

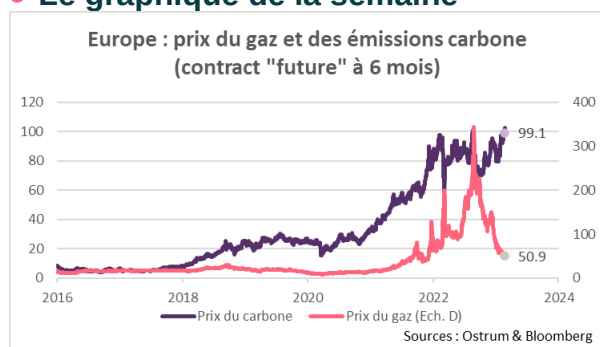
● Le thème de la semaine : Grèce le retour !

- La notation de la Grèce continue de s'améliorer. Ceci est tout sauf une surprise ;
- C'est lié à des aspects conjoncturels et en particulier au rebond après la crise de la dernière décennie ;
- Certes l'héritage est lourd, mais la trajectoire de la dette est une des plus ambitieuses et donc justifie l'amélioration de la notation ;
- Il faut aussi souligner certains développements, en particulier sur le plan ESG, qui suggèrent que la Grèce a profondément changé.

● La revue des marchés : L'inflation plus élevée pèse sur les marchés

- Les marchés sous le choc de l'accélération de l'inflation américaine ;
- Ils anticipent des taux directeurs plus élevés, pour plus longtemps ;
- Fortes tensions sur les taux souverains, surtout sur la partie courte ;
- Les marchés actions enregistrent leur pire semaine de l'année.

● Le graphique de la semaine



Le prix des émissions carbone (improprement appelé « droits à polluer ») a dépassé 100 € la tonne pour la première fois la semaine dernière.

La bonne nouvelle c'est que cette hausse de prix favorise la transition énergétique. Il devient de plus en plus coûteux d'utiliser des énergies fossiles. Une bonne nouvelle à long terme donc.

La mauvaise nouvelle est que cette hausse est en partie liée au fait que la pénurie de gaz a donné lieu à une utilisation importante de charbon et donc à des achats importants sur les émissions carbone. Une mauvaise nouvelle à court terme donc.

● Le chiffre de la semaine

94

Source : Ostrum AM

Le mot « inflation » est utilisé 94 fois dans les minutes de la Fed.
Le mot « récession » 4 fois.



Stéphane Déo

Directeur stratégie marchés
stephane.deo@ostrum.com



Axel Botte

Stratège international
axel.botte@ostrum.com



Zouhoure Bousbih

Stratège pays émergents
zouhoure.bousbih@ostrum.c



Aline Goupil-Raguénès

Stratège pays développés
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

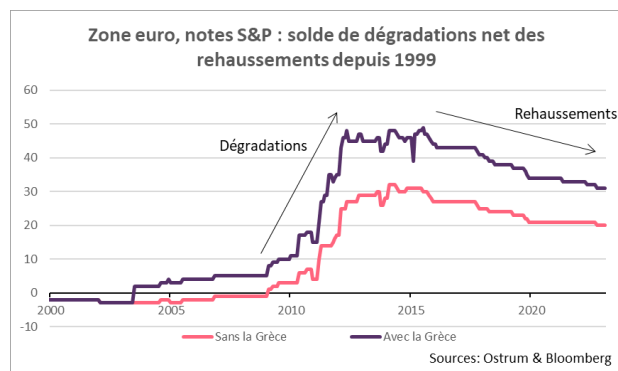
● **Thème de la semaine**

Grèce : le retour !

La notation de la Grèce continue de s'améliorer. Ceci est tout sauf une surprise. C'est lié à des aspects conjoncturels et en particulier au rebond après la crise de la dernière décennie. Mais il faut aussi souligner certains développements, en particulier sur le plan ESG, qui suggèrent que la Grèce a profondément changé.

La remontada

Le 27 janvier, Fitch a changé la note de la Grèce et l'a portée à BB+. C'est le sixième rehaussement de note consécutif depuis le 30 juin 2015 où l'agence avait porté la note à CC. Même direction pour S&P, où la Grèce avait été abaissée à CCC-, le 29 juin 2015, et a été réhaussée sept fois depuis, atteignant BB+ le 22 avril 2022. Enfin, la Grèce était Caa3 chez Moody's le 1er juillet 2015, elle a été réhaussée cinq fois depuis, atteignant Ba3 le 6 novembre 2020.

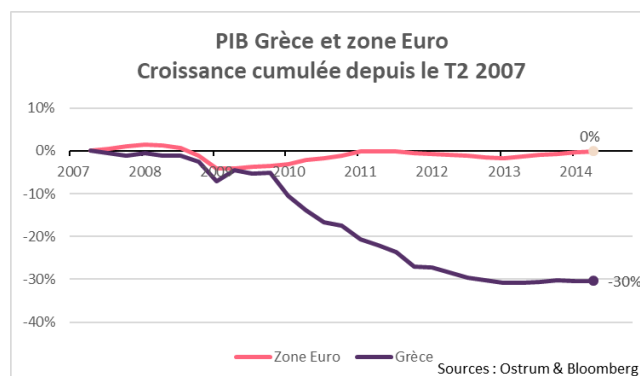


Une remontada impressionnante, certes après une descente aux enfers tout aussi impressionnante. Justifié ? Nous le pensons. Et c'est ce que nous allons expliquer ci-dessous. Est-ce la fin ? Probablement pas. La remontada est due à l'effet habituel du rebond post-crise. Mais il existe aussi des facteurs qui laissent penser que la Grèce a plus profondément changé.

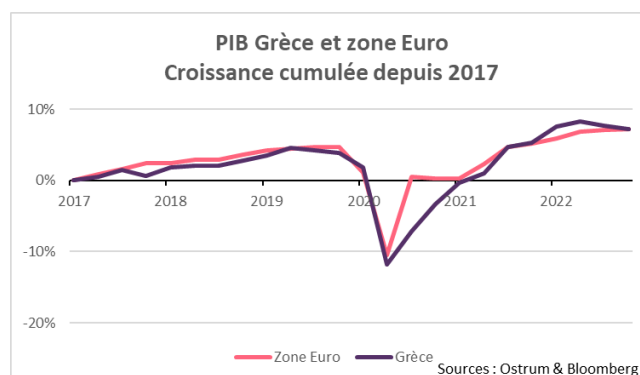
Le nettoyage de l'économie

Une partie de l'histoire est liée, tout simplement, à la stabilisation de l'économie après une cure d'amaigrissement très importante. Entre le deuxième trimestre 2007, date à laquelle le PIB grec atteint un plus haut historique, et les sept années qui ont suivi, l'activité s'est contractée de 30 %. Si la

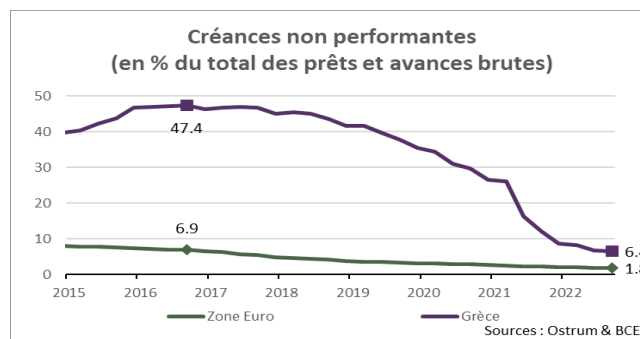
performance de la zone Euro sur la même période est tout sauf glorieuse, une croissance nulle, la contraction de l'économie grecque est extrême.



Toutefois, la situation est maintenant stabilisée et le PIB grec sur les cinq dernières années a performé en ligne avec celui de la zone Euro. Dans son dernier « Article IV », le FMI commente d'ailleurs « La Grèce a bien résisté à la pandémie, avec une reprise nettement plus forte que prévu. » Une des conséquences bienvenues est la baisse très rapide du taux de chômage, passé de 27,7 % en 2013 à 11,6 % en fin d'année dernière.

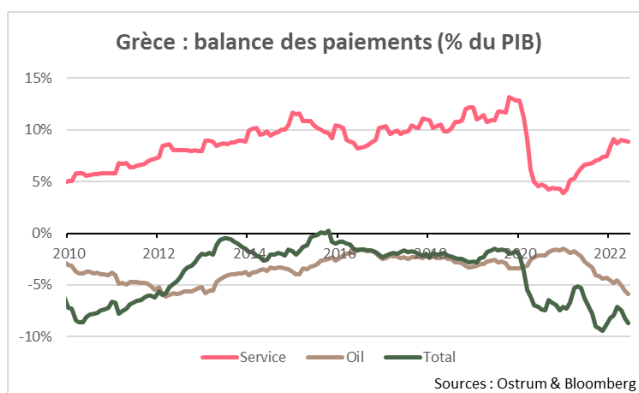


Il est aussi important de souligner l'aspect financier avec un effort là aussi colossal pour améliorer le système financier. La meilleure illustration est le niveau de créances douteuses qui, d'après les chiffres de la BCE, avaient atteint le niveau incroyable de 47,4 % au troisième trimestre 2013. Le dernier chiffre, troisième trimestre 2022, n'est plus que de 6,4 % !



Il reste néanmoins un point à surveiller. Les déséquilibres extérieurs se creusent de nouveau. C'était une des causes majeures de la crise précédente. La balance des paiements s'est redressée : entre 2014 et 2019, le déficit n'était en moyenne que de 1,7 % du PIB. Mais la Grèce a dû absorber deux chocs récents qui ont beaucoup affecté l'équilibre extérieur.

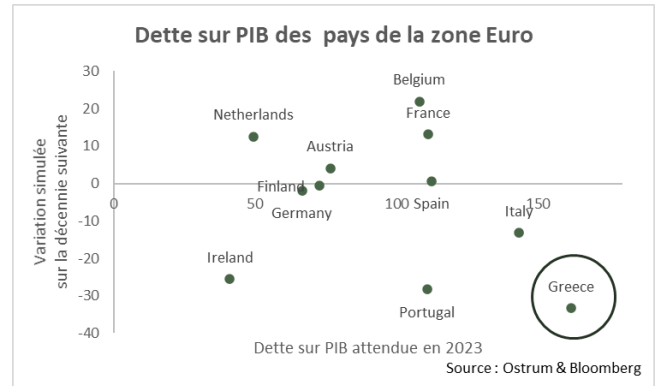
- D'abord la crise Covid qui a bien évidemment eu un impact important sur les flux de tourisme, donc sur la balance des services qui a baissé de presque 10 points de pourcentage (ppt) du PIB. Elle se relève très rapidement et c'est une bonne nouvelle.
- Ensuite la crise énergétique qui a creusé le déficit pétrolier de plus de 4 ppt de PIB. Cette partie est malheureusement plus pérenne.



Les finances publiques

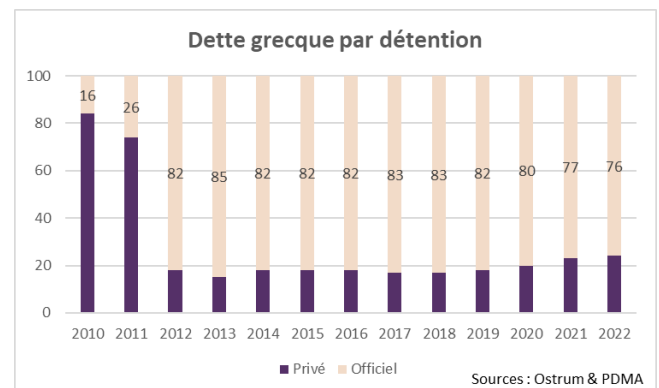
L'héritage est très lourd avec, après la crise de la décennie précédente, une dette sur PIB qui a atteint 209,5 % au premier trimestre 2021 d'après Eurostat. Toutefois, la dynamique est très encourageante. Le dernier chiffre disponible, pour le troisième trimestre 2022 était de 178,2 %, une baisse de plus de 30 points en deux ans, loin, très loin des autres pays.

Dans un MyStratWeekly précédent, nous avons simulé la trajectoire de dette des principaux pays de la zone euro à partir des données de budgets prévisionnels publiés par la Commission Européenne. Nous avons obtenu les résultats du graphique suivant. La Grèce est certes le pays qui a de loin la dette la plus imposante. Mais, d'après nos calculs, c'est aussi le pays qui a la trajectoire « spontanée » de baisse la plus marquée. Là aussi de loin : nos modèles suggèrent une baisse du ratio de 33 ppt sur 10 ans. Le FMI dans son dernier rapport a une baisse encore plus rapide de 25 ppt en seulement 5 ans.



Il est très important de souligner aussi le caractère unique de la dette publique grecque. Là aussi, héritage de la crise précédente, le MES (Mécanisme Européen de Stabilité) détient environ 55 % de la dette publique de la Grèce et l'échéance restante pondérée des prêts du MES/FESF est de 31 ans. En raison du faible taux d'intérêt sur ces prêts – grâce au faible coût de financement du MES, évalué AAA sur cette période – les coûts annuels de service de ces prêts restent très modérés. Les finances publiques grecques sont donc très largement immunes aux mouvements des taux alors que la progression de l'inflation améliore les recettes budgétaires nominales.

Pendant la crise financière, le MES a été le principal moyen de soutien. L'UE a ajouté d'autres aides pour lutter contre la crise actuelle. La Grèce recevra une part importante de ces programmes, soit environ 17,8% de son PIB.



Résultat, d'après l'agence de la dette grecque, la maturité résiduelle moyenne était de 17,5 ans en 2022 alors que le taux moyen était de 1,54 %.

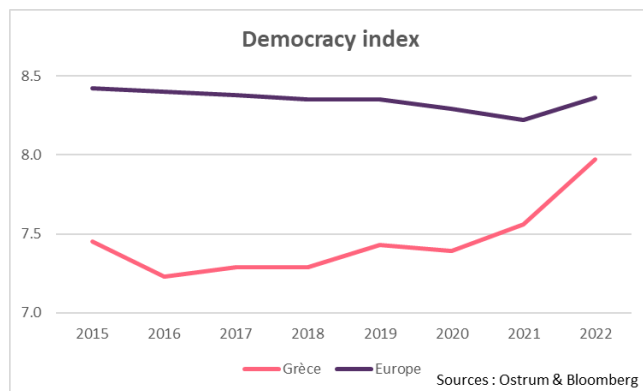
Aspects structurels : ESG

Les éléments que nous venons de souligner sont très habituels : PIB, trajectoire des finances publiques, santé du secteur financier, équilibres extérieurs. Du grand classique pour un pays qui sort d'un plan du FMI.

Il est aussi intéressant de regarder les données ESG de la Grèce. Il y a effectivement eu une évolution, certes beaucoup moins spectaculaire, dans ce domaine mais tout aussi importante à notre avis.

La Grèce a montré au-delà du raisonnable, que l'ESG, et en particulier le « G », est un élément fondamental pour la compréhension d'une économie. La faiblesse de l'Etat et son manque d'organisation ont été une des causes de la débâcle de la décennie précédente. Les choses ont changé, par exemple avec l'aide de la Commission Européenne qui a dédié une « task force » pour aider la Grèce à mettre en place un système fiscal moderne. Ces efforts de fond ont payé. Comme le montre un certain nombre d'indicateurs.

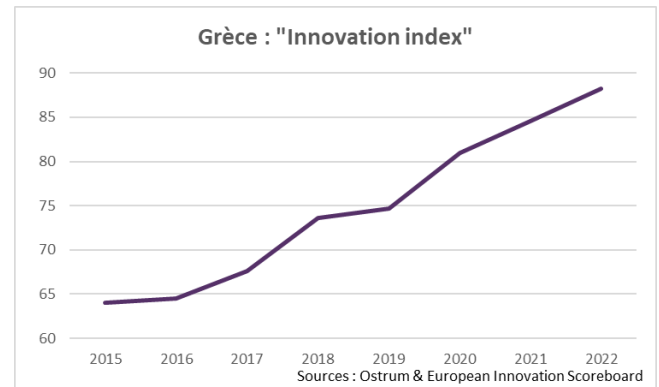
Le « Democracy Index » par exemple avait beaucoup souffert pendant la crise. Il s'est redressé et est revenu sur des niveaux proches de ceux qui prévalent en Europe.



De même le « Rule of law » index est bien orienté depuis un peu moins d'une décennie.



On peut aussi noter que la Banque Mondiale fournit un indice « starting business », elle donne un score de 96,0 à la Grèce, 11ème pays au monde, alors que la moyenne de l'OCDE est à 91,3. Dernier indicateur à souligner dans cette veine, la Commission Européenne calcule un indice d'innovation. Là aussi l'amélioration est très nette pour la Grèce qui accusait un retard important et qui converge vers la moyenne européenne.



Il semble donc que sur un certain nombre d'indicateurs structurels de gouvernance la Grèce ait fait des progrès importants. Si ces efforts de fond sont moins spectaculaires que l'amélioration de certaines variables économiques, elles sont tout aussi importantes à moyen terme. Et encourageantes pour le futur. Nous pensons qu'elles ne reçoivent pas assez d'attention des commentateurs.

Conclusion

La Grèce a vu sa note réhaussée à plusieurs reprises. Il nous semble que l'ajustement n'est pas fini et que d'autres relèvements sont à venir. Certes, l'héritage est lourd, en particulier en termes de passif. La dette de l'Etat et la position extérieure nette restent les plus négatives en Europe, et de loin. Mais la trajectoire de la dette est, là aussi de loin, une des plus ambitieuses et donc justifie l'amélioration de la notation.

Moins commenté, et peut-être plus important sur le long terme, les notes ESG de la Grèce ont elles aussi progressé de manière très nette. Et c'est peut-être là l'aspect le plus encourageant à moyen terme.

Stéphane Déo

• La revue des marchés

L'inflation plus élevée pèse sur les marchés

L'inflation plus forte que prévu fait craindre des taux directeurs plus élevés pendant plus longtemps.

Les marchés obligataires et actions ont été affectés par les craintes d'un resserrement monétaire plus important de la part des banques centrales afin de juguler une inflation trop forte.

Si la semaine a débuté calmement avec la fermeture des marchés américains pour le President Day, les marchés ont réagi dès mardi matin à la publication de l'enquête S&P bien meilleure qu'attendue. L'indice PMI composite de la zone Euro s'est établi à 52,3 en février, contre 50,3 en janvier, s'éloignant du seuil de la stabilité de 50 et signalant une accélération de l'activité. L'indice composite au Royaume-Uni est également sorti bien meilleur qu'attendu tout comme celui des Etats-Unis. L'amélioration est venue des services et donc potentiellement de tensions domestiques supplémentaires, alors que l'activité continue de se contracter dans le secteur manufacturier, affectée notamment par la baisse des nouvelles commandes étrangères.

Par la suite, c'est la révision en hausse de l'inflation en zone Euro qui a retenu l'attention. Elle est finalement ressortie à 8.6% en janvier, contre 8.5% en 1^{ère} publication, en raison d'une inflation core (hors alimentation et énergie) plus élevée : 5.3% contre 5.2%. Celle-ci s'établit à un nouveau plus haut historique en raison des contributions plus fortes des biens et des services. Cela reflète une diffusion de la hausse des prix de l'énergie à un plus grand nombre de secteurs ainsi que les pressions domestiques liées à la hausse des salaires. Ces chiffres militent pour une hausse des taux de la BCE de 50 points de base en mars et la poursuite des relèvements. Les anticipations de taux de dépôt des marchés ont ainsi augmenté pour atteindre 3,75% en octobre 2023, contre 3.59% en septembre 2023 en fin de semaine dernière. Cela a amené le gouverneur François Villeroy de Galhau à indiquer que les marchés surréagissaient aux attentes de taux directeur. Le compte rendu de la réunion de la BCE et les chiffres d'inflation de février, qui sortiront cette semaine, permettront de mieux appréhender l'ampleur du resserrement à venir.

C'était ensuite au tour des Etats-Unis de retenir l'attention. Si les marchés n'ont pas tenu compte de la révision en baisse du PIB du 4^{ème} trimestre (2,7% en rythme annualisé contre 2,9%), ils se sont inquiétés du déflateur du PIB plus élevé qu'initialement reporté (3,9% contre 3,5% en taux annuel). Finalement, c'est le déflateur de la consommation des ménages (PCE), mesure préférée d'inflation de la Fed, qui a assommé les marchés vendredi après-midi. L'indice est ressorti à 5,4%, contre 5% attendu par le consensus, et le chiffre de décembre a été révisé en hausse à 5,3%.

Jerome Powell avait indiqué à l'issue de la réunion de la Fed que la banque centrale suivait de près le déflateur mesuré par l'indice core des services hors immobilier, celui-ci étant le plus à même de refléter les tensions inflationnistes sur le plan domestique. Ce dernier a augmenté de 0.6% sur le mois et a accéléré à 4,6% sur un an, contre 4,3% en décembre, pour retrouver le niveau d'octobre.

Si les Minutes de la Fed ont signalé la nécessité de hausses de taux supplémentaires en raison d'un marché du travail très tendu et d'une inflation beaucoup trop élevée, les chiffres publiés depuis lors (emplois, ventes de détail, consommation, inflation et PCE) présagent d'un taux terminal plus élevé et de son maintien à un haut niveau plus longtemps. Les attentes de taux de la Fed par les marchés ont augmenté à 5,4% en juillet 2023, contre 5,28% en fin de semaine dernière.

Dans ce contexte, les marchés obligataires souverains ont connu de fortes tensions. Elles ont été plus importantes sur la partie courte de la courbe des taux, celle-ci contenant les anticipations de politique monétaire. Le taux à 2 ans allemand s'est ainsi tendu de 15 pb sur la semaine pour terminer à 3%, un plus haut depuis 2008, et le taux à 10 ans a augmenté de 10 pb pour clôturer à 2,5%. Aux Etats-Unis, le taux à 2 ans s'est tendu de 20 pb pour s'établir à 4,8%, un sommet depuis 2007, et le 10 ans a augmenté de 13 pb pour clôturer à 3,9%. Dans ce contexte d'inflation plus forte qu'anticipé, les points morts d'inflation en zone Euro ont augmenté de 9 pb à 2,52%. Les spreads des pays périphériques se sont relativement bien tenus : le spread espagnol est resté inchangé, avec une syndication de 15 ans qui s'est bien passée, et le spread italien s'est établi à 190 pb (+4 pb). Les spreads sur le marché du crédit en zone Euro se sont légèrement écartés : 3 pb pour le IG et 5 pb sur le HY.

Sur les changes, le dollar s'est apprécié sur la semaine dans un contexte d'aversion au risque et d'anticipations de plus fortes hausses de taux de la Fed. Le yen s'est déprécié pour revenir vers les 136 yens pour un dollar. Lors de son audition devant le Parlement, en vue de sa confirmation à la tête de BoJ, Kazuo Ueda s'est inscrit dans la continuité de la politique monétaire actuelle. La hausse de l'inflation au-dessus de la cible de 2% est liée aux prix des biens importés et n'est donc pas durable, ce qui justifie le maintien d'une politique monétaire très accommodante. C'est une façon de ne pas se lier les mains, avant son arrivée à la tête de la BoJ en avril, et de prendre le temps d'évaluer les tensions inflationnistes provenant du marché du travail avant de modifier la politique monétaire.

Les marchés actions, qui avaient jusqu'à présent relativement bien résisté aux craintes de plus fort resserrement monétaire, se sont inscrits en baisse de 2,9% pour le S&P et de 2,2% pour l'Eurostoxx 50 et le CAC 40. Les valeurs de croissance, plus sensibles à la remontée des taux pour les bénéfices futurs, ont été les plus affectées.

Aline Goupil-Raguénès

Stratégiste pays développés

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	27-févr.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	3.01%	+11	+43	+24
EUR Bunds 10a	2.52%	+6	+28	-5
EUR Bunds 2s10s	-49.3bp	-5	-15	-29
USD Treasuries 2a	4.81%	+20	+61	+39
USD Treasuries 10a	3.93%	+12	+43	+6
USD Treasuries 2s10s	-88.8bp	-8	-19	-33
GBP Gilt 10a	3.73%	+25	+40	+5
JPY JGB 10a	0.51%	+0	-1	+8
EUR Spreads Souverains (10a)	27-févr.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	47.2bp	+1	+1	-7
Italie	186.7bp	0	0	-28
Espagne	95.8bp	-1	-4	-13
Inflation Points-morts (10a)	27-févr.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.52%	+8	+23	-3
USD 10a Inflation Swap	2.55%	-4	+5	+1
GBP 10y Inflation Swap	3.78%	+3	+13	-12
EUR Indices Crédit	27-févr.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	147bp	+3	-8	-20
EUR Agences OAS	71bp	+1	-5	-8
EUR Obligations sécurisées OAS	79bp	+1	-5	-5
EUR High Yield Pan-européen OAS	437bp	+5	-34	-75
EUR/USD Indices CDS 5a	27-févr.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	80bp	+2	+2	-11
iTraxx Crossover	415bp	+7	+9	-58
CDX IG	77bp	+4	+6	-5
CDX High Yield	465bp	+20	+35	-19
Marchés émergents	27-févr.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	445bp	-9	+2	-7
Devises	27-févr.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
EUR/USD	\$1.055	-1.235	-2.889	-1.4
GBP/USD	\$1.196	-0.607	-3.384	-1.0
USD/JPY	JPY 136	-1.338	-4.542	-3.6
Matières Premières	27-févr.-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2022 (%)
Brent	\$83.1	-\$1.0	-\$3.3	-2.953882078
Or	\$1 811.5	-\$29.4	-\$116.5	-0.6842
Indices Actions	27-févr.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
S&P 500	3 970	-2.94	-2.47	3.4
EuroStoxx 50	4 179	-2.16	0.02	10.2
CAC 40	7 187	-2.02	1.27	11.0
Nikkei 225	27 424	-0.32	0.15	5.1
Shanghai Composite	3 258	-0.98	-0.21	5.5
VIX - Volatilité implicite	21.67	7.44	17.07	0.0
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-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 ...27/02/2023

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