

● Le thème de la semaine : Une critique de la thèse de l'inflation transitoire de la Fed

- Le discours de la Fed est en contradiction avec les enquêtes pointant un renforcement des pressions sur les prix ;
- Nous passons en revue les cinq arguments de la Fed présentés à Jackson Hole et concluons à la probable persistance de l'inflation ;
- Les hausses de prix spectaculaires sont un symptôme des problèmes d'offre généralisés plutôt que de la demande à la réouverture de l'économie ;
- Les salaires et la hausse des anticipations de prix des ménages pourraient conduire à davantage d'inflation ;
- Le retour de la désinflation mondiale est incertain, compte tenu des exigences de la transition énergétique.

● La revue des marchés : Chine : le signe noir de 2022 ?

- Le risque de crédit chinois ne peut plus être ignoré ;
- FOMC : le marché attend les *dots* pour 2024 ;
- Légère tension des taux et nervosité sur les actions ;
- Poursuite de la compression des spreads européens.

● Le graphique de la semaine



Les péripéties de Evergrande ont beaucoup pesé sur l'indice High Yield chinois. Le taux moyen sur l'indice a dépassé 14 % pour la première fois depuis 2012 (NB : Evergrande représente 2,5 % de cet indice).

Ceci n'est qu'une partie de l'ajustement, les primes de risques se sont aussi tendues de manière très nette sur les autres actifs : marché actions chinois, puis, par contamination, marchés actions dans d'autres pays.

● Le chiffre de la semaine

72

Source : Ostrum AM

Le prix du gaz naturel en Europe (coté en Euro par megawattheure). La moyenne sur la décennie passée, et le prix en début d'année, étaient proches de 20 €.



Stéphane Déo
Directeur stratégie marchés



Axel Botte
Stratégiste international



Zouhoure Bousbih
Stratégiste pays émergents



Aline Goupil-Raguénès
Stratégiste pays développés

• **Thème de la semaine**

Une critique de la thèse de l'inflation transitoire de la Fed

Le discours de la Fed au sujet de la dynamique de l'inflation est douteux. La Fed maintient que le rebond de la demande à la réouverture de l'économie constitue la raison principale de la hausse des prix. À l'inverse, les anecdotes rapportées par les entreprises indiquent que les contraintes d'offre sont prédominantes dans l'accélération des prix. Dans cet article, nous revenons sur les cinq arguments de la Fed présentés à Jackson Hole, à quelques jours du FOMC du 22 septembre.

Le discours de la Fed en décalage avec la réalité de l'inflation

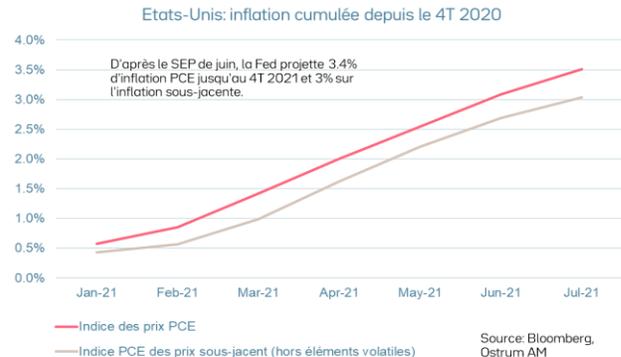
Les banquiers centraux américains considèrent que la réouverture rapide de l'économie, de l'été dernier au printemps de cette année, a entraîné la forte accélération de l'inflation. Pour mettre la poussée inflationniste en perspectives, la mesure d'inflation préférée de la Fed (issue du déflateur des dépenses de consommation des ménages) s'élevait à 4,2 % en juillet, bien au-dessus de son objectif de 2 % à long terme. L'indice des prix à la consommation, utilisé comme référence par les marchés des bons du Trésor indexés sur l'inflation (TIPS), était encore plus élevé à 5,3 % au mois d'août.

La Fed apparaît convaincue que les craintes inflationnistes doivent être tempérées en raison de l'influence d'un certain nombre de facteurs. L'inflation forte depuis un an devrait s'avérer passagère, selon la Fed, même si treize des dix-huit membres du FOMC reconnaissent que les risques d'inflation sont orientés à la hausse.

La Fed va revoir sa projection d'inflation pour 2021

Dans le résumé trimestriel des projections économiques (SEP) de la Fed, les prévisions pour les deux mesures de

l'inflation sont des variations en pourcentage du quatrième trimestre de l'année précédente au quatrième trimestre de l'année indiquée. En juin, les banquiers centraux américains prévoient que l'inflation globale atteindrait 3,4 % en 2021 tandis que l'inflation sous-jacente se situerait à 3 %. À plus long terme, l'inflation du PCE américain devrait ralentir vers l'objectif de 2 % en 2022 (2,1 %) et 2023 (2,2 %). L'inflation sous-jacente prévue à l'horizon de deux ans est en outre inférieure de 0,1 pp aux projections d'inflation totale.



Au deuxième trimestre de 2021, le déflateur en moyenne trimestrielle est en hausse de 2,54 % par rapport au quatrième trimestre 2020. Cependant, la série mensuelle (3,51 % jusqu'en juillet) dépasse déjà les prévisions de la Fed de 3,4 % en fin d'année. Il en va de même pour la mesure sous-jacente de l'inflation qui s'établit à 3,03 % à cinq mois de la fin de l'année. En d'autres termes, l'inflation devrait tomber à zéro pour le restant de l'année pour valider les projections de la Fed. Les banquiers centraux de la Fed devront donc relever leurs prévisions pour 2021.

Revue des arguments de la Fed

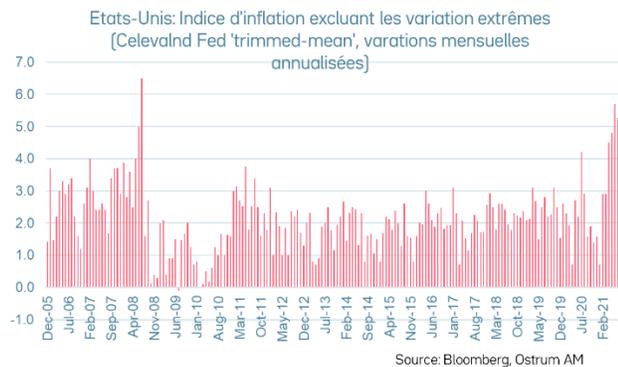
La dynamique de l'inflation est particulièrement complexe. Lors du symposium de Jackson Hole, le président de la Fed, Jerome Powell, a avancé cinq arguments pour expliquer sa prévision d'une inflation transitoire. Nous examinons les arguments de la Fed et proposons une analyse alternative des perspectives d'inflation.

1. La Réserve fédérale note l'absence, jusqu'à présent, de pressions généralisées sur les prix.

La Fed fait valoir que la poussée d'inflation est imputable à un groupe relativement restreint de biens et services affectés par la pandémie, puis soutenus par la réouverture de l'économie. Les prix des biens durables et de l'énergie ont largement contribué au rebond de l'inflation. De même, les chambres d'hôtel et les billets d'avion, qui ont chuté avec l'arrêt du tourisme en 2020, sont maintenant remontés aux

niveaux d'avant la pandémie.

La réouverture de l'économie américaine a certainement permis une normalisation des prix dans les secteurs économiques les plus durement touchés par la crise. Il convient de rappeler que les prix étaient souvent inobservables, car l'activité était tombée à zéro dans certains secteurs de l'économie. La mesure même de l'inflation peut s'avérer complexe. Cependant, certaines estimations, qui effacent les fluctuations de prix les plus importantes, suggèrent que la majorité des prix augmentent désormais à un rythme supérieur à l'objectif. L'indice tronqué (« trimmed-mean ») de la Fed de Cleveland montre des variations mensuelles, depuis le printemps, bien supérieures à la moyenne d'avant crise. De fait, selon cet indice, les quatre hausses mensuelles les plus élevées des dix dernières années se sont produites entre mai et juillet 2021. L'inflation "moyenne" ressort à 3,8 % jusqu'à présent en 2021. En résumé, la hausse actuelle de l'inflation ne semble pas simplement liée à la réouverture de l'économie. En excluant les variations extrêmes, il apparaît que des pressions sur les prix s'accumulent dans la plupart des secteurs.

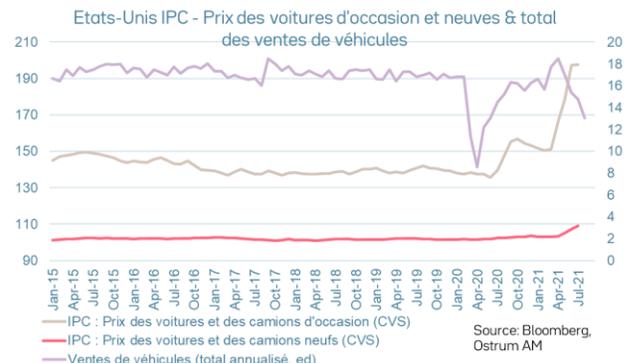


2. La Fed s'attend à ce que l'inflation se modère pour les biens où elle a été la plus forte.

Les décideurs de la Réserve fédérale s'attendent à ce que les prix des biens et services les plus affectés par la pandémie se modèrent à mesure que les pénuries de composants s'atténuent. Les prix des voitures d'occasion, par exemple, semblent s'être stabilisés, bien qu'ils demeurent à un niveau élevé.

L'exemple de l'industrie automobile est assez parlant. La flambée des prix des voitures d'occasion est concomitante avec la réouverture et le désir des ménages américains de reprendre leurs déplacements. Les transferts aux ménages du gouvernement en mars dernier ont sans doute stimulé la demande, contribuant à des hausses sans précédent des prix des voitures d'occasion. Dans le même temps, les sociétés de location de voitures, qui avaient vendu leurs

flottes alors que l'activité s'effondrait avec l'épidémie de Covid en 2020, cherchaient à reconstituer leur parc de véhicules en anticipation de la réouverture.



Cependant, la hausse des prix n'est pas uniquement liée à un pic de demande. Il est ici important de distinguer les contributions relatives de l'offre et de la demande à la flambée des prix automobiles. L'augmentation des prix des voitures d'occasion est principalement imputable à des goulots d'étranglement dans les chaînes de production. Dès le début de la crise, les constructeurs automobiles ont choisi de restreindre la production, alors que les prix des métaux montaient et qu'une pénurie de semi-conducteurs se développait dans le monde entier. Le développement du travail à domicile avait stimulé la demande d'appareils électroniques et les constructeurs automobiles n'avaient pas totalement sécurisé leurs achats de puces. Les freins au commerce mondial, notamment l'augmentation des coûts du fret, ont également pu peser sur les importations de véhicules. Le déficit de production de voitures neuves a logiquement déplacé la demande des consommateurs vers le marché de l'occasion. La production automobile a commencé à se redresser, mais les dernières communications de manufacturiers du secteur, tels que Daimler, GM et Stellantis suggèrent que la pénurie de semi-conducteurs réduira encore la production jusqu'en 2022. Le géant taiwanais des semi-conducteurs TSMC a récemment averti que les pénuries dureraient au moins jusqu'à la fin de 2022 et a d'ailleurs relevé ses prix de 20 %.

L'exemple du secteur automobile est l'un des nombreux secteurs où l'offre de biens est limitée. Le livre beige et de nombreuses enquêtes sur l'offre rapportent depuis longtemps des pénuries concernant un nombre important de matériaux, des prix des intrants plus élevés, des difficultés à l'embauche de travailleurs ou encore des délais de livraison accrus. En résumé, l'inflation va se modérer dans les secteurs ayant connu une forte inflation, mais les problèmes persistants de la chaîne d'approvisionnement, comme le prouve l'exemple de l'industrie automobile, devraient persister et amplifier les hausses de prix. Ces hausses spectaculaires sont un symptôme d'un phénomène géné-

ralisé d'insuffisance de la production.

3. Salaires.

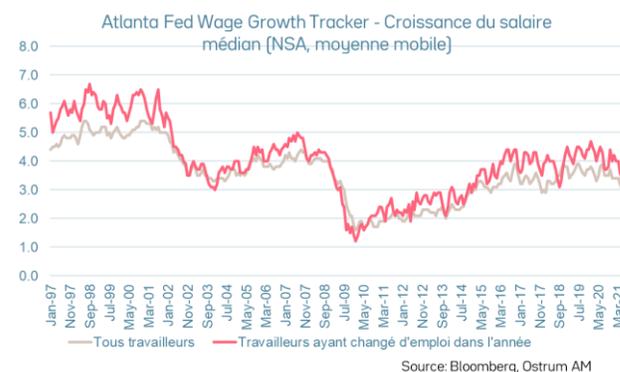
La Fed doit essayer de déterminer le niveau de croissance des salaires compatible avec l'objectif d'inflation de 2 %. Si les augmentations de salaires restent systématiquement supérieures aux gains de productivité et à l'inflation, le risque existe que les entreprises cherchent à protéger leurs marges en répercutant ces augmentations sur leurs clients, un enchaînement parfois qualifié de « spirale prix-salaire ». Les salaires sont difficiles à suivre, étant donné les évolutions de la composition de la main-d'œuvre, en termes géographique, démographique ou encore de niveaux de compétence.

La Fed d'Atlanta produit un indicateur de rémunération reconnu (Atlanta Fed wage growth tracker) intéressant à ce sujet. L'indicateur recense les rémunérations de cohortes de travailleurs au fil du temps, en utilisant les mêmes données que la série des salaires horaires moyens produite par le Bureau of Labor Statistics (BLS). La croissance médiane des salaires sur un an ressort à 3,9 % en août, en ligne avec les sommets cycliques d'avant la pandémie. En outre, ces estimations indiquent que les salaires ont davantage augmenté pour les emplois peu qualifiés. Les travailleurs ayant changé d'emploi au cours des 12 derniers mois ont aussi pu obtenir des augmentations de salaires de 4,8 % sur un an.

Par ailleurs, cette récession provoquée par la pandémie se distingue précisément par l'absence de ralentissement significatif des salaires, malgré des pertes d'emplois record au printemps 2020. Ce schéma est inhabituel. Lors des récessions précédentes, la lente reprise de l'emploi s'est ensuivie d'une période prolongée de faiblesse des rémunérations. Les gains de productivité ont bien rebondi grâce aux efforts de restructuration des entreprises, mais les coûts unitaires du travail n'ont pas baissé sur un an. En d'autres termes, la rémunération des travailleurs croît toujours plus vite que la productivité du travail, ce qui pourrait relever le niveau incompressible de l'inflation future aux États-Unis.

Parallèlement, l'enquête SCE de la Fed de New York de juillet 2021 (Survey of Consumer Expectations) sur les attentes de revenus révèle que les chômeurs sans diplôme universitaire ont augmenté leur salaire de réserve de près de 12 % (par rapport à novembre 2019) depuis le début de la pandémie. Des salaires de réserve plus élevés expliquent en partie le niveau de la participation au marché du travail toujours nettement inférieur à 2019. Une fois encore, la pénurie de main-d'œuvre peut entraîner une tension des salaires et un surcroît d'inflation. Il est néanmoins peu probable qu'une spirale salaires-prix comparable à la forte inflation des années 1970 puisse se développer. La part des

travailleurs syndiqués a en effet considérablement diminué au cours des cinquante dernières années. Cela dit, les inégalités de revenus sont devenues un enjeu politique clé et l'Administration Biden voudra favoriser les augmentations de salaire. En conclusion, il semble peu probable que la dynamique des salaires soit aujourd'hui insuffisante pour permettre à la Fed d'atteindre son objectif d'inflation.

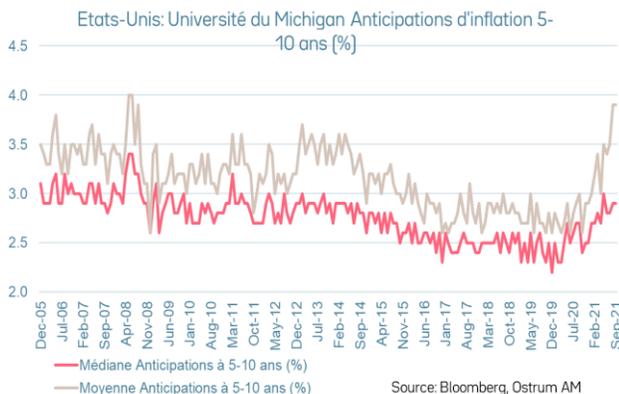


4. Anticipations d'inflation à long terme.

La Réserve fédérale considère qu'il est important d'ancrer les anticipations à long terme à 2 % pour maximiser l'emploi et assurer la stabilité des prix. La Fed a construit une mesure globale des anticipations d'inflation (CIE) combinant les enquêtes de prévisionnistes professionnels, les mesures d'inflation implicites du marché (par exemple, les points morts d'inflation issus des TIPS) et les enquêtes effectuées auprès des ménages. Cet indice composite s'est redressé récemment après une période de baisse prolongée et se situe désormais à des niveaux compatibles avec l'objectif de 2 %.

Bien que la Fed note que les anticipations d'inflation à long terme ont moins bougé que l'inflation réalisée et les anticipations à court terme, l'enquête de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan pointe une forte augmentation des prévisions d'inflation des ménages américains.

Les anticipations d'inflation moyenne sur 5 à 10 ans se situent à 3,9 % (août), le plus haut en trente ans. La médiane est moins élevée à 2,9 %, mais elle est aussi en décalage avec le niveau souhaité par la Fed. Les anticipations des ménages sont difficiles à interpréter, car le sentiment des consommateurs sur l'évolution des prix dépend principalement des biens achetés fréquemment, dont les prix sont parfois volatils (comme l'essence, par exemple). Cela étant, la hausse récente nous informe sur le risque de dérive des prix perçu par les ménages, même si le niveau de l'inflation rapporté diffère des indices statistiques.



De même, les attentes fondées sur les cotations de marché sont biaisées à la baisse par la politique monétaire et, en particulier, les politiques d'assouplissement quantitatif. L'engagement à maintenir les taux bas sur une période prolongée engendre peut-être la faiblesse des anticipations de prix (approche dite néo-fisherienne).

Le rôle des anticipations des agents dans la formation des prix est une hypothèse forte de modèles économiques popularisés dans les années 1970. Mais cela n'est qu'une hypothèse. Il n'est pas certain que les ménages soient en capacité d'intégrer dans leurs offres une vision suffisamment sophistiquée de la dynamique des prix pour l'influencer (en demandant des salaires plus élevés par exemple). Une recherche¹ récente utilisant des données micro-économiques au niveau des états américains conclut néanmoins au rôle central de l'ancrage des anticipations à long terme dans la dynamique des prix. En outre, la plupart des enquêtes conclut que le niveau de l'inflation souhaitée par les ménages est proche de 0 %. L'inflation est toujours vue par les ménages comme un coût subi, notamment en ce qui concerne la consommation non-discrétionnaire.

La science économique manque cruellement d'une bonne théorie de l'inflation. La théorie monétaire est rendue invérifiable par l'augmentation des réserves bancaires pour des motifs purement réglementaires. La mobilité imparfaite des facteurs de production constitue toutefois une piste pour expliquer les tensions actuelles (Wicksell). Il faut néanmoins supposer que les ajustements se font plus facilement à la hausse (ce qui est probablement vrai en raison de la rigidité des salaires à la baisse). Enfin, on ne dispose pas d'étude empirique de grande ampleur sur la formation des prix du point de vue des producteurs, partant des coûts et du comportement de marges des entreprises. Une modélisation du comportement de prix des entreprises serait bien plus satisfaisante que l'hypothèse de dynamique des prix

reposant sur les anticipations des ménages ou des marchés financiers.

La Fed donne beaucoup (trop ?) de crédit aux anticipations d'inflation dans la détermination des prix. Les dernières enquêtes suggèrent que l'ancrage des anticipations d'inflation n'est plus assuré, ce qui devrait motiver une réponse de la Banque centrale.

5. Les forces désinflationnistes mondiales au cours du dernier quart de siècle

L'inflation est restée faible au cours des 30 dernières années, y compris dans les périodes d'expansion économique forte. L'inflation stable à un niveau bas résulte en partie de la diffusion de nouvelles technologies (permettant par exemple de mieux gérer les stocks), de la mondialisation des chaînes de production ou encore de facteurs démographiques. Il est peu probable que ces facteurs disparaissent, de sorte que les pressions à la baisse des prix pourraient reprendre.

Cependant, l'effondrement de l'Union soviétique dans les années 1990 ou l'inclusion de la Chine dans l'OMC représentent des chocs d'offre massifs qui ne peuvent pas être répétés à la même échelle. Désormais, la demande des consommateurs chinois fait davantage pression sur les prix et l'appréciation graduelle du Renminbi réduit la désinflation importée aux États-Unis. En outre, les chaînes de production mondialisées sont devenues très complexes, de sorte que des relocalisations pourraient s'imposer dans certains secteurs (pour des raisons stratégiques ou de sécurité sanitaire, par exemple). La Chine, les États-Unis et l'Europe souhaitent ainsi accroître leurs capacités de production dans l'industrie des semi-conducteurs, dominée par Taïwan et la Corée du Sud. Cela favorise une concurrence plus forte au niveau mondial pour la main-d'œuvre qualifiée.

L'utilisation des nouvelles technologies dans la distribution est fortement désinflationniste. Elle réduit considérablement les coûts de prospection pour les consommateurs. Les grandes entreprises de distribution en ligne ont donc acquis une part de marché considérable, devenue un enjeu politique aux États-Unis ou en Chine où la collecte massive des données personnelles a motivé l'intervention des autorités. À terme, la question du démantèlement des géants de la distribution en ligne sera posée. Or les économies d'échelle passées aux consommateurs sont considérables, de sorte que des restrictions sur leurs parts

¹ The Slope of the Phillips Curve: Evidence from U.S. States. Jonathon Hazell, Juan Herrero, Emi Nakamura & Jon Steinsson, April 2021.

*

de marché s'avèreraient vraisemblablement inflationnistes.

La lutte contre le changement climatique requiert une augmentation rapide des investissements de transition énergétique. De nombreux emplois vont être détruits, de nouvelles compétences seront demandées avec un risque accru de problème d'appariement entre l'offre et la demande de travail. Le remplacement du stock de capital actuel est extrêmement complexe, et sans garantie d'une productivité plus élevée facilitant la compensation des « perdants » de la transition. L'électrification du parc automobile et le développement des énergies renouvelables impliqueront une très forte augmentation de la consommation de matières premières (dont le cuivre, l'aluminium, le manganèse, le lithium, etc...). La demande de cuivre est sensée bondir de 150 % à l'horizon de 2040, celle de lithium devrait être multipliée par 20. Il est évident que les prix arbitreront les priorités. Il n'est pas du tout certain que le quart de siècle à venir ressemblera à la désinflation, plus ou moins heureuse des 25 dernières années.

Conclusion

La thèse de l'inflation transitoire de la Fed, qui sous-tend la politique monétaire actuelle, est de plus en plus en contradiction avec les données d'enquête et les indices de prix. Les pressions inflationnistes se généralisent et sont imputables aux contraintes d'offre plutôt qu'au rebond de la demande plus forte. La croissance des salaires s'est aussi accélérée. Les anticipations d'inflation des ménages se situent à des niveaux potentiellement incompatibles avec l'objectif de stabilité des prix de la Fed. Enfin, l'hypothèse d'un retour des pressions désinflationnistes liées à la mondialisation se heurtera à la problématique de la transition énergétique.

Axel Botte

- **La revue des marchés**

Chine : le signe noir de 2022 ?

Les marchés intègrent le risque chinois, mais la recherche de rendement réduit encore les spreads en Europe.

Le silence forcé des banquiers centraux américains avant le FOMC du 22 septembre rend le marché plus soucieux des considérations géopolitiques et du risque conjoncturel chinois. Les marchés financiers observent avec inquiétude les négociations budgétaires aux Etats-Unis. Les tensions sont vives entre la France et les États-Unis au sujet de la vente de sous-marins nucléaires à l'Australie. La manœuvre américaine vise clairement à contenir l'expansion chinoise dans la région. En Chine, la faillite du promoteur immobilier d'Evergrande pose la question du risque de crédit sur fond de ralentissement brutal de l'activité. Par ailleurs, l'échéance trimestrielle de produits dérivés sur les actions engendrait en fin de semaine une certaine nervosité. La baisse d'1% sur cinq séances des actions européennes s'accompagne d'une volatilité intra-journalière élevée. Le repli des métaux (la tonne de fer repasse sous 100\$) semble aussi lié au risque chinois. Les stocks de pétrole et de gaz insuffisants poussent en revanche les prix de l'énergie à la hausse.

La situation conjoncturelle américaine demeure solide. Les ventes au détail ont rebondi de 0,7% en août, une hausse étonnamment forte compte tenu du niveau actuel de la demande de biens. Selon Redbook, les chiffres d'affaires hebdomadaires restent bien orientés en septembre. Le consommateur américain perçoit néanmoins la hausse de l'inflation des biens durables et de l'immobilier. La pérennité du cycle économique américain dépendra étroitement de la dynamique des prix. L'inflation et la problématique du plafond de la dette fédérale pèsent sur les discussions en cours au Congrès américain. Outre le plan bipartisan de 500 Mrds \$, le second volet des dépenses d'infrastructures sera sans doute réduit à 1500 Mrds \$ sur dix ans. Le projet initial s'élevait à 3500 Mrds \$. La réunion du FOMC prévue le 22 septembre intervient donc dans un contexte délicat. L'annonce du tapering attendra probablement novembre ou décembre mais le marché devra intégrer un nouveau jeu de prévisions de taux à l'horizon de 2024. Gageons que Jerome Powell saura trouver les mots pour atténuer la portée de ces nouvelles projections.

Sur le marché des taux, le T-note s'est dégradé vers 1,37% en fin de semaine. L'inflation publiée à 5,3% en août avait engendré un rally vers 1,26% avant que la publication des ventes au détail n'inverse le mouvement. Le spread 5-30 ans (54pb) se resserre fortement de 7pb. La sous-performance du 5 ans est révélatrice de la prudence des intervenants avant l'extension à 2024 des prévisions de taux

de la Fed. En zone euro, le Bund casse le seuil de -0,30%. Les rumeurs d'une révision haussière des perspectives de l'inflation par la BCE et d'un relèvement des taux dès 2023 ont animé les échanges. La tendance à la pentification se confirme sans préjudice aux spreads souverains. Le BTP italien à 10 ans fait une incursion sous la barre des 100pb avant de clore la semaine à 101pb. Notons néanmoins que l'état italien prévoit 3,5 Mrds € pour alléger la facture énergétique des ménages. La France a décidé un plan d'aide similaire alors que les prix du gaz sont en forte hausse. Les nombreuses émissions souveraines et d'agences rencontrent toujours une demande forte de la part des investisseurs, notamment les obligations vertes de l'EIB (5 ans), de la KfW ou encore de l'Union Européenne lancées cette semaine. Le programme de l'UE prévoit encore 26 Mrds € d'émissions au dernier trimestre pour financer le plan de relance NextGen. La Grèce étudierait en outre le lancement d'une GGB verte.

Le crédit était encore bien orienté cette semaine. La compression des spreads se poursuit, la recherche de rendement s'exprimant en priorité sur les titres hybrides en resserrement de 8pb ou les dettes subordonnées financières. Le marché du crédit européen sera vert ou ne sera pas. L'activité primaire évaluée à 15 Mrds € de transactions fait la part belle aux émissions vertes ou soutenables (13 des 23 transactions de la semaine).

Concernant le high yield, le marché primaire est resté actif avec 2,3 Mrds € de transactions dont l'essentiel de nouveaux financements (2 Mrds €). Les spreads continuent de se resserrer dans la droite ligne de la thématique de compression de l'investment grade. Le spread moyen du high yield européen se réduit de 9pb à 281pb. L'activité reste soutenue sur le marché secondaire. Des nouvelles au sujet d'une foncière allemande ont toutefois provoqué un surcroît de volatilité en fin de semaine. Des hedge funds semblaient à la manœuvre pour appuyer la baisse. Les tendances sont similaires aux Etats-Unis où les spreads du high yield se compriment de 8pb. En Asie, la situation d'Evergrande est préoccupante. Les rendements sur le segment du high yield chinois ressortent à 14% contre 6 à 8% en début d'année. Les grandes banques chinoises sont exposées et d'autres promoteurs immobiliers sont attaqués en bourse par mimétisme. La PBoC a tenté de calmer les marchés en injectant des liquidités. Il sera primordial de surveiller l'évolution des flux de capitaux, toute sortie désordonnée provoquerait sans doute une réaction des autorités.

Enfin, les marchés d'actions ont connu une semaine volatile sans réelle tendance mais la nervosité des intervenants est palpable. Le rebond du baril de brut au-delà de 75 \$ favorise le secteur alors qu'un rebond des cycliques décotées semble mener la cote européenne. En outre, la tension des taux en fin de semaine pesait sur les indices américains.

Axel Botte

Stratégiste international

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	20-sept.-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.72 %	-1	+3	-2
EUR Bunds 10a	-0.33%	+1	+17	+24
EUR Bunds 2s10s	39 bp	+2	+14	+26
USD Treasuries 2a	0.21 %	+0	-1	+9
USD Treasuries 10a	1.31 %	-1	+6	+40
USD Treasuries 2s10s	110 bp	-1	+7	+31
GBP Gilt 10a	0.79 %	+5	+27	+60
JPY JGB 10a	0.05 %	+1	+4	+3
EUR Spreads Souverains (10a)	20-sept.-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
France	34 bp	+1	-1	+11
Italie	103 bp	+1	-2	-9
Espagne	65 bp	-1	-6	+3
Inflation Points-morts (10a)	20-sept.-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
EUR OATI (9a)	153 bp	-5	+16	-
USD TIPS	231 bp	-7	+4	+32
GBP Gilt Indexés	376 bp	0	+20	+76
EUR Indices Crédit	20-sept.-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
EUR Credit IG OAS	83 bp	-1	-1	-9
EUR Agences OAS	41 bp	-1	-2	+0
EUR Obligations sécurisées OAS	37 bp	+1	-1	+5
EUR High Yield Pan-européen OAS	281 bp	-8	-16	-77
EUR/USD Indices CDS 5a	20-sept.-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
iTraxx IG	51 bp	+7	+4	+3
iTraxx Crossover	253 bp	+25	+15	+12
CDX IG	54 bp	+7	+4	+3
CDX High Yield	288 bp	+12	-5	-6
Marchés émergents	20-sept.-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	343 bp	+2	-12	-9
Devises	20-sept.-21	-1sem (%)	-1m(%)	2021 (%)
EUR/USD	\$1.171	-0.84	+0.09	-4.23
GBP/USD	\$1.365	-1.34	+0.21	+0
USD/JPY	¥109.49	+0.47	+0.26	-5.65
Matières Premières	20-sept.-21	-1sem (\$)	-1m(\$)	2021 (\$)
Brent	\$73.7	\$0.2	\$9.0	\$22.8
Or	\$1 757.9	-\$35.9	-\$23.2	-\$136.4
Indices Actions	20-sept.-21	-1sem (%)	-1m(%)	2021 (%)
S&P 500	4 433	-0.57	-0.20	18.02
EuroStoxx 50	4 016	-4.14	-3.16	13.05
CAC 40	6 395	-4.23	-3.49	15.19
Nikkei 225	30 500	0.39	12.91	11.13
Shanghai Composite	3 614	-2.41	5.45	4.06
VIX - Volatilité implicite	26.31	35.83	41.76	15.65

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-1800014 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 ...20/09/21

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