

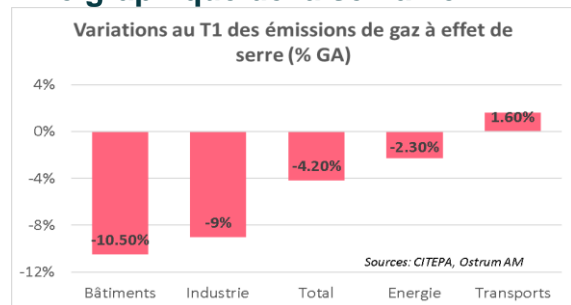
● Le thème de la semaine : Marchés émergents : Désynchronisation !

- La baisse rapide de l'inflation, des taux d'intérêt nominaux élevés ainsi qu'une faible volatilité des devises ont ouvert la voie à des baisses de taux pour les pays émergents ;
- Nous privilégions la dette locale du Brésil et du Mexique par rapport aux pays d'Europe de l'Est dont le processus de désinflation est plus lent ;
- La désynchronisation des politiques monétaires des Banques centrales des pays émergents renforce également l'intérêt de la diversification.

● La revue des marchés : La Fed a raison

- L'emploi et les enquêtes justifient le resserrement de la Fed ;
- Le 10 ans américain au-dessus des 4% ;
- Les spreads de crédit résistent malgré l'écartement des indices de CDS ;
- Les marchés d'actions européens plongent avec l'accélération des taux.

● Le graphique de la semaine



Au premier trimestre 2023, les émissions de gaz à effet de serre ont reculé de 4,2% GA, s'approchant des rythmes requis pour atteindre l'objectif européen du « Fit for 55 ».

Cependant, une partie des baisses s'explique par des facteurs conjoncturels alors que les émissions du transport restent orientées à la hausse.

● Le chiffre de la semaine

15

Source : Bloomberg

Il aura fallu 15 ans pour retrouver le niveau de 5 % sur le 2 ans américain.



Axel Botte
Directeur Stratégie Marché
axel.botte@ostrum.com



Zouhoure Bousbih
Stratégiste pays émergents
zouhoure.bousbih@ostrum.com



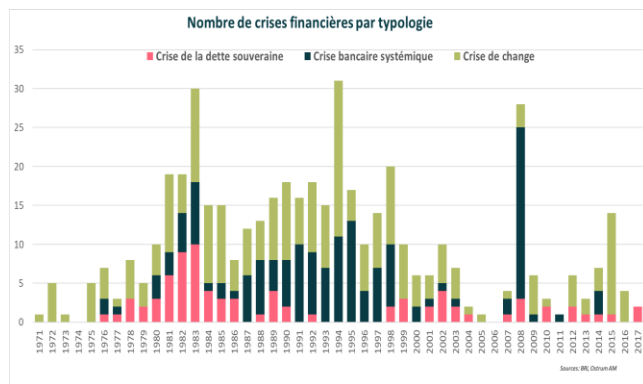
Aline Goupil-Raguènes
Stratégiste pays développés
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

● **Thème de la semaine**
**Marchés émergents :
Désynchronisation !**

Malgré le resserrement agressif de la politique monétaire de la Fed, la plupart des devises des marchés émergents ont bien résisté, voire mieux que celles des pays avancés. Ainsi, le réal brésilien ou encore le peso mexicain (nos principaux paris depuis 2022) ont enregistré depuis le début de l'année des performances de plus de 8 % et de 11 % par rapport au dollar ! Vers un changement de paradigme pour les marchés émergents ?

Les leçons du passé...

Historiquement, l'inflation élevée et les tensions financières ont toujours évolué en tandem pour les marchés émergents. Le graphique ci-dessous, tiré du rapport annuel de la Banque des règlements internationaux, montre l'occurrence des crises financières depuis 1971.



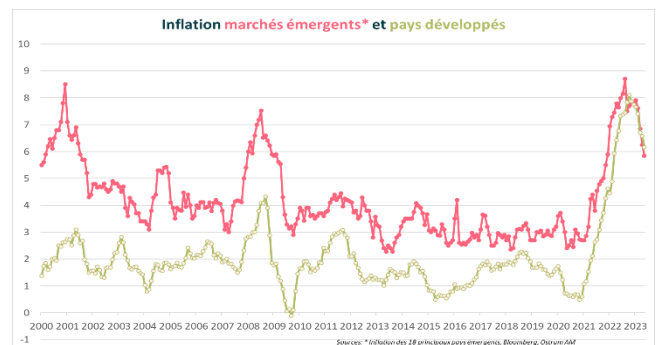
Les crises ont été particulièrement nombreuses durant les années 1980 et 1990, marquées par l'hyperinflation en Amérique latine. On peut par ailleurs noter la coïncidence des trois crises : souveraine, bancaire et de change. En effet, les grandes crises financières sont souvent caractérisées par un cercle vicieux, entre le bilan du souverain et celui des entreprises. Dans ce cas, l'instabilité budgétaire et financière se renforcent mutuellement, le secteur bancaire subit des pertes sur ses avoirs en emprunts d'État, tandis que le gouvernement doit renforcer le système bancaire défaillant. En retour, ces crises budgétaire et financière affaiblissent la devise, exacerbant

la situation. Cependant, il est intéressant de noter que le nombre de crises financières, notamment dans les pays émergents, s'est considérablement réduit à partir des années 2000 (à part 2008), reflétant le renforcement du cadre institutionnel dans ces pays. Cette fois-ci, l'inflation élevée dans les pays émergents ne s'est pas traduite par des tensions financières comme par le passé.

... ont porté leurs fruits !

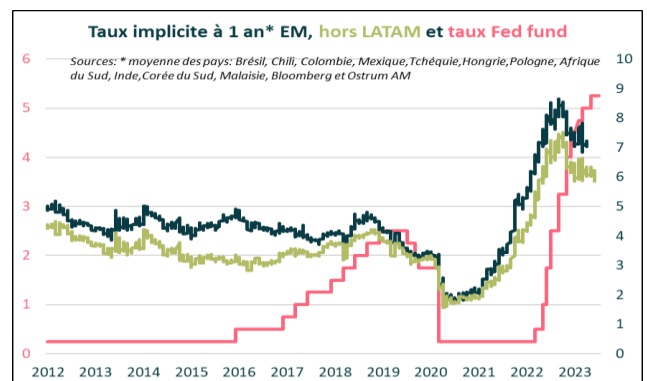
Pic sur l'inflation...

L'inflation dans les pays émergents a déjà montré des progrès importants. Le graphique qui suit montre le taux d'inflation des 18 principaux pays émergents et celui des pays développés.



Pour la première fois, l'inflation dans les pays émergents est inférieure à celle des pays développés et baisse plus rapidement. Au Brésil, l'inflation (3,9 % en mai) a déjà convergé bien en deçà de la cible de la Banque centrale brésilienne de 4,5 %. Idem pour l'Indonésie et la Thaïlande qui ont réussi à faire converger leur taux d'inflation dans la bande cible de leurs Banques centrales.

Cette baisse rapide de l'inflation s'explique par la réactivité des Banques centrales des pays émergents qui ont amorcé leurs cycles de hausses de taux dès mars 2021, c'est-à-dire avant la Fed, à l'image du graphique ci-dessous.



Ce sont les Banques centrales d'Amérique latine qui ont été les premières à relever leurs taux directeurs et de manière agressive, comme le montre le graphique. Leur passé d'hyperinflation, comme on a pu le voir précédemment, leur a permis de bien anticiper le cycle de taux d'intérêt élevés.

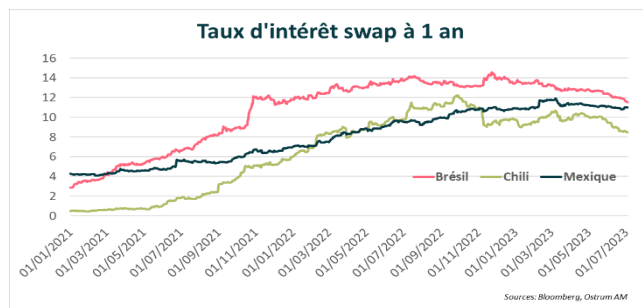
Par ailleurs, les Banques centrales des pays émergents ont bien géré les pressions politiques, à l'image de la Banque centrale du Brésil (BACEN) qui a résisté aux pressions de Lula, ce dernier souhaite une baisse du taux Selic, afin de soutenir la croissance du pays.

La BACEN avait ainsi maintenu son biais restrictif, à cause de l'incertitude sur la politique budgétaire du nouveau gouvernement, craignant une hausse des dépenses publiques et une baisse des recettes fiscales pouvant alimenter des pressions inflationnistes. La coordination entre les autorités monétaires et budgétaires a également permis aux Banques centrales des pays émergents de lutter efficacement contre l'inflation.

... Et pic sur le taux terminal

De nombreuses Banques centrales des pays émergents n'ont plus besoin d'attendre la fin du cycle de hausses de taux de la Fed pour commencer leur cycle de baisses de taux d'intérêt. À l'image de la Banque centrale de Hongrie qui a déjà commencé à baisser son principal taux directeur à 16 %, le taux le plus élevé de l'Union européenne, en indiquant d'autres baisses de taux pour les prochains mois.

Les Banques centrales d'Amérique latine sont également bien positionnées pour amorcer leur cycle d'assouplissement monétaire. Les deux Banques centrales du Brésil et du Chili devraient être les premières à baisser leurs taux, comme le montrent les taux d'intérêt swap à 1 an sur le graphique ci-dessous.



Au Chili, le taux d'intérêt swap à 1 an est revenu sur ses niveaux d'avril 2022 à 8,4 % (le taux directeur actuel est de 11,25 %). La Banque centrale du Chili a clairement évoqué le début de baisse de ses taux d'intérêt. Les hausses de taux agressives ont pénalisé l'activité économique chilienne qui n'a pas profité de la réouverture de la Chine à travers la hausse des cours du cuivre. La Banque centrale du Chili a

également indiqué vouloir restituer ses réserves de change qui ont atteint près de 4 milliards de dollars, soit 11,5 % du PIB, le ratio le plus faible en comparaison des autres pays d'Amérique latine. Le but est de les augmenter de 25 % à 10 milliards de dollars. L'appréciation du peso reflète l'amélioration des termes de l'échange et la Banque centrale du Chili est à l'aise avec le niveau de parité actuel autour des 800.

La Banque centrale du Brésil a évoqué la possibilité d'une baisse de son taux Selic dès le mois d'août, reflétant les progrès rapides sur l'inflation. Le taux d'intérêt swap à 1 an a atteint son niveau de décembre 2021 à 11,5 %.

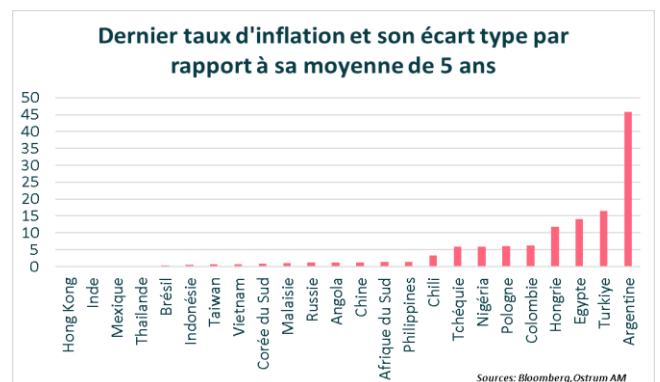
La Banque centrale du Mexique (Banxico) a indiqué une pause dans son cycle de resserrement monétaire. Contrairement à ses voisins, le taux swap d'intérêt à 1 an n'indique pas d'anticipations marquées de baisses de taux. La Banxico suit généralement la Fed, afin de préserver sa devise. Les Banques centrales de Taiwan, Inde, Indonésie et Pologne ont également indiqué une pause dans leur cycle de resserrement monétaire.

Pic sur l'inflation et sur le taux terminal : quelles opportunités ?

Baisse de l'inflation, des taux d'intérêt nominaux élevés, ainsi qu'une faible volatilité des devises ont ouvert la voie à des baisses de taux pour les Banques centrales des pays émergents. Cela devrait bénéficier à la dette souveraine locale de ces derniers. Dans cette partie, nous identifions des idées d'investissement sur la dette souveraine locale.

La désinflation est plus rapide au Brésil et au Mexique que dans les pays d'Europe de l'Est

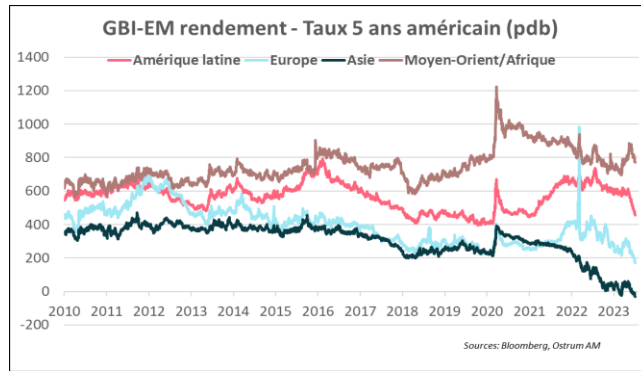
Le graphique ci-dessous montre le dernier taux d'inflation et son écart type par rapport à sa moyenne de 5 ans.



Les progrès sur l'inflation ont été rapides pour le Brésil et le Mexique, contrairement à l'Argentine, la Colombie ou le Chili. Les pays d'Europe de l'Est, comme la Hongrie, la Pologne ou la Tchéquie ont encore des taux d'inflation qui restent historiquement élevés et devraient baisser plus lentement. Nous privilégions donc la dette locale du Brésil et du Mexique par rapport à celle des pays d'Europe de l'Est.

Des valorisations tendues qui sont le principal risque pour les stratégies de portage...

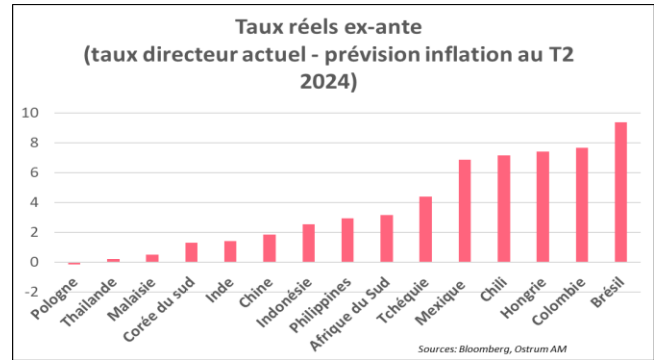
Le graphique ci-dessous montre le différentiel de taux par rapport au taux d'intérêt à 5 ans américain.



Dans l'ensemble, le mois de juin a été caractérisé par une baisse de la prime de risque de la dette souveraine locale. La prime de risque de l'Amérique latine est revenue sur ses niveaux de 2021, alors qu'elle était restée longtemps à des niveaux supérieurs à la période pré-Covid. Les valorisations paraissent donc tendues pour la dette locale et constituent le principal risque pour les stratégies de portage.

... Mais un différentiel de taux qui reste attrayant

Néanmoins, les Banques centrales émergentes devraient rester prudentes, dans un contexte où leurs homologues dans les pays avancés ont réitéré, à Sintra, le maintien de leur biais hawkish. Le graphique ci-après montre les taux d'intérêt réels ex-ante, c'est-à-dire la différence entre le taux directeur actuel et la prévision d'inflation au deuxième trimestre 2024 du consensus Bloomberg.



Le cadre monétaire reste fortement restrictif au Brésil, en Colombie, en Hongrie, au Chili, au Mexique et en Tchéquie. Ainsi, le différentiel de taux d'intérêt devrait rester favorable à la dette souveraine locale.

Conclusion

Les marchés émergents ont appris des leçons du passé et se trouvent en pole position pour amorcer leur cycle de baisses de taux d'intérêt. La dette souveraine locale devrait donc continuer à surperformer la dette des pays avancés. L'Amérique latine, qui a commencé à relever ses taux directeurs dès mars 2021, reste la mieux positionnée. Nous continuons de privilégier la dette souveraine locale de la région, comme le Brésil et le Mexique, par rapport aux pays d'Europe de l'Est dont le processus de désinflation est plus lent. Le principal risque est la valorisation qui est déjà tendue. Cependant, la prudence des Banques centrales des pays émergents devrait maintenir le différentiel de taux d'intérêt attractif, continuant à bénéficier aux stratégies de portage.

Zouhoure Bousbih

• La revue des marchés

La Fed a raison

Le consensus acheteur de taux est pris en défaut par les publications économiques qui valident le scénario de la Fed. Les actions européennes décrochent mais le crédit résiste.

Les publications économiques se suivent et se ressemblent aux États-Unis. Le rebond de l'indicateur d'activité dans les services et la solidité de l'emploi justifient le resserrement monétaire annoncé par la Fed malgré la pause observée en juin. Le tournant restrictif entrevu dans les communications des Banques centrales se concrétise cette semaine par une envolée des taux. Le T-note à 10 ans perce le plafond de 4% après l'estimation de l'ADP. Le Bund revient parallèlement au-dessus de 2,60%. Cette accélération haussière déclenche une correction boursière qui se stabilise finalement en fin de semaine après une chute de 4% en Europe. Le resserrement monétaire l'emporte toutefois sur la croissance, d'autant que les performances du premier semestre permettent des prises de profits sur les actions. L'euro oscille sans réelle tendance autour d'1,09 \$ alors que la faiblesse du yen s'estompe. Les spreads souverains s'écartent de nouveau alors que les marchés du crédit restent mieux orientés malgré les rachats de protection sur les indices.

Après les signes de redressement du logement, l'emploi est venu confirmer la bonne santé de l'économie américaine. La réduction des plans de licenciements, notamment dans la technologie, ou la baisse des inscriptions au chômage donnaient déjà des signaux favorables. Les créations d'emplois sont restées solides à 209k en juin, même si les révisions à la baisse sur avril-mai ou l'écart avec un ADP stellaire (+497k) peuvent interroger. La toile de fond reste une économie opérant au plein emploi avec un taux de chômage de nouveau en baisse à 3,6%. Les salaires horaires sont marginalement revus en hausse (+4,4%). Les heures travaillées ont progressé conformément au recul des licenciements. La Fed a sans doute eu raison de projeter deux hausses de taux supplémentaires pour 2023. La pause de juin restera comme une erreur d'appréciation sans réelle conséquence compte tenu de l'imminence des prochains mouvements de taux. En zone euro, les enquêtes PMI prédisent un fléchissement de l'activité (composite sous 50) mais le rebond des commandes à l'industrie allemande semble à l'inverse dessiner une sortie de récession. En Chine, le décrochage du PMI des services (53,9 en juin après 57,1) dépeint une reprise hésitante.

Les marchés des taux ont donc fortement corrigé la semaine passée. Des seuils clé ont été franchis comme 4 % sur le 10 ans américain ou 2,50 % sur le Bund. Le consensus acheteur depuis 3,70-75 % sur le T-note est mis à mal.

D'une certaine manière, la charge de la preuve d'une récession est sur les acheteurs. Le 2 ans a également touché 5% avant de rebaisser (4,94 %). Les comptes spéculatifs maintiennent en revanche un fort biais vendeur. La courbe des taux américains reste très inversée. Cela étant, des débouchements s'opèrent de sorte que le spread 2-10 ans reprend 17 pb sur la semaine écoulée. Cette reconstitution de la prime de terme semble valider à la fois le risque inflationniste et la possibilité d'un allongement de la dette du Trésor à partir du mois d'août. Le marché du Bund a suivi le mouvement. Le Schatz se stabilise autour de 3,25 % alors que le 10 ans cote 2,63% vendredi. Comme aux États-Unis, la courbe se pentifiait de nouveau vendredi à mesure que les marchés réduisaient leurs pertes. Les chiffres d'emploi au Canada ont appuyé sur la tendance du 10 ans local (+27 pb). Le Gilt qui souffre du déficit de crédibilité de la BoE sous-performait également. A l'autre extrême, les mains fermes de la BoJ et de la PBoC effacent toute tentative haussière.

Les spreads souverains ont également réagi à la remontée rapide des taux sans risque. Le Bund au-delà de 2,60 % requiert une prime plus forte sur l'OAT à 10 ans (55 pb) ou le BTP (174 pb). Les émissions très longues en France ou en Espagne ont été reçues fraîchement par les intervenants compte tenu du contexte de marché baissier jeudi. L'ensemble des spreads souverains restent néanmoins en bas de la fourchette de 2023.

La tendance des marchés du crédit demeure plus favorable malgré la semaine boursière difficile en Europe, du moins sur les titres obligataires. Les spreads de crédit IG en euro ressortent en baisse de 6 pb à 157 pb avec une légère surperformance des dettes financières, sans doute favorisées par les taux d'intérêt plus élevés. Le high yield se resserre également de 10 pb. La bonne tenue des obligations est à nuancer compte tenu des rachats de protection observés sur les indices de CDS. Le Crossover s'échange autour de 420 pb en fin de semaine (+17 pb). Le marché de CDS préfigure parfois un retournement du marché obligataire généralement moins liquide.

Les principaux indices actions ont plongé de 3-4% cette semaine en raison des tensions sur les taux longs. L'ajustement est pénible mais les rachats de positions vendeuses en fin de semaine accompagne la stabilisation des taux sur des niveaux élevés. La prudence des institutionnels sous-investis en actions semblent aussi constituer un plancher pour les marchés d'actions. Aux États-Unis, les indices pointent néanmoins à la hausse, y compris sur les grandes valeurs de croissance censées être pénalisées par les tensions sur les taux longs.

Axel Botte

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	10-juil.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Bunds 2a	3.29%	+3	+37	+52
EUR Bunds 10a	2.65%	+21	+27	+8
EUR Bunds 2s10s	-64bp	+19	-10	-43
USD Treasuries 2a	4.9%	-3	+31	+48
USD Treasuries 10a	4.03%	+17	+29	+15
USD Treasuries 2s10s	-87.8bp	+21	-2	-32
GBP Gilt 10a	4.65%	+21	+41	+98
JPY JGB 10a	0.46%	+6	-5	-20
EUR Spreads Souverains (10a)	10-juil.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
France	56bp	+2	+2	+1
Italie	173bp	+3	+5	-40
Espagne	105bp	+5	+6	-3
Inflation Points-morts (10a)	10-juil.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.53%	+0	+13	-2
USD 10a Inflation Swap	2.59%	+1	+10	+6
GBP 10y Inflation Swap	3.9%	-1	+9	-1
EUR Indices Crédit	10-juil.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Credit IG OAS	158bp	-5	-9	-9
EUR Agences OAS	77bp	-1	-1	-2
EUR Obligations sécurisées OAS	88bp	+0	+3	+5
EUR High Yield Pan-européen OAS	458bp	+2	-8	-54
EUR/USD Indices CDS 5a	10-juil.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
iTraxx IG	76bp	+2	-2	-15
iTraxx Crossover	411bp	+10	+1	-63
CDX IG	69bp	+2	-2	-13
CDX High Yield	446bp	+11	+3	-38
Marchés émergents	10-juil.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	434bp	+2	-19	-18
Devises	10-juil.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
EUR/USD	\$1.097	0.559	2.008	2.5
GBP/USD	\$1.280	0.804	2.286	5.9
USD/JPY	JPY 142	2.125	-1.461	-7.4
Matières Premières	10-juil.-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2023 (%)
Brent	\$78.3	\$3.6	\$3.6	-5.8
Or	\$1 922.4	\$0.8	-\$35.4	5.4
Indices Actions	10-juil.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
S&P 500	4 410	-0.90	2.60	14.9
EuroStoxx 50	4 265	-3.02	-0.57	12.4
CAC 40	7 152	-3.17	-0.84	10.5
Nikkei 225	32 190	-4.63	-0.23	23.4
Shanghai Composite	3 204	-1.24	-0.86	3.7
VIX - Volatilité implicite	15.24	12.14	10.20	-29.7

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 50 938 997 € – 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 ...10/07/2023

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