

● Le thème de la semaine C'est la rentrée ! Revue estivale des marchés d'obligations et d'actions

- A première vue, les taux sont proches des niveaux du 30 juin et les actifs risqués se sont redressés.
- La croissance s'est révélée plus forte qu'attendu grâce au soutien des gouvernements en Europe face à la hausse des prix de l'énergie. Le risque politique en Italie et au Royaume-Uni a toutefois engendré un surcroît de volatilité.
- Cela étant, des éléments techniques (rachats de shorts) expliquent la détente des spreads (IG, HY) et le rebond des actions jusqu'à la mi-août.
- La rhétorique des banques centrales s'est ensuite durcie de sorte qu'un retournement de tendance se dessine.
- Le dollar reste très fort, l'euro oscille autour de la parité et le yuan s'ajuste à une conjoncture défavorable et à l'allègement monétaire de la PBoC.

● La revue des marchés : Pas de revue cette semaine.

- La chronique hebdomadaire reprend le 12 septembre.

● Le graphique de la semaine



Les problèmes de congestion restent très élevés lorsqu'on se réfère à l'indicateur de la Fed de New York. Cependant, les pressions s'estompent rapidement. Un signe que la situation revient à la normale, même si elle est encore loin d'être normale.

C'est surtout la composante asiatique qui s'est assouplie avec la réouverture partielle de la Chine.

● Le chiffre de la semaine

65

Source : Ostrum AM

L'Allemagne lance un plan de 65 milliards d'euros pour le pouvoir d'achat, soit près de 2 % du PIB. C'est énorme, mais on traite les symptômes (perte de pouvoir d'achat), pas les fondamentaux (dépendance énergétique).



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**

C'est la rentrée ! Revue estivale des marchés d'obligations et d'actions

Les rendements obligataires et les spreads de crédit sont proches de leurs niveaux de clôture du 30 juin et les actions ont rebondi cet été, mais il s'est passé beaucoup de choses dans l'économie et sur les marchés mondiaux. Dans cet article de rentrée, nous passons en revue les principaux sujets ayant eu un impact sur les marchés au cours de l'été.

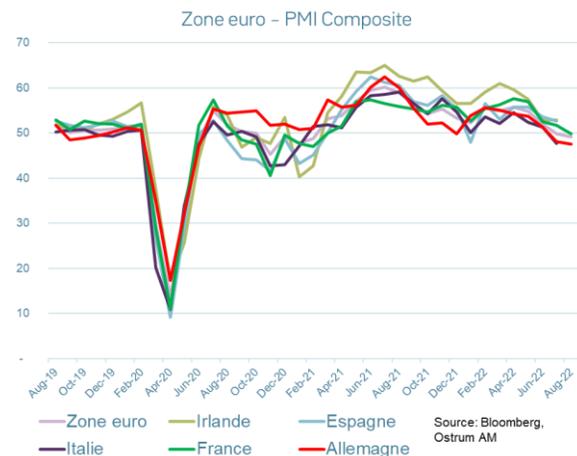
Une économie résiliente malgré les inquiétudes sur les prix de l'énergie

Malgré les risques de récession aux États-Unis et en Europe, on peut être surpris par la relative bonne tenue des données publiées depuis le début du mois de juillet. Un sentiment négatif perdure néanmoins à la lecture des PMI et des indices de confiance des consommateurs.

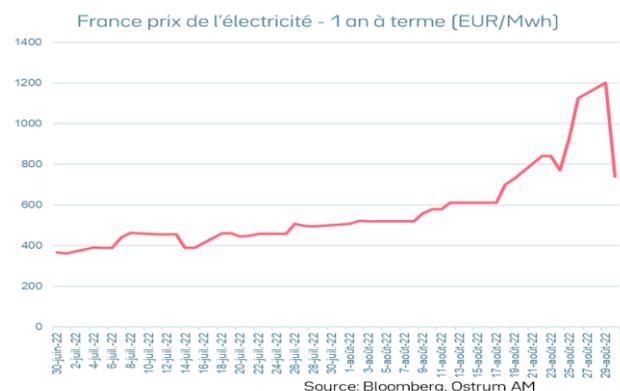
L'économie américaine s'est légèrement contractée au deuxième trimestre (-0,6 % selon la deuxième estimation), mais la croissance solide de l'emploi et le taux de chômage à des niveaux historiquement bas (3,5 %) ne semblent pas correspondre à un scénario de "récession". L'inflation est toujours élevée à 8,5 % (IPC de juillet), mais la baisse des prix de l'essence a finalement apporté un soutien au consommateur américain au cours de l'été. Un soutien supplémentaire proviendra du plan de réduction de l'inflation de l'administration Biden et d'autres initiatives gouvernementales visant notamment à alléger la dette des étudiants. À ce stade, bien que certains prix se soient détendus, les pressions salariales et les attentes d'inflation élevées suggèrent que l'inflation pourrait persister jusqu'à la fin de l'année.

Dans la zone euro, la croissance économique a surpris à la hausse au deuxième trimestre. Le PIB de la France a augmenté de 0,5 % tandis que l'Allemagne a enregistré une croissance modeste de 0,1 %, mais bien meilleure que prévu étant donné les difficultés cycliques en Allemagne. La croissance a été encore plus forte en Italie et en Espagne, et il semble que le troisième trimestre pourrait même rester positif. Le tourisme en particulier profite largement de

l'affaiblissement de l'euro vers la parité face au billet vert. Cela dit, certaines enquêtes d'activité pointent un ralentissement de la croissance dans les mois à venir. Les indices PMI, par exemple, sont tombés sous leur seuil de rentabilité de 50 dans les principales économies en juillet. Les enquêtes nationales en France (INSEE) et en Allemagne (IFO) brossent un tableau moins négatif.



Néanmoins, l'horizon s'assombrit. La crise énergétique s'aggrave. La Russie utilise le gaz pour sanctionner les pays soutenant l'Ukraine. En conséquence, les flux de gaz en provenance de Russie ont diminué et sont restés faibles même après les travaux de maintenance sur une turbine Nord Stream 1. De plus, les exportations américaines de GNL vers l'Europe ont été limitées par un incident survenu dans un terminal d'exportation au Texas. Les prix européens de l'électricité ont été multipliés par 10 par rapport à leur norme d'avant-guerre pour atteindre 1 000 EUR/MW/h fin août. Les restrictions imposées aux flux énergétiques russes vers l'Europe augmentent les risques de baisse de l'activité l'hiver prochain. Les pénuries de gaz et d'électricité comportent de réels risques pour les mois à venir. Une récession catastrophique cet hiver a une probabilité non nulle. Pour cette raison, l'UE a annoncé qu'elle interviendrait pour réguler les marchés de l'électricité.



ont agi avec force pour amortir le choc sur l'activité et soulager les ménages. Les transferts (20 milliards d'euros en France par exemple) ne peuvent cependant pas durer éternellement. Dans ce contexte, l'inflation de la zone euro restera élevée et pourrait même dépasser les 10 % à l'automne. Le contexte d'inflation est encore pire au Royaume-Uni où le plafond des factures d'énergie sera relevé de 80 % le 1er octobre. Après la démission de Boris Johnson, des décisions difficiles devront être prises par le gouvernement qui sera formé début septembre. Les crises politiques ne concernent pas uniquement le Royaume-Uni. En Italie, le M5S a retiré son soutien au gouvernement de coalition. Mario Draghi a finalement démissionné et des élections générales auront lieu le 25 septembre. Les sondages actuels indiquent qu'une coalition d'extrême droite est probable, ce qui relance le sempiternel débat concernant la viabilité de la dette italienne.

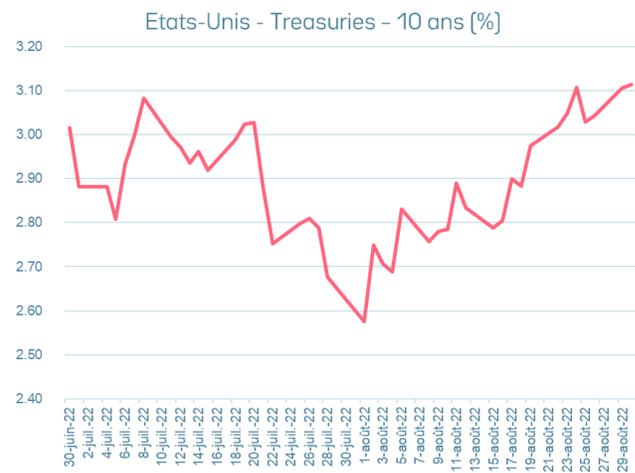
En Asie, la Chine subit toujours un fort ajustement par suite de l'effondrement du secteur immobilier. De nombreux promoteurs immobiliers chinois sont en difficulté financière et incapables de terminer la construction de logements. L'effondrement de l'activité de construction a pesé sur les métaux industriels dont le cuivre et les métaux ferreux. Un boycott hypothécaire est une source d'inquiétude pour Xi Jinping qui vise un troisième mandat présidentiel inédit cet automne. Par ailleurs, la politique stricte de zéro-covid reste un frein à la relance de la croissance. Les confinements à Shanghai et à Pékin ont provoqué une contraction du PIB chinois de 2,6 % au deuxième trimestre. La demande intérieure reste faible, ce qui explique en partie la baisse de l'inflation en Chine. L'inflation des prix à la consommation oscille autour de 2,7 % en Chine.

Marchés du Trésor : la Fed signale que le resserrement n'est pas terminé

À première vue, les marchés semblent avoir évolué sans tendance depuis juillet. Autour de 3,10 %, les rendements actuels des bons du Trésor américain à 10 ans ne s'échangent que quelques points de base au-dessus de leur clôture de juin et les principaux indicateurs boursiers sont en hausse. Néanmoins, l'action des prix a été heurtée tout au long de l'été. Le sentiment des investisseurs hésitant entre la récession et l'inflation et les faux signaux de la Fed ont provoqué des accès de volatilité.

Dans l'univers obligataire, les rendements américains ont atteint un plus bas à 2,57 % (clôture) dans le sillage du FOMC du 27 juillet. Jerome Powell avait suggéré lors de la session de questions-réponses que le taux des fonds fédéraux pourrait avoir atteint la neutralité après une hausse des taux à 2,5%. Le rallye de 50 points de base des rendements à 10 ans qui s'est ensuivi a provoqué un assouplissement inopportun des conditions monétaires

dans un contexte d'inflation élevée. Les investisseurs anticipaient clairement que la Fed changerait de cap et adopterait une position plus accommodante. A l'inverse, Jerome Powell a prononcé un court discours de 8 minutes à Jackson Hole pour réaffirmer l'engagement de la Fed en faveur de la stabilité des prix. Le message de Powell est qu'il n'y a pas de compromis possible entre l'inflation et le chômage ou la croissance actuellement. Une récession peut être nécessaire pour faire baisser l'inflation. Ainsi, le plan du gouvernement Biden pour réduire l'inflation donne une marge de manœuvre supplémentaire à la Fed pour poursuivre une politique plus restrictive. Dans le sillage de discours de Jackson Hole, les rendements ont grimpé vers 3,10 %.



Source: Bloomberg, Ostrum AM

De plus, la courbe des taux US (spread 2s10s proche de -30 bp) reste inversée. L'inversion concerne principalement la trajectoire attendue des taux des fonds fédéraux, mais la politique de réduction du bilan de la Fed en est aussi la source. Le resserrement quantitatif depuis juin n'a pas atteint l'objectif de 47,5 milliards de dollars de réduction des avoirs. Le resserrement quantitatif pourrait doubler à partir de septembre alors que la Fed réduit ses réinvestissements. L'accélération du resserrement quantitatif pourrait contribuer à restaurer les primes de terme dans les mois à venir.

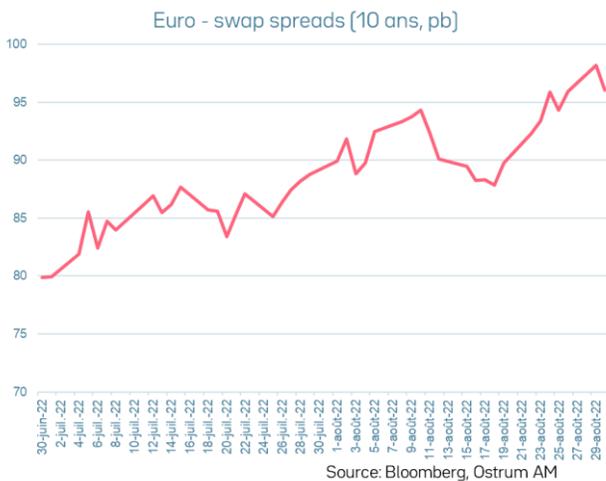
La BCE fait face aux risques d'inflation, de stabilité politique et financière

Dans la zone euro, la BCE a relevé ses taux d'intérêt de 50 points de base en juillet pour la première fois depuis une décennie. Alors que l'inflation à 9 % est la principale source de préoccupation pour la BCE, les responsables politiques se méfient également des risques pour la stabilité financière. Pour ces raisons, Christine Lagarde a annoncé le lancement d'un nouvel instrument, le Transmission Protection Instrument (TPI), visant à atténuer les risques d'élargissement injustifié des spreads souverains. La

première ligne de défense contre la volatilité des spreads reste la flexibilité offerte par les réinvestissements des tombées du PEPP. La BCE a déjà utilisé cette marge de manœuvre en coupant les avoirs du Bund et du DSL pour soutenir les marchés obligataires périphériques depuis le début de l'été. Les réinvestissements de la BCE ont contribué à stabiliser les spreads souverains italiens, bien que la pression à la hausse ait repris fin août alors que l'attention des investisseurs se tournait vers les prochaines élections générales. Les fonds spéculatifs ont aussi accumulé une importante position vendeuse. Les spreads BTP, proches de 230 pb actuellement, oscillent ainsi entre 190 et 240 pb contre Bund depuis fin juin. Cela étant, le TPI a réduit les risques de contagion entre les marchés, mais il permet également à la BCE d'agir avec plus de force sur l'inflation. En effet, plusieurs responsables politiques de la BCE ont clairement indiqué qu'il fallait s'attendre à des taux plus élevés à partir de septembre.

Le short squeeze sur le crédit en juillet cède la place à une nouvelle pression à l'élargissement en août

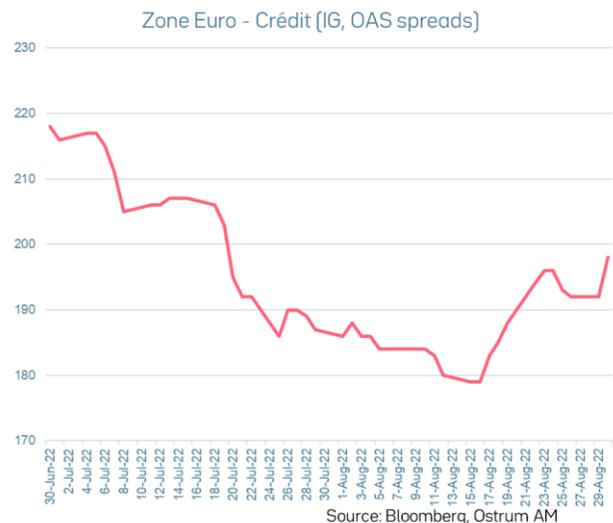
Après un premier semestre difficile, les spreads de swap ont recommencé à augmenter en août à partir de niveaux déjà élevés. Les flux de couverture (payeurs de swap) des banques et la rareté du collatéral de haute qualité ont poussé les spreads de swap au-dessus de 100 points de base.



De tels niveaux sont généralement associés à des crises bancaires ou à des pénuries de liquidités. La fuite vers les flux de qualité à mesure que les spreads italiens augmentaient pourrait avoir entraîné un élargissement des spreads.

Au début du printemps, les pressions à la hausse sur les spreads de swap laissaient présager un élargissement prononcé des spreads de crédit des entreprises. Bien que les spreads de crédit se soient resserrés de 26 pb face au

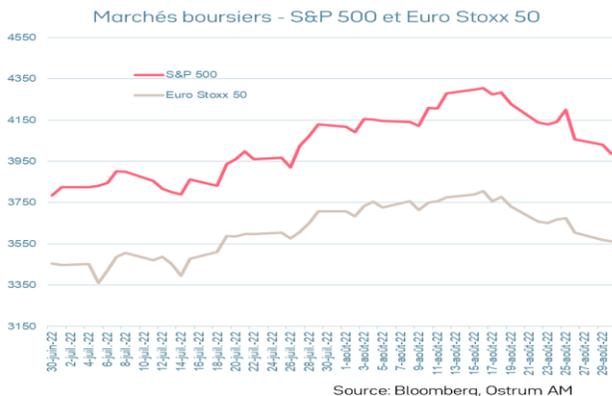
Bund depuis la clôture de juin, les marchés de la dette corporate se sont montrés volatils tout au long de la période estivale. Début juin, les rachats de positions vendeuses ont entraîné un resserrement des spreads, les investisseurs ayant revendu les protections mises en place lors de la déroute du crédit au printemps. La liquidité était très faible depuis le déclenchement de la guerre, de sorte que les investisseurs finaux en crédit ont privilégié une exposition vendeuse de crédit au travers des contrats de CDS. Le dénouement des couvertures de crédit a amplifié le rebond du marché en général et particulièrement des dettes du secteur immobilier suédois en difficulté (senior et hybrides décotées) des obligations d'entreprises. Les flux entrants sur les fonds de crédit se sont également quelque peu améliorés après des mois de fortes ventes au deuxième trimestre. L'activité sur le marché primaire a été limitée comme prévu en juillet-août (5 milliards d'euros émis). Juillet a été le premier mois sans achat net d'obligations d'entreprises auprès de la BCE. La Banque centrale réinvestit toujours les tombées du CSPP.



Le High Yield a également bénéficié de la réduction des couvertures de crédit. Les spreads du haut rendement en euro ont baissé de plus de 100 pb depuis fin juin. Les achats massifs de protection via l'indice croisé iTraxx en mai-juin ont diminué permettant un rally des spreads des dettes de qualité spéculative. Les taux de défaut sont encore faibles et les marchés primaires sont restés fermés tout l'été. Le solde des flux vers les fonds HY s'est amélioré à la marge à mesure que l'aversion au risque et les primes de risque ont reculé.

Les marchés boursiers ont augmenté à partir de la mi-juillet pour atteindre un sommet le 17 août. Le short squeeze sur le crédit a également aidé les actions à grimper. Les investisseurs spéculatifs américains avaient construit une position vendeuse comparable à celle du printemps 2020.

Alors que la Fed laissait entendre que la neutralité avait été atteinte fin juillet, le S&P 500 a grimpé vers son sommet en août au-dessus de 4300. Le marché américain a ensuite retracé ses gains alors que la rhétorique de la Fed devenait plus restrictive. La saison des résultats trimestriels aux États-Unis a été solide, 75 % des entreprises ayant dépassé les estimations du consensus de 4 % en moyenne. Les bénéfices et le pricing power se sont en effet avérés plus solides que prévu. Les chiffres d'affaires ont également surpris à la hausse dans tous les secteurs à l'exception de la technologie. L'énergie continue de battre le marché. Les services publics ont également connu une phase de surperformance en août.



En Europe, l'Euro Stoxx 50 a suivi de près la tendance américaine. Les surprises sur les bénéfices ont été plus mitigées qu'aux États-Unis, mais la croissance en glissement annuel a été à deux chiffres (+15 % pour l'indice large Europe Stoxx). La croissance des ventes était sans précédent dans les secteurs de l'énergie et des services publics, mais également optimiste dans les secteurs de la consommation et l'industrie. La faiblesse de l'euro est une aubaine pour de nombreux entreprises ayant un fort chiffre

d'affaires en dollars.

En effet, sur les marchés des changes, le roi dollar règne. La forte décélération de la croissance chinoise a contraint la PBoC à baisser les taux d'intérêt et à permettre une dépréciation ordonnée du yuan. L'euro subit un choc brutal de termes de l'échange, les prix de l'énergie ayant transformé un excédent commercial structurel en déficit. Ainsi, l'euro est tombé à parité avec le dollar américain. De même, la livre sterling s'est affaiblie après le Brexit. Le yen japonais continue de s'échanger à la baisse car la BoJ ne voit aucune raison de changer de cap en matière de politique monétaire.

Conclusion

Les obligations et les actions sont proches des niveaux de clôture de juin, les taux américains de 10 ans étant revenus à 3 %. Les banques centrales sont redevenues plus restrictives dans leurs discours compte tenu des risques d'inflation persistants, provoquant une rechute des actifs risqués par rapport aux sommets de mi-août. Le crédit s'est resserré en raison des reventes de positions de couverture en juillet, mais les obligations d'entreprises se réécartaient finalement en août. Enfin, la situation politique pèse lourd dans l'appréciation des risques au Royaume-Uni et en Italie.

Axel Botte

• **La revue des marchés**

**La revue des marchés
ne paraît pas cette**

semaine.

La revue reprendra le 12 septembre.

Axel Botte

Stratégiste international

● Marchés financiers

Emprunts d'États	5-sept.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	1.13%	+3	+65	+175
EUR Bunds 10a	1.56%	+6	+61	+174
EUR Bunds 2s10s	42.9bp	+3	-4	-1
USD Treasuries 2a	3.39%	-4	+16	+266
USD Treasuries 10a	3.19%	+9	+36	+168
USD Treasuries 2s10s	-20.6bp	+12	+20	-98
GBP Gilt 10a	2.94%	+34	+89	+197
JPY JGB 10a	0.24%	-1	-12	-15
EUR Spreads Souverains (10a)	5-sept.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	62.67bp	+1	+1	+25
Italie	237.53bp	+8	+3	+102
Espagne	120.5bp	+2	+1	+46
Inflation Points-morts (10a)	5-sept.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.51%	-23	-2	+44
USD 10a Inflation Swap	2.72%	-12	-4	-5
GBP 10y Inflation Swap	4.48%	-22	+30	+31
EUR Indices Crédit	5-sept.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	209bp	+17	+25	+114
EUR Agences OAS	92bp	+7	+12	+43
EUR Obligations sécurisées OAS	113bp	+9	+15	+67
EUR High Yield Pan-européen OAS	595bp	+51	+43	+277
EUR/USD Indices CDS 5a	5-sept.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	119bp	+6	+17	+71
iTraxx Crossover	582bp	+25	+65	+340
CDX IG	92bp	+5	+11	+43
CDX High Yield	529bp	+22	+62	+237
Marchés émergents	5-sept.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	511bp	+21	-9	+142
Devises	5-sept.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
EUR/USD	\$0.993	-0.670	-2.485	-12.7
GBP/USD	\$1.152	-1.640	-4.605	-14.9
USD/JPY	JPY 141	-1.309	-3.949	-18.1
Matières Premières	5-sept.-22	-1sem (\$)	-1m(\$)	2022 (%)
Brent	\$95.7	-\$7.2	\$2.6	29.67628335
Or	\$1 708.9	-\$28.2	-\$66.6	-6.5745
Indices Actions	5-sept.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
S&P 500	3 924	-3.29	-5.33	-17.7
EuroStoxx 50	3 490	-2.25	-6.32	-18.8
CAC 40	6 093	-2.07	-5.86	-14.8
Nikkei 225	27 620	-0.93	-1.97	-4.1
Shanghai Composite	3 200	-1.26	-0.84	-12.1
VIX - Volatilité implicite	25.99	-0.84	22.88	50.9

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-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 ...05/09/2022

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