

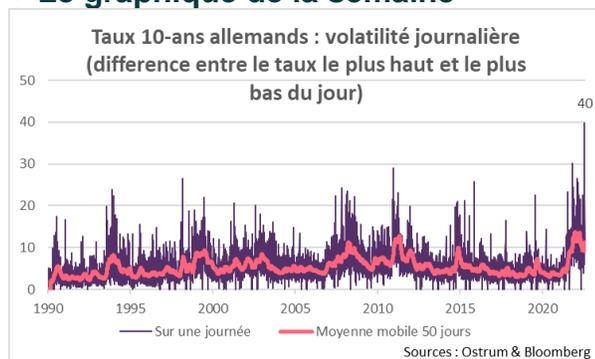
● Le thème de la semaine : Mise à jour de nos prévisions

- Comme chaque trimestre, lors de notre processus de comité d'investissement, nous remettons à jour nos prévisions économiques. Nous présentons ici cette mise à jour ;
- Notre scénario central est celui d'une reprise molle avec des économies qui tutoient la récession ;
- L'élément structurant de notre vue est l'inflation, car nous attendons une persistance des pressions sous-jacentes à un niveau élevé qui devrait rendre inconfortables les Banques centrales.

● La revue des marchés : Le cycle de la panique

- La BCE relève son taux, mais n'offre aucune indication sur la suite ;
- Les risques financiers guideront leurs prochaines décisions ;
- Volatilité historique sur les taux courts ;
- La Fed injecte 165 Mds \$.

● Le graphique de la semaine



L'une des caractéristiques des turbulences boursières de la semaine dernière est la volatilité sans précédent du marché obligataire. Mercredi, l'autonomie quotidienne du Bund était de 40 bp. C'est totalement inhabituel : le précédent record depuis 1999 avait été enregistré le 8 août 2011 à 29 bp.

Il est intéressant de noter que l'indice MOVE, qui mesure la volatilité attendue du Trésor, a également bondi à 200, près de son sommet historique. Paradoxalement, le VIX est resté en dessous de 30, montrant des signes évidents de stress, mais à un niveau considérablement inférieur à celui observé sur le marché obligataire. De même, la volatilité des taux de change est restée relativement modérée.

● Le chiffre de la semaine

5,7

Source : Ostrum AM

Les coûts salariaux ont progressé de 5,7 % au T4 de l'année dernière. L'émergence d'une spirale salaire-inflation est maintenant indiscutable.



Stéphane Déo
Directeur stratégie marchés
stephane.deo@ostrum.com



Axel Botte
Stratégiste international
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

Mise à jour de nos prévisions

Comme chaque trimestre, lors de notre processus de comité d'investissement, nous remettons à jour nos prévisions économiques. Nous présentons ici cette mise à jour.

Zone euro

Nous attendions une récession très modérée sur le quatrième trimestre 2022 et le premier trimestre 2023. Les chiffres publiés pour le quatrième trimestre montrent en fait une stabilisation de l'économie. Les indications dont nous disposons pour le premier trimestre de cette année montrent en revanche une croissance, certes faible, mais selon toute probabilité positive.

En conséquence, l'acquis de croissance à fin 2022 était déjà de 0,4 %. Avec une croissance modérée sur le reste de l'année la croissance moyenne devrait donc s'établir dans la fourchette 0,5 %-1,0 %.

Le reflux relatif de l'inflation et la progression des salaires, mais aussi les aides publiques, devraient maintenir le pouvoir d'achat des salaires à un niveau très légèrement positif. La consommation serait alors orientée légèrement à la hausse sur l'année. De même, le retard d'investissement accumulé devrait permettre aux capex de progresser, là aussi modérément.

En conséquence, nous avons une trajectoire de PIB qui reste médiocre, mais qui réaccélère un peu sur le milieu de l'année. Ceci nous place sur la partie haute du consensus.

Un point fondamental de nos prévisions est la trajectoire de l'inflation. Elle baisse rapidement jusqu'à cet été, essentiellement à cause des effets de base sur la composante énergie. Mais la partie sous-jacente reste très stable et ne devrait pas passer sous les 5 % à horizon fin d'année. Ceci conduit à un atterrissage de fin d'année qui reste élevé, au-dessus de 5 % sur le dernier trimestre. Il s'agit d'un élément fondamental pour la politique monétaire.

Zone Euro	2022				2023				2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
PIB (gl. trimestriel)										
Ostrum	0.6	0.9	0.4	0.0	0.2	0.4	0.4	0.3	3.5	1.1
Consensus					-0.2	0.1	0.3	0.2		0.5
Inflation										
Ostrum	6.1	8.0	9.3	10.0	6.3	6.0	5.8	5.6	8.4	5.9
Consensus					8.0	6.3	4.7	3.1		5.5
Inflation sous jacente										
Ostrum	2.7	3.7	4.4	5.1	5.3	5.2	5.1	5.1	3.9	5.2

États-Unis

La hausse des taux mord sur la croissance ; les secteurs les plus directement exposés, notamment l'immobilier, montrent des signes de ralentissement très marqués. Si les chiffres disponibles sur le premier trimestre montrent, une fois de plus, une économie très résiliente, en revanche nous pensons que l'économie va tutoyer la récession sur la fin de l'année.

L'économie américaine a montré une capacité inhabituelle à absorber les hausses de taux. Nous pensons que des changements structurels expliquent cette résistance. En conséquence, nous pensons que le scénario de « soft landing » est plus probable que celui de « hard landing ».

Les faillites de SVB et Signature sont un coup de semonce : nous ne pensons pas que cela constitue le début d'une crise

systemique ; le scénario alternatif, bien plus pessimiste, ne peut toutefois être écarté, même si sa probabilité est limitée.

Enfin, la persistance de l'inflation à un niveau supérieur à l'objectif de la Fed demeure le scénario le plus probable. Les pressions salariales, en particulier, restent élevées. Là aussi, il s'agit d'un élément structurant pour la Fed.

Il faut aussi noter la réouverture rapide la Chine. Cela implique une croissance mondiale plus soutenue, une amélioration des derniers problèmes de production liés aux chaînes d'approvisionnement, mais aussi de nouvelles pressions inflationnistes potentielles sur les matières premières. La réouverture de la Chine abonde donc vers l'idée d'une croissance qui surprend à la hausse, tout comme l'inflation.

Etats-Unis	2022				2023				2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
PIB (gl. trimestriel)										
Ostrum	-0.4	-0.2	0.8	0.7	0.5	0.3	0.0	0.0	2.1	1.5
Consensus					0.1	-0.1	0.0	0.2		0.8
Inflation										
Ostrum	8.0	8.7	8.3	7.1	2.6	2.6	2.7	2.7	8.0	2.7
Consensus					5.8	4.1	3.5	3.2		4.2
Inflation sous jacente										
Ostrum	6.5	5.9	6.6	5.7	3.0	2.5	2.4	2.4	6.2	2.6

Conclusion

Notre scénario central est celui d'une reprise molle avec des économies qui tutoient la récession. Toutefois, le consensus, qui semble bien en retard, est plus bas que nous sur ces chiffres de croissance. Il y a donc un potentiel d'amélioration.

L'élément structurant de notre vue est l'inflation, car nous attendons une persistance des pressions sous-jacentes à un niveau élevé qui devrait rendre inconfortables les Banques centrales.

• **La revue des marchés**

Le cycle de la panique

La Fed et le système financier rivalisent d'initiatives pour atténuer la panique bancaire, mais la volatilité des taux reste considérable.

Il est rarissime d'observer des mouvements intra-journaliers de 60 pb sur le 2 ans allemand, et pourtant le Schatz s'est échangé à 3 % mercredi matin, puis sous 2,40 % quelques heures plus tard. Les années de politiques non-conventionnelles avaient longtemps masqué cette tendance naturelle à la plus forte volatilité du 2 ans par rapport aux taux longs. Le retour à cette « normalité » est brutal. Par ailleurs, la situation actuelle nous rappelle que la confiance restera toujours le principal actif d'une banque. La panique bancaire aux États-Unis s'atténue quelque peu grâce au recours aux dispositifs de la Fed. En Europe, la BNS a débloqué 50 Mds CHF pour sauver Crédit Suisse d'une spirale délétère. Comme souvent, la dynamique d'une crise bancaire apparaît imprévisible. Les liquidités injectées en urgence ont limité la correction, voire permis un sursaut boursier, comme sur le Nasdaq (+ 3,3 % cette semaine). Les taux à long terme concentrent la volatilité. Le 10 ans américain est globalement en baisse d'environ 30 pb sur la semaine vers 3,4 %. Le Bund traite autour de 2,10 % en fin de semaine. Les spreads souverains souffrent nettement moins que le crédit IG et le high yield. Les swap spreads traditionnels marqueurs des tensions interbancaires sont logiquement orientés à l'écartement. Le swap spread à 2 ans ressort au-delà des 80 pb. Le pétrole plonge, victime à la fois de l'environnement de réduction des expositions risquées et du maintien de la production russe. Le Brent cote à 72 \$ le baril. Le yen retrouve son statut de valeur refuge, d'autant que le franc suisse est pénalisé par les déboires de Crédit Suisse. L'or progresse parallèlement au-delà de 1 950 \$ l'once. Les cryptomonnaies s'inscrivent en fort rebond faisant fi de la mise sous tutelle de Signature Bank.

La situation bancaire a pris le dessus sur le risque d'inflation dans les préoccupations des marchés et, à un degré moindre, des Banques centrales. La politique de taux, guidée par l'inflation, est désormais conditionnée à la stabilité financière et aux « données » et prévaudra sur l'analyse de l'inflation sous-jacente et la transmission de la politique monétaire selon la communication de jeudi. Bref, la stabilité financière est remontée de deux crans dans le mode opératoire de la BCE. Cela intervient alors que la BCE relève sa projection de croissance (1 %) et d'inflation sous-jacente (4,6 %) pour 2023. L'inflation totale est abaissée d'1 pp à 5,3 % en raison de la chute des prix du gaz. Les projections 2024 et 2025 sont fortement réduites (- 0,5 pp sur 2024) et sonnent comme un signal d'allègement. La BCE ne s'engage plus sur le prochain mouvement, probablement aussi pour observer la réaction de la Réserve fédérale. Le

FOMC devrait relever son taux mercredi. Cela étant, les 50 pb évoqués après l'intervention devant le Congrès et la révision de l'inflation semblent moins probables, désormais. L'inflation sous-jacente demeure élevée et la situation conjoncturelle avec une croissance aux alentours de 2 % au premier trimestre ne requiert aucun allègement immédiat. Les projections de taux du FOMC seront néanmoins scrutées par le marché. Les risques financiers sont nettement accrus, en effet. Le recours à la discount window de la Fed atteint 153 Mds \$. Le Bank Term Funding Program (BTFP) est sollicité à hauteur de 12 Mds \$. Cela témoigne de l'ampleur de la fuite des dépôts vers les grandes banques américaines, mieux régulées, sur laquelle une baisse des taux n'aurait pas d'effet. Celles-ci offrent désormais une ligne de liquidité à First Republic pour 30 Mds \$.

Les données économiques passent au second plan. On observe pourtant une stabilisation surprenante du marché immobilier avec une augmentation des mises en chantier et une amélioration de la confiance des promoteurs. La production industrielle est en croissance sur les deux premiers mois de l'année. Les ventes au détail diminuent légèrement après leur rebond de 3,2 % en janvier.

Les marchés de taux présentent une volatilité sans précédent. L'incertitude sur la trajectoire des taux directeurs alimente la nervosité du Schatz et contribue à l'écartement des swap spreads. Le risque souverain est préféré au crédit, même si les flux font essentiellement la part belle aux fonds monétaires. Les dettes souveraines bien notées surperforment aussi les swaps et la volatilité reste réduite, y compris sur les dettes périphériques. L'écartement des spreads sur le crédit se chiffre à 40 pb sur une semaine en zone euro. Le resserrement de 2023 est de l'histoire ancienne. Le high yield est 100 pb plus large que la clôture hebdomadaire précédente. Les conditions de liquidité se sont détériorées, mais l'IG s'échange encore au prix de cotations plus larges. Le primaire est revenu au point mort, les conditions de volatilité refroidissant les émetteurs. Sur les marchés actions, le plongeon des bancaires européennes atteint 13 % dans le sillage du rally des taux. Les pétrolières subissent la baisse de 10 \$ du baril. À l'inverse, le Nasdaq et, dans son sillage, la technologie européenne profitent de la rechute des taux à long terme.

Le marché est à la recherche de valeurs refuge. Le yen (132) retrouve ce statut, aidé en cela par les atermoiements de la BoJ, dont la tendance à la procrastination n'est plus à démontrer. Le franc suisse ne peut plus jouer ce rôle à court terme. L'euro est stable autour d'1,06 \$. Le dollar n'est plus le pari évident et le prix de l'or indique un regain d'intérêt pour la relique barbare. Les cryptomonnaies aussi traduisent l'inquiétude de certains intervenants pour le risque bancaire.

Axel Botte
Stratégiste international

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	20-mars-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	2.36%	-33	-54	-40
EUR Bunds 10a	2.13%	-13	-34	-45
EUR Bunds 2s10s	-24.6bp	+20	+20	-4
USD Treasuries 2a	3.96%	-1	-65	-46
USD Treasuries 10a	3.5%	-8	-32	-38
USD Treasuries 2s10s	-47.6bp	-6	+33	+8
GBP Gilt 10a	3.31%	-6	-16	-36
JPY JGB 10a	0.25%	-10	-6	+2
EUR Spreads Souverains (10a)	20-mars-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	54.76bp	+1	+8	+0
Italie	186.34bp	-6	+4	-27
Espagne	107.24bp	-3	+12	-1
Inflation Points-morts (10a)	20-mars-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.34%	-16	-10	-21
USD 10a Inflation Swap	2.41%	-6	-17	-11
GBP 10y Inflation Swap	3.69%	-14	-7	-23
EUR Indices Crédit	20-mars-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	189bp	+37	+45	+22
EUR Agences OAS	81bp	+11	+11	+2
EUR Obligations sécurisées OAS	94bp	+13	+16	+10
EUR High Yield Pan-européen OAS	535bp	+84	+103	+23
EUR/USD Indices CDS 5a	20-mars-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	99bp	+7	+21	+8
iTraxx Crossover	506bp	+40	+98	+32
CDX IG	88bp	-1	+15	+6
CDX High Yield	520bp	-4	+75	+36
Marchés émergents	20-mars-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	510bp	+36	+55	+57
Devises	20-mars-23	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
EUR/USD	\$1.073	-0.056	0.365	0.2
GBP/USD	\$1.228	0.763	1.952	1.6
USD/JPY	JPY 132	1.177	1.967	-0.4
Matières Premières	20-mars-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2022 (%)
Brent	\$72.4	-\$8.4	-\$11.4	-15.09323326
Or	\$1 977.4	\$63.7	\$136.0	8.4078
Indices Actions	20-mars-23	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
S&P 500	3 947	2.36	-3.24	2.8
EuroStoxx 50	4 119	0.56	-3.55	8.6
CAC 40	7 013	0.02	-4.40	8.3
Nikkei 225	26 946	-3.19	-1.92	3.3
Shanghai Composite	3 235	-1.03	-2.17	4.7
VIX - Volatilité implicite	24.36	-8.14	21.68	12.4

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 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Achévé de rédiger le ...20/03/2023

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