la « planche à billet » est largement erronée, la création monétaire se fait de manière purement électronique.

Le premier élément du passif d'une banque centrale est « Billets en circulation ». Pourquoi ? Lorsque vous tirez 100 euros d'un distributeur de monnaie, la banque qui possède ce distributeur a dû acheter ce billet à la BCE. C'est un coût pour la banque (elle a acheté le billet), et son stock de billets apparaît donc à son actif. C'est une source de financement pour la banque centrale (elle a vendu le billet), qui apparaît donc à son passif. C'est aussi donc, paradoxalement, un prélèvement de liquidité sur l'économie puisque la banque commerciale doit acheter à la BCE les billets qu'elle met en circulation, elle doit donc transférer des liquidités pour payer, liquidités qui ne sont plus disponibles pour l'économie. En jargon de banque centrale on appelle cela « un facteur absorbant » car il contribue effectivement à absorber la liquidité du marché bancaire. La planche à billet, là aussi paradoxalement et contrairement à l'image d'Epinal, n'est donc pas une création monétaire, mais une absorption de liquidités.

Dans le système moderne, la « planche à billet » ne crée pas de monnaie, elle ne fait qu'échanger de la liquidité (électronique) interbancaire existante contre de la monnaie fiduciaire (physique).

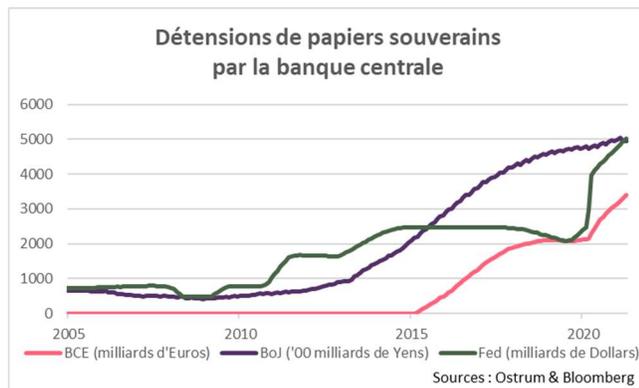
D'où l'anecdote du tableau de Mondrian. Lorsque l'Euro a été introduit les billets et pièces en devise nationale ont été échangés contre des euros. Une partie de ces billets et pièces n'ont jamais été retournés à la banque centrale. C'est donc un profit pour elle puisque ces billets n'ont plus cours on ne peut plus les présenter au guichet contre remboursement. C'est donc une créance sur la Banque Centrale qui disparaît, l'équivalent d'une annulation de dette, et donc c'est bien un profit. La Banque Centrale des Pays-Bas a considéré qu'il s'agissait là d'un bénéfice indu et a souhaité le rétrocéder à la société. Ces bénéfices ont été utilisés pour acheter une toile de Piet Mondrian qui a été offerte au le Gemeentemuseum à La Haye.

Comme quoi la planche à billet peut, dans des circonstances certes exceptionnelles, générer un profit.

Il nous semble excessif d'assimiler le QE actuel à une pure monétisation de la dette même si dans les faits les conséquences du QE en sont une reproduction fidèle.

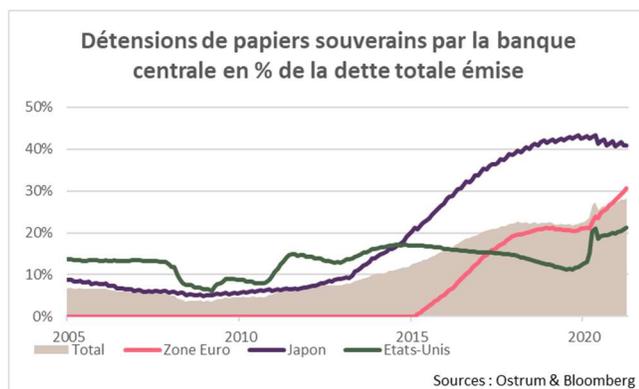
Parlons chiffres : où en est-on en termes de QE dans le G3 ?

Maintenant que l'argument méthodologique est posé, parlons chiffres. Le graphique ci-dessous montre l'historique des achats pour la BCE, la Fed et la Banque du Japon. Fin avril l'ordre de grandeur était donc 3,3 Tr d'euros pour la BCE, 5 Tr de dollars pour la Fed et de 500 Tr de Yens pour la BdJ. Ces chiffres toutefois continuent d'évoluer très rapidement.



Chiffres colossaux évidemment. Pour donner un ordre de grandeur, le bilan de la Fed était de 900 Mds de dollars avant la crise de 2009, celui de la BCE de 1 800 Mds d'euros...

La conséquence est que la partie de la dette détenue par les banques centrales a très fortement progressé comme le montre le graphique ci-dessous. Au total, les trois principales banques centrales détiennent presque 30 % de la dette publique émise aux Etats-Unis, en Zone Euro et au Japon.



Cas concret : Allemagne, France et Italie.

Arrêtons-nous maintenant plus en détails sur les cas des trois grands pays de la Zone Euro : Allemagne, France et Italie. Les trois banques centrales de ces pays publient leurs comptes annuels au printemps et nous allons donc utiliser les chiffres à fin 2020 pour illustrer notre propos.

La BCE détenait un tiers de la dette allemande. En revanche elle ne détenait que 21 % de la dette italienne. Les clefs de répartition qui imposent une proportion d'achats constant entre pays conduit à absorber une part plus importante de la dette des pays qui ont une dette plus faible. L'introduction du PEPP, qui avait l'option explicite de s'écarter des clefs de répartition de manière temporaire, n'a rien changé.

	Dette souveraine, fin 2020		Montants achetés via le QE		Dette consolidée (dette brute - QE), % du PIB
	Mds EUR	% du PIB	Mds EUR	En % de la dette existante	
Allemagne	2 325	70%	755	32%	47%
France	2 650	116%	611	23%	89%
Italie	2 573	156%	538	21%	123%
Zone Euro	11 107	98%	2 914	26%	72%

Sources : Eurostat, BCE, Ostrum

Dans le cas du service de la dette nous le comparons avec le montant qui est rétrocédé par les banques centrales au trésor national. Pour être précis il faut souligner que les profits de ces banques centrales ne sont bien sûr pas exclusivement liés au QE. Les opérations de repo avec les banques par exemple sont aussi des sources de profits. Il n'en demeure pas moins que la taille du QE est telle que la ligne principale du compte de résultats des trois banques centrales, et de très loin, est la ligne « Produit net d'intérêt ».

Autre point technique à souligner, la distribution ne se fait pas de manière identique. La Bundesbank par exemple transfère tout son « résultat distribuable » à l'état alors que la Banque de France tout comme la Banque d'Italie transfèrent une partie sous forme d'impôts et une autre partie sous forme d'un transfert. Ces détails techniques ne changent pas l'argument : les profits liés aux produits d'intérêts du QE sont rétrocédés in fine à l'état.

Il est aussi à noter que la Buba a décidé de passer cette année des provisions importantes, 2,4 Mds d'Euros pour risque de change et risques de valorisation sur son portefeuille d'actifs en cas de hausse des taux. Cette extrême prudence a conduit le résultat net distribuable à 0 cette année. Dans le cas de l'Allemagne donc le service de la dette 2020 n'a pas été monétisé par la Buba qui l'a utilisé pour renforcer ses fonds propres.

	Service de la dette		Montants reversés par la Banque Centrale		
	Mds EUR	% du PIB	Mds EUR	Dont revenus d'intérêts	En % du service de la dette
Allemagne	23.4	0.7%	0.00 ⁽¹⁾	5.47	0%
France	29.7	1.3%	3.55 ⁽²⁾	5.99	12%
Italie	57.8	3.5%	8.88 ⁽³⁾	8.60	15%
Zone Euro	169.8	1.5%			

Sources : Eurostat, Buba, BdF, Bd'I, Ostrum

(1) La Buba a passé des provisions pour hausse potentielle

(2) Dividende + impôts

(3) chiffres 2019, le bilan 2020 n'est pas encore sorti

Prenons le cas de l'Italie, le pays le plus endetté. On trouve donc que 21 % de la dette émise était détenue par la BCE à la fin de 2020. On trouve aussi que les bénéficiaires de la Banca d'Italia couvrent 15 % de la charge d'intérêts italienne sur 2019. De facto il y a donc bien 15 % de la dette qui, si elle conserve une existence comptable et juridique indiscutable, est une dette qui a été annulée d'un point de vue économique. Cette partie est bien une dette perpétuelle, elle n'est jamais remboursée, à taux zéro, tout intérêt payé est rétrocédé. Elle n'a donc plus aucun coût et ni aucun impact sur la soutenabilité des finances publiques.

Il serait alors judicieux de retirer cette partie de la dette des simulations de soutenabilité, dans le cas italien la dette sur PIB ne serait plus à 156 % mais à 123 %. Un chiffre qui reste plus que conséquent pour un pays dont la croissance est atone, mais un chiffre moins impressionnant.

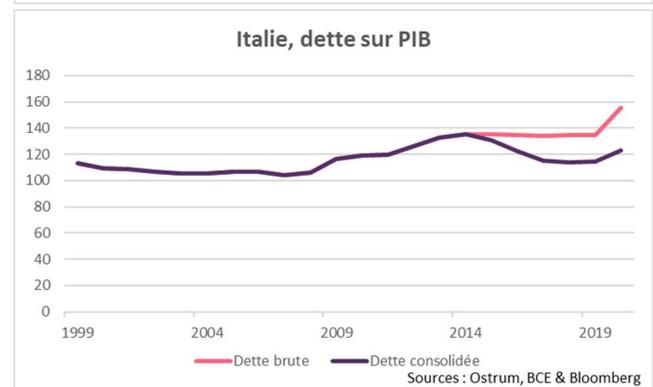
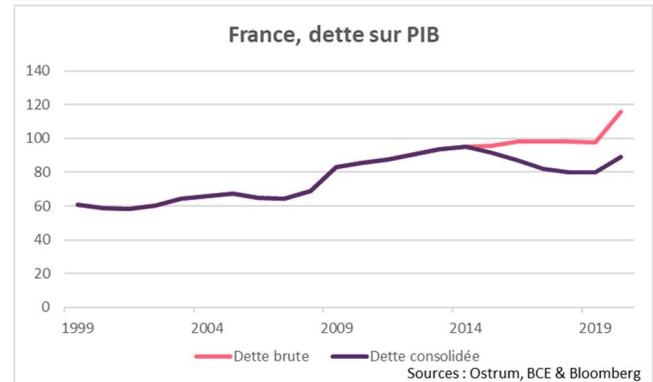
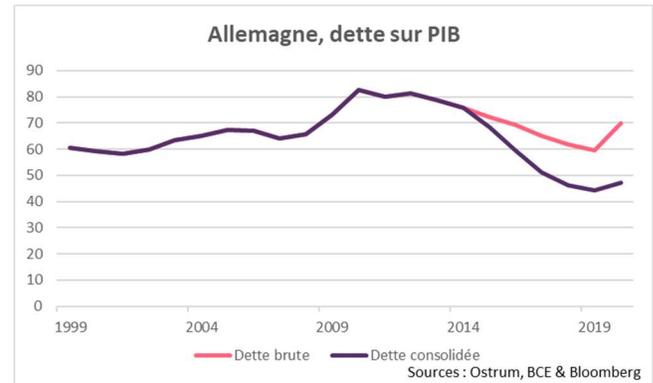
Conclusion : plaidoyer pour une dette « consolidée »

Au lieu de regarder la dette brute des états, il serait en fait plus judicieux de regarder leur dette « consolidée », c'est-à-dire en prenant en compte la cote part détenue par la banque centrale et en restant prudent car cette cote part n'a pas été complètement monétisée. Cette approche, inutile avant que le QE ne soit mis en place, est maintenant plus proche de la situation économique qu'une approche simple en termes de dette brute.

Nous nous en tenons là, mais une approche plus globale pourrait aussi être intéressante. L'OCDE publie la dette brute des états, mais également la position nette des états qui prend en compte leurs avoirs financiers. L'OCDE estimait qu'à fin 2020 la dette brute de la zone Euro était de 119,4 % mais la position financière nette de 75,8 %. Pour

l'OCDE dans son ensemble, on passe de 126,9 % à 79,7 %. Là aussi l'obsession sur le ratio dette brute sur PIB mériterait qu'on y regarde à deux fois.

Dans les cas allemand, français et italien, l'évolution de la dette brute et de la dette hors QE, ce que nous avons appelé la « dette consolidée », donne les résultats suivants. Ils illustrent l'impact du QE qui est effectivement loin d'être négligeable.



Stéphane Déo

- **La revue des marchés**

Le déni de l'inflation est le plus grand risque

La Fed face au risque inflationniste, la sensibilité des actions aux taux longs est d'autant plus forte

L'inflation est là. L'indice des prix à la consommation américain réagit avec un mois de retard à l'accélération des prix à la production et des prix des importations publiée en mars. L'inflation ressort à 4,2% sur un an et l'inflation hors éléments volatiles atteint 3% en avril. La Fed insiste sur le caractère transitoire de la poussée inflationniste mais rien n'est moins sûr. La réouverture de l'économie permet aux secteurs les plus affectés par la pandémie de retrouver des marges de manœuvre pour relever leurs prix, d'autant que les finances des ménages sont au beau fixe grâce au redressement de l'emploi. Les prix du transport aérien remontent ainsi de 10% en avril. Les prix des hôtels et des voitures de locations suivent le même schéma. Les pressions importantes sur les matières premières sont liées à la nécessaire transformation du modèle productif face au défi climatique. L'agence internationale de l'énergie estimait récemment que la transition vers le modèle de développement durable, dont l'électrification du parc automobile et les énergies renouvelables, requerra 40 fois plus de lithium en 2040 qu'en 2020, 20 fois plus de nickel, 7 fois plus de manganèse ou encore 2,5 fois plus de cuivre. Il est évident que les prix arbitreront les priorités compte tenu du temps et des investissements nécessaires à l'extraction minière. L'inflation n'est pas qu'un phénomène transitoire. Par ailleurs, le coût du logement va accélérer. La fin des moratoires sur les loyers provoquera aussi un réajustement.

A vrai dire, la question de l'inflation n'a d'importance à court terme que, dans la mesure, où elle modifie le scénario du tapering de la Fed. A cette fin, la conférence de Jackson Hole, fin août, reste le rendez-vous privilégié. La réduction du QE débutera au plus tôt en octobre, au plus tard début 2022. La hausse des points morts d'inflation au plus haut depuis 2005 - au-delà de 2,8% sur l'échéance 5 ans - remet clairement en cause le scénario de la Fed et interroge sur le ciblage de l'inflation moyenne. Les taux réels (-1% à 10 ans) sont en outre beaucoup trop bas relativement au potentiel de croissance. Le T-note après un bref retour sous 1,50% après la publication de l'emploi tutoie désormais le niveau d'1,65%. La pentification de la courbe traduit d'une part l'attente de la Fed et les risques à terme d'un resserrement plus brutal. Le spread 5s30s s'est élargi avant de se stabiliser après les adjudications solides de 10 et 30 ans. Autour de 2,40%, les niveaux de rendement à 30 ans devraient attirer une nouvelle demande finale. En zone euro, l'optimisme des investisseurs représenté par la hausse du

ZEW tire les taux à la hausse. Le Bund s'échange à -0,12% et les chiffres hebdomadaires du PEPP semble indiquer que la BCE s'accommode du mouvement de taux indissociable du renforcement des anticipations d'inflation. La hausse hebdomadaire des points morts en Europe (+14bp sur le swap d'inflation à 10 ans) est même plus forte qu'aux Etats-Unis (+8pb). Le rythme d'achat diminue déjà à 16,3 Mrds € contre 20 Mrds € environ après la communication de mars. Les tensions sur le Bund reflètent également l'émission du 30 ans allemand vert pour 6 Mrds €. La demande chiffrée à 27 Mrds € réduit le spread à -2pb face à l'obligation nominale miroir. Les flux de couverture ont pesé sur le marché. La pentification de la courbe allemande contribue à tendre les taux français au-delà des seuils psychologiques. Le niveau de 1% sur l'OAT à 30 ans déclenche des intérêts des assureurs. Le 10 ans italien rejoint également 1% avant les émissions de jeudi. De manière générale, les souverains périphériques restent bien orientés. On observe aussi un net resserrement des swap spreads. L'asset swap du Bund rétrécit de 4pb sur la semaine. Les investisseurs ont sans doute privilégié les swaps pour couvrir la faiblesse des actions. On relève d'importants flux receveurs de 15 ans.

Les marchés américains subissent des prises de profits concentrés sur les valeurs technologiques de croissance sensibles aux tensions sur les taux à long terme. Le Nasdaq connaît une correction de 5%. Le flux de bonnes nouvelles avec les publications trimestrielles ne constitue plus un frein à un ajustement des valorisations. L'environnement économique reprend le dessus. En début de semaine, 47% des actions du S&P 500 s'échangeait au plus haut depuis 52 semaines. La technologie européenne n'échappe plus à la dynamique américaine. En Europe, les rotations sectorielles s'accroissent au profit des institutions financières et des pétrolières. Les cours s'inscrivent en baisse de 2% cette semaine, un mouvement encore insuffisant pour considérer les valorisations attrayantes.

Le crédit en zone euro reste bien orienté. Le spread moyen ressort à 84pb contre Bund. La liquidité du marché s'avère satisfaisante malgré la faiblesse marquée du Nasdaq. Les indices synthétiques n'ont pas réagi à la hausse de la volatilité des actions, perçue comme une problématique de valorisation plutôt qu'un risque de crédit. L'iTraxx XO se tend néanmoins de 5pb sur la semaine. Le marché du high yield semble stable malgré un marché primaire très actif. La qualité de crédit est relativement élevée, de sorte que les émissions B et CCC se font plus rares. Le segment BB est soutenu par les rehaussements de notations.

Enfin, le dollar est à la croisée des chemins. Les déficits jumeaux et l'inflation militent pour une nouvelle baisse mais les tensions sur les taux atténuent ce risque. L'euro replonge sous 1,21 \$ terminant la semaine presque inchangé. Le dollar canadien se distingue porté par les prix des métaux et du bois de construction notamment.

Axel Botte
Stratégiste international

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	17-May-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.66 %	+3	+4	+5
EUR Bunds 10a	-0.12%	+10	+15	+45
EUR Bunds 2s10s	54 bp	+7	+11	+41
USD Treasuries 2a	0.15 %	0	-1	+3
USD Treasuries 10a	1.64 %	+3	+6	+72
USD Treasuries 2s10s	148 bp	+3	+7	+69
GBP Gilt 10a	0.87 %	+8	+10	+67
JPY JGB 10a	0.09 %	0	-1	+6
EUR Spreads Souverains (10a)	17-May-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
France	39 bp	+1	+14	+16
Italie	120 bp	+6	+19	+9
Espagne	71 bp	+4	+6	+10
Inflation Points-morts (10a)	17-May-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
EUR OATI (9a)	146 bp	+2	+19	-
USD TIPS	256 bp	+2	+18	+57
GBP Gilt Indexés	355 bp	0	+6	+55
EUR Indices Crédit	17-May-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
EUR Credit IG OAS	84 bp	+0	-3	-8
EUR Agences OAS	38 bp	-2	-1	-3
EUR Obligations sécurisées OAS	27 bp	-3	-3	-5
EUR High Yield Pan-européen OAS	301 bp	+2	-1	-57
EUR/USD Indices CDS 5a	17-May-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
iTraxx IG	51 bp	+1	+1	+3
iTraxx Crossover	253 bp	+3	+7	+12
CDX IG	52 bp	+1	+1	+1
CDX High Yield	293 bp	+8	+1	0
Marchés émergents	17-May-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	334 bp	-2	-9	-17
Devises	17-May-21	-1sem (%)	-1m(%)	2021 (%)
EUR/USD	\$1.216	-0.02	+0.98	-0.56
GBP/USD	\$1.413	-0.06	+1.05	+3.53
USD/JPY	¥109.13	-0.29	-0.98	-5.34
Matières Premières	17-May-21	-1sem (\$)	-1m(\$)	2021 (\$)
Brent	\$69.5	\$1.2	\$3.2	\$18.0
Or	\$1 866.3	\$28.6	\$94.8	-\$28.1
Indices Actions	17-May-21	-1sem (%)	-1m(%)	2021 (%)
S&P 500	4 154	-0.83	-0.76	10.58
EuroStoxx 50	4 007	-0.41	-0.65	12.78
CAC 40	6 367	-0.29	1.28	14.70
Nikkei 225	27 825	-5.74	-6.26	1.39
Shanghai Composite	3 518	2.61	2.66	1.28
VIX - Volatilité implicite	20.69	5.24	27.32	-9.05

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management

Mentions légales

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 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

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.

Achevé de rédiger le ...17/05/2021

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