

## ● Le thème de la semaine : Incohérences économiques

- Les données d'enquête se détériorent rapidement et pointent vers un avenir économique noir. À l'opposé, les données « en dur » sont résilientes. Cet écart « sentiment » « réalité » est inhabituel ;
- Paul Samuelson a proposé la « théorie des préférences révélées » : plutôt que de demander aux agents économiques leurs préférences, on regarde leurs choix concrets ;
- Si les entreprises disent être pessimistes, elles n'agissent pas en conséquence et prennent des paris qui engagent le futur. La récession à venir pourrait donc rester modérée.

## ● La revue des marchés : Powell prolonge le cycle monétaire

- Fed : ralentissement mais prolongation du resserrement
- La BoE déjà sous pression pour arrêter le cycle monétaire ?
- Nette hausse des marchés d'actions, espoir de réouverture en Chine
- Tension sur les taux et embellie sur le crédit

## ● Le graphique de la semaine



Le marché a récemment joué avec l'idée d'une réouverture de la Chine et en particulier l'idée que la Chine utiliserait un vaccin étranger, donc beaucoup plus efficace.

Les données récentes de nombre de cas ne semblent pas très encourageantes à cet égard. Le nombre de cas est en accélération forte et si le niveau est encore loin du pic du début de l'année, la tendance est indiscutablement préoccupante.

Nous restons très sceptiques sur ces attentes de réouverture rapide de l'économie chinoise.

## ● Le chiffre de la semaine

# 4.5

Source : Ostrum AM

Le montant de la dette ESG au T3 2022. Ce montant était de 3 trillions \$ au T3 2021 et 1,5 trillion au T3 2020. Les émissions ESG ont atteint 950 milliards \$ sur les trois premiers trimestres 2022.



**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

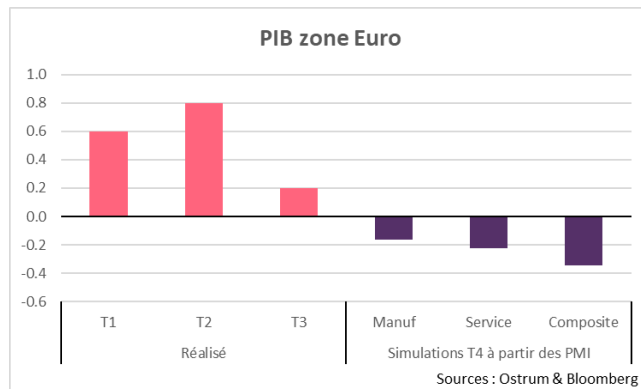
● **Thème de la semaine**

# Incohérences économiques

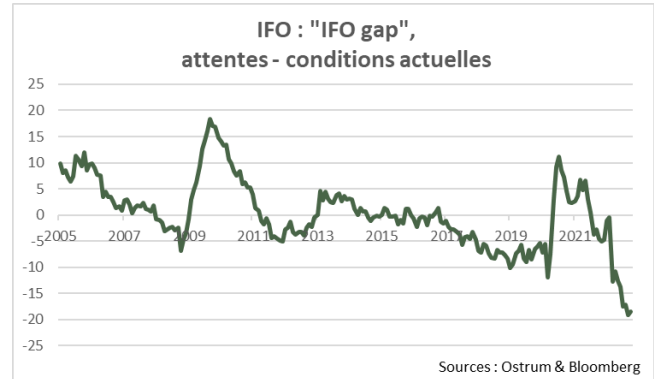
Les données d'enquête se détériorent rapidement et pointent vers un avenir économique compliqué, voire franchement catastrophique. À l'opposé, les données « en dur » montrent une forte résilience. Cet écart entre « sentiment » et « réalité » est aussi préoccupant qu'inhabituel.

## Sentiment : entre mauvais et catastrophique

L'ensemble des enquêtes se détériore en Europe avec des PMI qui s'installent sous les 50, signe de contraction à venir. Les composantes se détériorent également, par exemple les carnets de commandes qui baissent très vite. Les niveaux actuels sont compatibles avec une baisse de l'activité sur un rythme modéré en zone euro sur le dernier trimestre de cette année. La contraction serait de l'ordre d'un quart de point.



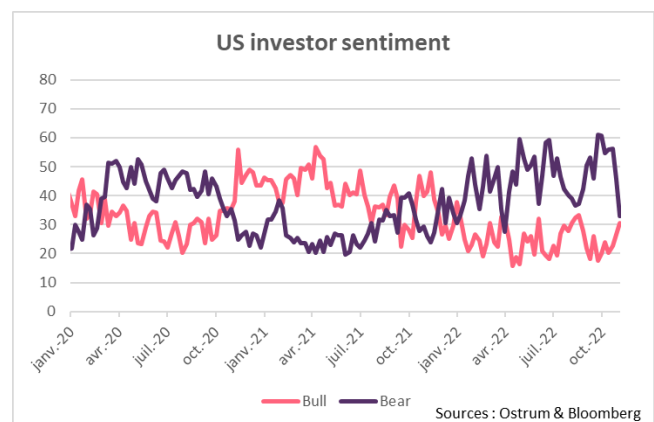
Certains indicateurs sont toutefois beaucoup plus noirs. Par exemple l'indice allemand IFO est composé de plusieurs questions, dont une sur les conditions présentes et une sur les conditions futures. La différence entre ces deux questions (appelée « IFO gap » en jargon d'économistes) donne habituellement la tendance à moyen terme. Le graphique ci-dessous montre la variation de cet « IFO gap ». Le message serait alors que l'effondrement à attendre est considérablement pire que ce que nous avons vécu pendant la grande crise de 2009 ou pendant la période Covid ! Préparez-vous à souffrir.



La situation aux États-Unis est moins extrême que celle en zone euro. Il n'y a pas vraiment d'équivalent de l'IFO gap. Mais les PMI sont là aussi nettement sous les 50 : si le manufacturier est toujours à 51,1, la composante service est à 46,6 et 47,3 pour le composite. Là aussi, des niveaux qui suggèrent une récession de l'ordre d'un quart de point au T4.

Il faut aussi noter que l'ISM manufacturier tient bien, alors que c'est un indicateur que regarde la Fed, contrairement au PMI.

Il faut toutefois noter que le sentiment des investisseurs, lui, s'est retourné assez fortement sur les deux dernières semaines. On avait 61 % de « bears » fin septembre, plus haut historique, et encore 56 % le 20 octobre. On est descendu à 33 % ce qui est proche de la médiane.



Si tous les indicateurs de sentiment ne sont pas aussi catastrophiques que l'IFO, il y a indiscutablement une très forte baisse de confiance qui devrait nous faire anticiper un scénario plus que compliqué sur la fin de l'année.

## La vraie vie est différente

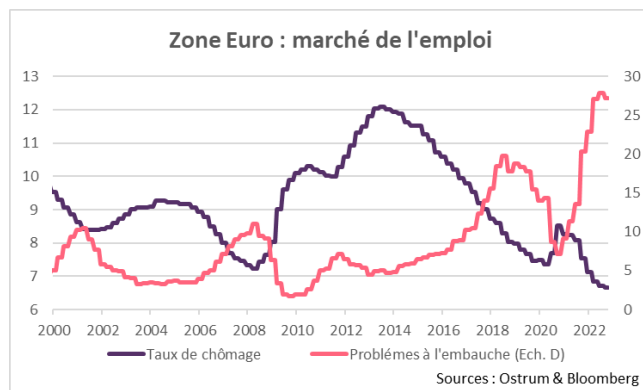
À l'inverse, les indicateurs « en dur », restent bien orientés. Le PIB qui progresse de 0,2 % au troisième trimestre en zone euro est un des derniers exemples.

On peut néanmoins argumenter que ces chiffres sont très en retard et que les enquêtes, précisément, donnent la direction du futur.

### Emplois

Plus perturbant, les données du marché de l'emploi restent bien orientées. Le taux de chômage en zone euro était à 6,6 % en septembre, un plus bas historique. Autre point qui mérite d'être souligné, l'enquête trimestrielle Eurostat qui vient de sortir montre qu'une proportion très élevée d'entreprises rencontre des difficultés à l'embauche. Plus du quart des entreprises européennes sondées disent que la raison pour laquelle elles n'augmentent pas leur production est un manque de main d'œuvre !

Il y a donc, toujours, bel et bien la volonté de créer des emplois.



Une création d'emploi est, par définition, un pari sur le futur pour l'entreprise. Et il est donc étrange (incohérent ?) d'avoir un marché de l'emploi aussi résilient avec une confiance aussi faible.

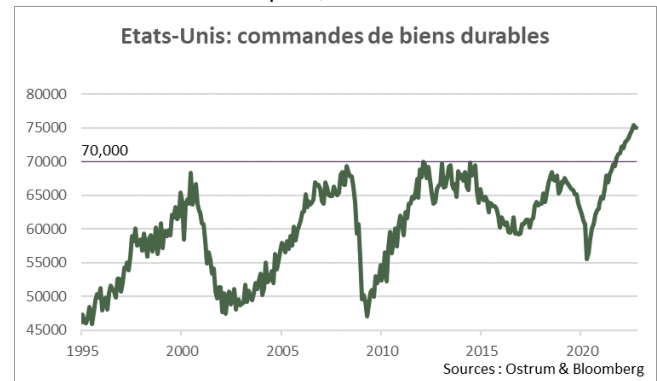
### Investissement

Dans la même veine, nous pouvons examiner les décisions relatives aux dépenses en immobilisations. Encore une fois, une telle décision est un pari sur l'avenir, elle est donc en partie fonction du niveau d'optimisme des entreprises. Malheureusement, nous n'avons pas d'informations détaillées en Europe sur la tendance très récente ; il n'y a pas de détails sur le PIB du troisième trimestre et aucune enquête traitant directement de cette question.

Cependant, nous avons un point de données intéressant des États-Unis : les commandes de biens durables. Les données sont publiées en variation (mois par mois et année par année), mais il est plus instructif d'examiner les données en niveau comme nous le faisons dans le graphique ci-dessous.

Le message est très clair avec un niveau record de

commandes. Cela montre que les investissements, tout comme la création d'emplois, sont encore très résilients.



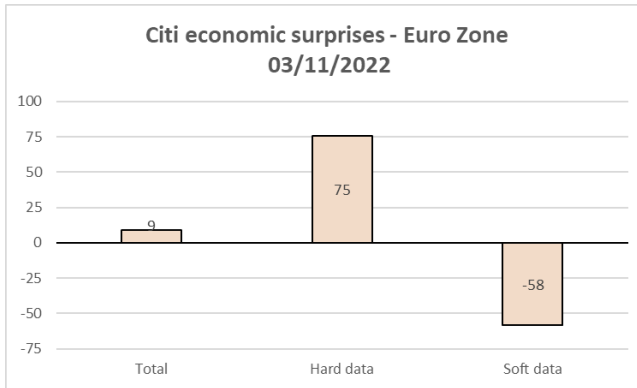
Pouvons-nous extrapoler cette conclusion à l'Europe ? Nous pensons que la réponse est « oui » pour deux raisons. Premièrement, le cycle des dépenses en immobilisations est en grande partie dicté par un facteur mondial commun. Par conséquent, le fait que les dépenses en immobilisations européennes s'effondrent, alors que les États-Unis n'ont jamais été aussi élevées, serait très particulier. Deuxièmement, les décisions d'investissement sont généralement très corrélées avec les décisions de création d'emplois, elles ont les mêmes moteurs et le même but : augmenter la production. Là aussi, il serait étrange que les entreprises européennes créent des emplois et réduisent leurs dépenses en capital de façon agressive.

## Surprises surprises

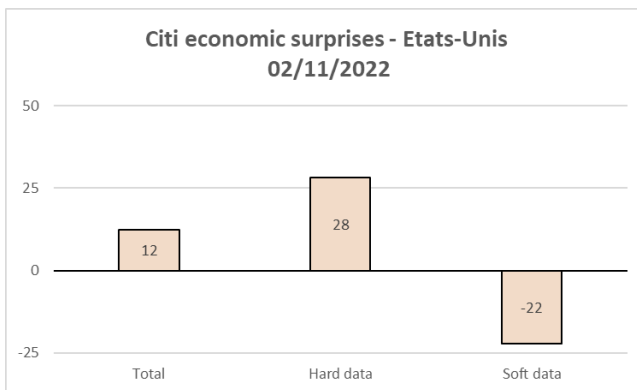
Une autre façon de voir le sujet est de regarder les surprises économiques. Citi compile la différence entre le niveau des données publiées et les attentes des économistes. L'indicateur, pour la zone euro, est actuellement à 8,9, soit un niveau très légèrement positif. Mais ce qui est plus intéressant, c'est la décomposition entre les surprises sur les données « soft » (comprendre les enquêtes) et les surprises sur les données « hard » (comprendre les données réelles, PIB, production industrielle, emploi, etc.).

La situation actuelle est très paradoxale. Les « soft data » ont fourni beaucoup de mauvaises surprises : l'indicateur est à - 58, ce qui le place dans le deuxième décile le plus bas de sa distribution historique. Un très mauvais chiffre, donc.

À l'opposé, les surprises « hard data » sont à + 75 dans le meilleur décile de la distribution historique. Les données « en dur » ont donc très nettement surpris à la hausse récemment.



La situation est similaire aux Etats-Unis même si, une fois de plus le grand écart est moins marqué.



On peut aussi noter que cet écart « soft »/« hard » est très inhabituel. Le flux de données tend à être homogène et les deux composantes à bouger dans la même direction. Un écart aussi important est très rare historiquement.

Là aussi il y a donc bien une divergence entre la perception et la réalité.

## Conclusion : la « théorie des préférences révélées »

La divergence actuelle entre le sentiment économique et la réalité est très inhabituelle. Si certaines enquêtes peuvent envoyer un signal extrêmement anxiogène, la réalité semble plus mesurée : en particulier les entreprises continuent de prendre des décisions qui les engagent pour le futur, création d'emplois ou investissement.

Paul Samuelson a proposé la « théorie des préférences révélées » : plutôt que de demander aux agents économiques leurs préférences, on regarde leurs choix concrets. Par exemple vous dites haut et fort que vous êtes au régime, mais votre caddie à la sortie du supermarché est plein de cassoulet et de tablettes de chocolat. Vous avez révélé vos préférences...

De même, à l'heure actuelle, les entreprises disent être pessimistes, voire très pessimistes sur le futur, mais elles n'agissent pas en conséquence. Au contraire, elles prennent des paris qui engagent le futur. À horizon fin d'année, une récession paraît très difficile à éviter. La question concerne son ampleur : si on en croit le comportement actuel des entreprises, elle pourrait rester modérée.

**Stéphane Déo**

- **La revue des marchés**

## Powell prolonge le cycle monétaire

### Rebond des actions avec l'espoir d'une reprise en Chine malgré le resserrement de la Fed.

L'espoir d'un assouplissement de la politique de zéro-covid en Chine a effacé le repli des indices boursiers après la communication du FOMC. La hausse de 75 pb est probablement la dernière de cette ampleur. Le prochain mouvement de taux devrait se limiter à 50 pb en décembre avant les derniers ajustements en 2023. Le sommet du cycle monétaire pourrait se situer au-delà de 5%. L'inversion de la courbe des taux s'accroît aux Etats-Unis. A l'inverse, la politique de la BoE reste une énigme et motive de nouveaux flux vendeurs sur la livre. Selon ses prévisions, le statu quo sur les taux à 3% engendrera une récession prolongée et une disparition rapide de l'inflation. Les rendements obligataires remontent sans préjudice aux actifs risqués. Le crédit se resserre à l'exception des covered bonds sensibles à l'évolution des swap spreads. La surperformance du high yield américain témoigne d'un net regain d'intérêt pour la classe d'actifs aux Etats-Unis. La dette émergente est aussi recherchée. Le dollar soutenu par la Fed abandonne un peu de terrain dans le rebond des actions en fin de semaine. La volatilité journalière reste toutefois élevée. Le yuan s'affiche en rebond, les intervenants tablent sur une réouverture de l'économie et un rapprochement avec l'Allemagne. Le secteur de la technologie en Chine retrouve des niveaux inconnus depuis mars dernier.

La Réserve fédérale a relevé son taux de 75 pb à 4%. Jerome Powell a ménagé les marchés en laissant entendre que les prochains mouvements seraient réduits mais reconnaît que les données disponibles militent pour des taux plus élevés en 2023. Une hausse de 50 pb semble acquise en décembre mais les projections pour l'an prochain intégreront d'autres relèvements de taux. Le marché estime le sommet des taux à 5,25% pour la borne haute des Fed funds. Les dernières publications de l'emploi n'indiquent pas d'inflexion malgré le coup de frein sur les embauches annoncé par plusieurs grandes entreprises. Les postes vacants ont en réalité de nouveau progressé en dépit des signaux de modération de l'activité. L'emploi a augmenté de 261k en octobre après 315k le mois précédent. Le taux de chômage remonte toutefois de 0,2 pp à 3,7%. Les salaires horaires moyens progressent de 4,7% sur un an. Au Royaume-Uni, après un mois tumultueux, la BoE a procédé à une hausse des taux de 75 pb. L'absence d'unanimité avec deux votes pour des hausses de 50 et 25 pb respectivement a immédiatement pesé sur le sterling d'autant qu'Andrew Bailey laissait entendre qu'un statu quo à 3% permettrait une dégrèvement rapide de l'inflation (sous 2% dès 2024) au prix d'une longue récession. La pression du nouveau gouvernement fait craindre un risque de

dominance budgétaire. La BoE, en relevant les taux et en vendant ses titres (jusqu'à 6 Mds £ cette année), cristallise des pertes éponnées à hauteur de 11 Mds £ par un transfert récent du Trésor. L'indépendance de la Banque centrale est en jeu et, dans ce contexte, c'est la Livre qui fait office de variable d'ajustement.

Les marchés de taux restent dominés par la thématique de resserrement monétaire. Le spread 2-10 ans américain s'est échangé sous -60 pb avant la publication de l'emploi vendredi, un niveau inédit depuis plus de 40 ans. Le taux à 2 ans traite autour de 4,70% attirant les flux vers les fonds monétaires en dollars. L'encours des fonds monétaires dépasse le seuil de 4500 Mds \$, soit le niveau qui prévalait au plus fort de la pandémie. Le redressement des actifs risqués devrait favoriser une repentification des courbes à terme. L'inflation reste sous pression compte tenu du volontarisme affiché par la Fed. Le 10 ans se situe autour de 4,20%. Le refinancement trimestriel du Trésor a mis l'accent sur la liquidité du marché. Le Trésor étudie une stratégie de rachat de titres afin de corriger les écarts de liquidité des Treasuries et abondera davantage que prévu les maturités émises chaque mois. En zone euro, Christine Lagarde réitère la nécessité d'agir sur l'inflation. Le Bund repart à la baisse cette semaine avec un 10 ans proche de 2,30%. Les spreads souverains sont sans tendance malgré la cherté relative des BTPs italiens ou des OATs françaises. Le remboursement anticipé des TLTROs (annoncé le 16 novembre) ne devrait pas avoir d'impact sur les spreads. Le marché des covered bonds semble plus exposé à ce risque.

Sur le marché du crédit, l'embellie se confirme avec une semaine de resserrement de spreads de l'ordre de 6-7 pb. Le marché primaire est très calme (40% inférieur à la moyenne) avec seulement 3 Mds € d'émissions au total. La fin des publications favorisera un retour du primaire en particulier d'émetteurs américains. La balance des flux vers les fonds s'est aussi stabilisée. On observe une surperformance des dettes hybrides de bonne qualité. Le niveau des spreads sur l'euro IG se situe 14 pb sous les sommets de l'année (140 pb contre swap).

Le rebond des actions est sans doute nourri par les rachats de positions vendeuses qui détendent la prime de risque et l'espoir d'un redressement de la croissance chinoise. Les flux vers les fonds d'actions européennes suggèrent que les investisseurs voient la lumière au bout du tunnel. Les valorisations sont en ligne avec les moyennes de long terme avec toutefois un risque de révisions à la baisse des résultats. Le luxe européen profite de l'amélioration du sentiment envers la Chine. Les publications du secteur de la Technologie aux Etats-Unis plombent néanmoins le marché d'autant que la sensibilité aux taux longs est forte. Le marché du high yield européen, et plus encore américain, séduit de nouveau les investisseurs. Les projections d'évolution des notations aux Etats-Unis sont favorables au marché et les spreads impliquent une prime confortable dans un contexte de taux de défaut réduit.

**Axel Botte**

Stratégiste international

● **Marchés financiers**

<b>Emprunts d'Etats</b>	<b>7-nov.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2022 (bp)</b>
EUR Bunds 2a	2.15%	+21	+28	+277
EUR Bunds 10a	2.28%	+13	+8	+245
EUR Bunds 2s10s	12.2bp	-8	-20	-31
USD Treasuries 2a	4.7%	+22	+40	+397
USD Treasuries 10a	4.16%	+12	+28	+265
USD Treasuries 2s10s	-54.6bp	-11	-11	-132
GBP Gilt 10a	3.54%	+3	-70	+257
JPY JGB 10a	0.26%	+1	-5	-7
<b>EUR Spreads Souverains (10a)</b>	<b>7-nov.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2022 (bp)</b>
France	52.77bp	-1	-1	+15
Italie	215.27bp	0	0	+80
Espagne	104.84bp	-3	-3	+30
<b>Inflation Points-morts (10a)</b>	<b>7-nov.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2022 (bp)</b>
EUR 10a Inflation Swap	2.69%	+8	+28	+63
USD 10a Inflation Swap	2.75%	-1	+24	-2
GBP 10y Inflation Swap	4.2%	+7	+15	+2
<b>EUR Indices Crédit</b>	<b>7-nov.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2022 (bp)</b>
EUR Credit IG OAS	214bp	-9	-6	+119
EUR Agences OAS	90bp	+2	+1	+41
EUR Obligations sécurisées OAS	100bp	+2	-7	+54
EUR High Yield Pan-européen OAS	602bp	-17	-21	+284
<b>EUR/USD Indices CDS 5a</b>	<b>7-nov.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2022 (bp)</b>
iTraxx IG	107bp	-7	-25	+59
iTraxx Crossover	518bp	-34	-114	+276
CDX IG	89bp	-1	-12	+39
CDX High Yield	515bp	-2	-64	+222
<b>Marchés émergents</b>	<b>7-nov.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2022 (bp)</b>
USD JPM EMBI Global Div. Spread	525bp	-15	-18	+156
<b>Devises</b>	<b>7-nov.-22</b>	<b>-1sem (%)</b>	<b>-1m(%)</b>	<b>2022 (%)</b>
EUR/USD	\$0.999	1.103	2.535	-12.1
GBP/USD	\$1.147	0.009	3.464	-15.2
USD/JPY	JPY 146	1.613	-0.752	-21.4
<b>Matières Premières</b>	<b>7-nov.-22</b>	<b>-1sem (\$)</b>	<b>-1m(\$)</b>	<b>2022 (%)</b>
Brent	\$98.1	\$5.3	\$2.2	34.54994512
Or	\$1 678.0	\$44.5	-\$16.8	-8.2643
<b>Indices Actions</b>	<b>7-nov.-22</b>	<b>-1sem (%)</b>	<b>-1m(%)</b>	<b>2022 (%)</b>
S&P 500	3 771	-3.35	3.60	-20.9
EuroStoxx 50	3 711	2.59	9.95	-13.7
CAC 40	6 427	2.56	9.55	-10.1
Nikkei 225	27 528	1.56	1.52	-4.4
Shanghai Composite	3 078	6.37	1.77	-15.4
VIX - Volatilité implicite	25.39	-1.89	-19.04	47.4

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 ...07/11/2022

### 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)