



Axel Botte

Directeur Stratégie Marchés
axel.botte@ostrum.com



Zouhoure Bousbih

Stratégiste pays émergents
zouhoure.bousbih@ostrum.com



Aline Goupil-Raguénès

Stratégiste pays développés
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

● **Le thème de la semaine : Actions américaines : le *trade* de dispersion ou le monde à l'envers ?**
par Axel Botte

- L'indice S&P 500 des États-Unis gagne environ 15 % avec des niveaux de volatilité modérés depuis le début de l'année ;
- La performance exceptionnelle de l'indice est attribuable aux plus grandes valeurs de la cote, mais il se passe beaucoup de choses sous la surface, avec une décorrélation sans précédent entre les actions ;
- La stratégie de dispersion est devenue de plus en plus populaire parmi les participants au marché ;
- Comme lors du Krach Volmageddon en janvier 2018, le déboucement de positions trop consensuelles peut s'avérer douloureux ;
- L'issue de ce *trade* de dispersion reste incertaine à ce stade.

● **La revue des marchés : Les marchés face à l'incertitude politique et à la panne informatique mondiale**
par Aline Goupil-Raguénès

- Statu quo de la BCE qui laisse la porte ouverte à une baisse des taux en septembre ;
- Divergence entre les marchés obligataires américains et européens ;
- Baisse des marchés actions affectés par les valeurs technologiques ;
- Le Vix au plus haut depuis avril à la suite de l'incertitude politique et de la panne informatique mondiale.

● **Le graphique de la semaine**



Le prix du coton, coté à New York, a atteint un plus bas depuis octobre 2020. Il s'est établi sur le marché Future ICE à 71,4 cents la livre, le 19 juillet, il a même atteint 67,3 cents le 3 juillet.

Cela résulte de la forte hausse de la production du Brésil qui est devenu le 1^{er} exportateur mondial, devant les États-Unis. La baisse du prix du maïs au cours des deux dernières années a incité les producteurs brésiliens à cultiver du coton.

Dans le même temps, la demande mondiale de coton est plus réduite depuis la crise du Covid-19 en raison de l'inflation et de taux d'intérêt plus élevés. Les consommateurs privilégient davantage les textiles à base de fibres moins coûteuses, comme le polyester.

● **Le chiffre de la semaine**

3,5

Les chefs d'entreprises de la zone euro anticipent un ralentissement graduel de la croissance annuelle des salaires à 3,5 % en 2025, après 4,3 % attendu en 2024 et 5,4 % en 2023, selon l'enquête de la BCE. Ils reviendraient ainsi en 2025 à un rythme plus en ligne avec la cible d'inflation de 2 % de la BCE.

Source : BCE

- Le thème de la semaine

Actions américaines : le trade de dispersion ou le monde à l'envers ?

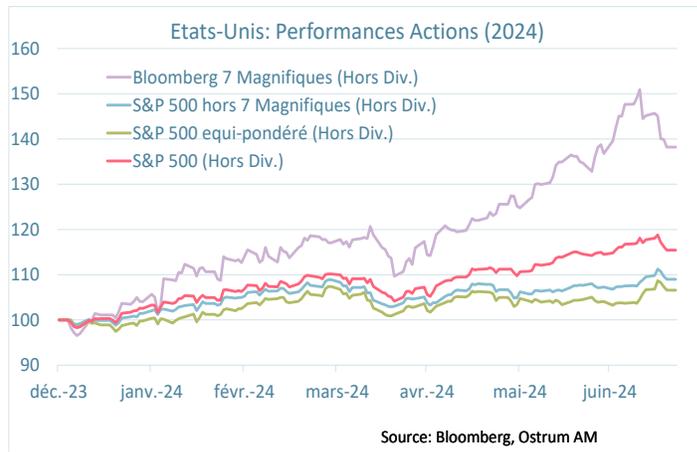
Le S&P 500 a brillé par la régularité de sa performance en 2024, sa volatilité implicite mesurée par l'indice VIX se maintenant à un niveau faible jusque très récemment. Ce calme apparent cache cependant les mouvements significatifs qui animent le marché boursier américain. Le *trade* de dispersion s'est ainsi imposé auprès des investisseurs attirant l'attention des commentateurs et les flux financiers. Nous nous intéressons aux motivations des intervenants mettant en œuvre ce *trade* et ses conséquences pour le marché des actions américain.

Des performances polarisées

Nvidia et le reste du marché

Il règne un sentiment de calme relatif sur le marché boursier américain. L'indice S&P 500 progresse d'environ 15 % depuis le début de l'année dans un contexte de volatilité réduite. La volatilité implicite (mesurée par l'indice VIX) est restée modérée, oscillant la plupart du temps entre 12 à 14 % en 2024. Les performances élevées des actions associées à une faible volatilité font du marché boursier américain un investissement relativement sûr, surtout dans le contexte d'incertitudes politiques en Europe et de questionnements au sujet de la croissance en Chine.

Cela dit, la performance de l'indice cache d'autres dynamiques. Les sept poids lourds du S&P 500 font bouger les indices de manière significative, mais évoluent de manière désynchronisée par rapport au reste du marché américain. Nvidia, désormais valorisé à 3 billions de dollars, a progressé d'environ 150 % cette année, alors que 40 % des actions incluses dans le S&P 500 sont en baisse depuis le début de l'année. L'indice S&P 500 pondéré par la capitalisation boursière surperforme nettement la version equipondérée de l'indice. En résumé, Nvidia tire l'indice, mais pas l'ensemble de ses constituants.

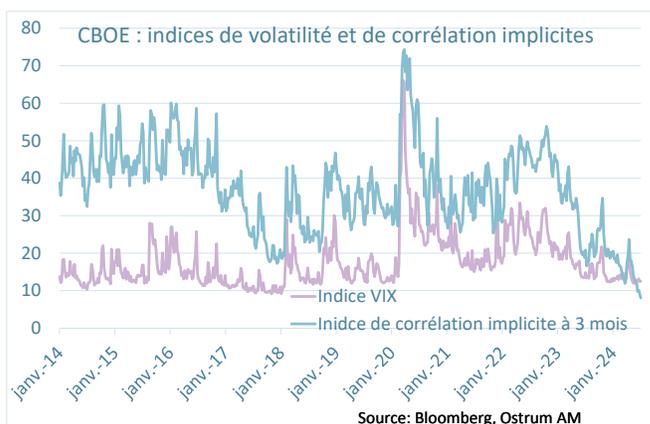


Une dispersion des performances malsaine ?

Le trade de dispersion exprime une opinion sur l'évolution de la corrélation entre titres. La corrélation implicite calculée par le CBOE entre les 50 plus grandes actions du S&P 500 a chuté à des niveaux sans précédent. On peut considérer que la faible variabilité de l'indice reflète le nombre restreint de thématiques d'investissement en dehors de l'intelligence artificielle et des médicaments anti-obésité. Le reste du marché semble évoluer indépendamment des méga-capitalisations qui mènent la cote.

Ce trade de dispersion est généralement mis en œuvre en s'exposant à une volatilité plus élevée de quelques actions au travers d'un portefeuille d'options, par exemple en achetant des *call spreads* sur les actions des "7 Magnifiques" et en vendant de la volatilité sur un indice large, par exemple en vendant des *call spreads* sur le S&P 500. Cette stratégie de gestion des risques s'observe fréquemment sur les marchés financiers (par exemple durant la bulle Internet) car elle s'intéresse aux risques extrêmes sur les actions individuelles (le secteur de la technologie). Il est difficile d'évaluer l'ampleur de ces positions (et nous ne pourrions probablement jamais le savoir avant sa liquidation), mais le niveau de corrélation est un indicateur important.

En utilisant les prix de dérivés sur actions individuelles et indices, le CBOE calcule la corrélation implicite à plusieurs horizons. La faible corrélation implicite à un mois a maintenu l'indice VIX à ses niveaux les plus faibles depuis 2017, dans un autre contexte monétaire où la Fed maintenait encore des conditions de liquidités abondantes à des taux d'intérêt proches de zéro.

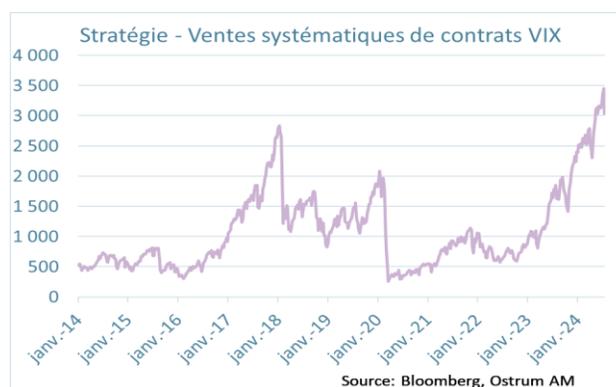


Le Krach de 'Volmageddon' avait effacé environ 1000 Mds \$ de produits financiers exposés à la baisse de la volatilité.

La performance exceptionnelle des sept poids lourds de la cote stimulés par l'IA a créé de la dispersion dans un contexte hausier. Si ces mega-caps commencent à décevoir en termes de bénéfices, le sentiment des investisseurs pourrait se détériorer (à partir de niveaux proches des sommets historiques dans les

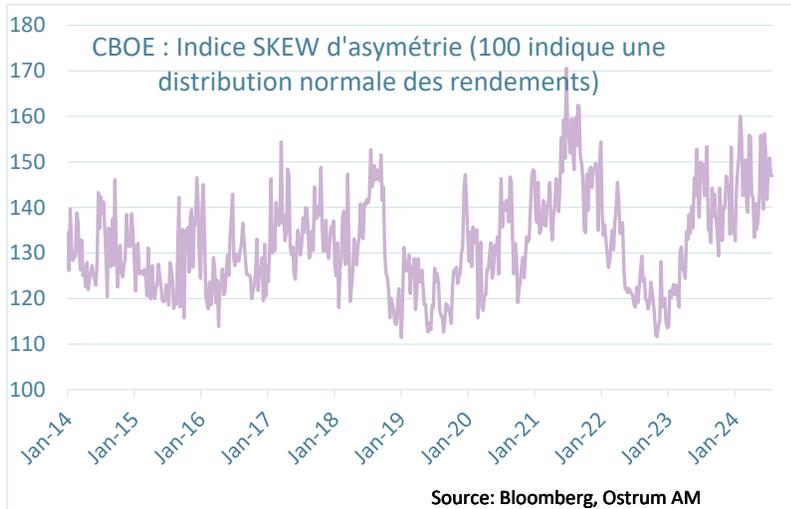
enquêtes de l'AAII] et ces intervenants pourraient se détourner des actions. Dans cette hypothèse, s'ensuivrait une hausse de la volatilité implicite et réalisée de l'indice, à mesure que les corrélations des prix des actions se normalisent.

A ce stade, les stratégies systématiques de vente de volatilité continuent de générer des performances très élevées [voir graphique ci-dessous] grâce à la pente de la structure par terme de la volatilité implicite à la monnaie.



Le souvenir du Krach "Volmageddon" de janvier 2018 fait encore frissonner les traders. Lorsque cette bulle spectaculaire avait éclaté, environ 1 billion de dollars de produits structurés de volatilité auraient été anéantis. Il est donc important de surveiller l'ampleur des investissements exposés à la baisse de la volatilité. Un déblocement panique de ces stratégies vendeuses de volatilité amplifierait la hausse de la volatilité induite par la normalisation de la corrélation des grandes actions avec le reste du marché.

Le déclencheur d'un tel événement de volatilité pourrait être les élections présidentielles de novembre aux États-Unis ou une erreur de politique monétaire de la Fed. La demande de couverture des risques extrêmes constituerait alors un signal avant-coureur de stress financier. Une pression grandissante des appels de marge se traduirait probablement par une asymétrie à la baisse plus prononcée de la volatilité implicite [c'est-à-dire un "skew" plus élevé]. L'indice SKEW du Cboe mesure le risque extrême perçu dans la distribution des rendements des investissements du S&P 500 sur un horizon de 30 jours. Un indice SKEW de 100 signifie que la distribution perçue des rendements du S&P 500 est normale et que la probabilité d'un rendement atypique est faible.



Conclusion

Le *trade* de dispersion est une autre façon d'exprimer une vue à la baisse de la volatilité. C'est un cas où les paris sur les rendements extrêmes (les queues de distribution) font varier le sous-jacent (le marché boursier). La volatilité concentrée sur quelques actions individuelles crée un besoin de couverture à la baisse de la volatilité de l'indice. Un renversement de tendance engendrant le déblocement du *trade* de dispersion et une correction boursière semble possible. Dans ce contexte, une stratégie de couverture pourrait s'avérer efficace. Il s'agirait de prendre le contre-pied du *trade* de dispersion en achetant des contrats à terme sur le VIX plutôt que d'acheter des options de vente sur le S&P 500.

Axel Botte

- La revue des marchés

Les marchés face à l'incertitude politique et à la panne informatique mondiale

Les marchés obligataires ont connu des évolutions contrastées de part et d'autre de l'Atlantique alors que la rotation sectorielle s'est poursuivie sur les marchés actions.

La semaine a été marquée par l'interview de J. Powell et la réunion de la BCE, dans un contexte d'incertitude politique et de panne informatique mondiale. Jerome Powell s'est dit un peu plus confiant sur la poursuite de la désinflation avec les 3 derniers chiffres d'inflation [CPI]. Il a par ailleurs réitéré que les objectifs de la Fed en termes de stabilité des prix et d'emploi maximal étaient plus équilibrés. La BCE, comme attendu, a laissé ses taux inchangés après les avoir baissés en juin. Christine Lagarde n'a pas donné d'indications sur ce que déciderait la Banque centrale en septembre indiquant que la question était « grande ouverte » et serait dépendante des données disponibles. La Fed et la BCE ont ainsi laissé la porte ouverte à une baisse de taux en septembre. Cela s'est fait dans un contexte de poursuite de l'incertitude politique. Aux Etats-Unis, la tentative d'assassinat de Donald Trump a laissé présager de la part des investisseurs une plus grande probabilité de victoire de celui-ci à l'élection présidentielle. Joe Biden a été quant à lui de plus en plus fragilisé à la suite des nombreux appels, y compris de son propre camp, à son retrait de la course à la Maison Blanche pour des raisons de santé. Dimanche 21 juillet, il a fini par capituler en annonçant renoncer à sa candidature. En France, le gouvernement est en charge des affaires courantes pour plusieurs semaines, le temps des JO au moins, dans l'attente de la nomination d'un nouveau Premier Ministre.

Dans ce contexte, les taux américains se sont tendus sur la semaine après avoir nettement baissé la semaine précédente à la suite de l'inflation plus faible que prévu. Les taux 2 ans et 10 ans ont progressé de 5 pb à 4,51% et 4,24% respectivement, mettant un terme à la pentification de la courbe des taux. Cela a pu être en partie imputable aux ventes de détail bien meilleures que prévu (+0,9% hors éléments volatils sur le mois de juin, contre 0,2% attendu et 0,4% en mai) ainsi qu'à la production industrielle (+0,6% en juin, contre 0,3% attendu et 0,9% en mai). En zone euro, les taux se sont de nouveau détendus : -5 pb pour le taux 2 ans, à 2,78%, et -3 pb pour le taux 10 ans, à 2,47%, en raison notamment des anticipations de baisse de taux de la BCE. Les spreads sont restés inchangés : 66 pb pour la France et 130 pb pour l'Italie. Sur le marché du crédit euro, les spreads se sont légèrement écartés : +3 pb pour l'IG et +5 pb pour le HY. Les anticipations de baisses de taux de la BCE se sont traduites par une légère dépréciation de l'euro (à 1,088) alors que le yen s'est de nouveau apprécié contre le \$. L'or a atteint un plus haut historique avec les anticipations de baisses de taux et le Bitcoin a fortement augmenté (près de 9%) dans la perspective d'une victoire de Donald

Trump, considéré comme favorable aux cryptomonnaies. Sur les marchés boursiers, la rotation, qui avait commencé à la suite du CPI US, s'est poursuivie. Les investisseurs ont délaissé les valeurs technologiques qui avaient été largement plébiscitées, pour se reporter sur les valeurs plus traditionnelles et plus à même de bénéficier des baisses de taux des Banques centrales. En outre, l'administration Biden a prévenu ses alliés qu'elle pourrait durcir les conditions d'exportation vers la Chine de puces électroniques incorporant de la technologie américaine. A cela s'est ajoutée la panne informatique mondiale, vendredi. Le S&P a ainsi baissé de 2 %, le Nasdaq de 4 % alors que l'indice des petites capitalisations américaines a augmenté de 1,7 %. L'Eurostoxx 50 a perdu 4,3 % et la CAC 40, 2,5 %. Les valeurs du luxe ont été affectées par la croissance chinoise décevante et l'absence de mesures pour soutenir la demande lors du 3^{ème} Plénum. Dans ce contexte, l'indice VIX a atteint son plus haut depuis le mois d'avril (+ 4 points à 16 points).

Aline Goupil-Raguénès

- **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	22-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Bunds 2a	2.8%	+0	+1	+40
EUR Bunds 10a	2.47%	+0	+6	+45
EUR Bunds 2s10s	-33bp	+0	+6	+6
USD Treasuries 2a	4.52%	+7	-21	+27
USD Treasuries 10a	4.23%	+0	-2	+35
USD Treasuries 2s10s	-29.3bp	-6	+19	+8
GBP Gilt 10a	4.15%	+5	+7	+61
JPY JGB 10a	1.06%	-1	-2	-32
EUR Spreads Souverains (10a)	22-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
France	67bp	+3	-13	+13
Italie	128bp	0	-30	-40
Espagne	77bp	+1	-15	-20
Inflation Points-morts (10a)	22-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.2%	0	-3	+7
USD 10a Inflation Swap	2.5%	+2	+1	+9
GBP 10y Inflation Swap	3.62%	0	-1	+9
EUR Indices Crédit	22-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Credit IG OAS	110bp	+1	-12	-28
EUR Agences OAS	62bp	+0	-9	-8
EUR Obligations sécurisées OAS	61bp	-1	-7	-18
EUR High Yield Pan-européen OAS	364bp	+4	-7	-35
EUR/USD Indices CDS 5a	22-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
iTraxx IG	53bp	+2	-7	-6
iTraxx Crossover	291bp	+7	-27	-22
CDX IG	51bp	+2	-2	-6
CDX High Yield	332bp	+11	-8	-24
Marchés émergents	22-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	392bp	+4	-4	+8
Devises	22-juil.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
EUR/USD	\$1.089	-0.119	1.538	-1.3
GBP/USD	\$1.293	-0.385	1.948	1.5
USD/JPY	JPY 157	0.619	1.908	-10.0
Matières Premières	22-juil.-24	-1sem (\$)	-1m(\$)	2024 (%)
Brent	\$82.6	-\$2.3	-\$1.7	8.9
Or	\$2 401.0	-\$29.3	\$69.2	16.4
Indices Actions	22-juil.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
S&P 500	5 505	-1.97	0.74	15.4
EuroStoxx 50	4 889	-1.90	-0.38	8.1
CAC 40	7 624	-0.12	-0.06	1.1
Nikkei 225	39 599	-3.86	2.60	18.3
Shanghai Composite	2 964	-0.33	-1.13	-0.4
VIX - Volatilité implicite	16.55	26.14	25.38	32.9

Source: Bloomberg, Ostrum AM

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 50 938 997 € – 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 ...23/07/2024

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

Ostrum
ASSET MANAGEMENT

Un affilié de  **NATIXIS**
INVESTMENT MANAGERS