

● Le thème de la semaine : Inflation : phénomène mondial

- **Beaucoup de commentaires expliquent que les dynamiques d'inflation sont différentes d'un pays à l'autre. Cette vue ne résiste pas vraiment à l'analyse : une très grande partie de l'inflation est commune à tous les pays de l'OCDE ;**
- **Pour l'investisseur, il convient à la fois d'avoir une approche globale ; plus d'une douzaine de pays ont des obligations indexées sur l'inflation. Les divergences par pays sont suffisantes pour offrir des opportunités de diversification importantes ;**
- **En contrepartie, les actions deviennent particulièrement vulnérables à une hausse des taux. Et donc la diversification taux-actions que nous avons connue depuis deux décennies est probablement caduque.**

● La revue des marchés : Les actions plongent avant la Fed

- **Fed : hausse de 50 pb et annonce du QT cette semaine ;**
- **La hausse des taux induit une réévaluation des primes de risque ;**
- **Les actions américaines plongent, premiers rachats sur les ETFs ;**
- **Le roi dollar, seule valeur refuge, règne.**

● Le graphique de la semaine



L'augmentation des prix de l'énergie est une composante importante de la progression de l'inflation en zone Euro. C'est aussi une contribution négative au revenu disponible des ménages.

En utilisant les chiffres d'Eurostat, on trouve que la variation du prix de l'énergie a été à peu près 4 % au revenu disponible des ménages sur les 12 mois passés.

Il s'agit donc d'un effet récessif important qui devrait peser sur la trajectoire de la consommation des ménages dans les mois qui viennent.

● Le chiffre de la semaine

0 pb

Source : Ostrum AM

Le spread entre les swaps d'inflation à 30 ans aux Etats-Unis et en zone euro. Depuis 2010, l'inflation anticipée aux Etats-Unis est en moyenne supérieure de 45 pb à l'inflation européenne.



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

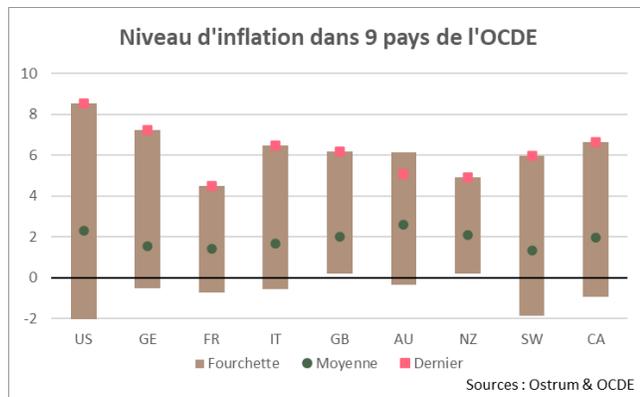
● **Thème de la semaine**

Inflation : phénomène mondial

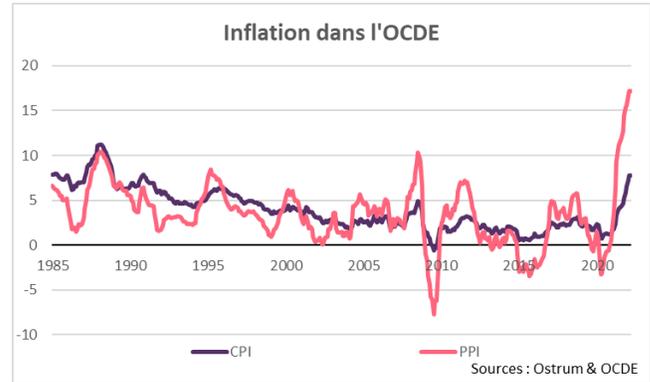
Beaucoup de commentaires expliquent que les dynamiques d'inflation sont différentes d'un pays à l'autre. Cette vue ne résiste pas vraiment à l'analyse : une très grande partie de l'inflation est commune à tous les pays de l'OCDE. C'est donc vrai aussi pour les attentes de marché. Les niveaux actuels ont une implication importante en termes de déformation de la prime de risque.

Tous ensemble

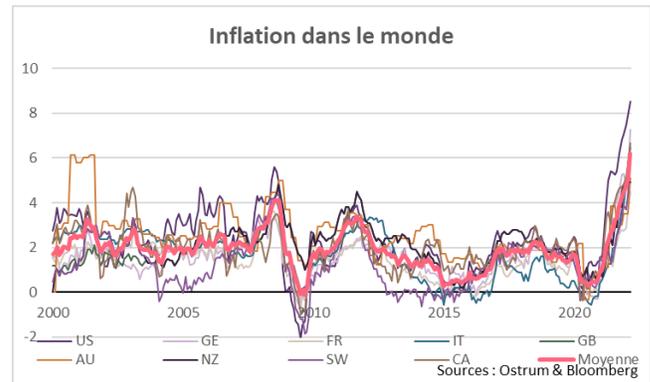
Le graphique ci-dessous utilise les données harmonisées de l'OCDE, afin d'avoir des mesures d'inflation comparables. Il fournit une photo de l'inflation dans 9 pays de l'OCDE. L'ensemble de ces pays possèdent des obligations indexées sur l'inflation, et donc présentent un intérêt direct pour l'investisseur. Dans tous les cas, sauf l'Australie, le dernier chiffre d'inflation est au plus haut historique depuis 2000.



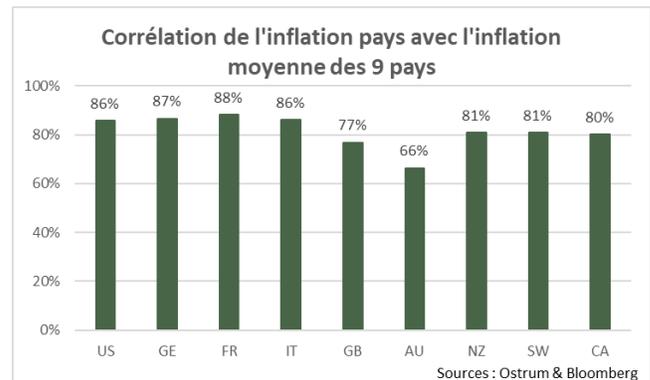
Coïncidence ? Une partie importante de ce rebond de l'inflation est évidemment lié à la progression très rapide des cours des matières premières, très largement mondialisées et qui donc ont un impact simultané sur l'ensemble des pays. Toujours en utilisant les données OCDE, on trouve effectivement que l'indice des prix industriels (PPI), très dépendant des matières premières, explique presque la moitié des variations de l'indice des prix à la consommation (CPI).



Toutefois la situation singulière actuelle ne doit pas cacher le fait que, de manière générale, les mouvements de l'inflation, pour les 9 pays considérés, ont une forte tendance à être corrélés. Comme le montre le graphique ci-après. Les cycles d'inflation semblent très proches pour tous les pays.



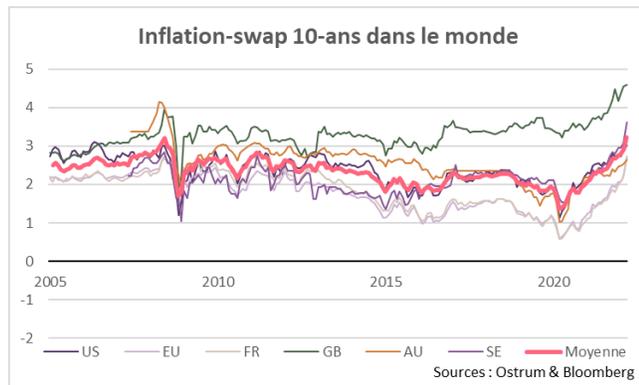
Nous avons fait un pas de plus et calculé la corrélation sur la période des indices nationaux à la moyenne de l'OCDE. Ces corrélations peuvent être vues comme la partie de l'inflation d'un pays influencée par la composante commune internationale. Dans la totalité des cas (une fois de plus, sauf l'Australie) la corrélation est supérieure à 80 %, ce qui implique que les 4/5 de la trajectoire reflètent des effets communs.



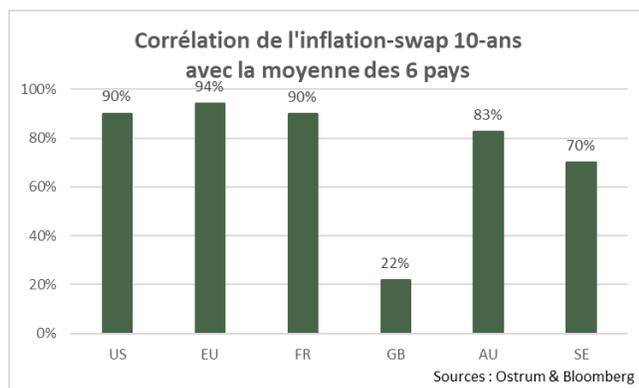
Ce résultat est important. D'une part, parce qu'il montre que les différences prétendues, par exemple entre les États-Unis et l'Europe, ne tiennent pas vraiment. Il est normal de trouver une évolution proche dans les deux cas. D'autre part, parce que l'investisseur doit donc avoir une perspective plus générale et une approche globale du phénomène.

Similaire pour le marché

Ci-dessous, nous nous concentrons sur 6 pays qui possèdent un marché d'inflation swap. Ceci permet de comparer des produits financiers équivalents et qui ont une maturité constante, en l'espèce 10 ans.



Si les mouvements communs sont, là aussi, évidents, le résultat est moins clair que dans le graphique ci-dessus sur les niveaux d'inflation. Et effectivement, les corrélations avec la moyenne des 6 pays est plus faible. C'est, en particulier, le cas du Royaume-Uni, où la référence pour l'inflation, le Retail Price Index (RPI) crée une décorrélation.

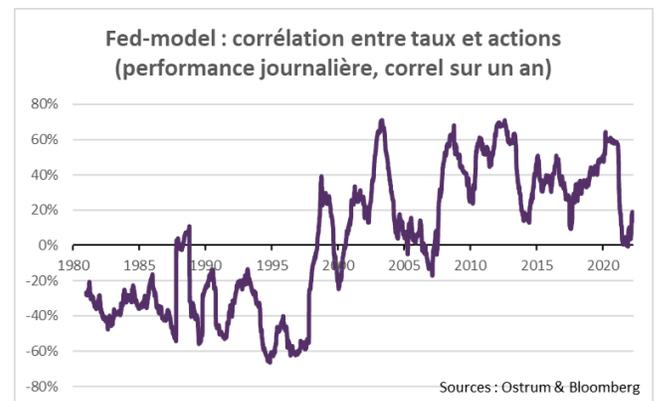


Les marchés actions n'aiment pas

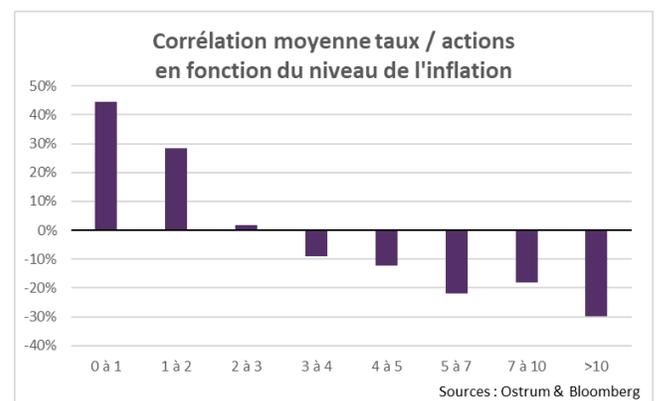
On assiste donc à une stabilisation des attentes d'inflation à un niveau élevé. Ceci a aussi des implications pour la dynamique des actions.

Le « modèle de la Fed » (qui porte ce nom pour des raisons mystérieuses puisque la Fed ne l'a jamais validé) repose sur l'idée qu'une hausse des taux entraîne une baisse des actions. On peut mentionner plusieurs mécanismes qui expliquent cela, en particulier le fait qu'une hausse des taux entraîne un taux d'actualisation plus élevé des bénéfices futurs, et donc une valorisation plus basse des actions. L'implication est une corrélation négative entre les taux et les actions.

Le graphique ci-dessous montre que cela a bien été le cas jusqu'en 2000, mais que ce n'est plus du tout le cas depuis. Un résultat plutôt sympathique, car les actions et les taux ont donc eu tendance à bouger dans la même direction depuis 20 ans.

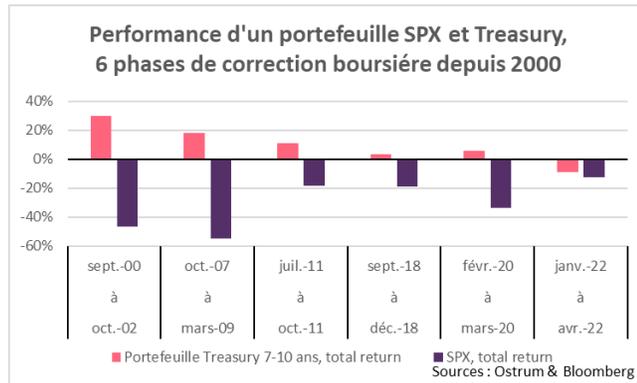


Mais pourquoi ce changement de régime en 2000 ? Une raison que l'on peut invoquer est l'inflation, comme l'illustre le graphique qui suit. Lorsque l'inflation est faible, les hausses de taux ne sont pas problématiques pour la Bourse, alors que dans des périodes d'inflation importantes, c'est l'inverse. Une inflation élevée, c'est aussi une Banque centrale qui réagit (comme à l'heure actuelle) et la remontée des taux est bel et bien assimilée à un resserrement des conditions financières. Au détriment des actifs risqués.



Le résultat est une situation inédite depuis 2000 comme le montre le graphique ci-dessous. On compte 6 corrections boursières majeures depuis cette date, toutes de plus de 10 %. Sur les cinq premières, la correction s'est accompagnée d'une baisse des taux importante, et donc un portefeuille Treasury standard fournissait une diversification intéressante pour l'investisseur.

Ce n'est plus le cas. À l'heure actuelle, le drawdown du S&P 500 est de 12,4 %, perte depuis le dernier plus haut enregistré au tout début de l'année. Sur la même période, un portefeuille Treasury a perdu 8,9 %. Plus de diversification, mais au contraire une recorrélation.



Conclusion

L'inflation est surtout, et avant tout, un phénomène global. En cela, la remontée actuelle de l'inflation offre un terrain de jeux assez vaste pour l'investisseur. Puisqu'il existe des produits de taux indexés sur l'inflation dans plus d'une douzaine de pays dans le monde. En même temps, environ un cinquième de l'inflation de chaque pays est décorrélé de la tendance mondiale, ce qui fournit des opportunités de diversification très pertinentes pour un investisseur.

En contrepartie, cette tendance à la pérennisation d'une inflation élevée est une mauvaise nouvelle pour les actions. En particulier, les actions deviennent particulièrement vulnérables à une hausse des taux. Et donc, la diversification taux-actions que nous avons connue depuis deux décennies est probablement caduque.

Stéphane Déo

● La revue des marchés

Les actions plongent avant la Fed

L'inflation et les chiffres de croissance pèsent sur les actifs risqués laissant le dollar comme seul refuge

L'inflation et le resserrement monétaire agissent toujours comme une chappe de plomb sur les actifs risqués. La Fed et la RBA s'apprêtent à relever leurs taux cette semaine. Le S&P termine le mois d'avril en baisse de 9% et le Nasdaq enregistre sa plus forte chute mensuelle depuis le krach de 2008 (-13%). Le plongeon de l'euro vers 1,05 \$ amortit certes la baisse des actions sur le continent. Les marchés du crédit sont mal orientés, d'autant que la fermeture du marché londonien lundi incitait à la réduction des positions. Les achats de protection portent le spread de l'iTraxx Crossover au-delà de 430 pb. Les spreads souverains s'élargissent dans le mouvement général de reconstitution des primes de risque. Le swap spread à 10 ans remonte au-dessus des 80 pb. Le dollar reste l'unique valeur refuge. Le billet vert se renforce contre toutes les devises majeures. Le yen se situe au-delà de 130 et le yuan s'affaiblit à 6,60 en raison du coût astronomique des mesures de confinement de Shanghai et Pékin.

La croissance économique s'est infléchie au premier trimestre. L'économie américaine s'est contractée de 1,4% en rythme annualisé sur les trois premiers mois de l'année. La dégradation du solde extérieur retire 3,2 pp au PIB. La moindre accumulation de stocks pèse à hauteur de 0,8 pp. Les dépenses publiques, y compris dans le secteur militaire (-8,5 %), ont baissé selon les comptes nationaux malgré le soutien à l'Ukraine. En revanche, la consommation et l'investissement privé (équipement, R&D) affichent une croissance forte. Le profil de croissance heurté (+6,9% au 4T 2021 puis -1,4% au 1T 2022) sera probablement lissé lors de prochaines révisions. L'activité mesurée par les enquêtes ou les heures travaillées semblent plutôt compatibles avec une croissance stable de l'ordre de 3-4%. L'Europe subit la hausse des coûts de l'énergie au premier trimestre. L'économie italienne se contracte de 0,2%. En revanche, l'Espagne (+0,2%T) ou l'Allemagne (+0,2%T) dégagent une croissance légèrement positive. Le PIB français stagne entre janvier et mars. La stabilisation de l'IFO et le niveau des enquêtes PMI sont néanmoins encourageants. L'inflation en zone euro se stabilise à un niveau très élevé de 7,5% en avril.

Les marchés de taux d'intérêt demeurent très volatiles. La prédominance de l'inflation dans le mandat dual de la Fed justifie l'accélération des hausses de taux de sorte que la tendance du marché reste à la hausse des rendements. Une série de hausses de 50 pb est désormais intégrée dans les contrats à terme. Une hausse de 75 pb n'est pas exclue. Conjointement aux hausses des taux, la Fed annoncera cette semaine le début de la réduction de son bilan. Les minutes du dernier FOMC suggéraient un rythme mensuel

de 60 Mds \$ sur les Treasuries et 35 Mds \$ sur les MBS. L'enveloppe totale de QT reste à déterminer. Dans ce contexte, le 10 ans américain s'approche des 3% avec des objectifs techniques vers 3,20%. Les comptes spéculatifs ont réduit leurs positions vendeuses de contrats malgré la solide tendance haussière. En zone euro, les achats d'extension de durée de fin de mois ou le solde négatif d'émissions en avril n'empêchent pas la poursuite de la hausse des rendements allemands. L'inflation reste un élément déterminant pour cette tendance. La hausse hebdomadaire des anticipations d'inflation est ainsi plus forte que le mouvement des taux nominaux. Le Bund surperforme néanmoins, la logique de resserrement monétaire affectant davantage les valorisations des dettes risquées. Une hausse des taux paraît possible dès le mois de juillet et la faiblesse de l'euro renforce encore cette probabilité. L'arrêt attendu de l'APP provoque un rééchelonnement des primes de risque. Les swap spreads à 5 et 10 ans dépassent le seuil de 80 pb. La détente du début du mois dernier aura donc été de courte durée. De la même façon, les spreads souverains français (52 pb) et italien (186 pb) témoignent de la défiance des intervenants avant la mise en œuvre d'une politique plus restrictive. En Asie, la baisse du yen au plus bas depuis 20 ans est entretenue par la BoJ qui ne déroge pas à son objectif de taux. Le 10 ans japonais reste capé à 0,25%. Le yuan subit les sorties de capitaux et les interrogations sur une croissance amputée par le confinement strict de Shanghai et Pékin. La PBoC semble laisser filer le CNY en refusant de relever les taux d'intérêt.

Les marchés du crédit n'échappent pas à l'aversion pour le risque. Les flux de rachats sur les fonds de crédit se poursuivent. Le mois d'avril se solde par un élargissement de 22pb sur le crédit IG (151 pb contre Bund) et de 55 pb sur le high yield en euros. L'absence d'émissions sur le high yield amortit à peine la pression vendeuse. Les dettes financières subordonnées ou les hybrides ont tendance à s'écarter davantage. La défiance des intervenants s'exprime la tension forte sur les indices de crédit. L'iTraxx Crossover s'échange au-delà des 430 pb.

L'accélération baissière sur les actions est impressionnante, et les flux vers ETFs s'inversent en avril aux Etats-Unis après une collecte nette interrompue depuis 2020. Le Nasdaq plonge de plus de 13% en avril. La saison des résultats est ambivalente. Les surprises haussières sont majoritaires mais les perspectives augurent d'un ralentissement des bénéficiaires et d'une plus grande difficulté à maintenir les marges. En Europe, la baisse est plus limitée mais de l'ordre de 4% en zone euro. Le marché britannique est stable. La hausse des taux ne profite ni aux bancaires si à la technologie. La qualité n'est pourtant pas la valeur refuge espérée dans cet environnement d'incertitude. La surperformance des valeurs à dividendes élevés en avril, juste avant la principale période de distribution, fait écho à la réduction de la durée dans les portefeuilles obligataires.

Axel Botte

Stratégiste international

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	2-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	0.24%	+10	+31	+86
EUR Bunds 10a	0.97%	+13	+41	+114
EUR Bunds 2s10s	71.9bp	+3	+10	+29
USD Treasuries 2a	2.73%	+10	+27	+199
USD Treasuries 10a	2.99%	+17	+60	+148
USD Treasuries 2s10s	25.9bp	+7	+34	-51
GBP Gilt 10a	1.91%	-6	+26	+93
JPY JGB 10a	0.23%	-2	+5	+6
EUR Spreads Souverains (10a)	2-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	52.55bp	+5	+0	+15
Italie	189.54bp	+16	+6	+54
Espagne	104.82bp	+6	+1	+30
Inflation Points-morts (10a)	2-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	3.08%	+13	+26	+98
USD 10a Inflation Swap	3.11%	-2	+11	+34
GBP 10y Inflation Swap	4.68%	+5	+11	+50
EUR Indices Crédit	2-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	151bp	+13	+21	+56
EUR Agences OAS	64bp	+4	+5	+15
EUR Obligations sécurisées OAS	77bp	+5	+11	+31
EUR High Yield Pan-européen OAS	450bp	+46	+52	+132
EUR/USD Indices CDS 5a	2-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	90bp	+7	+19	+42
iTraxx Crossover	429bp	+33	+95	+187
CDX IG	84bp	+5	+19	+35
CDX High Yield	464bp	+29	+98	+171
Marchés émergents	2-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	439bp	+20	-1	+71
Devises	2-mai-22	-1sem (%)	-1m(%)	2002 (%)
EUR/USD	\$1.052	-1.820	-4.138	-7.5
GBP/USD	\$1.252	-1.727	-4.536	-7.5
USD/JPY	JPY 130	-1.575	-5.684	-11.6
Matières Premières	2-mai-22	-1sem (\$)	-1m(\$)	2002 (%)
Brent	\$106.9	\$4.7	\$4.1	40.91508439
Or	\$1 871.6	-\$26.3	-\$61.2	2.3158
Indices Actions	2-mai-22	-1sem (%)	-1m(%)	2002 (%)
S&P 500	4 115	-4.21	-9.47	-13.7
EuroStoxx 50	3 732	-0.67	-4.75	-13.2
CAC 40	6 426	-0.37	-3.87	-10.2
Nikkei 225	26 819	-1.06	-3.06	-6.9
Shanghai Composite	3 047	-1.29	-7.18	-16.3
VIX - Volatilité implicite	34.95	29.35	78.04	103.0

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 ...02/05/2022

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