

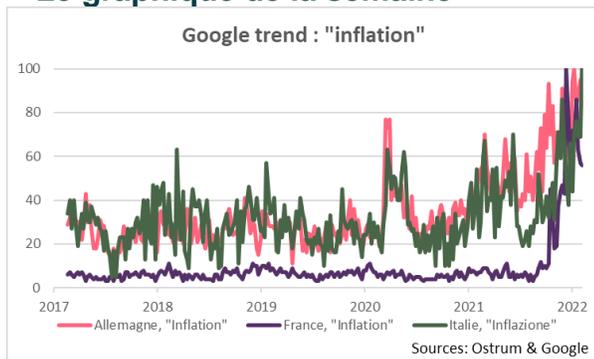
● Le thème de la semaine : Marché de l'emploi : une comparaison Europe/États-Unis

- Les marchés de l'emploi américain et européen sont fondamentalement différents. Une comparaison des deux réserve toutefois des surprises : les chiffres les plus extrêmes, par rapport à l'historique, ne sont pas forcément du côté de l'Atlantique que l'on croit ;
- Tous les ingrédients pour une progression des salaires sont réunis. Un modèle sur les salaires donne une progression qui dépasse les 4 % de croissance annuelle à la fin de cette année ;
- Dans ce cas, après des chiffres d'inflation persistants à un haut niveau, on aurait des signes indubitables d'effets de second rang. Dans ce cas les durs de la BCE, les « faucons », auraient tous les arguments pour un resserrement monétaire.

● La revue des marchés : Un marché asphyxié

- L'inflation accroît la pression sur la Fed ;
- Le T-note brièvement au-dessus de 2 % ;
- Les dettes périphériques s'écartent ;
- Le marché du crédit se dégrade.

● Le graphique de la semaine



Les anticipations d'inflation sont à la fois un concept fondamental de politique monétaire et un élément extrêmement difficile à mesurer. Sur le graphique ci-joint nous regardons un élément, les « Google Trend », qui répertorie les recherches du mot « inflation » dans les trois grands pays de la zone Euro. Les données sont normées, la semaine qui a vu le plus de recherches de ce terme depuis 5 ans est à 100.

On voit très nettement que le sujet est devenu beaucoup plus prégnant depuis quelques mois alors qu'il était marginal pendant des années.

Dans la mesure où ces attentes influencent aussi la formation des salaires, c'est un argument à prendre en compte.

● Le chiffre de la semaine

7

Le comité européen du risque systémique vient de publier 5 avertissements et 2 recommandations sur les vulnérabilités à moyen terme de certains pays concernant le marché de l'immobilier.

Source : Ostrum AM



Stéphane Déo
Directeur stratégie marchés



Axel Botte
Stratégiste international



Zouhoure Bousbih
Stratégiste pays émergents



Aline Goupil-Raguénès
Stratégiste pays développés

•Thème de la semaine

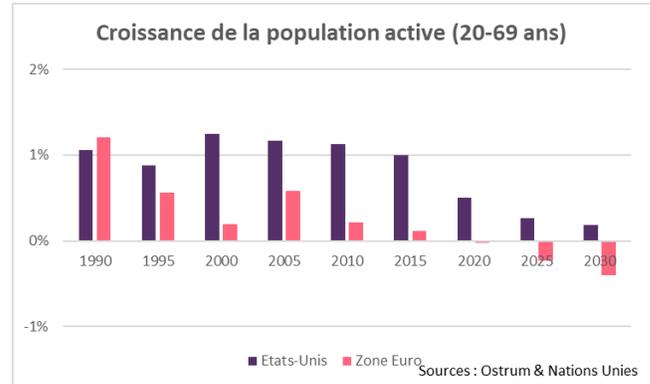
Marché de l'emploi : une comparaison Europe/États-Unis

Les marchés de l'emploi américain et européen sont fondamentalement différents. Le niveau des principales variables, par exemple le taux de chômage, sont aussi à des niveaux très différents. Une comparaison des deux réserves toutefois des surprises, les chiffres les plus extrêmes, par rapport à l'historique, ne sont pas forcément du côté de l'Atlantique que l'on croit. Si le marché de l'emploi européen suivait l'évolution de celui des États-Unis, en particulier en termes de salaires, les implications seraient majeures pour la politique monétaire, les taux, les marges des entreprises et autres variables clefs pour les marchés.

Les marchés de l'emploi aux États-Unis et en Europe sont très différents en particulier, mais pas uniquement, en termes de flexibilité. Un sujet qui a fait couler beaucoup d'encre chez les économistes. Ce papier se concentre sur l'aspect cyclique. Il est clair que le marché américain donne des signes de surchauffe de plus en plus évidents. Pour citer juste un chiffre, on répertorie presque 11 millions d'offres d'emploi pour 6,5 millions de chômeurs. Soit 1,7 offre d'emploi par chômeur, un niveau totalement hors norme. Qu'en est-il de l'Europe ? La différence est moins évidente qu'il n'y paraît à première vue.

La dynamique démographique

Commençons par une vue de long terme. Le niveau de croissance démographique s'est considérablement tassé des deux côtés de l'Atlantique. Aux États-Unis, la population active croissait d'1,1 % par an sur la décennie 2000-2010, un chiffre qui passera à seulement 0,2 % sur les dix ans à venir. Cette chute d'1,0 point est quasiment la même qu'en Europe où la croissance sur les mêmes périodes passe de + 0,4 % à - 0,5 %.

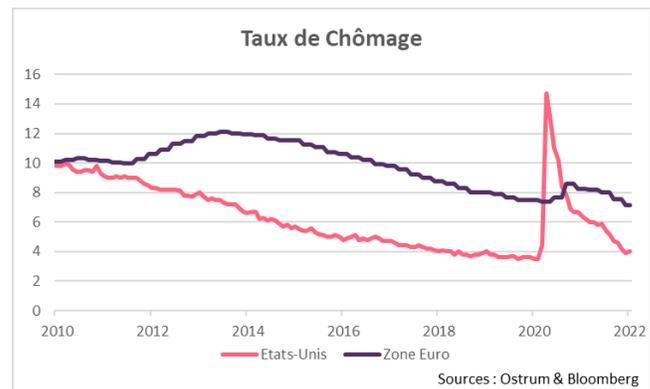


La décélération est donc quasiment identique, même si, bien sûr, le point de départ est différent, puisque la population américaine était plus dynamique.

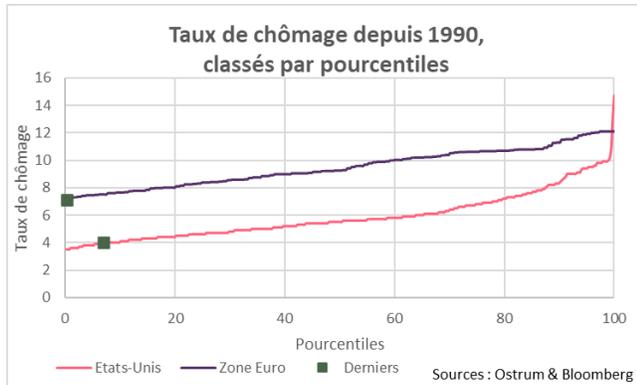
Cela crée, néanmoins, dans les deux cas, des conditions d'offre d'emplois beaucoup moins favorables.

Le niveau de chômage

Même constat. Si le niveau du taux de chômage est différent des deux côtés de l'Atlantique, la dynamique est très similaire. Après la crise covid, le taux de chômage a très rapidement décliné et est redevenu proche des plus bas historiques. Le graphique ci-dessous illustre cette évolution.



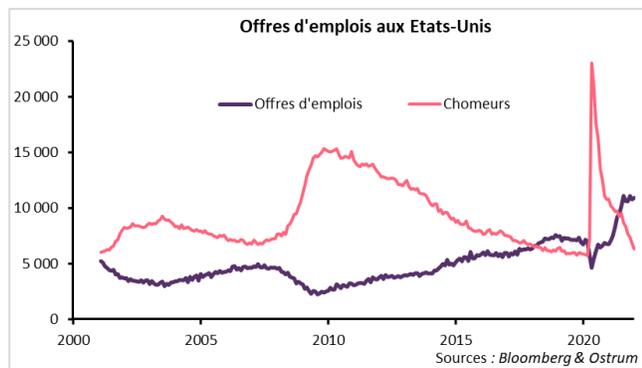
On peut présenter ces données de manière différente, avec un « S-chart ». On classe l'ensemble des taux de chômage observés depuis 1990 en percentiles. Cela donne le graphique suivant.



Comme dans le cas de la croissance démographique, le message est double. D'une part les États-Unis font mieux que l'Europe, leur taux de chômage a tendance à rester plus faible qu'en Europe. Mais d'un point de vue cyclique, le niveau actuel est, des deux côtés de l'Atlantique, proche des plus bas historiques. En termes relatifs l'Europe fait même mieux que les États-Unis : le chiffre de janvier, un taux de chômage de 7,13 % est le plus bas jamais enregistré, alors que le taux de chômage des États-Unis à 4,0 % n'est « que » dans le 7^e percentile.

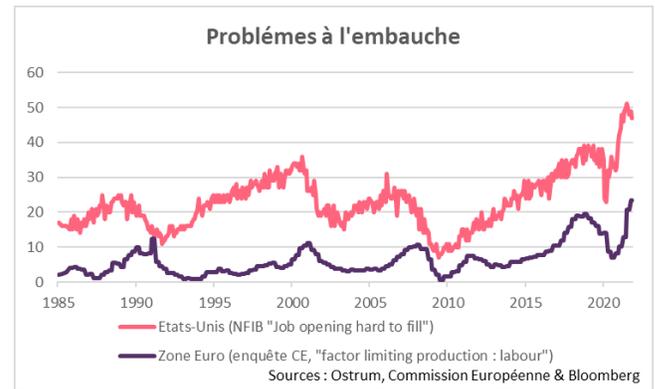
Pénuries ?

Les tensions sur le marché de l'emploi américain sont connues. L'illustration la plus impressionnante, que nous citons en introduction, est la divergence entre les offres d'emplois, à un niveau sans précédent, et le nombre de chômeurs, qui est très bas.



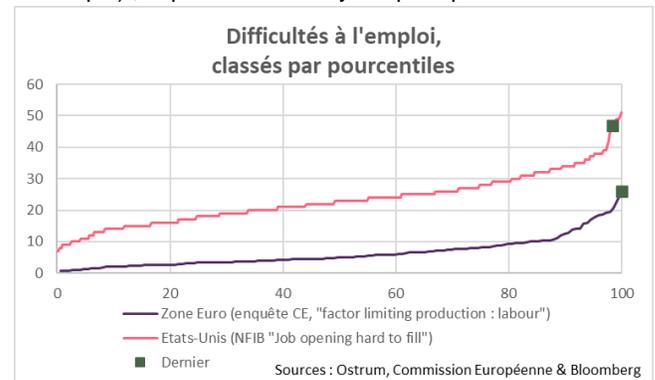
Pour avoir un élément de comparaison avec l'Europe, nous utilisons les enquêtes. Dans le cas des États-Unis, on utilise le NFIB, une enquête sur les petites entreprises, où environ la moitié des répondants parle de difficultés à embaucher. L'enquête européenne qui se rapproche le plus est celle de la Commission européenne qui demande aux entreprises pourquoi elles ne produisent pas plus. Habituellement, c'est la demande qui est déficiente ; là, on a un record d'entreprises, plus du quart, qui disent ne pas trouver de

travailleurs.



À première vue, donc, les tensions sont deux fois plus importantes aux États-Unis qu'en Europe. Toutefois, une lecture plus attentive donne une vue plus contrastée. Le niveau aux États-Unis est exceptionnellement haut : 3,0 écarts types au-dessus de la moyenne de long terme. Dans le cas de l'Europe, le niveau « normal » est beaucoup plus faible et le dernier chiffre est donc 3,9 écarts types au-dessus de la moyenne de long terme. La situation est encore plus inhabituelle qu'aux États-Unis.

Et hop, un S-chart de plus qui illustre éloquentement cela. Le dernier point européen est totalement à droite (plus haut historique) ; le point américain y est presque.



On peut aussi citer l'enquête trimestrielle dans l'industrie de l'INSEE, sur les entreprises françaises, donc : 61 % d'entre elles disent avoir des problèmes de recrutement. Inutile de préciser qu'il s'agit d'un record historique. Dans les industries agroalimentaires, on est même à plus de 72 %.

Et les salaires, alors ?

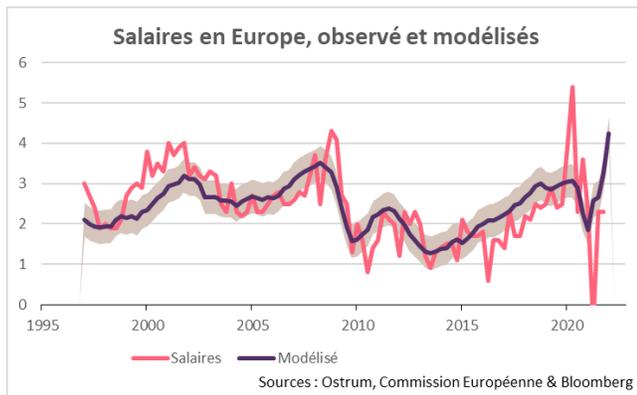
Levons le nez du guidon et essayons de regarder quelle peut être la dynamique future des salaires en Europe. Il y a normalement trois facteurs qui influencent la formation des salaires :

- Le niveau de chômage. La fameuse courbe de

Phillips, qui nous explique comment le pouvoir de négociation employé-employeur se déforme ;

- Le niveau d'inflation qui nous raconte une idée sur les anticipations des négociateurs ;
- Le niveau de marge des entreprises qui nous dit si elles ont la capacité d'augmenter les salaires.

Nous utilisons ces trois arguments, avec des retards sur certaines variables. Par exemple, les salaires réagissent avec 6 mois de retard à l'inflation ou au taux de chômage, ce qui correspond à l'intuition économique. Nous arrivons, sur la période 1997-2019, à expliquer plus de 70 % de la variation des salaires. Ce qui est plus qu'honorable.



Si on regarde maintenant ce que le modèle nous dit sur le futur, on obtient des salaires qui dépassent les 4 % de croissance annuelle à la fin de cette année, ce qui serait une accélération notable.

Jusqu'où peut-on croire cette simulation ? « Tous les modèles sont faux, mais certains sont utiles » a dit George Box. Le problème principal de ce modèle est qu'on lui demande de faire des prévisions en utilisant des variables qui sont extrêmes, inflation au plus haut historique, taux de chômage au plus bas. Typiquement, les modèles économétriques peuvent surajuster dans ces cas s'il y a des non-linéarités.

Le même George Box disait aussi « Les statisticiens sont comme les artistes : ils tombent amoureux de leurs modèles ». Il est néanmoins assez clair que les salaires ont un risque à la hausse. Tous les facteurs plaident en ce sens. La proportion pourrait toutefois être plus faible que ne le dit le modèle. La fourchette de confiance est de 3,8 % à 4,7 %. Ce qui reste très largement suffisant pour être disruptif à maints égards.

Conclusion : un épouvantail à faucon

Les niveaux des marchés de l'emploi sont très différents des deux côtés de l'Atlantique. Le niveau des principales variables, par exemple le taux de chômage, est aussi à des niveaux très différents. En revanche, les tendances sont similaires : taux de chômage au plus bas, difficultés d'embauche au plus haut, glissement des salaires.

Cela a deux implications pour la zone euro. La première, c'est que le réservoir de main d'œuvre est peut-être très limité. Dans ce cas, les entreprises ne pourraient pas créer les emplois qu'elles souhaitent, et donc, in fine, ne pourraient pas croître autant que souhaité. En termes d'économistes, cela implique une croissance potentielle faible.

Le revers de la médaille, ce sont les prix. Tous les ingrédients pour une progression des salaires sont réunis. Cette progression sera-t-elle aussi marquée que le dit notre modèle ? On verra. Mais il est très probable que les salaires glissent vers le haut, comme ils l'ont fait aux États-Unis. Dans ce cas, après des chiffres d'inflation persistants à un haut niveau, on aurait des signes indubitables d'effets de second rang. Dans ce cas, les durs de la BCE, les « faucons », auraient tous les arguments pour un resserrement monétaire.

Stéphane Déo

- **La revue des marchés**

Un marché asphyxié

L'inflation américaine ravive les craintes d'un resserrement monétaire brutal.

L'inflation américaine est explosive. L'indice des prix en hausse de 7,5 % en janvier traduit des pressions largement diffusées dans l'ensemble de l'économie. Les divers retraitements de l'IPC (inflation médiane, moyenne tronquée, inflation des prix présentant une forte inertie...) excluant les mouvements de prix relatifs les plus spectaculaires estiment la tendance sous-jacente à plus de 7 % en termes annualisés sur les trois derniers mois. La composante du logement se situe par exemple à 4,4 % en janvier. Or cette dépense contrainte pèse un tiers du budget des ménages. L'énergie et l'alimentaire présentent des risques haussiers considérables. Les prix de l'habillement, inertes pendant deux décennies, enregistrent soudainement des hausses significatives (1,1 % mom en janvier).

L'inflation élevée va rapidement déplacer le débat au sein du FOMC du rythme de hausses « acceptable » pour préserver la stabilité financière vers la question du taux « terminal ». Le niveau des Fed funds à long terme communiqué par le FOMC se situe actuellement à 2,5 %. Ainsi, les banquiers centraux s'accordent sur un taux réel neutre de 0,5% à l'équilibre macroéconomique issu d'une croissance en ligne avec le potentiel estimé à 1,8 % et une inflation de 2 %. Il s'agit désormais de déterminer le taux d'intérêt conforme à l'objectif de stabilité des prix. Ce niveau, qui n'a aucune raison d'être constant dans le temps et indépendant de la conjoncture ou des contraintes d'offre potentielle actuelles, est nécessairement supérieur au taux neutre. C'est pour cette raison que James Bullard, membre votant du FOMC cette année, entretient l'idée d'une intervention immédiate sur les Fed funds. Le fonctionnement actuel des marchés monétaires requerrait plutôt de relever le taux des reverse repos et de vendre rapidement les titres accumulés par le biais des programmes de QE. À ce sujet, la dynamique des prix immobiliers milite en effet pour vendre en priorité les avoirs de la Fed en titres hypothécaires, chiffrés à 2 651 Mds \$ à ce jour. Quoi qu'il en soit, outre le rythme des hausses, le débat sur la réduction du bilan semble également devoir s'accélérer.

De leur côté, Christine Lagarde et François Villeroy de Galhau s'emploient à calmer les ardeurs du marché qui table désormais sur deux hausses de taux en 2022. Mais, après la communication du 3 février, leur opinion apparaît clairement minoritaire au sein du Conseil, ce qui semble affaiblir la Présidente et justifie la pression sur les dettes périphériques, notamment. La boîte de Pandore est ouverte et toutes sortes d'interrogations sur le calendrier de l'arrêt des achats d'actifs, la politique de réinvestissements ou l'ampleur des hausses de taux apparaissent.

Les mouvements de marché ont été particulièrement abrupts cette semaine. Le 10 ans américain a percé le

plafond de 2 % après la publication de l'inflation et les commentaires de James Bullard. La fragilité du marché s'est traduite par une concession importante en amont des adjudications de 10 ans et 30 ans, qui ont finalement attiré une forte demande des investisseurs finaux. La tendance reste à l'aplatissement, le seuil d'1,50 % sur le 2 ans n'ayant pas tenu. On retrouvait néanmoins des vendeurs de Treasuries en fin de semaine. Le dollar s'est aussi montré très volatil. Le réflexe de rachat du billet vert en réaction à l'inflation a déclenché une chute instantanée du Nasdaq concomitante à un pic sur le 10 ans. Cette réaction épidermique s'est pourtant rapidement inversée au profit de l'euro, mais un nouvel accès de faiblesse des actions soutiendra ensuite le dollar. Finalement, le dollar s'impose comme la valeur refuge, à mesure que les anticipations de resserrement sont réévaluées. Les points morts d'inflation (+ 6 pb sur la semaine sur le swap 10 ans) s'écartent, malgré une Fed plus agressive, peut-être le signe avant-coureur d'une montée de l'incertitude sur le taux d'équilibre des Fed funds. Le pétrole (93 \$) soutient également les TIPS courts.

En zone euro, les spreads souverains sont sous pression depuis la réunion de la BCE. Les swap spreads cotent à 60 pb sur l'échéance 10 ans. Le renchérissement du Bund témoigne de l'aversion pour le risque souverain et les actifs connexes comme les covered bonds. Les conséquences de la réduction attendue du stimulus monétaire sont bien plus difficiles à appréhender. Le premier réflexe est d'alléger les surexpositions aux dettes souveraines périphériques bâties sur l'idée d'un soutien irréversible de la BCE, et de se repositionner sur le Bund. Le BTP italien s'échange au-delà de 160 pb contre Bund. Le spread grec traduit en outre la non-éligibilité de ses titres obligataires à l'APP, dont les jours semblent désormais comptés. Le GGB 10 ans s'est écarté de 45 pb depuis le début du mois. La BCE est bien confrontée aux risques asymétriques redoutés.

Sur les marchés du crédit, l'écartement initié par les rachats de protection sur les indices (iTraxx IG à 66 pb) finit par peser sur les spreads obligataires. Le marché est visiblement plus lourd et l'asymétrie de la liquidité crée des décalages de prix. Le spread moyen sur l'IG européen ressort en hausse de plus de 10 pb sur une semaine. La hausse des rendements souverains (5 ans allemand à + 0,08 %) redéfinit les allocations. Les flux restent majoritairement sortants sur la classe d'actifs. Le high yield est également chahuté, de sorte que l'indice Crossover demeure proche des plus hauts de l'année à 323 pb (contre 330 pb au plus large). À l'instar de l'IG, le solde des flux s'est retourné depuis plusieurs semaines sur le high yield européen. Les spreads du high yield ressortent ainsi en hausse de 26 pb sur la semaine écoulée.

La volatilité des actions reste élevée. Les indices européens dégagent une performance hebdomadaire positive, malgré les tensions sur les taux. Les hauts dividendes restent recherchés au détriment de la croissance.

Axel Botte

Stratégiste international

• Marchés financiers

Emprunts d'Etats	14-févr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	-0.37%	-9	+21	+25
EUR Bunds 10a	0.26%	+3	+30	+43
EUR Bunds 2s10s	62.6bp	+12	+9	+19
USD Treasuries 2a	1.6%	+31	+63	+86
USD Treasuries 10a	2.01%	+9	+22	+50
USD Treasuries 2s10s	40.7bp	-21	-41	-37
GBP Gilt 10a	1.58%	+17	+43	+60
JPY JGB 10a	0.22%	+2	+1	+2
EUR Spreads Souverains (10a)	14-févr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	48.17bp	+4	+7	+11
Italie	169.53bp	+14	+41	+34
Espagne	101.49bp	+16	+28	+27
Inflation Points-morts (10a)	14-févr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.04%	+4	+5	-6
USD 10a Inflation Swap	2.7%	+9	+6	-7
GBP 10y Inflation Swap	4.34%	+11	+11	+17
EUR Indices Crédit	14-févr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	119bp	+6	+23	+24
EUR Agences OAS	60bp	+7	+13	+11
EUR Obligations sécurisées OAS	62bp	+13	+18	+16
EUR High Yield Pan-européen OAS	380bp	+12	+72	+62
EUR/USD Indices CDS 5a	14-févr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	68bp	+2	+16	+20
iTraxx Crossover	334bp	+14	+76	+91
CDX IG	67bp	+2	+13	+18
CDX High Yield	369bp	+9	+59	+76
Marchés émergents	14-févr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	389bp	+12	+12	+21
Devises	14-févr.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2002 (%)
EUR/USD	\$1.131	-1.189	-0.920	-0.6
GBP/USD	\$1.353	-0.074	-1.090	0.0
USD/JPY	JPY 116	-0.467	-1.254	-0.5
Matières Premières	14-févr.-22	-1sem (\$)	-1m(\$)	2002 (%)
Brent	\$94.6	\$1.9	\$9.2	22.26244344
Or	\$1 865.4	\$44.9	\$47.4	1.9779
Indices Actions	14-févr.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2002 (%)
S&P 500	4 399	-1.90	-5.66	-7.7
EuroStoxx 50	4 048	-1.75	-5.24	-5.8
CAC 40	6 819	-2.71	-4.53	-4.7
Nikkei 225	27 080	-1.31	-3.71	-5.9
Shanghai Composite	3 429	-0.02	-2.62	-5.8
VIX - Volatilité implicite	29.90	30.80	55.81	73.6

Source: Bloomberg, Ostrum AM

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 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 ...14/02/2022

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