



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 : 5 août 2024 : la faute au carry trade ?**

par **Zouhoure Bousbih**

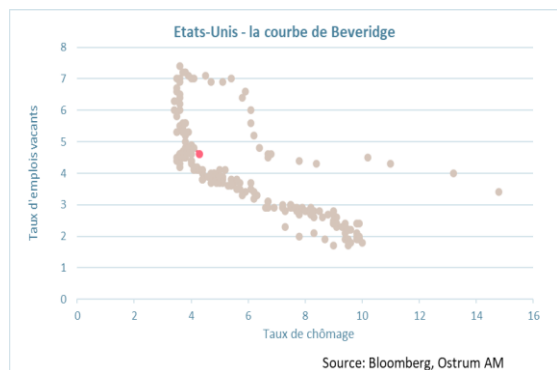
- Le choc de volatilité du 5 août dernier a surpris par sa rapidité et son intensité ;
- Le pic de volatilité à des niveaux assez inhabituels a engendré le déboucement des stratégies de carry trade, engendrant l'appréciation du yen ;
- Les devises à haut rendement, notamment le peso mexicain, ont été pénalisées ;
- Le marché des swaps de change a facilité les stratégies carry trade sur le yen ;
- Ces transactions de change sont comptabilisées en « hors bilan », rendant difficile l'évaluation chiffrée du carry trade sur le yen que la BIS estime à 40 billions de yens ;
- La sévérité du « sell-off » sur les marchés boursiers mondiaux indique que d'autres facteurs ont également exacerbé la volatilité, comme la gestion du risque à travers les modèles « Value at Risk » et la hausse des appels de marges.

● **La revue des marchés : L'emploi américain dicte la tendance**

par **Axel Botte**

- Les créations d'emploi s'élèvent à 142k en août aux États-Unis, le chômage revient à 4,2 %;
- Fed : les Banquiers centraux de la Fed semblent pencher pour une baisse de 25 pb en septembre ;
- Le spread français revient sous 70 pb après la nomination de Michel Barnier come Premier ministre ;
- Semaine difficile sur les actions et le high yield.

● **Le graphique de la semaine**



Le marché du travail américain est au centre des préoccupations des investisseurs. L'excès de demande de travail après le covid avait rendu verticale la relation entre le taux de chômage et les postes à pourvoir. La relation de long terme est plutôt une relation décroissante entre les deux variables. La verticalité est symptomatique d'un problème d'appariement sur le marché du travail, liée à l'inadéquation entre les désirs d'embauche des travailleurs et les postes proposés. Le dernier point de juillet semble valider l'idée d'une normalisation dans laquelle une réduction de la demande de travail se traduirait par une hausse concomitante du chômage.

● **Le chiffre de la semaine**

16 %

C'est la baisse de la production industrielle allemande depuis son pic de 2017. La contraction est la plus marquée dans les secteurs de l'automobile et de la Chimie pénalisée par la crise énergétique. L'Allemagne dépendait fortement du gaz russe. Source : Destatis.

- **Le thème de la semaine**
5 août 2024 : la faute au carry trade ?

L'épisode de déblocement du carry trade sur le yen du 5 août dernier a surpris par sa rapidité et son intensité. Cela a rapidement suscité des interrogations sur la taille de ces stratégies, ainsi que leurs interactions avec le système financier mondial.

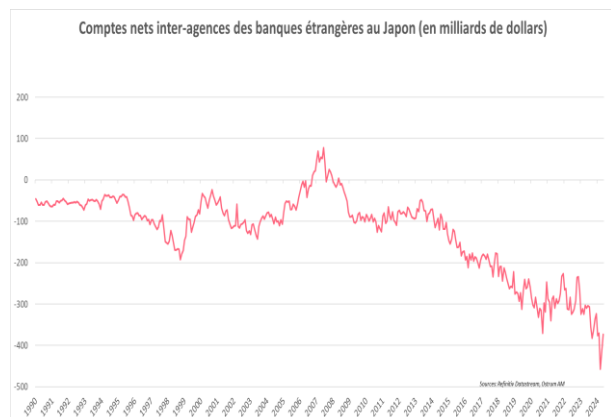
Qu'est-ce que le carry trade ?

La stratégie de portage, plus connue sous l'appellation anglo-saxonne de « carry trade », est une transaction financière dans laquelle on emprunte dans une devise à faible taux d'intérêt pour investir dans des actifs financiers à rendements plus élevés. La plus classique des stratégies de carry trade est celle portant sur les taux de change dans laquelle on emprunte dans une devise à faible taux d'intérêt pour investir dans une autre devise à un taux d'intérêt plus élevé. La faiblesse historique des taux d'intérêt nippons a favorisé les carry trade sur le yen qui étaient extrêmement profitables dans le cadre de la politique monétaire de taux « zéro » de la Banque centrale du Japon (BoJ).

La taille réelle de ces stratégies de portage est difficile à estimer, car contrairement aux transactions boursières, les transactions sur le change ne sont pas suivies de façon centralisée. Cependant, la Banque des règlements internationaux (BIS) estime à 40 billions de yens le montant des prêts transfrontaliers en yen en forte augmentation durant ces dernières années. Ces prêts se sont faits à travers les comptes « inter-agences » des banques étrangères installées au Japon. Ces dernières avaient joué un rôle important dans la crise des Subprimes de 2007.

Retour vers le futur : le rôle des banques étrangères durant la crise des Subprimes de 2007

Une large partie du carry trade était attribuée aux banques étrangères qui opéraient au Japon en entretenant des relations inter-entreprises avec leurs succursales et filiales dans d'autres pays. Le graphique ci-contre illustre ces relations inter-agences en représentant les comptes « inter-agences ».



Ces transactions pouvaient créer des soldes négatifs ou positifs entre les différentes entités reflétant les besoins de financement, ainsi que les flux de trésorerie entre banques. Dans les années précédant la crise des Subprimes, les comptes « inter-agences » nets étaient normalement négatifs, impliquant que les banques étrangères détenaient une position nette acheteuse sur les actifs japonais. Cela était lié à l'attractivité des actifs financiers japonais, connue également sous le terme de « prime japonaise » entre 1997 et 1998, par rapport à

La BIS estime à 40 billions de yens le montant total des stratégies de carry trade portant sur le yen.

Le carry trade sur le yen a contribué et aggravé la crise des Subprimes de 2007.

d'autres pays.

Cependant, dès 2005, les passifs en yens des banques étrangères avaient fortement augmenté entraînant des comptes « inter-agences » positifs sans précédent – près de 100 milliards de dollars –, comme le montre le graphique ci-dessus. Cela signifie que les banques étrangères détenaient une position nette vendeuse sur les actifs japonais. Ces positions avaient été fortement liquidées en août 2007, coïncidant avec les premiers stades de la crise du crédit américain et ont été réduites davantage à mesure que la crise de crédit évoluait dans la seconde moitié de l'année 2007 et en 2008 (d'après *Yen Carry Trade and the Subprime Crisis*, FMI , 03 juin 2009, écrit par Masazumi Hattori et Hyun S. Shin). Sur la période récente, les comptes nets « inter-agences » sont très négatifs, ne permettant pas d'expliquer la forte intensité du récent débouclage de carry trade sur le yen.

L'importance du « hors-bilan » : le rôle crucial des swaps de change

Le marché des swaps de change a facilité le carry trade sur le yen.

La BIS estime à seulement 14 billions de yens (sur les 40 billions estimés pour la taille du carry trade sur le yen) le montant des emprunts en yen issus des comptes « inter-agences ». Le reste est répertorié dans le « hors-bilan ». Le marché des swaps de change a facilité les stratégies de carry trade.

Le rôle crucial du marché des swaps de change

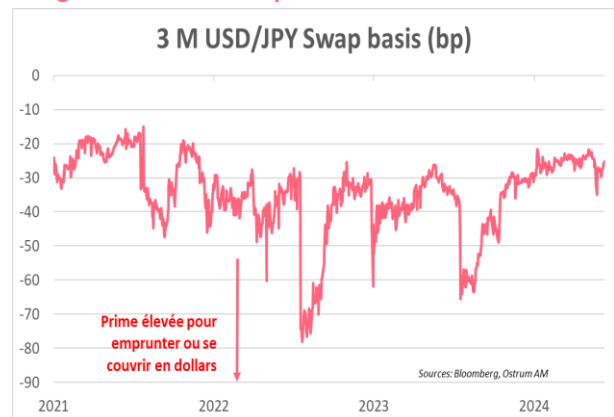
Le swap de change est un accord entre deux parties pour échanger des montants équivalents dans deux devises différentes à une date convenue, et pour échanger à nouveau ces montants à une date ultérieure également convenue. Les swaps de change sont utilisés pour couvrir le risque de change ou pour spéculer sur les mouvements des taux de change.

Le marché de swaps de change permet également à une entreprise ou à une institution financière d'emprunter dans une devise étrangère sans comptabiliser sa transaction en norme comptable traditionnelle, mais en hors-bilan. La majeure partie du temps, les institutions financières empruntent en dollars pour investir dans des actifs en dollars. C'est pour cela que lors des pics de volatilité la base du swap de change s'élargit.

Le mouvement atypique du swap de change durant le récent pic de volatilité

Le mouvement atypique du FX swap basis lors du récent stress financier n'indique pas de dysfonctionnement sur les marchés financiers.

Le FX swap basis est un indicateur important des financements en dollars, car il mesure le coût pour les non-résidents de l'emprunt en dollars off-shore, en échange de leur propre devise. Lorsque le FX swap basis est négatif, cela signifie que le coût de financement en dollars est plus élevé que le coût de financement dans une autre devise. Cela peut indiquer une demande plus forte pour des dollars et donc un resserrement des conditions de financement en dollars. Le graphique ci-contre montre le swap de base pour le dollar-yen à 3 mois.

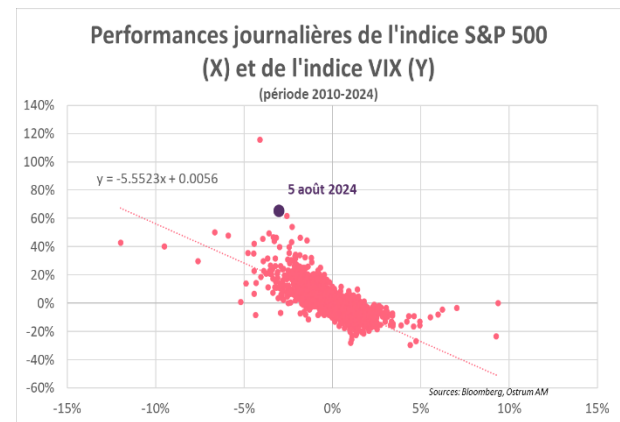


Le récent épisode de volatilité sur le swap de base USD/JPY a été bref et a retracé plus de la moitié du pic, passant de - 35 pdb à - 25 pdb. Les opérateurs dans le marché off-shore de financement en dollars n'ont pas eu de difficultés à trouver des dollars, en comparaison du précédent épisode de liquidités de septembre 2023 où le swap de base USD/JPY à 3 mois avait atteint près de - 70 pdb. C'est une réaction assez atypique dans un contexte de stress financier. Les périodes de forte incertitude macroéconomique engendrent généralement un pic de volatilité sur les marchés financiers rendant les marchés de financement en dollars très vulnérables. Ce fut le cas en mars 2020, en plein cœur de la crise du Covid, où la pénurie de dollars avait contraint la Fed à activer des swaps de change avec les autres Banques centrales, afin de permettre le bon fonctionnement du système monétaire international.

Retour sur le choc de volatilité bref mais intense du 5 août

Un pic de volatilité assez inhabituel

La condition nécessaire et suffisante pour que les stratégies de carry trade soient profitables est l'absence de volatilité. Or, durant le « sell-off » du 5 août, la VIX a augmenté de façon assez inhabituelle par rapport à la variation de la performance journalière de l'indice boursier américain S&P 500, comme le montre le graphique ci-contre. À fin février 2020, en plein cœur de la crise Covid la variation journalière du VIX était de 46 %, bien en deçà de sa variation de plus de 64 % du 5 août pour une performance du S&P 500 similaire. Ce pic de volatilité a été le catalyseur de déblocement des stratégies de carry trade, mais également du « sell-off » sur les marchés boursiers mondiaux.



La gestion du risque liée aux modèles de « Value at Risk » et la hausse des appels de marge ont exacerbé la volatilité sur les marchés financiers.

La gestion du risque, notamment les règles de « Value at Risk », et la hausse des appels de marge ont également contribué à amplifier la volatilité et la baisse des bourses mondiales. Dans les modèles dits « Value at Risk », la volatilité est un élément clé pour évaluer la perte potentielle d'un portefeuille d'actifs financiers. Plus la volatilité est élevée, plus le risque de perte est important.

Par ailleurs, lorsque la volatilité est élevée, les prix des actifs peuvent fluctuer de manière significative et imprévisible. Cela peut entraîner des pertes importantes pour les investisseurs, en particulier ceux qui utilisent l'effet de levier ou qui opèrent sur des comptes de marge. Les courtiers peuvent alors demander des appels de marges aux investisseurs qui utilisent l'effet de levier. En effet, les appels de marges visent à s'assurer que les investisseurs disposent des fonds nécessaires pour couvrir les pertes potentielles dues à la volatilité des marchés financiers. Lorsque la volatilité est élevée, les courtiers peuvent être incités à demander des fonds supplémentaires pour couvrir ces risques.

Le déblocement du carry trade sur le yen a pénalisé notamment le peso mexicain , la devise à plus haut rendement (10,75 %)

Le déblocement du carry trade sur le yen a pénalisé les devises à haut rendement

Le classique déblocement de carry trade a pénalisé les devises à haut rendement comme le peso mexicain (MXN) qui a enregistré la pire performance contre dollar de plus de - 6 % sur la période du 1^{er} au 5 août. Le yen (JPY) et le franc suisse (CHF) se sont le plus appréciés contre le dollar. On peut également noter l'appréciation de devises asiatiques comme le ringgit malaisien (MYR) et le yuan chinois (CNY), et également la couronne suédoise (SEK) qui ne servent pas nécessairement de devises de financement pour ce type de stratégies.

Conclusion

Le 5 août 2024 restera gravé dans les mémoires. Si le déblocement des stratégies de carry trade sur le yen est principalement mis en avant pour expliquer la forte intensité du « sell-off », d'autres facteurs doivent également être pris en compte. Ainsi, les transactions « hors bilan » à travers le marché des swaps de change ont facilité les stratégies de carry trade, rendant difficile l'évaluation chiffrée de cette pratique . La gestion du risque, tels que les modèles de « Value at risk » et la hausse des appels de marge ont également contribué à exacerber la volatilité. L'évolution permanente des marchés financiers requiert des efforts continus d'adaptation afin de mieux identifier l'émergence de nouveaux risques.

Zouhoure Bousbih

- **La revue des marchés**

L'emploi américain dicte la tendance

L'attention des investisseurs reste focalisée sur l'emploi américain, tant il apparaît déterminant pour le rythme des baisses de taux de la Fed à venir. La pentification de la courbe, la baisse du dollar et des actions intègrent un scénario d'affaiblissement marqué de l'activité qui fait tache d'huile sur les marchés européens.

Le scénario privilégié par les intervenants est un ralentissement brutal de l'économie aux États-Unis. Les signaux rassurants, comme la dernière publication du PIB (3 % au T2), les enquêtes des services ou la stabilité des licenciements semblent ignorés par des marchés financiers, toujours prompts à anticiper un geste de la Banque centrale. La BCE, qui optera sans doute pour une baisse de 25 pb cette semaine, devra composer avec la possibilité d'un mouvement de 50 pb au prochain FOMC. Dans ce contexte, la courbe des taux américains poursuit sa repentification, au-delà de 5 ans. Le crédit et les spreads souverains amortissent la volatilité des taux, mais le high yield et les actions subissent des dégagements. La posture restrictive de la BoJ laisse entrevoir une nouvelle appréciation du yen.

L'activité ralentit aux États-Unis selon les anecdotes recensées dans le Beige book de la Fed. L'ISM manufacturier indique une contraction (47,2) et les sondages des services sortent en ordre dispersé. La demande de travail poursuit sa normalisation, presque linéaire depuis 2022, de sorte que les postes à pourvoir diminuent à 7,6 millions (juillet). La capacité de créations d'emplois a diminué, mais les réallocations de main d'œuvre entre secteurs semblent permettre une amélioration de la productivité (+ 2,5 % au 2^e trimestre). L'emploi ressort en hausse de 142k avec une légère correction du chômage à 4,2 %. En zone euro, la croissance n'atteint finalement que 0,2 % entre avril et juin. La consommation des ménages fait toujours défaut, malgré la désinflation et les hausses de salaires réels.

La trajectoire des Fed funds intégrée par les marchés (vers 3 % en septembre 2025) peut sembler excessive, compte tenu des projections actuelles de la Fed. Christopher Waller semblait pencher pour 25 pb en septembre. Le rendement du T-note baisse de 20 pb à 3,70 %. La pentification traduit à la fois l'allègement attendu et l'évolution du déficit public à plus long terme. Le Bund suit partiellement le T-note (- 12 pb). L'emprunt allemand s'échange à des niveaux proches de l'équilibre (estimé à 2,24 %). Les swap spreads oscillent autour de 30 pb, leur plancher pour 2024. Les spreads souverains et de crédit sont relativement épargnés par la volatilité des taux et la chute des actifs risqués. Le spread de l'OAT française se négocie à 70 pb, après la nomination de Michel Barnier au poste de Premier ministre.

Sur le crédit, l'appétence pour le primaire (y compris AT1, foncières...) est nourri par les flux vers les fonds spécialisés. L'automobile et les cycliques souffrent néanmoins. Le high yield est plus chahuté, mais l'absence de primaire et la demande pour la classe d'actifs limitent l'écartement à 13 pb. Les actions perdent près de 3 % sur la semaine avec des cycliques en berne, en raison des craintes liées à l'activité aux États-Unis ou en Chine. Les valeurs de technologie européennes perdent 8 %. Les flux s'inversent après un été de collecte positive.

Axel Botte

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	9-sept.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Bunds 2a	2.25%	-17	-13	-15
EUR Bunds 10a	2.22%	-12	-1	+19
EUR Bunds 2s10s	-3.9bp	+5	+13	+35
USD Treasuries 2a	3.69%	-23	-36	-56
USD Treasuries 10a	3.75%	-16	-19	-13
USD Treasuries 2s10s	5.2bp	+7	+17	+42
GBP Gilt 10a	3.92%	-14	-3	+38
JPY JGB 10a	0.9%	-1	-8	-44
EUR Spreads Souverains (10a)	9-sept.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
France	72bp	+2	-1	+18
Italie	146bp	+2	+6	-22
Espagne	83bp	+2	-1	-14
Inflation Points-morts (10a)	9-sept.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	1.97%	-7	-7	-17
USD 10a Inflation Swap	2.27%	-10	-7	-13
GBP 10y Inflation Swap	3.46%	-1	-9	-8
EUR Indices Crédit	9-sept.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Credit IG OAS	118bp	+1	-6	-20
EUR Agences OAS	65bp	+1	-4	-5
EUR Obligations sécurisées OAS	61bp	+1	-4	-18
EUR High Yield Pan-européen OAS	378bp	+18	-24	-21
EUR/USD Indices CDS 5a	9-sept.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
iTraxx IG	56bp	+3	-6	-3
iTraxx Crossover	303bp	+14	-26	-11
CDX IG	53bp	+4	-5	-3
CDX High Yield	343bp	+21	-25	-13
Marchés émergents	9-sept.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	388bp	+0	-34	+4
Devises	9-sept.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
EUR/USD	\$1.104	-0.208	1.154	0.0
GBP/USD	\$1.309	-0.403	2.570	2.8
USD/JPY	JPY 144	2.221	2.075	-1.8
Matières Premières	9-sept.-24	-1sem (\$)	-1m(\$)	2024 (%)
Brent	\$71.6	-\$5.9	-\$7.3	-4.9
Or	\$2 497.4	-\$3.2	\$66.1	21.1
Indices Actions	9-sept.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
S&P 500	5 408	-3.28	1.20	13.4
EuroStoxx 50	4 783	-3.82	2.30	5.8
CAC 40	7 411	-3.07	1.95	-1.7
Nikkei 225	36 216	-6.42	3.40	8.2
Shanghai Composite	2 736	-2.65	-4.39	-8.0
VIX - Volatilité implicite	20.94	39.60	2.80	68.2

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-1800014 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 ...09/09/2024

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