



Axel Botte

Directeur Stratégie Marchés
axel.botte@ostrum.com



Zouhoure Bousbih

Stratégiste pays émergents
zouhoure.bousbih@ostrum.com



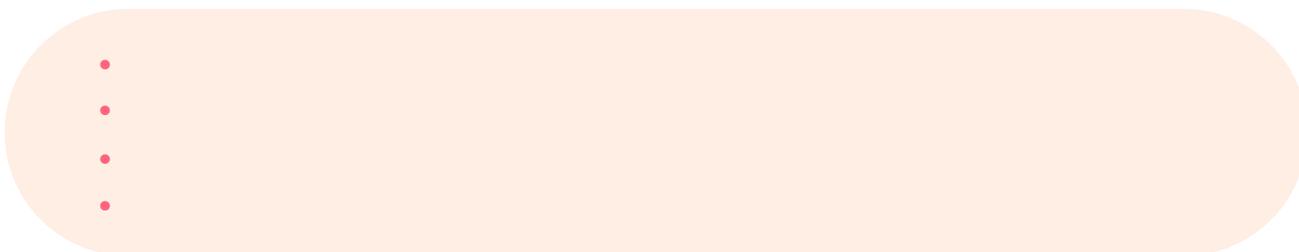
Aline Goupil-Raguénès

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

● **Le thème de la semaine : Retour sur les faits marquants de l'été**
par Axel Botte

- Les marchés ont été très agités par suite de la hausse des taux au Japon et à la résurgence des craintes, sans doute exagérées, de récession imminente aux Etats-Unis ;
- Le Krach initial avec une baisse de 12 % du Nikkei le 5 août s'est résorbé rapidement et sans trop de dommages collatéraux. Les rachats de positions vendeuses de yen ont accompagné la décision de la BoJ et demeurent source de volatilité. La BoJ procédera prudemment à d'autres hausses.
- Le message de la Fed à Jackson Hole préfigure sans ambiguïté un allègement monétaire dans les mois à venir. D'autres Banques accélèrent la cadence comme la Riksbank. La RBNZ a aussi surpris les marchés en procédant à une première baisse des taux.
- La volatilité des taux et des taux de change n'a pas empêché un puissant rebond des actions vers les sommets de 2024 et un nouveau resserrement des spreads de crédit. Les swap spreads et spreads souverains ont diminué. L'iTraxx Crossover a replongé nettement sous 300 pb.

● **La revue des marchés : La revue hebdomadaire reprendra la semaine prochaine**
par Axel Botte



● **Le graphique de la semaine**



Un nouvel équilibre sur les marchés. L'appréciation graduelle du yen tout au long du mois de juillet s'est accélérée avec la décision de la BoJ de relever son taux. Parallèlement, une Fed accommodante et des statistiques d'emploi décevantes aux Etats-Unis ont amplifié la pression baissière sur la bourse nippone, qui décroche de 12 % en une seule séance le 5 août dernier. Le nouvel équilibre sur le yen se situe autour de 145 pour un dollar contre 155-160 précédemment. La stabilisation des actions tient également à la baisse sensible du taux 2 ans américain validant l'imminence de l'allègement monétaire aux Etats-Unis. Le 2 ans s'équilibre désormais autour de 3,90 % contre 4,40 % environ avant le Krach japonais.

● **Le chiffre de la semaine**

29

29, soit le nombre de femmes Gouverneures de Banques centrales contre 23 en 2023. La proportion de femmes à la tête de ces institutions n'est que de 16% sur les 185 Banques centrales dans le monde.

Source: Official Monetary and Financial Institutions Forum

- Le thème de la semaine

Retour sur les faits marquants de l'été

Les marchés financiers ont fortement réagi au relèvement des taux de la BoJ. Le déboucement des positions spéculatives vendeuses de yens a fait vaciller les marchés d'autant que le ralentissement de l'emploi américain attisait les craintes de récession. A l'opposé de la BoJ, la plupart des Banques centrales du G10 ont entamé un cycle d'assouplissement monétaire auquel la Fed devrait se joindre dès septembre. Le message de Jerome Powell à Jackson Hole laisse peu de doutes à ce sujet. Après le choc d'une séance à -12% sur le Nikkei lors d'un lundi noir le 5 août, les actifs risqués ont rebondi. Les actions américaines sont proches des sommets de 2024 grâce à l'effet relutif de la baisse des taux à long terme. Le T-note s'équilibre autour de 3,80 %. En zone euro, le Bund se situe autour de 2,25 %. Le rétrécissement des spreads souverains et de crédit a repris.

Croyances et réalité

Le spectre de la récession américaine resurgit

Les marchés financiers et les banques de Wall Street sont toujours prompts à projeter l'environnement le plus susceptible de conduire à un allègement monétaire. L'été 2024 n'aura pas fait exception. Les turbulences boursières par suite de l'augmentation du taux de la BoJ et des statistiques médiocres du marché du travail américain ont engendré des anticipations infondées de baisse imminente des taux de la Fed, avant même la réunion prévue le 18 septembre.

Les 114k créations d'emplois comptabilisées en juillet étaient, il est vrai, assorties d'une remontée du taux de chômage à 4,3 %, un niveau d'alerte pour les fidèles de la règle de Sahm. Cette règle empirique, qui indique une récession imminente aux Etats-Unis, semble néanmoins contredite par la vigueur des ventes au détail, l'absence d'inflexion à la hausse des inscriptions au chômage ou les enquêtes du secteur des services. La croissance américaine restera, selon toute vraisemblance, proche de 2 % au 3^{ème} trimestre.

Outre la hausse du chômage (probablement accentuée en juillet par l'ouragan Beryl), les révisions apportées aux chiffres d'emplois ont sensiblement modifié la perception du marché du travail. Les chiffres mensuels sont réputés sujets à caution en raison de l'estimation douteuse des créations et destructions d'entreprises au mois le mois. L'enquête trimestrielle du BLS (QCEW) couvrant la période d'avril 2023 à mars 2024 efface après coup quelque 818k emplois intégrés dans les *non-farm payrolls*. La politique monétaire américaine aurait-elle été très différente du statu quo prolongé si les Banquiers centraux avaient eu accès à ces données en temps réel ? La dernière hausse de juillet 2023 aurait-elle eu lieu ? Nul ne le sait mais l'objectif d'emploi maximum aurait eu davantage de poids face à la stabilité des prix dans les délibérations du FOMC.

Politique monétaire : le besoin de réaffirmer un cap

Les marchés veulent toujours plus de baisses des taux

La Fed procède généralement de façon linéaire et lisible à l'opposé des anticipations

fluctuantes des marchés financiers. Pour cette raison, l'allocution de Jerome Powell à Jackson Hole a permis d'ancrer la trajectoire des Fed funds sur un rythme plus conforme à la réalité économique. Les conditions financières se sont améliorées au cours de l'année malgré la volatilité observée au milieu de l'été. Les taux longs américains ont reflué, les spreads de crédit se sont resserrés en miroir du rebond des marchés d'actions et les banques apparaissent moins enclines à durcir les conditions de crédit, y compris lorsque les retards de paiements s'accumulent comme sur les encours de cartes de crédit. Dès lors, l'allègement monétaire à venir semble principalement accompagner la baisse de l'inflation. L'inflation américaine est sous le seuil de 3 %.

En Europe, la croissance du PIB de la zone euro s'affiche à 0,3 % au 2^{ème} trimestre. L'activité est cependant inégale au sein de la zone euro et les enquêtes replongent. L'effet des Jeux Olympiques améliorera la croissance française en juillet et septembre. En revanche, l'économie allemande est en contraction. L'inflation de 2,6 % en juillet reste supérieure à la cible de la BCE mais l'institution de Francfort a entamé son cycle d'allègement. La modération des augmentations de salaires issues de négociations collectives semble valider le scénario d'un retour de l'inflation à 2 % en 2025. D'autres banques centrales ont même pris les devants. La Riksbank suédoise a abaissé son taux à 3,5 % et projette 2 à 3 nouvelles baisses d'ici la fin de l'année.

Aux antipodes, tout semble opposer la RBA et la RBNZ. La première maintient une posture restrictive compte tenu d'une inflation toujours proche de 4 %. La RBA a peu de marges pour ajuster son taux directeur fixé actuellement à 4,35 %. A l'inverse, la RBNZ a surpris par son activisme en réduisant de 25 pb son taux. La Banque néo-zélandaise estime que l'économie est tombée en récession au T2. La hausse du chômage et le ralentissement de l'immigration justifient cet allègement à 5,25 % d'autant que l'inflation reflue.

La déflagration des débouchements des *carry trades* sur le yen

Déboucement du carry trade sur le yen, une déflagration de courte durée

La Banque du Japon a déclenché une tempête boursière en relevant de 15 pb son taux directeur. Les achats mensuels de JGB devraient diminuer de moitié au 1^{er} semestre 2025. Cela étant, le Krach du Nikkei du lundi 5 août (-12 % en une séance) est intervenu quelques jours après la réunion de la BoJ (31 juillet) et semble davantage lié au rapport sur l'emploi américain. Toutefois, ces violents débouchements de position au milieu de l'été nous rappellent l'ampleur des positions en actifs risqués financées en yens. Les positions spéculatives vendeuses de contrats sur le dollar-yen ont depuis été réduites de moitié selon les données du CFTC, mais ces indicateurs ne reflètent qu'une infime partie des volumes traités sur le marché des changes. Le peso mexicain est aussi victime de ces débouchements. Au-delà de cette réaction épidermique des marchés, l'attrait du *carry trade* n'a pas vraiment diminué même si la Fed et par suite la plupart des Banques centrales contribueront à réduire les écarts de taux. La BoJ a initialement cherché à rassurer les marchés quant aux conditions d'une prochaine hausse des taux mais l'inflation proche de 2 % semble militer pour un nouveau relèvement au 4^{ème} trimestre.

Dans ce contexte, la pression baissière sur le renminbi chinois s'est réduite. La parité dollar-yuan évolue en ligne avec le fixing officiel alors qu'elle flirtait régulièrement avec sa borne haute. L'orientation de la politique monétaire chinoise n'a pourtant pas changé tant les

obstacles au retour de la croissance semblent importants. Les sorties de capitaux requièrent un assouplissement monétaire et laisse planer le risque d'une dévaluation. L'autre effet collatéral est la remontée de l'euro au-delà d'1,11 \$. Ce rebond inattendu de la monnaie unique reflète surtout un ajustement du dollar. Le sterling britannique passe également le seuil d'1,30 \$ alors que la BoE a procédé à une première baisse des taux début août. La prime sur le dollar américain s'est dégonflée au profit d'autres devises, dont le franc suisse dont le statut de valeur refuge n'est plus à démontrer. Ainsi, l'équilibre du marché des changes a été bouleversé après la décision de la BoJ mais beaucoup reste à faire pour ramener le yen vers sa valeur fondamentale (probablement 120-130 yens pour un dollar).

La nomination de Kamala Harris rebat les cartes

Kamala Harris inverse le rapport de force

Sur le plan politique, le retrait de Joe Biden et la nomination de Kamala Harris comme candidate du Parti démocrate ont radicalement changé la donne en vue de l'élection de novembre. Kamala Harris a inversé la tendance favorable à Donald Trump qui prévalait jusqu'en juillet. Les derniers sondages indiquent qu'elle est en ballotage favorable dans les états clé du Wisconsin, de la Pennsylvanie ou de l'Arizona. Son programme impliquerait des subventions pour l'achat de logement à hauteur de 25k \$ pour les primo-accédants et d'autres transferts publics. La politique commerciale resterait sans doute dans la droite ligne de celle de l'Administration Biden, agressive vis-à-vis de la Chine mais sans le fracas des tarifs tous azimuts avancés par Donald Trump.

Faiblesse transitoire des marchés

La violence de la réaction des marchés à la hausse des taux japonais et aux publications économiques américaines au début du mois d'août a laissé place à un rebond vers les plus hauts de l'année sur les marchés d'actions. Ce rebond s'opère toutefois avec des taux plus bas. Le 2 ans américain se situe à 3,90 % alors qu'il s'échangeait autour de 4,40 % lors du pic boursier de juillet. Le taux de change dollar-yen a touché ses points bas à 141,70 avant de fluctuer dans une fourchette large entre 142 et 149. La sensibilité de la bourse nippone et plus généralement des actifs risqués au yen reste un élément structurant de la dynamique des marchés. L'or a retrouvé de son attrait en tant que valeur refuge, d'autant que la prime sur le dollar s'est réduite. Le discours de Jerome Powell cimente les perspectives d'allègement monétaire au bénéfice des actions les plus sensibles aux taux d'intérêt et des TIPS, qui voient dans l'ajustement du dollar un risque d'inflation à terme.

Outre l'or, d'autres indicateurs témoignent de l'aversion pour le risque des investisseurs. L'indice VIX issu de cotations d'un panier d'options sur le S&P 500 a brièvement touché 65 % même si les transactions réelles des contrats à terme sur le VIX n'ont pas excédé 35 %.

En zone euro, le marché de taux réagit davantage aux statistiques américaines qu'aux développements européens. La BCE a largement télégraphié la baisse des taux en septembre qui ramène le Bund vers 2,25 %. Les swap spreads ont totalement effacé l'écartement initié par le risque politique français. Le Bund se traite à moins de 30 pb sous le taux swap, pratiquement au plus bas de l'année. Les spreads souverains ont rapidement amorti la volatilité impactant les actions ou le marché des changes. L'OAT, revenue à 73 pb, s'échangeait toutefois à un

spread de 88 pb au plus haut le 5 août. Les tractations pour former un gouvernement ont repris après la trêve olympique.

Le marché du crédit fait face au retour du primaire dès la seconde moitié du mois d'août grâce à des flux importants vers les fonds spécialisés. Les ETFs n'attirent plus l'intégralité des flux. Le spread moyen sur l'euro IG ressort à 85 pb contre swap. Le high yield surperforme l'IG dans les derniers échanges malgré des valorisations jugées chères par la plupart des investisseurs. La reprise de l'offre d'obligations en catégorie spéculative épargne le segment B qui continue de se resserrer vis-à-vis des BB. Le taux de défaut constaté sur les 12 derniers mois s'est quelque peu dégradé, mais la classe d'actifs conserve un fort attrait. L'iTraxx Crossover utilisé comme couverture est revenu sous le seuil de 300 pb après l'élargissement réflexe à 343 pb le 5 août.

Conclusion

L'été 2024 aura été marqué par la violente correction après la hausse des taux japonais sur fond de craintes de récession aux Etats-Unis. Le coup de semonce (-12% en un jour sur le Nikkei) n'a pas engendré de défiance généralisée et les marchés d'actifs risqués se sont ensuite redressés.

Axel Botte

- **La revue des marchés**

La revue hebdomadaire reprendra le 9 septembre

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	2-sept.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Bunds 2a	2.41%	+1	+6	+1
EUR Bunds 10a	2.34%	+9	+16	+31
EUR Bunds 2s10s	-7.6bp	+8	+11	+31
USD Treasuries 2a	3.92%	-2	+4	-33
USD Treasuries 10a	3.9%	+9	+11	+2
USD Treasuries 2s10s	-1.7bp	+10	+8	+36
GBP Gilt 10a	4.05%	+14	+23	+52
JPY JGB 10a	0.91%	+2	+3	-41
EUR Spreads Souverains (10a)	2-sept.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
France	71bp	+0	-1	+18
Italie	145bp	+10	+5	-23
Espagne	82bp	+2	-2	-15
Inflation Points-morts (10a)	2-sept.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.03%	-3	-3	-10
USD 10a Inflation Swap	2.38%	-1	+9	-3
GBP 10y Inflation Swap	3.47%	-2	-4	-7
EUR Indices Crédit	2-sept.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Credit IG OAS	117bp	+1	+6	-21
EUR Agences OAS	64bp	+0	-1	-6
EUR Obligations sécurisées OAS	60bp	0	-3	-19
EUR High Yield Pan-européen OAS	360bp	-11	-19	-39
EUR/USD Indices CDS 5a	2-sept.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
iTraxx IG	53bp	+1	-10	-6
iTraxx Crossover	290bp	+3	-39	-24
CDX IG	49bp	0	-9	-7
CDX High Yield	322bp	+0	-45	-34
Marchés émergents	2-sept.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	388bp	-9	-11	+4
Devises	2-sept.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
EUR/USD	\$1.107	-0.922	1.439	0.3
GBP/USD	\$1.314	-0.424	2.672	3.2
USD/JPY	JPY 147	-1.715	-0.306	-4.0
Matières Premières	2-sept.-24	-1sem (\$)	-1m(\$)	2024 (%)
Brent	\$76.8	-\$3.5	\$0.6	2.1
Or	\$2 501.4	-\$19.0	\$58.1	21.2
Indices Actions	2-sept.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
S&P 500	5 648	0.24	5.65	18.4
EuroStoxx 50	4 948	1.39	7.03	9.8
CAC 40	7 632	0.54	5.24	1.2
Nikkei 225	38 701	1.55	7.77	15.6
Shanghai Composite	2 811	-1.56	-3.25	-5.5
VIX - Volatilité implicite	15.69	-2.85	-32.92	26.0

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 ...02/09/2024

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