

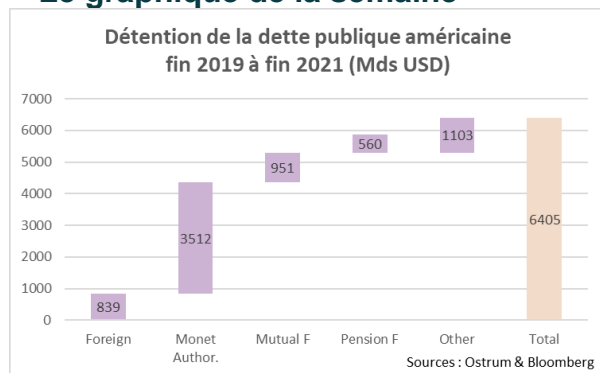
## ● Le thème de la semaine : Récession, que dit le marché ?

- L'inversion de la courbe est très singulière et nous sommes donc prudents sur le signal envoyé en termes de récession à venir.
- Toutefois, en utilisant une approche plus large des mouvements de marché, nous arrivons à la conclusion qu'une récession est probable.
- D'où l'accélération de la Fed qui sait avoir peu de temps pour normaliser ses taux.
- Il semble néanmoins difficile d'avoir à la fois un atterrissage en douceur de l'économie et une politique monétaire suffisamment restrictive pour ramener l'inflation à 2 %.

## ● La revue des marchés : Fed : l'étai se resserre

- La Fed réduira son bilan de 95 Mds \$ par mois à partir de mai ;
- Forte remontée du T-note vers 2,70 % ;
- L'OAT subit l'incertitude des élections présidentielles ;
- Actions : le manque de visibilité favorise le facteur qualité.

## ● Le graphique de la semaine



D'après les données de détention de la dette publique américaine, sur les deux dernières années, la Fed, via son QE, a absorbé les deux tiers de l'offre nette de Treasury.

Il faut aussi ajouter que les étrangers sont vendeurs nets (certes de manière marginale) depuis presque une décennie.

Certes les déficits devraient se résorber et l'émission nette de papier devrait donc se tasser. Il n'en demeure pas moins que l'offre de papier devra être absorbée essentiellement par le secteur privé américain. On pense aux fonds de pension. Mais le marché risque d'être tendu et la prime de terme pourrait être affectée.

## ● Le chiffre de la semaine

# 31 %

Source : Ostrum AM

Chiffre un peu surréaliste, l'inflation dans l'industrie a atteint 31,4 % en février. Avec la crise ukrainienne, il est possible que ce chiffre progresse encore.



**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.com



**Aline Goupil-Raguénès**  
Stratégiste pays développés  
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

• **Thème de la semaine**

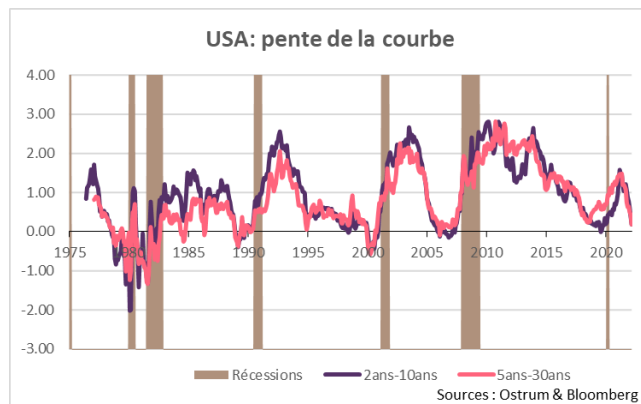
# Récession, que dit le marché ?

La courbe est inversée aux Etats-Unis et signalerait donc une récession. La réalité est plus complexe car l'inversion de la courbe est due essentiellement aux anticipations d'inflation, et donc à une bizarrerie sans précédent historique. Prudence donc sur l'interprétation. Nous utilisons une approche plus large des mouvements de marché et, malheureusement, nous arrivons néanmoins à la conclusion qu'une récession est probable.

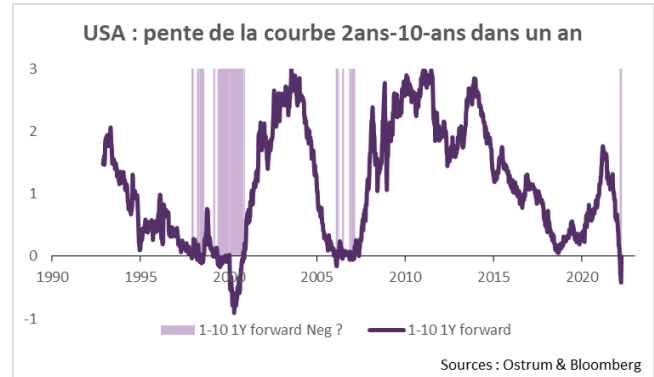
## Inversion

Le graphique ci-dessous a suscité beaucoup de commentaires. Le premier point est que la courbe est donc inversée à la fois sur la partie 2-10 ans et sur la partie 5-30 ans. Le second point est que ces inversions de courbe ont systématiquement précédé une récession qui est arrivée dans l'année suivante.

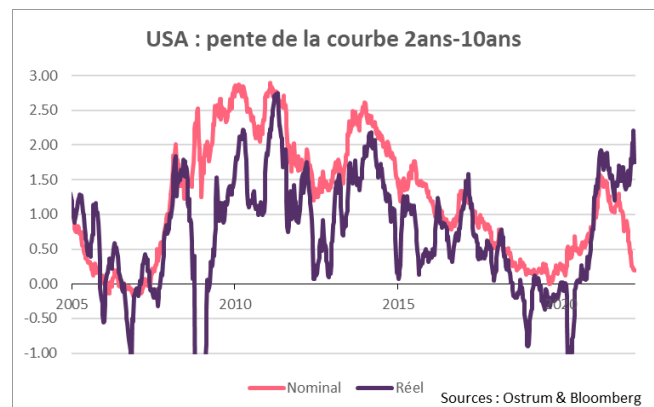
Le risque est donc que l'histoire se répète une fois de plus et que les Etats-Unis soient en récession l'année prochaine.



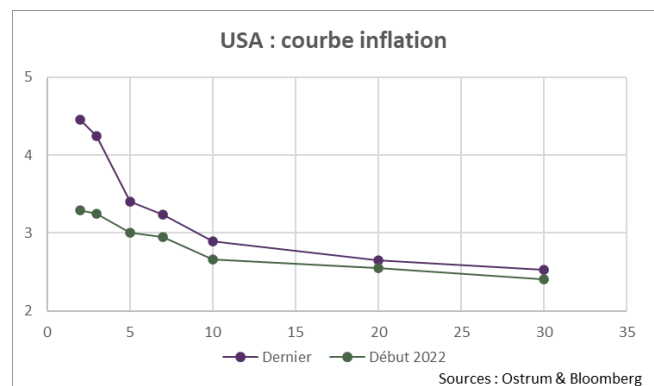
Pour aller plus loin, les marchés « futures » donnent un message encore plus anxiogène. Le graphique ci-dessous montre les anticipations de marché à un an. Les anticipations du marché sur la pente de la courbe dans un an sont qu'elle sera encore plus inversée. Signal donc sans ambiguïté sur le sens de l'histoire.



Il y a toutefois une spécificité, pour ne pas dire une singularité, sur l'inversion de courbe actuelle. Normalement la distinction entre taux nominaux et taux réels ne change pas grand-chose sur la forme de la courbe. A l'heure actuelle, toutefois, la pente de la courbe nominale, négative donc, est très différente de la pente de la courbe réelle qui reste nettement positive.



Dit autrement, l'inversion de la courbe doit beaucoup au fait que les anticipations d'inflation par le marché sont, pour de très bonnes raisons, très inhabituelles. A 2 ans, l'inflation anticipée est de 4,5 % alors qu'elle est de 3 % à 30 ans. C'est logique : des pressions inflationnistes très fortes dans le futur immédiat, mais un objectif de long terme qui reconverge vers l'objectif de la Fed à 2 %.

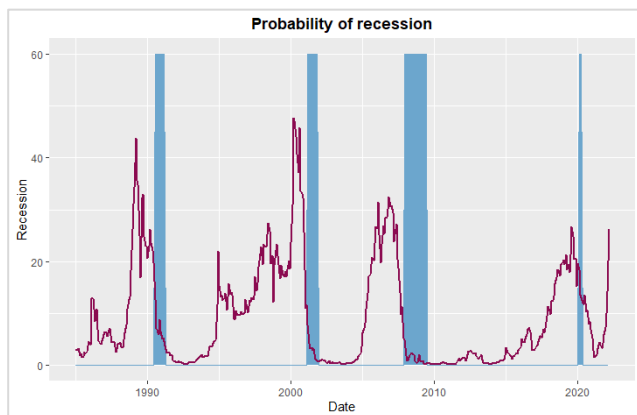


L'inversion de la courbe est donc, avant tout, lié à un profil d'inflation totalement inhabituel. Il faut donc être très prudent sur l'interprétation en termes de croissance.

## Signal sur la croissance

Nous souhaitons avoir une approche rigoureuse du signal de récession. Pour cela nous avons construit un modèle logit qui, en utilisant la pente de la courbe, permet de prévoir la probabilité d'une récession dans l'année qui suit.

Le résultat est donné dans le graphique ci-dessous.



Le modèle confirme qu'il existe une corrélation historique forte entre inversion de la courbe et récession sur l'année suivante. Le modèle atteint 26 % de probabilité actuellement. Il faut toutefois souligner que ce type de modèle (nous vous faisons grâce des détails techniques) est relativement efficace pour capturer les cycles mais a tendance à en sous-estimer la probabilité. Chaque fois que le modèle a dépassé 30 % on a eu une récession. Le 26 % obtenu actuellement est donc particulièrement élevé.

## Une approche plus globale

Une fois de plus, l'utilisation de la courbe, alors que le mouvement est plutôt dû à l'inflation, est discutable. Il existe toutefois un certain nombre d'autres marqueurs de fin de cycle.

Au total, nous utilisons sept marqueurs, c'est-à-dire sept variables qui ont tendance à permettre d'identifier une fin de cycle et une récession à venir :

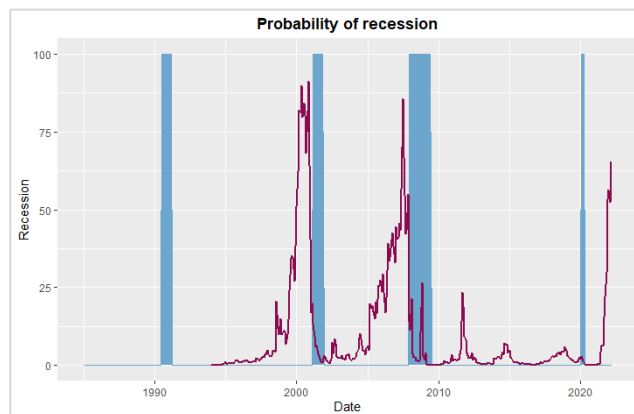
1. La pente de la courbe (différence entre le 2-ans et le 10-ans),
2. Le spread de crédit AAA
3. Le spread de crédit HY
4. L'inflation
5. Les Swap spreads
6. La performance relative "Growth" contre "Value"

sur le marché actions

### 7. Les marges des entreprises

Ces divers indicateurs fournissent une qualité de signal hétérogène. Certains sont partiellement redondants, par exemple, les spreads AAA et HY s'écartent en général de concert. Finalement tous n'ont pas le même effet retard : des spreads HY très élevés signalent une crise imminente, alors qu'une inversion de courbe peut être un signal à plus d'un an.

Ceci étant dit, la conjonction de ces indicateurs devrait permettre de capturer les signes de récession à venir. Nous réutilisons donc notre modèle avec l'ensemble de ces marqueurs (pour les puristes, cela devient donc un logit multivarié). Le résultat est fourni sur le graphique suivant :



Première remarque, contrairement à l'approche précédente qui n'utilisait que la pente de la courbe, le modèle semble mieux « comprendre » les cycles. Les probabilités de récession sont supérieures à 80 % en 2000 et en 2009. Malheureusement, le modèle est actuellement à un niveau élevé, une probabilité de récession de 65 %.

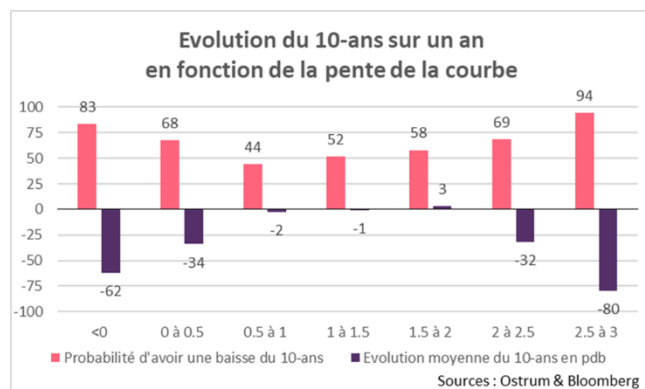
D'après le modèle donc, la messe est (quasiment) dite.

## L'autre conséquence : dynamique future des taux

L'inversion de la courbe suscite beaucoup de débats sur la croissance, mais on oublie qu'elle a une autre conséquence : un signal sur la direction future des taux. L'intuition est simple : si une inversion de la courbe des taux conduit à une récession, il est fort probable qu'elle soit aussi accompagnée d'une baisse des taux.

Nous avons regardé si historiquement c'est le cas. Le graphique ci-dessous valide l'idée. Lorsque la courbe est inversée sur le 2-10, on a eu historiquement 83 % de cas où le 10-ans a baissé dans l'année qui a suivi. Baisse de 62

points de bases en moyenne pour le 10-ans sur l'année qui suit.



Cela valide notre vue que la hausse des taux longs américains est largement derrière nous. Si l'approche est valide, les taux devraient même baisser à un horizon plus lointain. Avec une inflation qui peut tutoyer les 9 %, il est plus que compréhensible que la pression soit à la hausse. Les dernières déclarations de la Fed, qui est indiscutablement en retard sur sa politique de resserrement, aident dans ce

sens. A un horizon de fin d'année toutefois, les perspectives beaucoup plus médiocres de croissance pour 2023, ainsi que l'inévitable tassement de l'inflation, pourraient conduire à une dynamique très différente sur les taux.

Il est à noter que le signal existe aussi en sens inverse, lorsque la courbe est anormalement pentue. Au-delà de 200 pdb le niveau des taux longs est excessif et a donc tendance à redescendre.

*Il semble difficile d'avoir à la fois un atterrissage en douceur de l'économie et une politique monétaire suffisamment restrictive pour ramener l'inflation à 2 %.*

## Conclusion

Si nous sommes dubitatifs sur la lecture de l'inversion de la courbe, une lecture plus complète des mouvements de marchés conduit néanmoins à conclure que l'économie américaine a un risque de récession non-négligeable pour l'année prochaine. Avec un taux de chômage à 3,8 %, il est effectivement clair que l'output gap est extrêmement resserré et que l'économie est plus proche d'une fin de cycle.

Ceci place la Fed dans une situation très compliquée. Elle doit monter ses taux pour lutter contre l'inflation. Mais la fenêtre de tir est probablement limitée et on pourrait alors assister à une phase de hausse inhabituellement courte. L'emballlement récent de la Fed tient aussi, probablement, de cela. La Fed sachant qu'une approche graduelle ne lui permettrait pas d'atteindre des Fed funds à un niveau suffisant. Mais bien sûr en accélérant le resserrement monétaire, la Fed augmente aussi la probabilité d'un ralentissement économique plus rapide. Il semble difficile donc d'avoir à la fois un atterrissage en douceur de l'économie américaine et une politique monétaire suffisamment restrictive pour ramener l'inflation à 2 %.

**Stéphane Déo**



- **La revue des marchés**

## **Fed : l'étau se resserre**

**La Fed annonce un QT dès le mois de mai, alimentant la volatilité avant la saison des résultats et la Présidentielle française.**

Les marchés financiers sont pris entre les feux du resserrement monétaire de la Fed, de l'incertitude sur la croissance économique et les marges bénéficiaires à court terme et des nouvelles en provenance d'Ukraine avant une probable offensive russe dans le Donbass. La volatilité ne faiblit pas et les marqueurs financiers de l'aversion pour le risque des investisseurs sont bien visibles. Le dollar est au zénith, le V2X indique 30% de volatilité attendue à 1 mois en Europe et les swap spreads s'établissent toujours autour des 70 pb en zone euro. Les spreads de CDS repartent à la hausse à mesure que des prises de profit s'observent sur le crédit après un mois de mars favorable.

La politique monétaire de la Fed reste au centre des préoccupations des intervenants. L'institution va entamer la réduction de son bilan dès le mois de mai selon la communication de Lael Brainard en début de semaine dernière. Les minutes du dernier FOMC ont permis d'affiner le message. Les banquiers centraux de la Fed semblent s'accorder sur une réduction maximum mensuelle de 60 Mds \$ pour les Treasuries et 35 Mds \$ pour les MBS. La mise en œuvre du resserrement quantitatif sera progressive au cours des trois prochains mois et fonction des conditions de marché (ce n'est pas un hasard, les maturités pour la période de mai à juillet sont particulièrement élevées à 350 Mds \$). En 2022, les maturités sont toujours supérieures au seuil à l'exception du mois d'octobre (52 Mds \$). Dans ce cas, la Fed prévoit de ne pas renouveler ses lignes de T-bills pour atteindre l'objectif de 60 Mds \$. L'excédent continuera d'être réinvesti aux adjudications mensuelles du Trésor. Le retrait de la Fed implique aussi un besoin de financement pour le Trésor d'environ 50 Mds \$ cette année, qui s'ajoute à un déficit fédéral de l'ordre de 850 Mds \$. La situation sur les MBS est très différente. La hausse des taux à long terme tarit les flux de refinancement hypothécaire et ralentit l'amortissement « naturel » du portefeuille de la Fed. Il existe un conflit entre la nécessité de faire monter les taux pour réduire les pressions inflationnistes, auxquelles le logement contribue fortement, et l'objectif d'un resserrement quantitatif sans heurts. Il faudra certainement vendre des MBS pour atteindre le plafond de 35 Mds \$. Les primary dealers ont une exposition limitée à la classe d'actifs à ce stade, mais leur capacité d'absorption est incertaine. Leurs détentions totales de MBS n'ont pas excédé 80 Mds \$ au cours des dernières années. En outre, l'impact sur les prêteurs non-bancaires, dont le business model requière des volumes importants, est difficile à appréhender.

L'annonce du prochain resserrement quantitatif (QT) a

provoqué des débouchements de positions d'aplatissement mises en œuvre alors que la Fed évoque de plus en plus des mouvements de taux de 50 pb. Le QT signifie que le risque de taux assumé par la Fed va diminuer. Ce retrait annoncé justifie le rétablissement d'une prime de terme. Le spread 2-10 ans est repassé en territoire positif à 20 pb. Le T-note se tend de plus de 20 pb sur la semaine, l'essentiel du mouvement reflète l'ajustement des taux réels. Les MBS s'écartent de 3 pb seulement. La Fed n'est sans doute pas prête à vendre ses titres à brève échéance. En zone euro, le ton restrictif qui ressort du compte rendu de la réunion de la BCE du 7 mars alimente les anticipations de hausses des taux. Les swaps de taux courts (OIS) intègrent 50 pb d'ici fin 2022. Les anticipations d'inflation restent en effet orientées à la hausse (+15 pb sur le swap d'inflation euro à 10 ans) compte tenu de la faiblesse de l'euro, des contraintes de production amplifiées par les confinements en Chine et des prix élevés des matières premières. Le Bund se tend au-delà de 0,70%. Outre l'inflation, le risque politique en France contribue à la défiance envers l'OAT (56 pb à 10 ans). Les comptes spéculatifs sont vendeurs de 5 ans. Les institutionnels profitent en revanche des tensions pour se positionner à l'achat sur les maturités supérieures à 10 ans. Les spreads souverains ainsi que les swap spreads s'écartent sensiblement. L'émission de 10 ans portugais a requis une prime de 10 pb pour lever 3 Mds €.

Le marché du crédit semble subir le contrecoup des rachats significatifs observés sur la deuxième moitié du mois de mars. Les primes à l'émission permettent toutefois de protéger la performance des titres émis depuis le début du mois, notamment pour les financières. Les spreads IG euro s'élargissent de 3 pb sur la semaine à 132 pb. A l'inverse, le maintien de swap spreads élevés retarde le resserrement des primes sur les covered bonds (72 pb). Sur le marché du high yield, il n'y a aucune transaction primaire depuis 56 jours en zone euro. Le high yield est un peu « protégé » par l'absence d'émissions mais l'aversion pour le risque revient en début de trimestre. L'iTraxx XO remonte au-dessus des 360 pb. Le spread moyen sur les dettes high yield s'est néanmoins stabilisé cette semaine autour des 390 pb contre Bund.

Le marché des actions continue de subir une volatilité élevée dans l'attente des premières publications du T1. L'absence de visibilité risque d'être pénalisante même si les résultats restent solides sur le premier trimestre. Les indices mondiaux ont repris le chemin de la baisse la semaine passée à l'exception du FTSE britannique (+1,75%). Le facteur qualité surperforme ainsi que les stratégies réduisant la volatilité. En Europe, les pressions sur les taux pénalisent la technologie comme attendu mais ne profitent plus aux valeurs bancaires.

### **Axel Botte**

Stratégiste international

## ● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	11-avr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	0.12%	+20	+53	+74
EUR Bunds 10a	0.78%	+27	+53	+96
EUR Bunds 2s10s	65.4bp	+7	+0	+22
USD Treasuries 2a	2.58%	+15	+83	+184
USD Treasuries 10a	2.76%	+36	+77	+125
USD Treasuries 2s10s	17.7bp	+21	-6	-60
GBP Gilt 10a	1.83%	+28	+34	+86
JPY JGB 10a	0.24%	+3	-2	-1
EUR Spreads Souverains (10a)	11-avr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	49.67bp	0	+6	+12
Italie	163.02bp	+7	+14	+28
Espagne	94.61bp	0	+6	+20
Inflation Points-morts (10a)	11-avr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.97%	+16	+33	+88
USD 10a Inflation Swap	3.09%	+9	-8	+31
GBP 10y Inflation Swap	4.63%	+7	-10	+45
EUR Indices Crédit	11-avr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	131bp	+1	-29	+36
EUR Agences OAS	65bp	+3	-1	+16
EUR Obligations sécurisées OAS	73bp	+3	-2	+27
EUR High Yield Pan-européen OAS	391bp	-2	-98	+73
EUR/USD Indices CDS 5a	11-avr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	76bp	+6	-4	+29
iTraxx Crossover	367bp	+33	-19	+124
CDX IG	71bp	+6	-4	+21
CDX High Yield	400bp	+34	+4	+107
Marchés émergents	11-avr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	399bp	-1	-127	+30
Devises	11-avr.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2002 (%)
EUR/USD	\$1.093	-0.428	0.119	-3.9
GBP/USD	\$1.305	-0.488	0.115	-3.5
USD/JPY	JPY 125	-2.035	-6.423	-8.2
Matières Premières	11-avr.-22	-1sem (\$)	-1m(\$)	2002 (%)
Brent	\$100.4	-\$7.2	-\$8.7	31.3915434
Or	\$1 957.3	\$24.6	-\$31.2	7.0031
Indices Actions	11-avr.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2002 (%)
S&P 500	4 488	-1.27	6.75	-5.8
EuroStoxx 50	3 858	-2.35	4.65	-10.2
CAC 40	6 595	-2.02	5.35	-7.8
Nikkei 225	26 822	-3.30	6.59	-6.8
Shanghai Composite	3 167	-2.62	-4.31	-13.0
VIX - Volatilité implicite	22.35	20.36	-27.32	29.8

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](http://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 ...11/04/2022

### 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](http://www.ostrum.com)