

## ● Quatre thématiques pour 2023

Comme l'année dernière, nous présentons chacun un sujet qui nous semble crucial à surveiller cette année. Nous profitons aussi de cette publication pour vous souhaiter une excellente année 2023.

- Fortes émissions d'obligations souveraines et QT de la BCE convergeront pour créer des risques pour le marché souverain ;
- La fraude, un péril de fin de cycle. Le cycle de la fraude tend à se superposer au cycle économique ;
- La Chine, après trois ans d'isolationnisme, la deuxième puissance économique mondiale s'ouvre enfin et en force !
- Risques de liquidités liés à la poursuite du resserrement des politiques monétaires et à la plus forte présence des non-banques.

## ● La revue des marchés : Le dilemme de la Fed

- La Fed fait face à la détente des conditions financières ;
- L'inflation sous-jacente (5,2 %) grimpe encore en zone euro ;
- Les flux s'améliorent sur les actions européennes ;
- Les marchés de taux absorbent un déluge d'émissions.

## ● Le graphique de la semaine



La fin d'une époque !

Le volume de la dette à rendement négatif s'élevait à plus de 18 000 milliards en 2021 et était toujours supérieur à 14 000 milliards à la fin de 2021. Cette semaine, il est revenu à zéro pour la première fois depuis le début de 2010.

La dette négative s'est évaporée l'an dernier en Europe et les récentes mesures prises par la BoJ ont permis à JGB de revenir en territoire positif. La baisse a été assez impressionnante et illustre l'ampleur du changement que nous avons connu depuis le début de l'année dernière.

## ● Le chiffre de la semaine

**4**

Source : Ostrum AM

La France est le quatrième pays sur 76 dans le classement « Green Future Index » du MIT. Incontestablement, il reste beaucoup à faire, mais la France obtient de bons résultats.



**Stéphane Déo**  
Responsable de la Stratégie  
Stephane.deo@ostrum.com



**Axel Botte**  
Stratégiste international  
axel.botte@ostrum.com



**Zouhoure Bousbih**  
Stratégiste pays émergents  
zouhoure.bousbih@ostrum.c



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

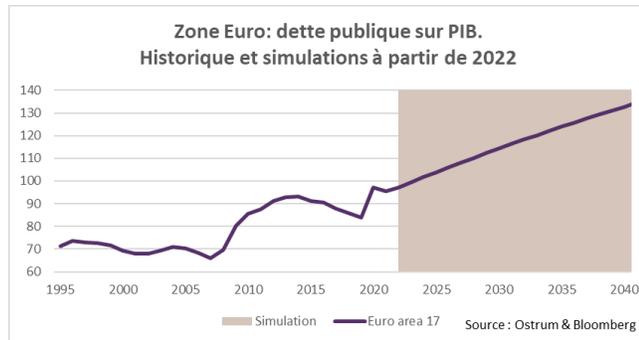
● **Thème de la semaine #1**

# Crise souveraine ?

**La détérioration rapide des finances publiques, le volume d'émission important en 2023 et l'introduction du QT constituent un cocktail particulièrement indigeste pour les marchés.**

## Soutenabilité des finances publiques

Le déficit public des pays de la zone euro était de 5,1 % en 2021, un déficit qui ne devrait pas vraiment se réduire en 2022 avec tous les programmes de soutien à l'activité qui ont été mis en place. Une simulation de la trajectoire de la dette sur PIB donne le graphique suivant. Il s'agit bien d'une simulation, dans l'hypothèse que la politique budgétaire ne change pas, que la croissance est sur sa tendance et que les taux ne bougent pas non plus. La « trajectoire spontanée » obtenue ne laisse pas de place au doute : cette trajectoire est exponentielle et n'est donc pas tenable à terme. Les États n'auront d'autre choix que de revenir sur une politique plus rigoureuse.



Il faut toutefois préciser que la situation, comme toujours, est très contrastée pour les pays. En particulier, nos simulations montrent une trajectoire à la baisse pour la dette du Portugal et, dans une moindre mesure, pour l'Irlande. À l'opposé, la trajectoire spontanée de la France est particulièrement dynamique, celle de l'Italie et de l'Espagne sont aussi à surveiller.

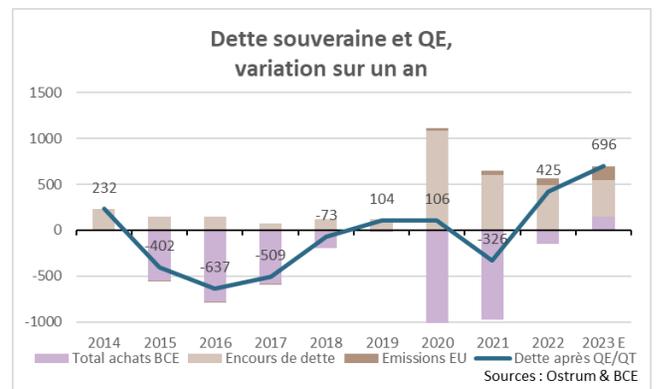
Alors que le taux de chômage est au plus bas historique, et donc l'output gap est positif, un tel déficit est plus qu'inquiétant. Les efforts consentis sont toutefois très limités et le retour à une trajectoire plus raisonnable sera, au mieux, longue à se mettre en place.

## Émissions

En termes d'émissions de dette publique, l'année 2023 pourrait donc être plus que compliquée. Notre estimation du

déficit de la zone est de l'ordre de 400 milliards, un chiffre proche des estimations de besoin de financement faites par les différentes banques. Il faut ajouter à ce chiffre presque 150 milliards d'émissions de l'UE pour financer ses programmes, un montant très largement supérieur à celui des années précédentes.

Il faut enfin ajouter à ce chiffre l'action de la BCE. Depuis 2015, la BCE a acheté, à travers ses différents programmes de QE, 4 246 milliards d'euros d'obligations souveraines. Sur la même période, la dette souveraine a progressé de 3 013 milliards. La BCE a donc acheté largement plus que l'émission, c'est de facto elle qui a financé les besoins des États depuis 8 ans.



L'annonce du QT est donc un vrai tournant pour les marchés, avec 15 milliards par mois à partir de mars : la BCE rendrait donc au marché 150 milliards sur l'année.

Entre les besoins des États, l'UE et le QT, ce sont donc environ 700 milliards que les marchés doivent absorber, une augmentation très forte par rapport à la dernière décennie.

## Conclusion

Le psychodrame en Grande-Bretagne en septembre après la présentation du budget un peu lunaire de Liz Truss a défrayé la chronique. Mais l'Europe est-elle complètement à l'abris ? Certes, les politiques budgétaires sont loin des frasques de Mme Truss, mais la trajectoire est tout aussi inquiétante et la pression mise sur les marchés en termes de besoin de financement est sans précédent. Le risque d'un accident n'est pas négligeable, quand le marché n'est plus capable d'absorber tout ce papier.

Une solution serait alors de fermer le QT ou, en dernière extrémité, de rouvrir le QE. On serait alors en pleine « fiscal dominance » où les politiques budgétaires tordent le bras à la BCE et la forcent à mettre en place une politique monétaire sous-optimale. Avec des conséquences sur l'inflation inévitables, et une perte de crédibilité inéluctable.

**Stéphane Déo**

● **Thème de la semaine #2**

# La fraude, péril de fin de cycle

**Les marchés financiers sont les procureurs les plus sévères. Le ralentissement de la croissance agit souvent comme un révélateur des faiblesses structurelles des entreprises non viables et met au jour les cas de fraudes. Un cycle de fraude se superpose ainsi au cycle économique : plus l'expansion se prolonge, plus les cas de fraudes s'accroissent. Les pratiques douteuses prennent des formes diverses, allant des pyramides de Ponzi à une comptabilité « créative » et l'abus de métriques déformant la réalité financière.**

## L'effondrement des cryptomonnaies

La rapidité de l'effondrement de l'univers des cryptomonnaies interpelle. Le caractère très spéculatif de ce marché et les problèmes de gouvernance d'entreprise au cœur des déboires du secteur des monnaies numériques auraient dû alerter les intervenants. Sam Bankman-Fried, le fondateur de la plateforme d'échange de jetons FTX, aujourd'hui en faillite, avait lui-même qualifié le modèle économique du secteur de « boîte noire » ou de chaîne de Ponzi dans laquelle « l'argent entre dans une boîte, il en sort davantage et on s'en inquiètera plus tard ». Comme toujours, les commissions prélevées sur les investisseurs peu méfiants finissent par se tarir, provoquant l'effondrement de la pyramide. L'argument justifiant la détention de crypto-monnaies a beaucoup évolué au cours des dernières années. Les crypto-monnaies ont successivement été présentées comme une réserve de valeur, une couverture contre l'inflation, une structure monétaire concurrente aux monnaies fiat... dans l'unique but de masquer leur caractéristique principale d'actifs hautement spéculatifs. Nombreuses sont les dites « stable coins » (jetons stables) à ne pas détenir le collatéral requis pour être... stables par rapport à leur monnaie fiat de référence, le plus souvent le dollar américain. Il paraît légitime de s'interroger sur les conséquences de cette crise. L'effondrement des crypto-monnaies, des jetons non fongibles (NFT) et d'autres actifs hautement spéculatifs, dont les SPAC ou les *meme stocks*, peut-il se propager aux principaux marchés financiers ? Le secteur de la Tech américaine peut-il être davantage impacté par les conséquences de l'effondrement de l'univers crypto ? À ce stade, la valeur de marché des actifs numériques totalise

encore plusieurs centaines de milliards de dollars. Parallèlement, les investisseurs lésés et même des dirigeants du secteur des crypto appellent désormais à la « régulation » du secteur et à poursuivre les « méchants » opérant depuis les Bahamas ou Dubaï. Appeler aujourd'hui à une réglementation et à un soutien gouvernemental, au même titre que les systèmes de monnaie fiduciaire, constitue une belle ironie venant d'un monde qui prétendait se substituer aux monnaies fiat en décentralisant la finance. Quoi qu'il en soit, ces appels à la « justice » après que le vent a tourné n'est pas un phénomène nouveau. Les faillites spectaculaires d'Enron ou de WorldCom avaient, en leur temps, donné lieu à la loi Sarbanes-Oxley de 2002 établissant des réglementations financières et d'audit radicales pour les entreprises cotées.

## L'inflation des métriques financières

Outre les chaînes de Ponzi alimentées par la cupidité des intervenants, il existe un autre sujet de préoccupation, à savoir la comptabilité parfois « créative » des entreprises. L'utilisation abusive des métriques financières pour masquer les fragilités des business plans est courante. La SEC américaine et d'autres régulateurs du marché pourraient statuer sur ces métriques douteuses.

L'EBITDA ajusté écarte trop souvent de véritables coûts d'exploitation. Les entreprises qui déduisent des charges de restructuration « exceptionnelles » chaque année sur de longues périodes sont autant d'exemples de comptabilité malhonnête, ces charges étant, de fait, récurrentes. De même, l'EBITDA « ajusté de la communauté » (« community-adjusted ») de WeWork n'est pas un problème jusqu'au jour où... L'EBITDAC, ou l'EBE avant « Coronavirus », a aussi fait une entrée remarquée dans les communications financières autour de 2021 pour rendre plus attrayants les multiples de dette.

Les charges à réintégrer dans le résultat net nécessitent un examen minutieux. Comme les marchés récompensent souvent la croissance plutôt que la rentabilité (avec parfois des performances boursières stellaires comme celles de la technologie non-profitable en 2021), la rémunération des dirigeants a évolué. La rémunération en actions est monnaie courante, mais n'est pas considérée comme une dépense d'exploitation. Cette forme de rémunération fonctionne parallèlement aux éventuels programmes de rachat d'actions. Lorsque les cours baissent, maintenir inchangé le montant en dollars de la rémunération contractuelle requiert une émission d'actions plus élevée, ce qui induit une pression procyclique sur le cours de bourse. Cela revient à accorder aux managers une option de vente (*put*) sur la valeur de l'entreprise. L'ampleur de la rémunération en actions atteint parfois des proportions préoccupantes, compensant en grande partie les programmes de rachat d'actions. En outre, ce schéma de rémunération des dirigeants n'incite pas à la prudence dans le choix des

projets d'investissement pour l'entreprise. Et ces incitations comptent. On estime que les rémunérations en actions de Tesla représentent près de la moitié du BPA proforma. Il devrait apparaître clairement que la rémunération basée sur les actions est bien une dépense et une forme de levier financier implicite.

### Les signaux d'alerte d'une fraude

Détecter un cas de fraude n'est pas aisé. Mais il semble qu'il y ait des régularités ou des « faits stylisés » préfigurant le déclin des entreprises. Une tendance à la baisse du cours de l'action sur plusieurs années constitue un de ces signaux. Une moindre résistance aux turbulences économiques et un faible degré de contrôle interne constituent des alertes pour les investisseurs. Un changement brutal d'auditeurs, comme on l'a vu récemment dans l'immobilier européen, est évidemment un signal négatif. L'obsession de la taille dans un contexte de baisse du levier opérationnel (c'est-à-dire la capacité de transformer les revenus en profit) peut conduire à des acquisitions non-essentiels prédisant les faillites d'entreprises. Une surestimation de la croissance des revenus peut également signaler un levier opérationnel insuffisant. La durée du mandat des dirigeants est

équivoque, de ce point de vue. Les mandats courts (0-4 ans) sont inefficaces, car les dirigeants sont trop focalisés sur le cours boursier. Les directions « installées » avec des mandats supérieurs à 10 ans sont également problématiques sur le plan empirique. La durée idéale se situe entre 4 et 10 ans. Les départs soudains de la direction sont clairement des signaux d'alerte. Par ailleurs, la complexité des transactions d'acquisition, en particulier avec des parties liées, peut masquer des détournements financiers. Enfin, dans les cas de fraudes, la rémunération du directeur financier a en général un meilleur potentiel prédictif que celle du PDG.

### Conclusion

Les gros poissons remontent à la surface en fin de cycle. Le cycle de fraude financière constitue un fait stylisé qui se superpose au cycle économique. L'information financière, lorsqu'elle est partielle, trompeuse ou asymétrique, finit toujours par être sanctionnée... et les procureurs les plus durs sont sans doute les marchés.

### Axel Botte

## ● Thème de la semaine #3

# L'ouverture de la Chine : quels impacts ?

**Après trois années d'isolationnisme, la deuxième puissance économique mondiale s'ouvre enfin et en force ! Xi Jinping compte bien renforcer son leadership sur le plan international. Cela ne sera pas sans conséquences pour l'économie mondiale.**

## Hausse des prix des matières premières

L'ouverture de la Chine devrait changer le comportement du marché de l'énergie qui était régi jusqu'à présent par l'offre. La demande devrait être le principal catalyseur en 2023. Ainsi, l'AIE a revu à la hausse sa prévision sur la croissance de la demande de pétrole chinoise à 820 000 b/j, soit une augmentation de 5,5 % par rapport à 2022 et 2,5 % par rapport à 2021. Les importations chinoises en pétrole brut en novembre se sont contractées de 1,4 % par rapport à novembre 2021. Le risque est donc une hausse des cours du brut qui raviverait les craintes inflationnistes au niveau mondial, contraignant les Banques centrales à resserrer davantage leurs politiques monétaires.

L'année 2022 a été marquée également par une baisse des cours des métaux industriels, comme l'aluminium (- 15,3 %), le zinc (- 16 %) et le cuivre (- 13,6 %), qui sont également des métaux dits « verts », car intervenant dans la composition des technologies renouvelables. Après une année 2020-2021 de hausse continue des cours, ceux-ci ont baissé en raison des craintes de récession mondiale liée à la guerre en Ukraine. Représentant 50 % de la consommation et de la production mondiale de métaux, la Chine est donc importante pour ce marché. Une stabilisation de son marché immobilier, objectif des autorités, pourrait soutenir les cours des métaux de base en 2023. Par ailleurs, d'autres facteurs de soutien pourraient soutenir également leurs cours : l'accélération de la transition verte dans les pays développés, afin de réduire leur dépendance aux énergies fossiles, et l'*Inflation Reduction Act* aux États-Unis qui facilite la transition verte pour les entreprises américaines. Le risque baissier dans ce scénario est une récession mondiale.

## Réduire sa dépendance au dollar

La Chine n'a jamais caché son ambition de faire du yuan une monnaie de réserve internationale, au même titre que le dollar. Cependant, le chemin est encore long, car la Chine contrôle toujours son yuan et la devise chinoise n'est pas totalement convertible. En revanche, la Chine veut accroître l'utilisation du yuan dans les règlements commerciaux et ses investissements transfrontaliers, afin de réduire sa dépendance au dollar et maintenir l'accès aux marchés mondiaux pendant les crises géopolitiques. Afin de convaincre ses partenaires commerciaux d'utiliser le yuan comme monnaie de règlement, la Chine a permis la convertibilité de sa devise en or.

Lors de leur récent sommet en Ouzbékistan, les membres de l'Organisation de coopération de Shanghai (OSC), dirigée par la Chine et la Russie, se sont mis d'accord pour développer le commerce en devises locales. La Chine a déjà signé, depuis 2011, avec plusieurs membres de l'OSC, des accords bilatéraux d'échange de devises, dont l'Ouzbékistan, la Russie, le Tadjikistan, le Kazakhstan, et le Pakistan. Ces swaps de change bilatéraux sont libellés en yuan et dans la devise de contrepartie, et permettent à la contrepartie de la Banque centrale chinoise d'accéder à des liquidités en yuan pendant une courte période et à des taux d'intérêt relativement bas, en échange de sa propre devise comme garantie implicite. Avec les autres pays membres, les échanges en yuan sont plus limités. Cependant, cette tendance pourrait rapidement s'inverser en lien avec l'éclatement de la guerre en Ukraine qui a conduit plusieurs pays à réfléchir à des alternatives au dollar, notamment ceux qui sont vulnérables aux sanctions américaines. Ainsi, la Biélorussie a demandé d'être membre à part entière de l'OSC alors qu'elle était membre observateur. Les Émirats arabes unis, Bahreïn et le Koweït sont officiellement devenus partenaires de dialogue de l'OSC. L'Égypte, le Qatar et l'Arabie Saoudite se sont déjà inscrits en tant que partenaires de dialogue. L'émergence de pôles régionaux utilisant le yuan dans les règlements commerciaux, permet à la Chine d'avoir un rempart contre l'isolement de l'Occident et d'assurer sa sécurité géoéconomique.

## Vers le pétro yuan en 2023

La Chine cherche à dé-dollariser le marché de l'énergie en imposant le yuan comme devise de référence.

Depuis l'éclatement de la guerre en Ukraine, la Chine a augmenté ses importations de pétrole russe, qui représentent plus de 17 % de ses importations totales de brut en 2022, soit au coude à coude avec l'Arabie Saoudite. En 2021, l'Arabie Saoudite (17 %) était le principal

fournisseur de pétrole brut de la Chine, suivi de la Russie (15 %) et de l'Iraq (11 %). La Chine règle ses livraisons de brut russe en yuans, et la Russie utilise ces yuans pour acheter des produits technologiques chinois. L'Inde réfléchit également à un mécanisme similaire pour régler ses livraisons de pétrole russe en roupie.

Lors du sommet Chine-Conseil de coopération du Golfe qui s'était tenu le 9 décembre 2022 à Riyad, Xi Jinping avait également proposé aux pays du Golfe de vendre leur pétrole et leur gaz naturel sur sa plateforme, Shanghai Petroleum and National Gas Exchange, et en yuans ! L'Arabie Saoudite, comme d'autres pays du Golfe, a ancré sa devise au dollar, ce qui implique d'avoir d'importantes réserves en dollars pour défendre son peg. Le pays continuera donc, « pour le moment », d'utiliser ses recettes pétrolières pour acheter des emprunts d'État américains. Cependant, l'Arabie Saoudite pourrait accepter qu'une partie de ses exportations de brut vers la Chine soient libellées en yuan, comme moyen de renforcer sa coopération avec la Chine. Environ 50 milliards de dollars d'accords d'investissement ont été signés lors de la visite de Xi Jinping, a déclaré le ministre de l'Investissement saoudien à Bloomberg.

Les bases d'un nouvel ordre énergétique entre la Chine et les pays du Golfe est en marche. Si le petro yuan s'étendait, il y aurait d'importantes conséquences économiques au niveau mondial. La Chine contrôlerait alors le marché de l'énergie en fixant les prix, ce qui pourrait être un élément inflationniste pour les autres pays, notamment les pays occidentaux. La naissance du petro yuan devrait inciter les européens à accélérer la transition de leurs économies vers les renouvelables, afin de réduire leur dépendance aux énergies fossiles.

## Conclusion

La Chine s'ouvre en force en affichant une volonté claire de dédollariser l'économie mondiale, imposant son yuan à ses partenaires commerciaux. Un nouvel ordre énergétique est né à Riyad, ce qui entraînera des conséquences sur l'économie mondiale. La Chine souhaite contrôler le marché de l'énergie, ce qui est de nature inflationniste pour les pays Occidentaux.

**Zouhoure Bousbih**

## ● Thème de la semaine #4

# Risques de liquidités sur les marchés

**La poursuite du resserrement des politiques monétaires des Banques centrales, dans un contexte de présence accrue des établissements non bancaires sur les marchés financiers, risque d'accentuer la baisse de la liquidité observée sur ces derniers. Cela représente une menace pour la stabilité financière qui pourrait amener les Banques centrales à intervenir d'urgence pour apporter les liquidités nécessaires.**

## Nette baisse de la liquidité

En 2022, la liquidité des principaux marchés obligataires souverains a nettement diminué. Elle est au plus bas aux États-Unis depuis mars 2020, depuis 2010 en Allemagne et 2011 en France, au Royaume-Uni et au Japon. Or, ces marchés sont essentiels à la stabilité financière, compte tenu de leur rôle clé dans le financement des États, de leur statut de valeur refuge en cas de stress sur les marchés. Ils servent en outre de référence dans la fixation du prix d'autres actifs (actions, obligations d'entreprise), de collatéral à bon nombre d'opérations (titrisations...). À cela s'ajoute leur rôle joué dans la politique monétaire à travers les achats massifs des Banques centrales pour assouplir les conditions financières. La liquidité s'est également détériorée sur le marché des obligations d'entreprises, mais aussi celui des MBS aux États-Unis.

## Incertitudes liées à la politique monétaire

Cette baisse de la liquidité s'est accompagnée d'une hausse de la volatilité, reflet de l'incertitude liée au resserrement monétaire plus important que prévu opéré par les Banques centrales afin de juguler l'inflation. Celles-ci vont poursuivre leurs hausses de taux et réduire la taille de leur bilan en 2023 et peser ainsi davantage sur la liquidité.

## Désengagement des banques au profit des non-banques

Un autre facteur explicatif est lié à la baisse de la présence des grandes banques sur les marchés, notamment obligataires, celui des MBS et du financement des prêts hypothécaires, au profit d'établissements non bancaires. La part de ces derniers dans les actifs mondiaux a nettement augmenté pour représenter près de 50 % en 2021, selon le comité de stabilité financière. Cela résulte notamment des réformes menées après la crise financière mondiale de 2008-2009 pour renforcer le système financier, avec notamment une hausse des exigences en capital pour couvrir les pertes potentielles sur les obligations. Cela a rendu plus cher la détention de Treasury, ce qui s'est traduit par une baisse de la présence des banques sur ce marché.

La part des fonds spéculatifs (hedge funds) et, plus récemment, des sociétés de trading à haute fréquence sur le marché obligataire US a nettement augmenté. Il en est de même sur le marché des MBS et celui des prêts hypothécaires américains, avec une forte présence des non-banques. Or, ces établissements sont bien moins régulés et ont des modes de fonctionnement différents.

## Risque sur la stabilité financière

Les fonds spéculatifs intègrent un effet de levier beaucoup plus important et des stratégies moins liquides. En période de stress, comme en mars 2020, ils ont été contraints de déboucler leurs positions en vendant leurs obligations, pour faire face aux appels de marge. Cela a accentué les tensions sur les taux, obligeant la Fed à intervenir. En cas de choc, le retrait brutal des sociétés de trading à haute fréquence participe également à la baisse de la liquidité sur le marché obligataire.

Ces risques sur la liquidité que font courir les non-banques en période de stress ont également pu être mis au grand jour en septembre dernier au Royaume-Uni. Pour répondre aux appels de marges consécutifs aux fortes tensions sur les taux, les fonds de pension ont dû vendre massivement des obligations d'État et accentuer ainsi les tensions sur les taux, obligeant la banque d'Angleterre à intervenir en urgence.

L'OCDE a récemment alerté sur les risques de liquidités que faisaient courir les fonds de pensions en cas de choc financier, en raison de la hausse des investissements dans des actifs illiquides (projets d'infrastructures et private equity). Le FMI est, pour sa part, concerné par le risque des actifs illiquides détenus par les OPCVM.

## Conclusion

L'incertitude liée à la poursuite du resserrement monétaire des Banques centrales et la présence croissante d'établissements non bancaires dans le financement de marchés cruciaux, accentuent les risques de liquidités en

cas de nouvelles tensions sur les taux ou de tout autre stress. Des réformes urgentes sont nécessaires pour améliorer le fonctionnement des marchés et réduire les risques. En leur absence, les Banques centrales devront intervenir d'urgence pour préserver la stabilité financière.

**Aline Goupil-Raguénès**

• **La revue des marchés**

# Le dilemme de la Fed

**La Fed peine à faire passer son message restrictif ; les taux baissent malgré un déluge d'émissions ; les actions surperforment en zone euro.**

L'inflation est, à des degrés divers, l'ennemi des actifs financiers. Le rapide reflux des prix en zone euro se traduit immédiatement par un fort rebond conjoint des actions et des obligations. L'Euro Stoxx s'adjuge 4 % et les courbes de taux s'inversent de nouveau sous le poids des intérêts acheteurs d'obligations à long terme, malgré un déluge d'émissions de dettes souveraines et de crédit. Les minutes de la Fed laissent néanmoins entrevoir le dilemme des banquiers centraux dont le resserrement monétaire est en partie annulé par la détente des conditions financières. L'emploi reste très solide aux États-Unis et la dynamique salariale rend douteuse un ralentissement pérenne des prix vers la cible d'inflation. En Asie, la réouverture de la Chine traduit la primauté de l'objectif de croissance pour 2023, malgré la difficulté à contenir l'épidémie. Au Japon, la défense du plafond de 0,50 % sur les taux oblige la BoJ à des achats massifs qui alimentent la volatilité sur le dollar-yen à court terme. La monnaie nippone touche 130 avant de refluer vers 134 en fin de semaine.

Les minutes du FOMC de décembre retranscrivent fidèlement le dilemme des banquiers centraux américains. L'inflation décélère. Les intervenants entrevoient une détente monétaire dès la fin de 2023. Au contraire, les projections de la Fed indiquent un relèvement de 75 pb à 100 pb avant un statu quo restrictif prolongé. La myopie des marchés, réagissant aux derniers chiffres d'IPC, n'est pas surprenante, mais elle est contre-productive pour la Fed qui doit s'assurer d'un retour de l'inflation à l'objectif de 2 %. La baisse conjoncturelle des prix de l'énergie est aussi expansionniste et le dynamisme du marché du travail entretient une croissance forte des salaires, probablement incompatible avec une accalmie durable des prix. Les créations de postes ont une nouvelle fois dépassé les attentes en novembre (10,4 mn) de sorte que la somme des emplois vacants et de l'emploi reste largement supérieure à la population active. Le choc d'offre est en fait permanent. En décembre, les créations d'emploi s'élèvent à 228k selon les NFP, un chiffre supérieur à l'estimation de l'ADP (+ 182k). Les salaires progressent rapidement et les ménages bénéficieront cette année de la revue du barème de l'IR qui ajoutera 1 pp de revenu réel disponible. La croissance du 4T 2022 se situe probablement entre 3 % et 4% en rythme annuel. L'ISM des services, sous 50 en décembre, nuance toutefois ce constat. En zone euro, la

baisse de l'inflation, amplifiée par les boucliers énergétiques, en Allemagne notamment, est bienvenue, car elle efface les scénarios extrêmes de récession forte. La résilience de l'activité transparaît désormais dans la plupart des enquêtes. Toutefois, l'inflation totale, en repli à 9,2 % en décembre (flash), masque la poursuite de l'accélération de l'inflation sous-jacente (5,2 %). La BCE n'aura pas le loisir de dévier de sa trajectoire restrictive.

Le débat sur le taux terminal n'est pas encore installé comme une thématique centrale pour les marchés en zone euro. L'Euro Stoxx 50 s'envole de 4 % avec de très fortes progressions des valeurs bancaires et des cycliques. En revanche, les marchés américains, freinés par les minutes et l'emploi, sont moins bien orientés, malgré un rebond vendredi après l'ISM des services. Selon EPFR, les rachats sur les fonds actions américains (5 Mds \$, dont un biais vendeur net sur la technologie) sont réemployés vers les fonds monétaires (112 Mds \$ de collecte) et obligataires. Les annonces de licenciements parmi les géants de la cote pèsent sur les indices, mais la saison des résultats ne devrait pas marquer d'inflexion majeure. Sur l'obligataire, les taux à 10 ans ont renversé la correction de fin d'année. Le rendement du Bund baisse violemment de près de 35 pb pour rejoindre 2,20 %. Le mouvement de pentification de décembre s'inverse de nouveau, de sorte que le spread 2-10 ans retrouve ses plus bas de 2022 à - 37 pb. Le calendrier d'émissions était pourtant chargé, avec les syndications portugaise (emprunt à 15 ans à MS + 75 pb) et irlandaise (20 ans verte) largement sursouscrites et des emprunts de la BEI et l'OAT avant ceux de l'UE, cette semaine. Les spreads souverains se sont resserrés, la semaine passée. L'OAT s'échange autour de 50 pb, alors que le BTP se traite proche des 200 pb. La hausse du besoin net de financement des États et l'imminence du QT dès le mois de mars menacent néanmoins de remettre en cause le resserrement des spreads. Aux États-Unis, les commentaires des banquiers centraux après la publication des minutes ont ravivé la tendance à l'inversion de la courbe des taux. L'écart 2-10 ans a replongé de - 48 pb le 28 décembre à - 75 pb actuellement. Le portage négatif sur les obligations à long terme ne décourage pas les flux. La demande de Treasuries des investisseurs non-résidents reste forte, en dépit du coût de la couverture de change.

Le marché du crédit a bien absorbé un déluge d'émissions la semaine passée. Les dettes financières restent surreprésentées sur le marché primaire, mais les émissions non-financières accéléreront à 8-13 Mds €, cette semaine. Les spreads se sont légèrement écartés (+ 3 pb) dans un contexte globalement favorable au risque, étant donné le net rétrécissement des spreads sur le high yield (- 25 pb). Ainsi, le crossover (448 pb) entame 2023 sur les chapeaux de roue, avec un resserrement de 28 pb.

**Axel Botte**

● **Marchés financiers**

<b>Emprunts d'Etats</b>	9-janv.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	2.62%	-9	+46	-14
EUR Bunds 10a	2.25%	-19	+32	-32
EUR Bunds 2s10s	-37.6bp	-9	-14	-17
USD Treasuries 2a	4.23%	-20	-11	-20
USD Treasuries 10a	3.57%	-30	-1	-30
USD Treasuries 2s10s	-66.4bp	-11	+11	-11
GBP Gilt 10a	3.53%	-15	+35	-15
JPY JGB 10a	0.51%	+8	-8	+0
<b>EUR Spreads Souverains (10a)</b>	9-janv.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	50.69bp	-3	-4	-4
Italie	199.15bp	-12	-14	-14
Espagne	105.96bp	-2	-2	-2
<b>Inflation Points-morts (10a)</b>	9-janv.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.34%	-13	-27	-21
USD 10a Inflation Swap	2.46%	-7	-11	-7
GBP 10y Inflation Swap	3.64%	-27	-10	-27
<b>EUR Indices Crédit</b>	9-janv.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	169bp	+2	-5	+2
EUR Agences OAS	77bp	-2	-6	-2
EUR Obligations sécurisées OAS	81bp	-3	-12	-3
EUR High Yield Pan-européen OAS	505bp	-7	-24	-7
<b>EUR/USD Indices CDS 5a</b>	9-janv.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	79bp	-11	-10	-11
iTraxx Crossover	416bp	-56	-44	-58
CDX IG	73bp	-9	-7	-9
CDX High Yield	442bp	-43	-32	-42
<b>Marchés émergents</b>	9-janv.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	469bp	+17	+2	+17
<b>Devises</b>	9-janv.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
EUR/USD	\$1.073	0.591	1.803	0.2
GBP/USD	\$1.219	1.204	-0.555	0.9
USD/JPY	JPY 132	-0.804	3.564	-0.6
<b>Matières Premières</b>	9-janv.-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2022 (%)
Brent	\$80.8	-\$5.1	\$4.2	-5.994645559
Or	\$1 877.7	\$53.6	\$80.3	2.9402
<b>Indices Actions</b>	9-janv.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
S&P 500	3 914	1.95	-0.51	1.9
EuroStoxx 50	4 055	5.17	2.86	6.9
CAC 40	6 895	4.55	3.25	6.5
Nikkei 225	25 974	-1.39	-6.91	-0.5
Shanghai Composite	3 176	2.81	-0.96	2.8
VIX - Volatilité implicite	21.63	-0.18	-5.26	-0.2

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](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 ...09/01/2023

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