

● Le thème de la semaine : Dollar fort ou euro faible ? Inflation américaine

- Période estivale oblige, nous vous proposons deux courts articles en lieu et place du thème de la semaine ;
- L'euro a touché la parité contre dollar la semaine dernière. Il s'agit plus d'une appréciation du dollar, qui s'est renchéri contre toutes les monnaies majeures, que d'une faiblesse de l'euro dont la dépréciation est moins marquée que pour d'autres monnaies ;
- Les chiffres d'inflation américains de la semaine dernière ont encore surpris à la hausse. Les détails ne sont pas encourageants : l'inflation est persistante et se diffuse très largement.

● La revue des marchés : Inflation et crise politique, le cocktail de l'été

- L'inflation à 9,1% pourrait forcer la Fed à monter les taux de 100 pb
- Italie : Draghi présente sa démission, rejetée par Mattarella
- Fort aplatissement des courbes de taux
- Les swap spreads de nouveau sous pression

● Le graphique de la semaine



Les Etats-Unis utilisent leurs réserves stratégiques de pétrole pour faire baisser les prix à la pompe. L'administration Biden prépare les élections...

Cette baisse des réserves stratégiques est plus marquée que ce qui était annoncé par l'administration. Elle est concomitante à la baisse des prix du pétrole sur le marché mondial.

Toutefois la vitesse à laquelle baissent les réserves suggère que cet effet ne peut être que temporaire.

● Le chiffre de la semaine

-2,6

Source : Ostrum AM

Le PIB chinois s'est contracté de 2,6 % au T2 2022. Les confinements très agressifs mis en place ont bel et bien eu un impact important sur l'activité ; La question maintenant porte sur la force du rebond.



Stéphane Déo

Directeur stratégie marchés
stephane.deo@ostrum.com



Axel Botte

Stratégiste international
axel.botte@ostrum.com



Zouhoure Bousbih

Stratégiste pays émergents
zouhoure.bousbih@ostrum.c



Aline Goupil-Raguénès

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

● **Thème de la semaine**

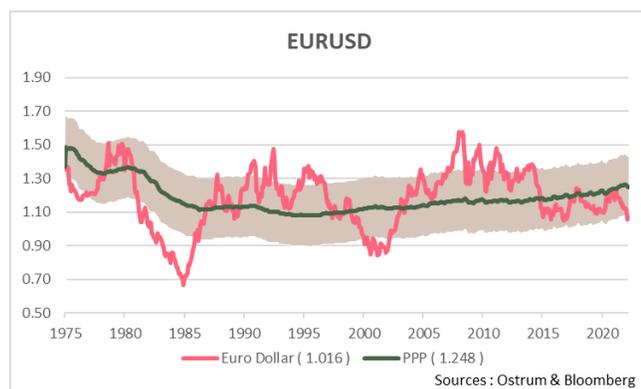
Faiblesse de l'euro ou force du dollar ?

L'euro a touché la parité contre dollar, la semaine dernière. Il a perdu presque 20 % de sa valeur depuis le début de l'année dernière. Est-ce que l'on assiste à une faiblesse de l'euro, ou est-ce le dollar qui est trop fort ?

Plongeon de l'euro contre le dollar

La semaine dernière, l'euro a touché la parité contre le dollar, un niveau que l'on n'avait pas vu depuis décembre 2002, une vingtaine d'année donc. Depuis le début de l'année dernière, où l'euro s'échangeait à 1,22 contre dollar, la dépréciation est donc au total de 18 %.

La conséquence est que l'euro apparaît très sous-évalué par rapport au dollar. Notre modèle de parité des pouvoirs d'achats (PPA) donne une valeur d'équilibre de long terme de 1,248 contre dollar ce qui donnerait une décote de l'euro de l'ordre de 20 % par rapport à sa valeur fondamentale.



Comme d'habitude, il faut néanmoins souligner que ces modèles de PPA, s'ils constituent une très bonne force de rappel sur le long terme, ne sont pas très pertinents à court terme. D'une part, le cours spot peut dévier de manière très large, un écart de 40 % n'est pas impossible. D'autre part, la force de rappel vers la PPA est très lente et le cours spot peut diverger pendant une décennie. Il faut donc considérer la PPA comme une ancre de long terme.

Les autres monnaies aussi

La question qui se pose alors est de savoir si c'est l'euro qui est déprécié ou le dollar qui est trop cher. Nous avons reproduit l'exercice PPA pour les devises du DXY. Le DXY

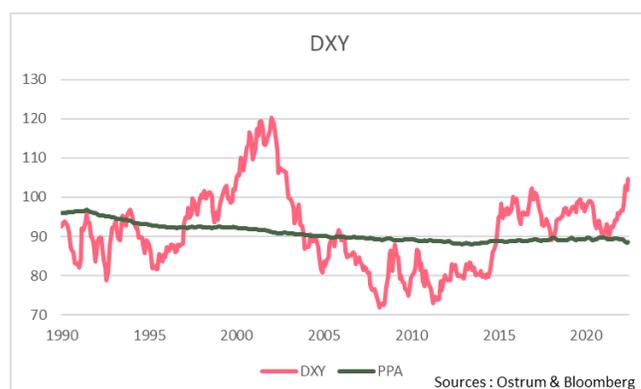
est un indice largement utilisé qui reconstruit un cours de change dollar contre les 6 monnaies principales (chacune pondérée de son importance). Le résultat est reporté sur le tableau ci-dessous.

	Spot	PPA	Déviations *	Poids
EUR	1.02	1.25	22.8%	57.6%
JPY	0.01	0.01	72.2%	13.6%
GBP	1.20	1.61	34.7%	11.9%
CAD	0.77	0.87	12.3%	9.1%
SEK	0.10	0.16	63.0%	4.2%
CHF	1.02	1.14	11.3%	3.6%
DXY	104.69	79.77	31.2%	

* positive == USD surévalué

La conclusion est que les 6 monnaies sont très nettement en dessous de leur PPA contre dollar. Le dollar est cher contre chacune de ces monnaies. L'euro est dans le peloton avec environ 25 % de sous-évaluation, il n'y a donc pas de faiblesse particulière de la monnaie européenne qui a mieux tenu que le yen, la couronne suédoise ou la livre.

Nous avons poussé la logique un peu plus loin en reconstituant, à partir des calculs des 6 devises, une PPA pour le DXY qui est reproduite sur le graphique ci-dessous. L'approche montre bien que le dollar s'est énormément apprécié contre le panier de devises depuis le début de l'année dernière où il était à une valeur très proche de la PPA.

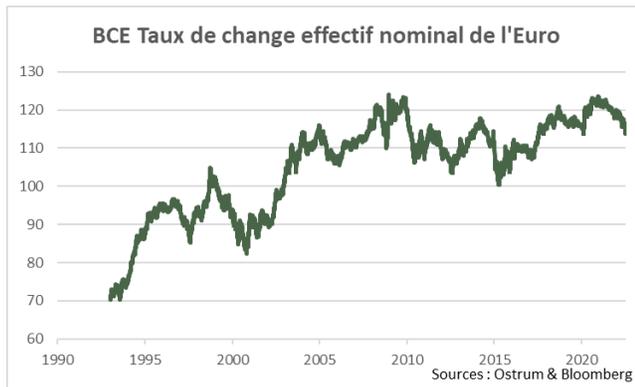


L'euro comme pivot ?

Une autre façon de regarder le problème est d'utiliser le taux de change effectif de l'euro. En jargon d'économiste, le taux de change effectif désigne le taux de change d'une monnaie, l'euro dans notre cas, contre un panier d'autres monnaies, les pondérations de chacune de ces monnaies dans le panier dépendent de l'importance des échanges commerciaux. Le concept est particulièrement utile pour mesurer la compétitivité à l'exportation d'un pays.

Les calculs sont un peu fastidieux et nous utilisons donc l'indice de la BCE qui prend en compte 43 monnaies différentes. Le résultat est montré sur le graphique ci-

dessous.



Certes, depuis son plus récent haut à la fin de 2020, le taux de change effectif de l'euro a baissé d'environ 8 %. Mais, d'une part, la baisse est beaucoup moins spectaculaire que les 18 % perdus contre dollar. D'autre part, le niveau absolu reste élevé par rapport à la moyenne de long terme – on est 8 % au-dessus de la moyenne de long terme.

Là aussi, l'euro semble plutôt être au milieu du peloton.

Conclusion

Comparé aux autres devises majeures, la dépréciation de l'euro est plutôt moyenne. L'analyse tend donc à montrer que nous ne sommes pas vraiment en présence d'une faiblesse de l'euro, même si tout est toujours relatif pour les devises, mais plutôt d'une très forte appréciation du dollar.

Stéphane Déo

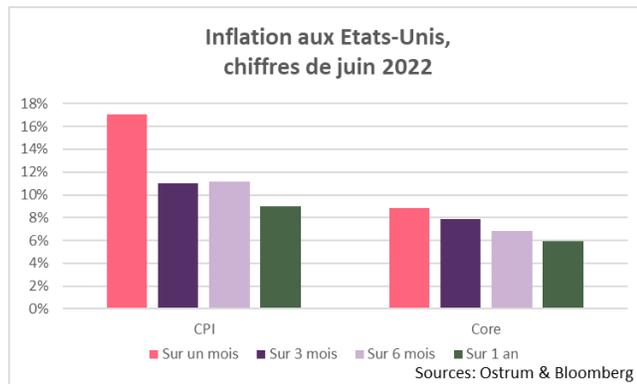
Inflation américaine : tout mauvais

L'inflation américaine a, une fois de plus, surpris à la hausse en juin. Nous proposons plusieurs approches proposées par les Fed locales pour analyser ces chiffres. La conclusion est univoque : inflation forte et persistante.

Les chiffres : accélération

L'inflation américaine de juin, publiée le 8 juillet, est ressortie à 9,1 % contre des attentes à 8,8 %. C'est le chiffre le plus élevé depuis novembre 1981. L'inflation sous-jacente, à 5,9 %, alors que le marché attendait 5,7 %, est légèrement en baisse par rapport aux 6,5 % enregistrés en mars.

Il n'en demeure pas moins, comme le montre le graphique ci-dessous, que l'inflation continue d'accélérer à la fois pour le CPI et pour le core. L'inflation sur le mois passé est supérieure à celle des trois derniers mois qui est supérieure à celle de l'année. Le début de ralentissement de hausse des prix que nous semblions détecter ces derniers mois a totalement été démenti par les chiffres de juin.

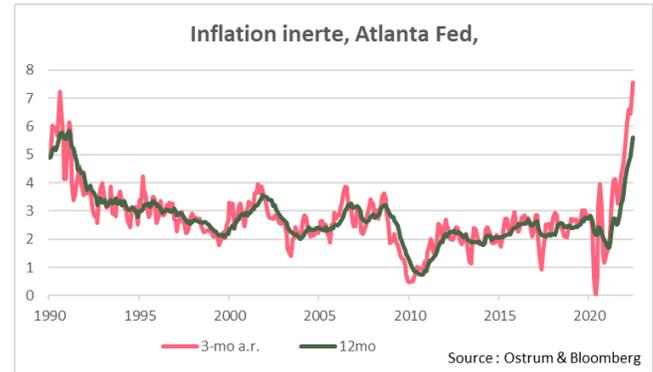


Mémoire d'inflation : « Sticky »

Une première approche intéressante est proposée par la Fed d'Atlanta qui calcule un indice « sticky » (littéralement « collant » – nous traduirons par « inerte »). Il s'agit d'un sous-indice qui prend en compte les composantes les moins volatiles, une alternative donc à l'approche « core ».

Le graphique suivant montre l'évolution de l'indice. La variation annuelle de l'indice, l'inflation « sticky », était à 5,6 % en juin, proche de ses plus hauts historiques de 1991.

La variation sur les trois derniers mois est à 7,6 %, le plus haut depuis que les données existent.

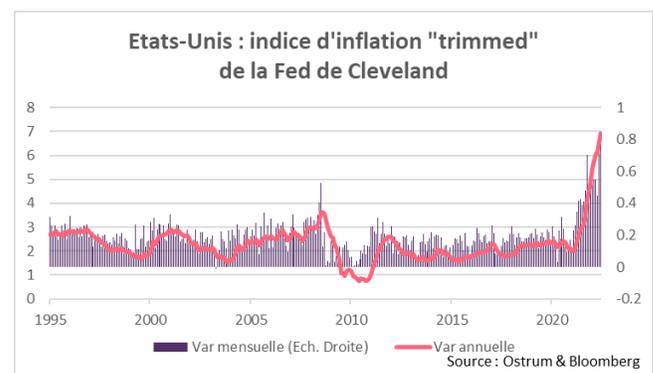


Les chiffres confirment l'accélération très rapide lors des derniers mois. Pas d'atténuation de la tendance donc, bien au contraire. Comme l'indicateur se concentre sur les secteurs à forte inertie, cela implique aussi que l'inflation ne devrait pas avoir tendance à baisser rapidement. Il existe donc un « effet mémoire » qui devrait contribuer à rendre l'inflation persistante.

Diffusion : « Trimmed »

Autre indicateur à suivre : l'indice « trimmed » de la Fed de Cleveland. L'indice enlève, chaque mois, les plus fortes hausses et les plus fortes baisses. L'idée est que ces variations extrêmes sont dues surtout à des effets aberrants de court terme.

Là aussi la variation de l'indice est extrême : 6,9 %, sans aucune comparaison avec les niveaux enregistrés sur les 25 dernières années.



Cela implique que, au-delà de quelques composantes très dynamiques comme l'énergie, une grande quantité de secteurs enregistrent une inflation très élevée. Dit autrement, l'inflation s'est diffusée dans un nombre totalement inhabituel de secteurs.

Stéphane Déo

- **La revue des marchés**

Inflation et crise politique, le cocktail de l'été

L'inflation pourrait forcer la Fed à monter les taux de 100pb, comme la BoC, alors que le risque politique italien revient hanter la BCE et les marchés

Le risque de récession domine les marchés depuis plusieurs semaines. La contraction de l'économie chinoise (-2,6% au deuxième trimestre) s'est rapidement traduite par une baisse forte du pétrole. En parallèle, un tour de vis monétaire par le biais d'une hausse de 100 pb des Fed funds est évoqué après la publication de l'inflation de juin, ce qui relance l'aplatissement de la courbe des taux. En zone euro, le scénario d'une crise politique en Italie semble s'accélérer. Le Président du Conseil Mario Draghi a mis sa démission dans la balance dans l'espoir de préserver le gouvernement d'union nationale. Les spreads italiens repartent à la hausse au-delà de 210 pb à 10 ans alors que les contours du Transmission Protection Mechanism de la BCE ne sont pas encore connus. L'embellie sur les marchés du crédit s'estompe déjà sous l'effet de tensions renouvelées sur les swap spreads. Sur les marchés d'actions, les premières publications du T2 se heurtent au resserrement monétaire. Le S&P 500 perd près d'1% sur cinq séances malgré un sursaut de 2% vendredi.

L'inflation reste au cœur des préoccupations des banquiers centraux de la Fed. L'inflation annuelle ressort à 9,1% en juin, au-delà des estimations les plus pessimistes. L'indice hors éléments volatils reflue certes à 5,9% (juin) mais sa hausse mensuelle (+0,7%) est la plus élevée depuis un an. La diffusion des tensions est indiscutable. Les prix des services élevés, notamment les coûts du logement et de la santé, engendrent une inertie forte des prix difficile à combattre pour la Banque centrale. En outre, les ventes au détail se sont redressées en juin (+1%). La demande de crédit des ménages, toujours soutenue (+22 Mds \$ en mai), n'a pas fléchi depuis le début du resserrement monétaire. La Fed va encore durcir le ton, de sorte qu'un relèvement de 100 pb est évoqué fin juillet. La légère diminution des anticipations d'inflation entrevue dans les enquêtes (U of Mich, Fed de New York) constitue néanmoins une bonne nouvelle, qui réduit la probabilité d'un tel mouvement. Cela étant, les prétentions salariales reflétées par ces mêmes enquêtes continuent d'augmenter, le marché du travail américain restant tendu.

En zone euro, la crise politique couve en Italie. Le M5S s'est désolidarisé du gouvernement d'union nationale au pouvoir depuis février 2021. Le président Sergio Mattarella a rejeté la démission de Mario Draghi dans le but d'éviter une crise politique en le maintenant en poste jusqu'aux élections

prévues au début de 2023. Mais, la Lega et Forza Italia appellent à des élections anticipées. Cette situation précaire place la BCE face à un dilemme. La Banque centrale s'apprête à dévoiler son outil d'intervention dont le principal bénéficiaire serait ... l'Italie, or la BCE n'agit que pour assurer une transmission uniforme de sa politique et non pour corriger les risques asymétriques engendrés, de surcroît, par une crise politique. Ces enjeux politiques cristallisent les critiques, allemandes notamment. Par ailleurs, l'inflation en zone euro ne montre aucun signe de ralentissement. Les tensions sur les prix attisent les revendications salariales de sorte que les effets de second tour ne peuvent être ignorés.

Les courbes de taux s'aplatissent fortement sur la semaine écoulée de 18 pb sur le 2-10 ans américain et de 15 pb sur le Bund. La possibilité d'un relèvement de 100 pb des Fed funds à la fin du mois, sans doute impensable avant la dernière décision de la BoC (+100 pb), induit une pression à la hausse sur le 2 ans (3,15%). Les points morts d'inflation n'ont pourtant pas monté. Au contraire, la perspective d'un reconfinement en Chine a beaucoup pesé sur les cours du brut et les projections d'inflation du marché. Le ralentissement attendu pèse parallèlement sur les taux longs. En zone euro, la situation italienne entretient la demande de Bund. Sur les maturités courtes, la hausse des taux anticipée de 25 pb semble insignifiante au regard du risque inflationniste. Si les spreads core ont bien résisté, l'écartement du BTP italien (220 pb) engendre un décalage des spreads des dettes ibériques.

Les tensions sur le marché du crédit européen ont été ravivées par la hausse des swap spreads. Le Schatz s'échange à 84 pb contre swap en hausse de 4 pb sur la semaine. L'écartement s'explique par un manque de collatéral qui amplifie l'aversion pour le risque souverain italien. L'élargissement des swap spreads, qui s'observe sur l'ensemble des maturités, pourrait déclencher une nouvelle phase d'écartement des spreads de crédit européen. Le crédit IG en zone euro se traite actuellement à 207pb contre Bund. Malgré le rebond des actifs risqués en fin de semaine, la demande de protection reste très forte. L'iTraxx Crossover s'échange ainsi de nouveau au-dessus de 600 pb. Le high yield en euros cote 660 pb.

Sur le marché des actions, les premières publications bancaires ont été diversement accueillies par les marchés. Globalement, les surprises à la hausse sont majoritaires pour les 33 premières publications du S&P. Les chiffres d'affaires publiés montrent une croissance annuelle agrégée de 7%. Le rebond de 2% de vendredi n'efface pas la faiblesse du début de semaine. Le S&P 500 abandonne 1% en cinq séances et les grandes valeurs technologiques perdent jusqu'à 4%. L'Euro Stoxx 50 surnage mais les marchés asiatiques (Hang Seng -6,5%) sont impactés par le risque conjoncturel chinois.

Quant aux devises, l'euro-dollar s'est échangé sous la parité, le dollar bénéficiant toujours de son statut de valeur refuge.

Axel Botte

Stratégiste international

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	18-juil.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	0.53%	+9	-57	+115
EUR Bunds 10a	1.21%	-3	-45	+139
EUR Bunds 2s 10s	67.7bp	-12	+12	+24
USD Treasuries 2a	3.15%	+8	-3	+242
USD Treasuries 10a	2.96%	-4	-27	+145
USD Treasuries 2s 10s	-19.6bp	-11	-24	-97
GBP Gilt 10a	2.13%	-4	-36	+116
JPY JGB 10a	0.24%	-1	-3	+1
EUR Spreads Souverains (10a)	18-juil.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	62.74bp	+1	+5	+25
Italie	215.91bp	+20	+24	+81
Espagne	126.06bp	+17	+18	+52
Inflation Points-morts (10a)	18-juil.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.46%	+7	+3	+40
USD 10a Inflation Swap	2.69%	+5	-21	-9
GBP 10y Inflation Swap	3.95%	-4	-13	-22
EUR Indices Crédit	18-juil.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	207bp	+2	+19	+112
EUR Agences OAS	84bp	+4	+10	+35
EUR Obligations sécurisées OAS	94bp	+5	+14	+48
EUR High Yield Pan-européen OAS	660bp	+14	+127	+342
EUR/USD Indices CDS 5a	18-juil.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	120bp	+2	+11	+72
iTraxx Crossover	593bp	+11	+45	+351
CDX IG	90bp	-1	-10	+41
CDX High Yield	531bp	+4	-47	+238
Marchés émergents	18-juil.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	593bp	+55	+105	+224
Devises	18-juil.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
EUR/USD	\$1.015	1.066	-3.463	-10.8
GBP/USD	\$1.196	0.572	-2.391	-11.6
USD/JPY	JPY 138	-0.572	-2.286	-16.7
Matières Premières	18-juil.-22	-1sem (\$)	-1m(\$)	2022 (%)
Brent	\$103.4	-\$3.8	-\$7.0	38.1684492
Or	\$1 721.1	-\$12.9	-\$117.6	-5.9097
Indices Actions	18-juil.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
S&P 500	3 863	-0.93	5.12	-18.9
EuroStoxx 50	3 522	1.45	2.43	-18.1
CAC 40	6 114	1.97	3.94	-14.5
Nikkei 225	26 788	1.02	3.18	-7.0
Shanghai Composite	3 278	-1.07	-1.17	-9.9
VIX - Volatilité implicite	24.76	-5.39	-20.46	43.8

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 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 ...18/07/2022

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