

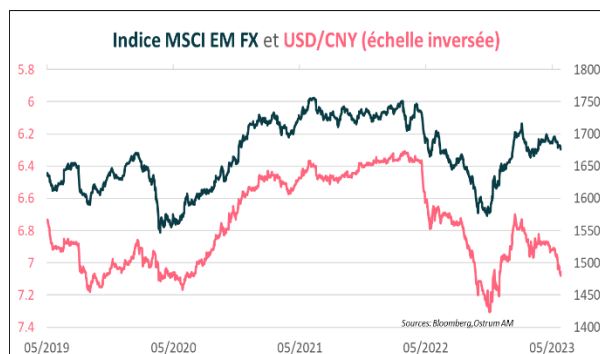
● Le thème de la semaine : Un tour d'horizon du marché des changes

- L'évolution du dollar dépendra du risque de récession, de l'inflation, de la crise des banques régionales et du plafond de la dette ;
- L'euro paraît vulnérable à un retournement conjoncturel, ainsi qu'un fort positionnement acheteur des investisseurs ;
- Le yen faible confère un avantage concurrentiel au Japon ;
- Le yuan devrait s'affaiblir pour soutenir les exportateurs chinois ;
- Le réal et le peso mexicain offrent un portage attractif ;
- Les taux réels positifs devraient être le catalyseur du marché des changes.

● La revue des marchés : Fed : le statu quo remis en cause ?

- Le marché intègre une hausse de 25 pb supplémentaire en juillet ;
- Le T-note s'approche de 3,80% ;
- Prises de profit sur les actions hors Tech américaine ;
- Stabilité du crédit, net resserrement des spreads sur le high yield.

● Le graphique de la semaine



La devise chinoise s'est davantage dépréciée par rapport aux autres devises émergentes, comme le montre le graphique ci-contre.

Depuis le mois de mai, le dollar s'est brusquement raffermi dans le sillage de la hausse des taux d'intérêt nominaux américains.

Toutefois, les autorités chinoises semblent tolérer la dépréciation récente du yuan par rapport au dollar, tant que celle-ci reste graduelle et ordonnée.

La faiblesse du yuan permet également de soutenir les exportateurs qui souffrent de la contraction de l'activité manufacturière au niveau mondial et de la faiblesse du yen.

● Le chiffre de la semaine

1,5

Source : organisation météorologique mondiale

Pour la 1^{re} fois, la température moyenne à la surface de la terre devrait dépasser de 1,5 degré celles de l'ère préindustrielle pendant au moins une année d'ici 2027.



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



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



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

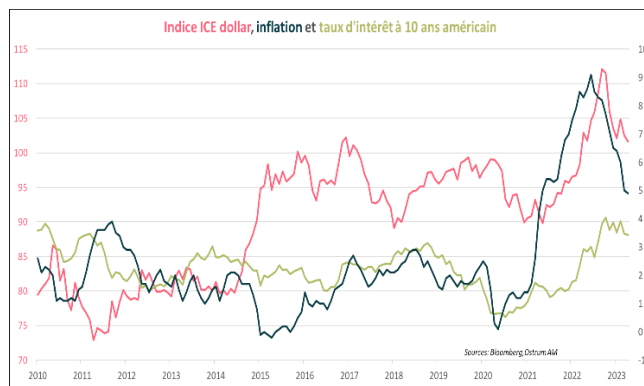
● **Thème de la semaine**

Un tour d'horizon du marché des changes

Cette semaine, nous faisons un tour d'horizon rapide du marché des changes, en identifiant des opportunités d'investissement.

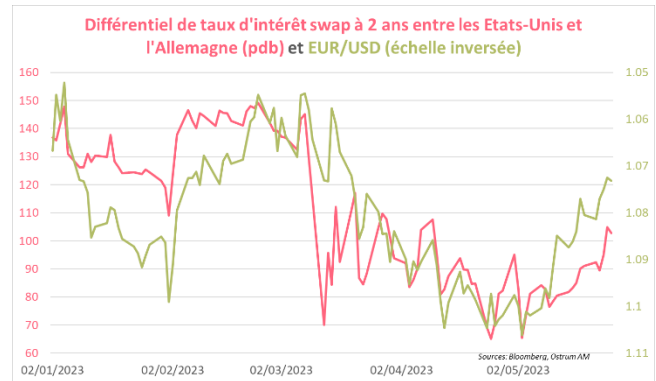
Un pic pour le billet vert ?

L'indice ICE dollar semble avoir atteint un pic en octobre 2022, qui correspond également à un pic sur l'inflation et sur les taux d'intérêt de long terme américains, comme le montre le graphique ci-dessous.



Le dollar américain bénéficie également du statut de valeur refuge en cas de hausse de l'aversion au risque sur les marchés financiers. Quatre inquiétudes dominent actuellement : la récession américaine, l'inflation, la crise des banques régionales américaines et le plafond de la dette américaine. Tous ces risques entraînent également des conséquences sur la trajectoire des taux d'intérêt et donc du billet vert. Il est donc difficile de conclure systématiquement au rôle de valeur refuge du dollar qui se traduirait par une appréciation du billet vert contre toutes les autres devises. Le pic ressemble plutôt à une pause où les investisseurs, tout comme la Fed, restent data dépendent.

Depuis le mois de mai, le billet vert s'est renforcé, dans le sillage de la hausse du taux d'intérêt à 2 ans qui est repassé au-dessus des 4 %, reflétant la publication de données économiques meilleures qu'attendu. Ce n'est donc pas son rôle de valeur refuge, mais les anticipations de politique monétaire qui expliquent le renforcement du billet vert, comme indiqué par le graphique ci-dessous.

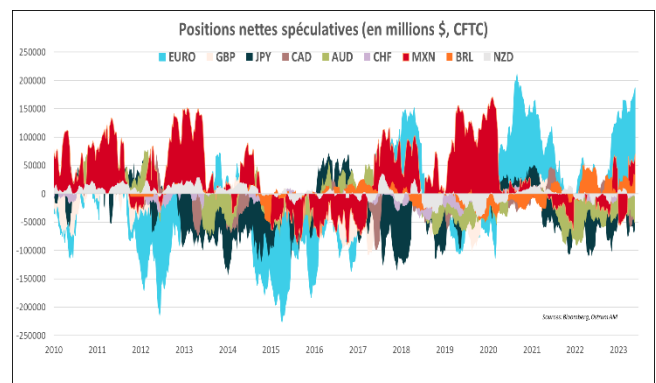


Le différentiel de taux d'intérêt swap à 2 ans entre les Etats-Unis et l'Allemagne s'est élargi, bénéficiant au dollar.

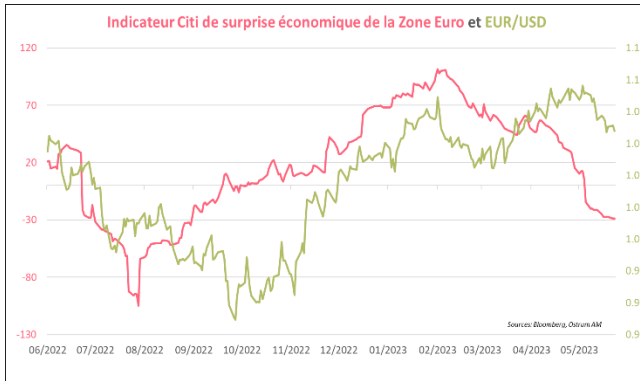
L'euro : le pire est passé mais...

La zone euro a évité la récession, grâce à la baisse des prix du gaz naturel (désormais à moins de 30 €/MWh, soit un plus bas depuis 2021), ainsi qu'aux mesures des gouvernements afin d'amortir le choc énergétique sur les consommateurs et les entreprises. L'amélioration des perspectives de croissance de la zone euro a soutenu la monnaie unique, qui est repassée au-dessus de la parité contre dollar.

Cela s'est traduit par un fort positionnement acheteur sur l'euro, comme le montre le graphique ci-après, représentant les positions nettes spéculatives (CFTC) sur les principales devises.



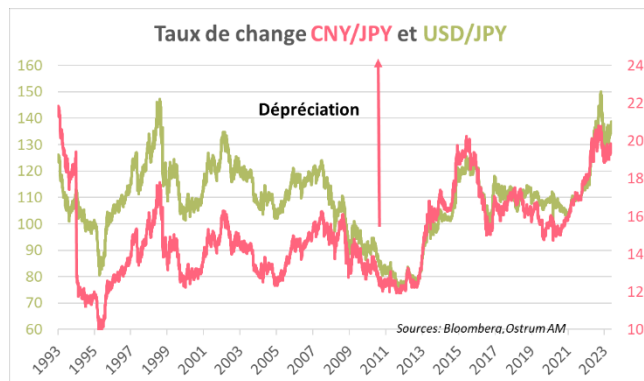
L'euro est donc la devise qui a le plus fort positionnement acheteur parmi les principales devises. Cependant, depuis avril, les surprises économiques sur la zone diminuent, comme le montre le graphique suivant.



Ainsi, une détérioration des perspectives de croissance, ainsi qu'un positionnement important pourraient mettre sous pression l'euro contre le billet vert.

Le yen manipulé ?

Le yen a atteint un plus bas face au yuan depuis 30 ans, proche des niveaux de 20. La devise nipponne s'est également dépréciée contre le billet vert, proche de ses plus bas atteint en 1998, comme le montre le graphique ci-dessous.

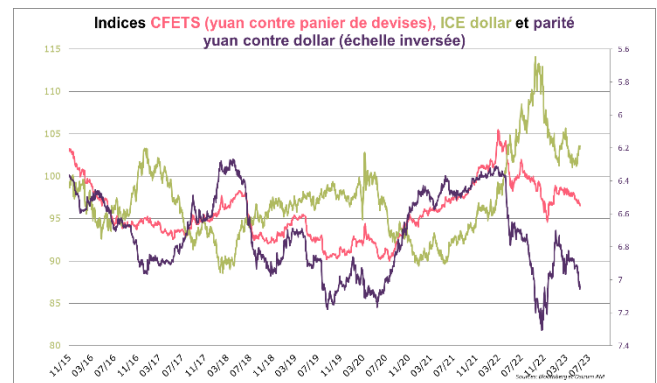


La faiblesse du yen explique la bonne performance de l'indice NIKKEI, 17,68 % depuis le début de l'année, soit une des meilleures performances du G20, juste après l'indice Nasdaq (20 %). Le Japon dispose donc d'un avantage concurrentiel important pour répondre aux besoins d'investissement dans les infrastructures qui devraient augmenter dans la région. Selon le rapport, *Infrastructure Financing in Asia*, de l'Asian Development Bank (ADB), l'Asie émergente doit investir plus de 5 % de son PIB au cours de la prochaine décennie dans les infrastructures. Cela représente plus de 22 600 milliards de dollars d'ici 2030, soit 1 500 milliards de dollars par an !

La compétitivité des exportations nipponnes est la raison principale pour laquelle la BoJ hésite à sortir de la politique de contrôle de sa courbe de taux d'intérêt à cause du yen. La différence dans la dynamique de politique monétaire entre la Fed et la BoJ pourrait s'inverser et soutenir le yen, ce qui pénaliserait la compétitivité de ses exportations.

Changement de régime pour le yuan ?

La devise chinoise semble amorcer un changement de tendance. Après avoir atteint, en octobre 2022, un plus bas contre dollar depuis 2015, le yuan s'est apprécié face au billet vert dans le sillage de la faiblesse de la monnaie américaine, mais également dans la perspective de l'ouverture de l'économie chinoise, comme le montre le graphique suivant.



Depuis le mois de mai, le dollar s'est raffermi entraînant dans son sillage la dépréciation des autres devises, dont le yuan. Cependant, ce dernier s'est également déprécié par rapport à son panier de devises. Par ailleurs, le taux de change pivot fixé par la PBoC a été maintenu à un plus bas depuis décembre 2022, suggérant une tolérance de la Banque centrale à la récente faiblesse de sa devise, tant que le mouvement reste graduel et ordonné. La reprise chinoise post-« Zéro-Covid » est lente : il est donc probable que les autorités chinoises souhaitent affaiblir le yuan pour soutenir les entreprises exportatrices pénalisées par la faiblesse du yen.

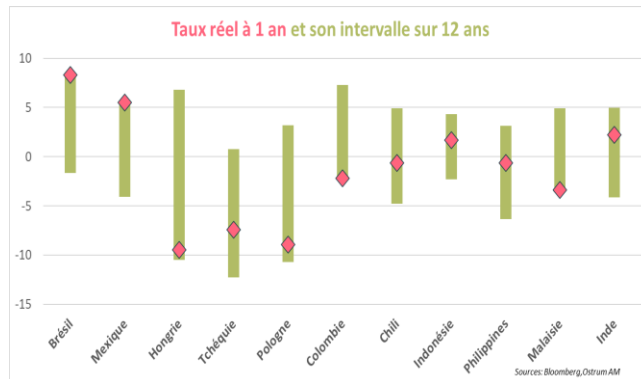
Devises émergentes : des taux réels attractifs

Les taux nominaux ont été jusqu'à présent le principal catalyseur du marché des changes, dans le sillage du

resserrement monétaire global.

Cependant, plusieurs Banques centrales des pays émergents sont proches de la fin de leur cycle de hausses, voire prêtes à assouplir leur politique. Les taux d'intérêt réels seront le principal catalyseur du marché des changes, pouvant conduire à des divergences entre les devises.

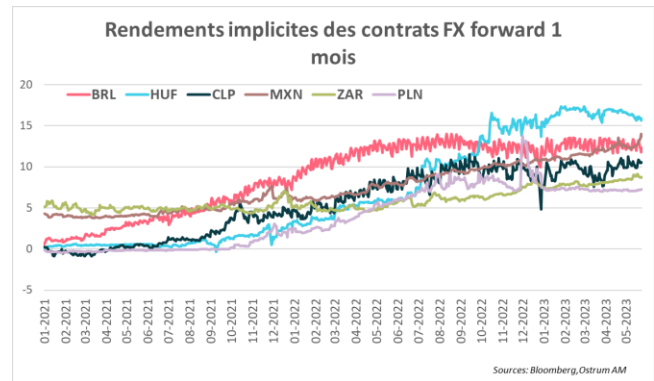
Le graphique ci-dessous montre le taux réel à 1 an pour plusieurs pays émergents et sa plage d'évolution sur une période de 12 ans.



Le Brésil et le Mexique ont déjà des taux d'intérêt réels positifs et élevés, ainsi qu'un profil de l'inflation en baisse. Le réal et le peso mexicain sont d'ailleurs les deux devises que nous privilégions dans la région Amérique latine.

Toutefois, nous avons une préférence pour le réal brésilien. L'évolution du réal contre dollar n'a jusqu'à présent aucun lien avec les fondamentaux du pays. En effet, en 2022, lors de l'invasion russe de l'Ukraine, la parité est passée sous les 5, puis est repassée au-dessus de ce niveau sur fond de thématique d'inflation américaine et de hausses de taux de la Fed. Les investisseurs devraient se focaliser sur les fondamentaux du pays qui s'améliorent et soutenir le réal.

Le forint hongrois est également une devise que l'on privilégie à cause de son portage élevé, à plus de 15 % d'après les contrats sur le *change forward* à 1 mois, comme le montre le graphique ci-après. Nous restons constructifs sur cette devise qui est sensible aux aléas politiques.



Conclusion

Ce tour d'horizon rapide sur le marché des changes permet de mettre en évidence 5 principales tendances :

- Une pause pour le dollar dont l'évolution dépendra de 4 risques : la récession, l'inflation, la crise des banques régionales américaines et le plafond de la dette ;
- L'euro apparaît vulnérable à un retournement conjoncturel et à un fort positionnement des investisseurs ;
- Le yen faible confère un avantage concurrentiel pour le Japon ;
- Le yuan devrait s'affaiblir pour soutenir les exportateurs chinois ;
- Les devises émergentes à taux réels positifs offrent un portage attractif.

Les taux réels positifs devraient être le principal catalyseur du marché des changes pour la seconde partie de l'année.

Zouhoure Bousbih

- **La revue des marchés**

Fed : le statu quo remis en cause ?

Un accord sur le plafond de la dette se dessine, les taux se tendent au détriment des actions à l'exception de la technologie américaine.

Les attermoissements du Congrès au sujet du relèvement du plafond de la dette continuent d'alimenter la volatilité à quelques jours de la date fatidique du 1^{er} juin. Après la mise sur surveillance de la note des États-Unis par Fitch, Moody's indique que le maintien du Aaa dépendra du paiement de coupon du 15 juin. Un projet d'accord sur le plafond de la dette pourrait être voté par la Chambre des représentants mardi avant le passage au Sénat mercredi. La sortie de crise espérée s'accompagne d'un relèvement des anticipations de taux d'intérêt de la Fed entraînant le T-note vers 3,80%. Parallèlement, le Bund casse le seuil de 2,50%. Au Royaume-Uni, l'inflation persistante s'ajoute au mouvement mondial de hausse des rendements. Le Gilt se tend de 40 pb à 4,41%. L'augmentation des taux provoque quelques prises de profits sur les actions mais l'optimisme des valeurs de technologie américaine entretient la surperformance du Nasdaq. Le resserrement marqué des spreads grecs, portugais ou irlandais se maintient alors que l'OAT française ou le BTP italien ne participent pas à l'embellie. Le crédit est stable alors que le high yield surperforme (-15 pb en Europe et -28 pb aux États-Unis). Le dollar rebondit dans le sillage des taux américains avec, en miroir, le nouvel accès de faiblesse du yen qui retouche le niveau de 140 contre le billet vert. L'euro faiblit sous 1,08 \$.

Sur le plan conjoncturel, l'économie américaine a crû de 1,3% en termes annualisés entre janvier et mars. La consommation est le moteur de la croissance, alors que l'investissement des entreprises ralentit. La contraction du logement semble toucher à sa fin. Les dépenses des ménages d'avril (+0,5% en termes réels) s'inscrivent dans la tendance du premier trimestre. Par ailleurs, la révision à la hausse du déflateur (+4,4% en avril) retiendra sans doute l'attention des membres du FOMC. Le relèvement du plafond de la dette s'accompagnera, les dépenses publiques seront probablement gelées en 2024 freinant la croissance à hauteur de 0,2 pp. En zone euro, l'activité soutenue dans les services contraste avec l'atonie de l'industrie. Cela pénalise l'Allemagne qui a connu une récession entre octobre et mars. Le PIB allemand ressort à -0,3% sur le premier trimestre. La baisse de la consommation des ménages s'est accentuée mais c'est surtout l'effondrement de la demande publique qui surprend (-4,9%). Paradoxalement, l'investissement des entreprises rebondit

malgré des perspectives sans relief selon l'IFO. L'économie chinoise montre aussi des signes de faiblesse en particulier dans la sphère industrielle. La PBoC devrait décider un nouvel allègement des réserves obligatoires pour une fois encore stimuler la demande.

La hausse des rendements obligataires s'accompagne de flux entrants sur la classe d'actifs, signe que les valorisations actuelles militent pour l'obligataire qui connaît une 9^{ème} semaine consécutive de collecte. Les fonds monétaires enregistrent des souscriptions totalisant 756 Mds \$ cette année. Les fonds actions européens et américains font face à des rachats à l'exception du secteur de la technologie. La prudence reste prédominante y compris vis-à-vis des marchés bien orientés avec des rachats sur les actions japonaises par exemple. Les investisseurs finaux profitent ainsi du rebond des taux à long terme. Le 10 ans américain s'est échangé au-delà de 3,80% alors qu'une hausse des taux en juillet se dessine dans les contrats courts après une pause en juin. La hausse des points morts traduit les craintes d'une inflation plus persistante justifiant un tour de vis supplémentaire et une plus forte inversion de la courbe des taux. L'inflation reste le juge de paix. Au Royaume-Uni, l'IPC ressort à 8,7% soit un demi-point de plus qu'anticipé. La désinflation, trop lente, obligera la BoE à poursuivre son resserrement. En conséquence, le Gilt s'ajuste violemment de plus de 40 pb. En zone euro, le Bund (2,50%) s'inscrit dans la tendance anglo-saxonne. Klaas Knot appelle à deux nouvelles hausses « au moins ». Le 2 ans tutoie les 2,90%, sans réduire le swap spread qui évolue sur des niveaux de crise bancaire (82 pb). Les spreads souverains sont bien orientés notamment en Irlande, au Portugal et en Grèce, où les intervenants s'attendent à un rehaussement de la note grecque en IG. L'Italie et la France restent en retrait compte tenu de leurs difficultés budgétaires.

Le marché du crédit bénéficie d'un retour des flux depuis le milieu du mois. Le marché primaire reste actif avec un total de 16 Mds € d'émissions non-financières et 13,2 Mds € de dettes financières. Le spread sur l'euro IG ressort à 170 pb contre Bund inchangé sur une semaine. De manière générale, les valorisations demeurent attrayantes sur le crédit. A l'opposé des flux sortants, les spreads sur le marché du high yield se resserrent fortement. La prime moyenne se situe sous les 500 pb contre Bund. Le risque de défaut reste réduit même si le rationnement du crédit affectera en priorité les emprunteurs de moindre qualité de crédit. Nous projetons une remontée graduelle des défauts vers 3-4% à l'horizon d'un an.

Les actions subissent des prises de profits avec l'accélération à la hausse des taux. L'Europe perd près de 3%. Aux États-Unis, le secteur des semi-conducteurs prolonge la surperformance de la technologie alors que tous les autres secteurs décrochent.

Axel Botte

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	30-mai-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Bunds 2a	2.81 %	-1	+12	+5
EUR Bunds 10a	2.37%	-10	+6	-20
EUR Bunds 2s10s	-44 bp	-9	-6	-25
USD Treasuries 2a	4.51 %	+19	+50	+8
USD Treasuries 10a	3.71 %	+2	+29	-16
USD Treasuries 2s10s	-80 bp	-17	-21	-25
GBP Gilt 10a	4.31 %	+15	+59	+64
JPY JGB 10a	0.44 %	+3	+4	+1
EUR Spreads Souverains (10a)	30-mai-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
France	57 bp	-1	-1	+2
Italie	182 bp	-3	-4	-32
Espagne	105 bp	+0	+1	-4
Inflation Points-morts (10a)	30-mai-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR OATi	273 bp	+2	-6	-
USD TIPS	225 bp	-3	+4	-4
GBP Gilt Indexés	371 bp	+9	+11	+9
EUR Indices Crédit	30-mai-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Credit IG OAS	170 bp	+0	+8	+3
EUR Agences OAS	82 bp	+0	+2	+3
EUR Obligations sécurisées OAS	92 bp	+1	+1	+8
EUR High Yield Pan-européen OAS	485 bp	+1	-19	-27
EUR/USD Indices CDS 5a	30-mai-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
iTraxx IG	79 bp	-2	-4	-11
iTraxx Crossover	422 bp	-11	-16	-52
CDX IG	75 bp	-3	-2	-7
CDX High Yield	471 bp	-12	+2	-13
Marchés émergents	30-mai-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	478 bp	-3	-16	+26
Devises	30-mai-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
EUR/USD	\$1.074	-0.3	-2.12	+0.28
GBP/USD	\$1.242	+0.06	-0.55	+2.82
USD/JPY	¥139.87	-0.88	-1.71	-6.26
Matières Premières	30-mai-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2023 (\$)
Brent	\$75.9	-\$0.9	-\$4.4	-\$8.3
Or	\$ 1 958.1	-\$15.1	-\$23.6	\$134.1
Indices Actions	30-mai-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
S&P 500	4 205	0.32	0.86	9.53
EuroStoxx 50	4 329	-0.31	-0.70	14.11
CAC 40	7 266	-1.52	-3.00	12.25
Nikkei 225	31 328	1.20	8.57	20.06
Shanghai Composite	3 224	-0.68	-2.98	4.37
VIX - Volatilité implicite	17.23	0.12	9.19	-20.49

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management

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 ...30/05/2023

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