

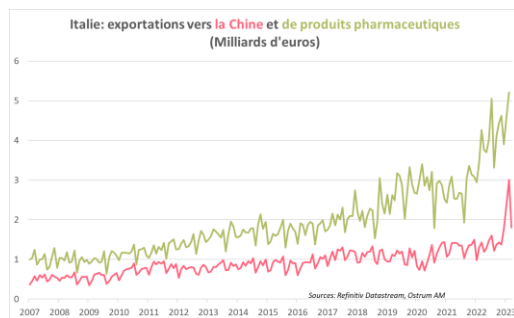
● Le thème de la semaine : La zone euro échappe à la récession

- Après une légère contraction, une timide reprise s'est amorcée ;
- La demande interne s'est contractée dans bon nombre de pays, sous l'effet des pertes de pouvoir d'achat subies par les ménages ;
- La situation est contrastée entre les pays : l'Espagne, l'Italie et le Portugal sont en tête, bénéficiant de la reprise du tourisme ;
- La France et l'Allemagne connaissent un rebond plus limité ;
- Les enquêtes présagent d'une accélération de l'activité tirée par les services, alors que le secteur manufacturier se contracte encore ;
- La reprise devrait se raffermir mais rester limitée, en raison de l'impact du fort resserrement monétaire opéré par la BCE.

● La revue des marchés : La désinflation continue aux États-Unis

- L'inflation américaine passe sous les 5 % ;
- Le Nasdaq, tiré par les plus grandes capitalisations, s'adjuge 3 % ;
- Les actions bancaires surperforment en Europe ;
- Stabilité des spreads souverains et de crédit.

● Le graphique de la semaine



Le commerce extérieur italien connaît une évolution surprenante, notamment dans le secteur pharmaceutique. La levée des restrictions strictes de mobilité en Chine a provoqué une ruée vers les (probables) traitements anti-Covid.

L'annonce d'un retrait possible de l'Italie du partenariat avec la Chine à travers la Belt & Road Initiative après 2024 pourrait toutefois tendre les relations entre Rome et Pékin, et limiter l'accès au marché chinois des entreprises italiennes.

● Le chiffre de la semaine

78

Source : Trésor américain

Depuis 1960, le Congrès a agi 78 fois pour augmenter de façon permanente, étendre temporairement ou réviser la définition de la limite de la dette.



Axel Botte
Stratège international
axel.botte@ostrum.com



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



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

• **Thème de la semaine**

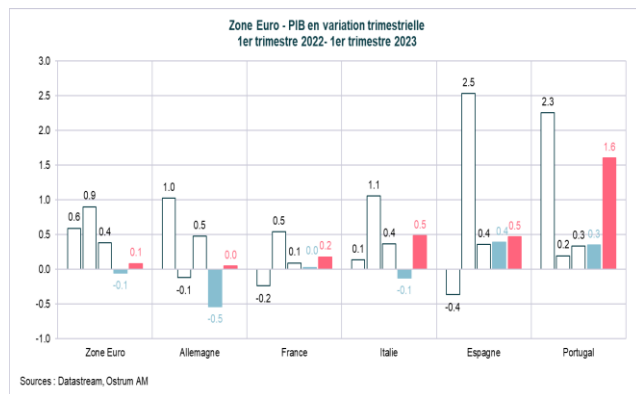
La zone euro échappe à la récession

La zone euro a échappé à la récession en enregistrant une légère progression du PIB au 1^{er} trimestre. La nette baisse du prix du gaz naturel, la résilience du marché de l'emploi et les mesures de soutien des gouvernements en sont à l'origine. Les dynamiques sont contrastées entre les pays. L'Espagne et l'Italie profitent de leur plus forte dépendance au tourisme et l'Allemagne est affectée par le poids relativement plus important du secteur manufacturier. L'activité devrait se raffermir au cours de l'année, avec la progression des salaires et la modération de l'inflation, mais la reprise sera très modérée du fait du net resserrement des conditions d'octroi de crédit.

La zone euro échappe à la récession

Légère hausse du PIB en T1 : + 0,1 % après - 0,1 %

Au 1^{er} trimestre, le PIB de la zone euro a légèrement rebondi (+ 0,1 %), après avoir été revu en baisse au 4^e trimestre à - 0,1 %, contre 0 % initialement publié. L'acquis de croissance pour 2023 (croissance moyenne sur l'année, en supposant une stabilisation du PIB au cours des trois prochains trimestres) ressort à 0,5 %.



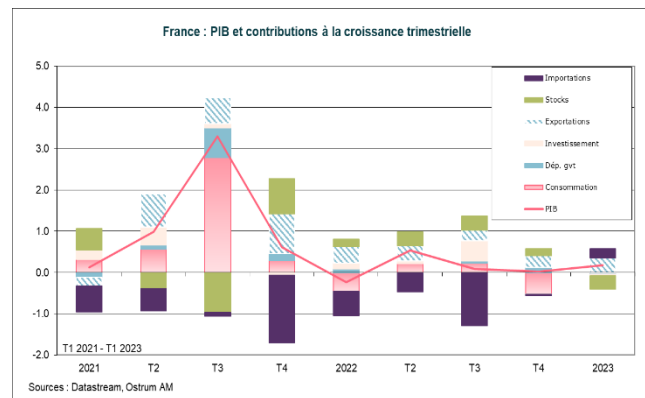
Sur les chiffres disponibles, les pays périphériques enregistrent la plus forte reprise en ce début d'année : 0,5 % en Italie et en Espagne (contre respectivement - 0,1 % et 0,4 % en T4) et 1,6 % au Portugal (après 0,3 %). La croissance est plus limitée en France (0,2 % après 0 %) et l'Allemagne a échappé de peu à la récession : 0 % après - 0,5 % (contre 0 % lors de la 1^{re} publication).

Le détail du PIB de la zone euro n'est pas encore disponible, mais les résultats de la France et de l'Espagne, ainsi que les indications fournies par différents instituts de statistiques, révèlent la poursuite de la faiblesse de la demande interne.

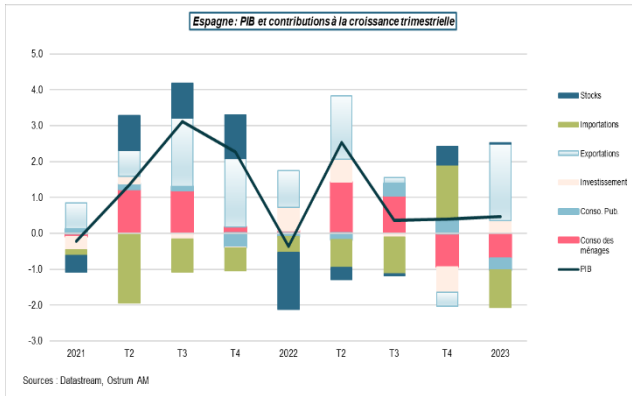
Contribution négative de la demande interne en France et en Espagne

En France, la demande interne a de nouveau contribué négativement à la croissance en T1, mais dans une moindre mesure : - 0,1 point de pourcentage (pp) après - 0,4 pp en T4. Cela résulte de l'atonie de la consommation des ménages (contribution nulle en T1 après - 0,5 pp en T4) et de la contribution négative de l'investissement (- 0,1 %). L'investissement résidentiel a de nouveau baissé et les entreprises ont faiblement investi. Elles ont notamment réduit leurs investissements en biens d'équipement. L'acquis de croissance est de 0,4 %.

La croissance de 0,2 % en T1 est ainsi liée uniquement au commerce extérieur (contribution de 0,6 pp), en raison de la hausse des exportations et du recul des importations. Le commerce extérieur a ainsi pu compenser les contributions négatives de la demande interne et des stocks (- 0,3 pp).



En Espagne, on observe globalement la même décomposition. La croissance de 0,5 % est liée au commerce extérieur (+ 1,1 pp). La demande interne a pesé à hauteur de - 0,7 pp (après - 1,2 pp) et les stocks ont eu une contribution nulle.



Le détail plus fin diffère néanmoins par rapport à la France. La consommation des ménages contribue à nouveau négativement à la croissance (- 0,7 pp après - 0,9 pp) et les dépenses publiques se réduisent. L'investissement a eu une contribution légèrement positive. La forte contribution du commerce extérieur vient de celle des exportations, plus particulièrement des services, alors que les importations ont augmenté dans une moindre proportion. L'acquis de croissance est de 1,6 %.

En Allemagne, l'organisme de statistique Destatis indique que la consommation des ménages et les dépenses publiques ont baissé au 1^{er} trimestre. Leur recul a été compensé par la hausse de l'investissement et des exportations. L'acquis de croissance ressort à - 0,2 %.

En Italie, l'organisme de statistique Istat révèle que la croissance de 0,5 % est liée à la demande interne (stocks compris) et au commerce extérieur, sans plus de détails. L'acquis de croissance est de 0,8 %. Les chiffres mensuels de ventes de détail suggèrent un repli de la consommation des ménages en T1 à un rythme plus modéré que le mois précédent. Les ventes de détail en volume ont baissé de 0,1 % sur le trimestre.

Enfin, au Portugal, la nette accélération de la croissance en T1 est liée uniquement au commerce extérieur, reflétant le dynamisme des exportations, selon l'INES. La demande interne a, quant à elle, contribué négativement à la croissance. L'acquis de croissance est de 2,1 %.

Que peut-on en déduire ?

La consommation a de nouveau été affectée par les pertes de pouvoir d'achat des ménages liées à la forte inflation. Celle-ci ralentit depuis octobre, du fait du recul des prix de l'énergie, mais reste encore trop élevée : 7 % en avril. Elle progresse à un rythme plus rapide que la hausse des salaires : 5,7 % en T4 pour les coûts horaires du travail.

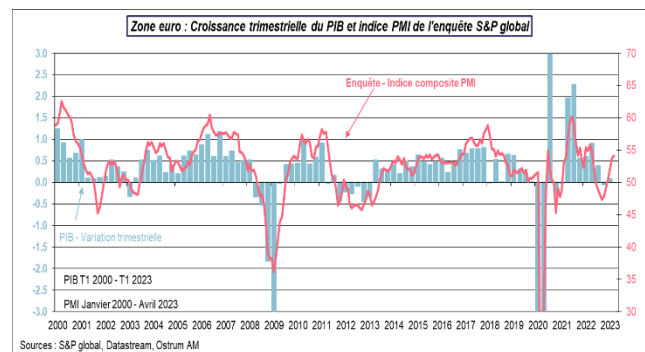
Dans le même temps, le fort durcissement de la politique monétaire opéré depuis juillet dernier par la BCE (+ 375 pb

de hausse des taux directeurs) commence à avoir un impact sur la demande.

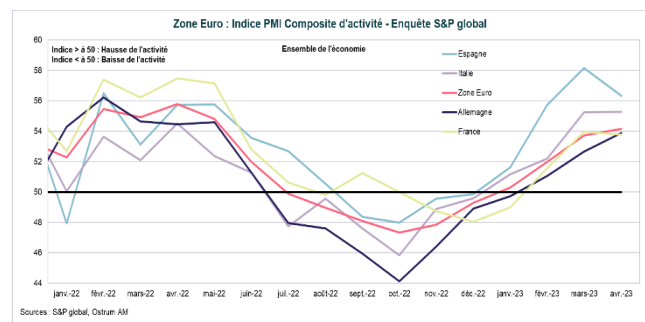
La prolongation des mesures de soutien des gouvernements aux ménages et aux entreprises pour les protéger de la hausse des prix énergétiques, ainsi que le net repli du prix des matières premières, et notamment du gaz naturel, ont permis d'éviter un recul plus marqué de la demande interne et ainsi éviter une récession de la zone euro. L'Espagne et l'Italie enregistrent la plus forte reprise, en raison de l'importance du tourisme dans leur croissance, ce dernier profitant de la reprise du secteur des loisirs et des voyages. Cela s'observe au niveau de la hausse des exportations de services.

Vers une accélération de la croissance

La dernière enquête S&P global réalisée auprès des chefs d'entreprises présage d'une accélération de la croissance. L'indice composite s'est établi à 54,1 en avril, contre une moyenne de 52 en T1, atteignant un plus haut depuis 11 mois. Il est bien au-dessus de 50, signalant une progression de l'activité.



Celle-ci est liée uniquement au secteur des services (indice de 56,2) dont l'activité s'est de nouveau accélérée sous l'effet de la hausse de la demande. Cette impulsion vient notamment du secteur du tourisme, selon S&P global. La dynamique est plus forte en Espagne et en Italie, en raison de la plus forte dépendance de leur croissance à ce secteur.



En revanche, la divergence s'est accentuée entre le secteur des services et le secteur manufacturier. Ce dernier se contracte à un rythme un peu plus soutenu en avril, l'indice étant inférieur à 50 (45,8). Cela résulte de la baisse de la demande, tant globale qu'étrangère. L'Allemagne est la plus affectée, en raison du poids relativement plus important du secteur manufacturier dans la croissance.

Conclusion

La zone euro a échappé à la récession en raison de la résilience du marché de l'emploi, du prolongement des mesures de soutien des gouvernements pour protéger les ménages et les entreprises de la hausse des prix énergétiques. Leur repli y a également contribué. Les enquêtes présagent d'une accélération de la croissance liée aux services, sous l'impulsion notamment du secteur touristique. La consommation va

bénéficier de salaires plus élevés, comme le laissent présager les dernières négociations salariales, d'un marché de l'emploi soutenu et d'une inflation plus modérée, du fait d'une moindre contribution des prix énergétiques. La reprise restera, malgré tout, limitée en raison de l'impact progressif du resserrement de la politique monétaire sur la demande. La dernière enquête réalisée par la BCE auprès des banques commerciales a en effet révélé un nouveau net durcissement des conditions d'octroi de crédit aux entreprises et aux ménages, ainsi qu'une baisse de la demande de prêts. Nous anticipons une croissance d'1,1 % pour l'année 2023.

Aline Goupil-Raguénès

- **La revue des marchés**

La désinflation se poursuit aux États-Unis

Hausse du Nasdaq grâce à la désinflation, mais la volatilité des taux à long terme persiste.

La problématique du plafond de la dette aux États-Unis ou la possible dégradation de l'Italie ne semblent pas inquiéter les opérateurs de marché, focalisés sur la possibilité d'une baisse des taux de la Fed dès cet été. L'inflation américaine, désormais sous le seuil de 5 %, entretient l'espoir d'un allègement bénéfique aux actions de croissance. Le Nasdaq s'adjuge 3 % sur la semaine, avec une prépondérance des plus grandes capitalisations. En Europe, les indices boursiers sont états. Les marchés de taux restent volatils. Le T-note oscille entre 3,30 % et 3,50 %. Les spreads souverains ou de crédit sont stables sur la semaine écoulée. On relève toutefois des tensions persistantes sur le swap spread en zone euro. Sur le marché des changes, le dollar s'autorise un léger rebond. L'euro peine à franchir le seuil d'1,10 \$. Le dollar néo-zélandais corrige en raison d'une baisse des anticipations d'inflation susceptibles d'infléchir l'action de la RBNZ. La BoE a procédé (à contre-cœur ?) à une nouvelle hausse des taux de 25 pb.

Sur le plan conjoncturel, l'inflation américaine (IPC) ressort à 4,9 % en avril. Hors énergie et alimentaire, l'inflation reste en revanche quasiment stable autour de 5,5 %. Les loyers (réels ou imputés aux propriétaires) devraient commencer à s'infléchir au cours du deuxième trimestre ramenant graduellement l'inflation sous-jacente vers 4 % à la fin de l'année. Les prix des biens importés commencent à refluer. La dynamique des prix dépendra principalement de l'évolution des coûts salariaux et du comportement de marges des entreprises. L'excès de demande de travail semble se résorber à travers une diminution des postes à pourvoir ou une inflexion à la hausse des inscriptions au chômage et des plans de licenciements. Cette détente du marché du travail est un premier pas nécessaire à une désinflation pérenne. Les anticipations d'inflation des ménages restent néanmoins à surveiller aux États-Unis comme en Europe, où l'enquête de la BCE rapporte une hausse de l'inflation anticipée. La BCE doit encore agir sur les taux, probablement par deux fois d'ici le mois de juillet. La BoE a relevé son taux de 25 pb à 4,50 %, malgré deux votes dissidents préférant un statu quo. Le PIB britannique est en hausse de 0,1 % au premier trimestre, grâce à une contribution surprenante de l'investissement privé. La consommation des ménages est pénalisée par l'inflation, mais les pertes de pouvoir d'achat devraient s'atténuer au cours de l'année. L'optimisme de la BoE sur l'inflation

interroge, cependant, d'autant que l'institut monétaire ne prévoit plus de récession en 2023 (+ 0,25 %). En Chine, l'inflation des prix à la consommation est nulle (+ 0,1 % en avril) et les prix à la production reculent de plus de 3 %. Dans ce contexte, la Chine exporte de nouveau de la désinflation, ce qu'on observe aux États-Unis. La reprise de l'industrie s'avère moins forte que prévu, de sorte que les prix des métaux industriels replongent depuis quelques semaines.

Les marchés d'actions sont suspendus à une hypothétique baisse des Fed funds. La réunion de Jackson Hole, prévue fin août, s'annonce déjà comme un tournant possible dans la communication de Jerome Powell en vue de 2024. Les marchés sont toujours impatients et le statu quo monétaire envisagé jusque fin 2023 pourrait justifier une correction des multiples. Au contraire, ce sont bien les valeurs les plus sensibles aux taux d'intérêt qui mènent la cote. L'écart de performance est frappant entre les cinq premières valeurs du S&P 500 et le reste de la cote. Le positionnement spéculatif, encore largement vendeur, se réduit depuis fin avril. La pression sur les banques régionales américaines perdure et le marché s'attaque aux dossiers les plus fragiles. Les indices européens digèrent une saison des résultats de bonne facture, globalement. Les banques européennes se distinguent avec des publications solides.

Sur le marché de Treasuries, la volatilité reste conséquente. Le 2 ans revient sous 4 % après l'indice des prix entraînant un repli du 10 ans vers 3,40 %. La pentification du segment 10-30 ans (34 pb) s'affirme en revanche depuis quelques semaines et rejoint les sommets de juillet 2022. En zone euro, le Bund évolue dans une fourchette de 2,20 % à 2,50 %. L'effet rareté du Bund tend à écarter les swap spreads depuis l'abaissement de la rémunération des dépôts à ESTR - 20 pb. Cette mesure temporaire ne saurait se substituer à une politique de prêts de titres de la BCE plus proche des standards de marché. Le swap spread à 2 ans se traite au-delà de 80 pb, soit des niveaux de crise bancaire. Cela signifie aussi que la dette souveraine reste recherchée, de sorte que la réaction des spreads de l'OAT à l'abaissement de la note française, par exemple, est restée réduite. Le spread du BTP plafonne aussi à 190 pb.

Le marché du crédit s'est bien comporté cette semaine avec un léger resserrement des spreads. La balance des flux, voire le niveau des spreads, pourrait pousser les spreads à l'écartement au cours des prochaines semaines. Le marché primaire est actif avec plus de 16 Mds € d'émissions de sociétés non-financières sur la semaine. Le total des 20 transactions financières ajoute 14 Mds €. Le high yield s'est même resserré de 3 pb à 515 pb contre Bund.

Sur le marché des changes, on note un rebond du dollar malgré les échéances anxiogènes liées au plafond de la dette.

Axel Botte

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	15-mai-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Bunds 2a	2.6%	-2	-28	-16
EUR Bunds 10a	2.3%	-2	-14	-28
EUR Bunds 2s10s	-30.8bp	+0	+14	-10
USD Treasuries 2a	3.98%	-2	-12	-44
USD Treasuries 10a	3.47%	-3	-4	-40
USD Treasuries 2s10s	-51.1bp	-1	+8	+5
GBP Gilt 10a	3.8%	+2	+13	+13
JPY JGB 10a	0.41%	-1	-11	-12
EUR Spreads Souverains (10a)	15-mai-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
France	58bp	-1	+0	+3
Italie	188bp	-4	+2	-26
Espagne	107bp	-1	+2	-2
Inflation Points-morts (10a)	15-mai-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.37%	-4	-17	-18
USD 10a Inflation Swap	2.49%	-3	-7	-5
GBP 10y Inflation Swap	3.72%	+5	-17	-18
EUR Indices Crédit	15-mai-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Credit IG OAS	168bp	+0	+1	+1
EUR Agences OAS	82bp	+1	+3	+3
EUR Obligations sécurisées OAS	91bp	+0	+5	+7
EUR High Yield Pan-européen OAS	511bp	+1	+14	-1
EUR/USD Indices CDS 5a	15-mai-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
iTraxx IG	85bp	-1	+4	-5
iTraxx Crossover	447bp	-4	+14	-27
CDX IG	81bp	0	+6	-1
CDX High Yield	497bp	+1	+33	+13
Marchés émergents	15-mai-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	484bp	-5	-5	+31
Devises	15-mai-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
EUR/USD	\$1.088	-1.469	-0.431	1.5
GBP/USD	\$1.248	-1.290	0.971	3.3
USD/JPY	JPY 136	-0.847	-1.031	-3.5
Matières Premières	15-mai-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2023 (%)
Brent	\$74.0	-\$3.0	-\$11.9	-12.1
Or	\$2 018.3	-\$8.9	\$26.7	10.7
Indices Actions	15-mai-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
S&P 500	4 124	-0.29	-0.33	7.4
EuroStoxx 50	4 305	-0.41	-1.37	14.2
CAC 40	7 439	-0.02	-1.07	14.9
Nikkei 225	29 626	2.34	3.98	13.5
Shanghai Composite	3 311	-2.48	-0.82	7.2
VIX - Volatilité implicite	17.03	0.29	-0.23	-21.4

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 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 ...15/05/2023

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