

Document destiné exclusivement aux clients professionnels

N° 141 // 15 janvier 2024

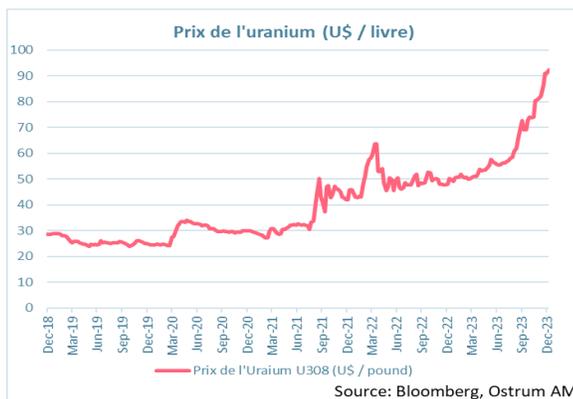
## ● Le thème de la semaine : Mer Rouge, Panama et inflation.

- Les tensions en Mer Rouge et dans le Canal de Panama ont fait ressurgir le spectre de distorsions des chaînes de valeurs mondiales ;
- Les conséquences sont une hausse des coûts du fret notamment pour les trajets maritimes de la Chine vers l'Europe ;
- Un choc inflationniste comme en 2021 semble peu probable ;
- Cependant, il ne faudrait pas que cela s'inscrive dans la durée. Une contagion vers d'autres points de passage critiques pourrait également avoir un impact sur l'inflation via la hausse des cours du brut.

## ● La revue des marchés : Un marché insubmersible ?

- L'inflation américaine à 3,4% en décembre ;
- Le T-note revient sous 4% ;
- Demande élevée aux syndicats de dettes souveraines ;
- Rebond des actions et resserrement du high yield.

## ● Le graphique de la semaine



Les prix de l'uranium sont sur leurs plus hauts depuis 17 ans. Le contrat de référence est à 90 \$ la livre. L'envolée du cours est liée à la relance du nucléaire dans le mix énergétique des pays occidentaux.

D'autres facteurs expliquent également la flambée des prix comme les craintes d'approvisionnement en pétrole et gaz liées aux tensions géopolitiques, notamment après le coup d'Etat au Niger.

La demande mondiale en uranium devrait continuer d'augmenter. Le Kazakhstan est le premier producteur mondial d'uranium, représentant 45 % de l'offre mondiale.

## ● Le chiffre de la semaine

**34**

Source : Bloomberg

La dette américaine a atteint un nouveau record historique de 34,002 billions de dollars. C'est également l'âge du nouveau premier ministre français, le plus jeune de la 5<sup>ème</sup> République.



**Axel Botte**  
Directeur Stratégie Marchés  
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**

## Mer Rouge, Panama et inflation

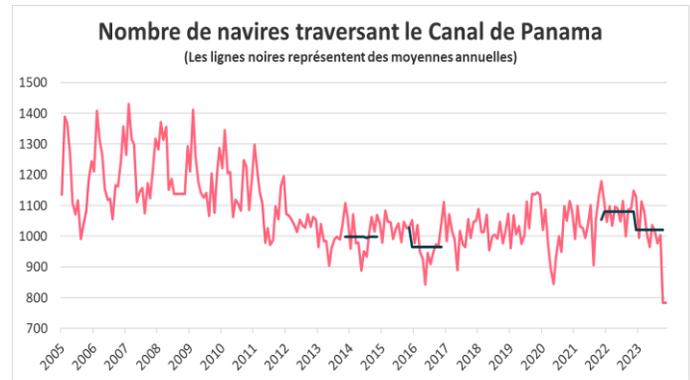
Alors que les distorsions des chaînes d'approvisionnement mondiales liées essentiellement à la crise du Covid-19 semblaient derrière nous, les affrontements en Mer Rouge et les retards persistants des conteneurs empruntant le Canal de Panama, liés à la sécheresse, représentent un autre risque pour les chaînes de valeurs mondiales et l'inflation. La hausse des coûts du fret est-elle le cygne noir de ce début d'année 2024 ?

### Chocs géopolitiques et climatiques : la nouvelle donne pour le commerce mondial

80 % des échanges mondiaux de marchandises se font par les mers et les océans. La sécurité des routes maritimes est donc primordiale pour la dynamique du commerce mondial. Or, ceci semble être remis en cause par la multiplication des chocs géopolitiques et climatiques révélant la forte dépendance du commerce mondial à des points de passage importants comme le Canal de Panama et le Canal de Suez.

#### Canal de Panama : climat et manque d'infrastructures

40 % du transport maritime américain et 3 % du commerce maritime mondial transitent par le Canal de Panama. C'est également, pour le Panama, une importante source de revenus qui ont atteint 4,3 milliards de dollars en 2022, soit 5 % du PIB. Cependant, le pays a connu son pire épisode de sécheresse en 73 ans, exacerbé par le phénomène climatique El Niño, ayant pour conséquence la chute du trafic maritime par son canal, comme le montre le graphique ci-dessous.



À fin décembre 2023, 748 navires ont traversé le Canal de Panama, le plus faible volume de trafic depuis 2005, y compris par rapport au dernier épisode sévère d'El Niño de 2016. Si le climat explique les problèmes persistants du Canal, le manque d'infrastructures est également un élément important à souligner. Afin de pallier le manque chronique d'eau, un projet de 2 milliards de dollars consisterait à creuser un tunnel de 8 km de long de la rivière Indo vers le lac Gatún, son principal réservoir. Cependant, celui-ci se heurte à de graves problèmes environnementaux et sociaux.

La crise du Canal de Panama devrait s'intensifier. L'enquête ISM de services pour le mois de décembre indiquait que le blocage du canal devrait continuer encore plusieurs mois, au prix d'une hausse des coûts de fret et d'un allongement des délais de livraisons. Par ailleurs, l'Autorité du canal de Panama a également indiqué une baisse du volume du trafic à 18 navires au 1<sup>er</sup> février, par rapport à 24 navires en janvier. Le volume du trafic est habituellement de 36 navires. Malgré les récentes précipitations supérieures aux attentes, le gouvernement privilégie l'approvisionnement de la population en eau potable.

#### Canal de Suez : passage clé pour le commerce mondial et l'énergie

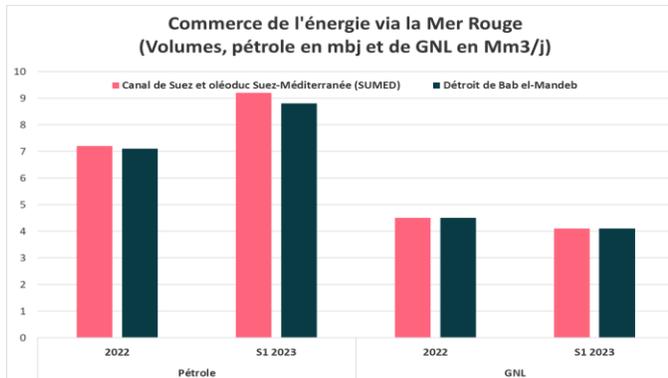
La Mer Rouge abrite des points de passage critiques pour le commerce mondial :

- **Le Canal de Suez** (et l'oléoduc Sud-Méditerranée) où transitent 12 % des flux internationaux de marchandises, 12 % des flux mondiaux de produits pétroliers (S1 2023), ainsi que 8 % des flux internationaux de GNL ;
- **Bab-el Mandeb** est un point de passage critique pour les pays du Golfe, car leurs exportations de pétrole et de GNL doivent emprunter ce détroit pour atteindre le Canal de

Suez (et l'oléoduc Sud-Méditerranée) et, in fine, l'Europe.

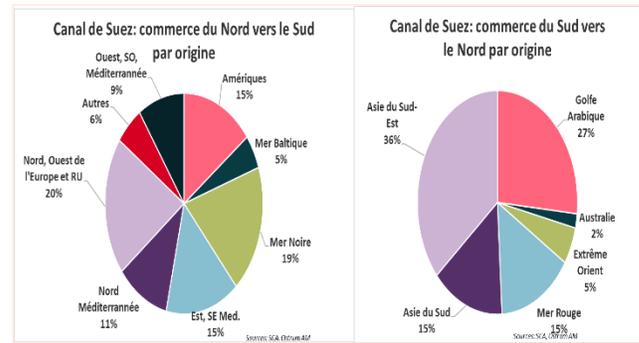
- **Le Détroit d'Hormuz** est une route stratégique qui relie le Golfe d'Oman au Golfe Persique. Plus de 20 millions de barils par jour transitent par le Détroit d'Hormuz, ce qui est équivalent à 20 % de la consommation mondiale de brut ! Contrairement à la Mer Rouge, où des détournements sont possibles par le Cap de Bonne Espérance, il y a très peu d'alternatives pour les navires qui doivent s'engager dans le Détroit d'Hormuz.

Ce sont donc des points critiques pour le transport mondial du pétrole et du GNL, comme le montre le graphique ci-après représentant les volumes de brut et de GNL transportés via le Canal de Suez et le Détroit de Bab-el Mandeb.

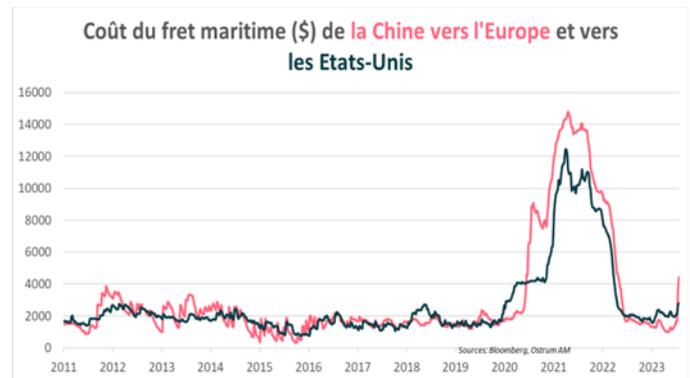


Les sanctions occidentales contre le pétrole russe, début 2022, ont modifié profondément les flux internationaux de l'énergie. L'Europe a été contrainte d'importer davantage de pétrole du Moyen-Orient via le Canal de Suez et l'oléoduc SUMED, expliquant la hausse de + 28 % des volumes de brut au cours du premier semestre 2023 par rapport à 2022.

L'Europe et l'Asie du Sud-Est sont les plus impactées par les distorsions du Canal de Suez, car leurs exportations représentent respectivement 20 % et 36 % du volume de marchandises transitant par le canal, comme le montre le graphique qui suit.



Cela explique la hausse significative des coûts du fret de la Chine vers l'Europe par rapport à ceux des États-Unis, comme le montre le graphique ci-dessous.



La hausse des prix du fret maritime est significative, mais reste contenue par rapport à 2021. Entre octobre 2020 et octobre 2021, les coûts du fret avaient augmenté de 600 %. L'allongement du temps de parcours, la hausse des coûts du carburant des armateurs, liée au détournement des navires vers l'Afrique, et l'augmentation des primes d'assurance passant de 0,02 % à 0,5 % expliquent la hausse des coûts du fret pour l'Europe.

## Quelles implications pour l'inflation ?

### La hausse des coûts du fret est un catalyseur sous-estimé de l'inflation

L'angle des coûts du fret dans le débat de 2021 sur le caractère transitoire ou durable de l'inflation n'avait pas été pris en compte, conduisant à une sous-estimation du caractère durable de l'inflation.

En effet, contrairement au pétrole et à l'alimentaire, les effets de contagion de la hausse des coûts du fret sur

l'inflation sont plus persistants à 18 mois par rapport à 2 et 7 mois respectivement pour le pétrole et l'alimentaire (« *Shipping costs are an important, and understudied, driver of global inflation* », selon l'étude de D. Ostry, D. Jiménez, P. Deb, D. Furceri et Y. Carriere-Swallow, publiée dans le blog du FMI).

Les auteurs ont également calculé que la hausse de 600 % du prix du fret en 2021 avait contribué à 2 ppt à l'inflation mondiale. Un doublement des coûts du fret entraînerait, toujours selon les auteurs, une hausse de 0,7 ppt de l'inflation.

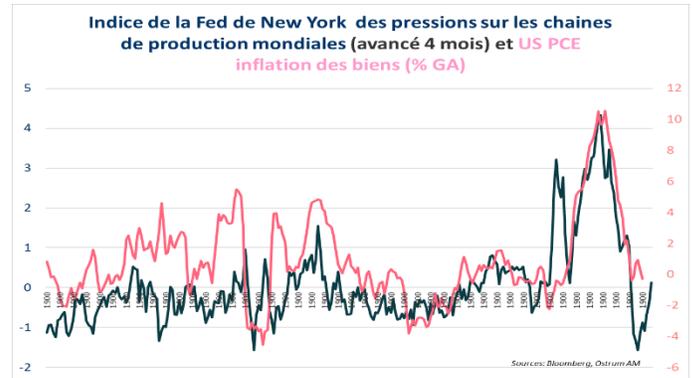
L'impact varie également en fonction des pays. Les pays insulaires sont les plus vulnérables, ainsi que les pays à faibles revenus. Le cadre monétaire institutionnel est également un facteur important. Dans les pays ayant un faible cadre institutionnel de politique monétaire, l'impact des hausses du coût du fret sur le taux d'inflation est le plus fort et le plus persistant.

### Un choc inflationniste comme en 2021 semble peu probable...

Un épisode inflationniste, lié à la hausse des coûts du fret comme en 2021, semble peu probable. En effet, l'ouverture des économies s'était accompagnée d'une forte demande et de faibles stocks de produits finis. Par ailleurs, les capacités du fret maritime pour absorber la forte demande étaient très faibles en 2021. Les années 2023 et 2024 sont attendues pour être des années record dans la livraison de nouveaux conteneurs, représentant 26 % de la flotte maritime mondiale par rapport à 10 % en 2020. Le déroutement des navires devrait permettre d'absorber les surcapacités du secteur.

### ... mais des perturbations sont à prévoir

Depuis décembre 2023, des tensions sont apparues dans les chaînes d'approvisionnement mondiales, à l'image de la hausse de l'indice de la Fed de New York qui est bien corrélé avec l'inflation des biens aux Etats-Unis, comme le montre le graphique ci-dessous.



Les distorsions du Canal de Suez et de Panama devraient toutefois engendrer des allongements des délais de livraisons et une hausse des coûts du fret, notamment pour l'Europe, dont la contribution à l'inflation pourrait être comparable à celle de l'énergie et de l'alimentaire, à cause de son caractère volatil.

L'autre canal de transmission à l'inflation est le cours du pétrole. Lorsque la compagnie pétrolière BP a indiqué que ses navires n'emprunteront plus le Canal de Suez, les cours du pétrole ont augmenté de 72 \$ à 78 \$ pour le Brent. L'Arabie Saoudite a baissé le prix de ses exportations de pétrole vers l'Asie, afin de faire face à la concurrence des exportations de brut américaines. Les cours du brut devraient rester volatils sur ces niveaux, notamment si d'autres compagnies pétrolières décidaient de ne plus transiter par le Canal de Suez.

Enfin, c'est un coût pour notre planète. Le déroutement des navires devrait engendrer une hausse de 30-35 % des émissions de carbone. Le transport maritime représente 3 % des émissions mondiales.

## Conclusion

**La hausse des coûts du fret liée aux distorsions dans le Canal de Suez et de Panama ne devrait pas provoquer un choc inflationniste comme en 2021. En effet, la demande est plus faible et les capacités du fret maritime se sont significativement renforcées. Cependant, à cause des effets persistants de l'augmentation des coûts du fret sur le taux d'inflation, il ne faudrait pas qu'elle s'inscrive dans la durée. L'autre canal de transmission à l'inflation est le cours du**

brut. L'effet de contagion vers d'autres points de passage critiques pour le pétrole, comme le Détroit d'Hormuz, pourrait être potentiellement un catalyseur à la hausse des prix, à l'image de l'attaque iranienne du 11 janvier sur un pétrolier dans le Golfe d'Oman. Si l'effet de contagion de la hausse des prix du fret sur l'inflation est incertain, une chose est néanmoins sûre : les routes maritimes, qui autrefois étaient sécurisées, ne le sont plus. C'est un changement important.

Zouhoure Bousbih

## ● La revue des marchés

# Un marché insubmersible ?

**Le déluge d'émissions obligataires et un IPC en hausse ne semblent avoir aucun effet significatif sur les taux et les actifs risqués.**

Les marchés financiers se sont stabilisés après les reculs observés au cours de la première semaine de 2024. L'avalanche d'émissions obligataires rencontre globalement une forte demande des investisseurs, à quelques exceptions près sur le crédit européen notamment. Les spreads souverains et de crédit résistent. Les spreads high yield repartent même sensiblement à la baisse aux Etats-Unis comme en Europe dans le sillage du rebond des actions américaines. Les taux sans risque se tendent néanmoins (2,24% sur le Bund) mais sans accélération significative malgré la surprise à la hausse sur l'inflation américaine et les commentaires des Banquiers centraux (Fed, BCE) souhaitant éviter un allègement prématuré. Les conditions financières sont favorables et les Banques centrales ne souhaitent pas attiser le mouvement. Les points morts d'inflation remontent légèrement compte tenu des tensions en mer rouge. Les prix du fret maritime en hausse et le rebond certes limité du brut participent au rebond des points morts d'inflation. Le dollar est stable sur la semaine. Le yen renoue néanmoins avec sa faiblesse de 2023 en réaction à la publication des hausses de salaires, réduisant la probabilité d'une hausse des taux à brève échéance.

Les publications économiques américaines attestent d'une croissance supérieure à 2% au 4<sup>ème</sup> trimestre. La consommation devrait enregistrer une croissance proche de 2,5 % entre octobre et décembre grâce à la progression continue des salaires et de l'emploi. La Fed d'Atlanta estime la hausse des rémunérations à 5,2% en décembre. Les salaires ne décélèrent plus depuis septembre 2023. Par ailleurs, les chocs d'offre potentiels liés au rebond des prix du fret maritime et les problèmes d'approvisionnement à venir devraient ralentir la convergence des prix vers l'objectif des Banques centrales. Les facteurs d'offre ont en effet été prépondérants dans la hausse de l'inflation après la crise Covid. L'inflation américaine ressort à 3,4% en

décembre, avec les marqueurs habituels de l'inflation interne comme le logement (+0,5%) et, plus généralement, les services dont la santé (+0,5%). Les précédentes surprises à la baisse sur l'IPC provenaient majoritairement des prix importés, ce qui ne peut satisfaire la Réserve fédérale. Les prix à la production ont toutefois reflué en décembre (-0,1%<sup>m</sup>). En zone euro, une récession technique est probable au 4<sup>ème</sup> trimestre. La production industrielle allemande se contracte de 4,8%. Certes, la consommation et la production affichent un sursaut en France mais l'atonie de l'activité perdure depuis 15 mois. La stagflation guette, ce qui est sans doute la pire des situations à gérer pour la BCE.

Quant aux marchés financiers, le déluge d'émissions s'accompagne d'une forte demande des investisseurs finaux alimentée en partie par la collecte de 7 Mds \$ des fonds obligataires mondiaux en ce début d'année. La collecte monétaire atteint 39,7 Mds \$ selon BofA. Un total équivalent à 192 Mds € d'emprunts souverains et de crédit a été émis en 2024. En zone euro, le retour des Banques centrales étrangères et des fonds souverains gonflent la demande pour les nouvelles dettes souveraines. L'Espagne attire 130 Mds € d'ordres 15 Mds € d'un emprunt à 10 ans à 3,25% alors que les titres comparables cotaient 4 % quelques semaines auparavant. La Belgique et l'Italie enregistrent également des records d'intérêts acheteurs. Les fonds spéculatifs sont peu servis par les Trésors qui privilégient les comptes institutionnels moins susceptibles d'attiser la volatilité. Le Bund se tend temporairement au-delà de 2,20 % en raison des flux de couverture associés aux transactions sur le primaire. Sur le marché du crédit, le spread moyen du crédit euro se situe à 140 pb contre Bund et sous les 100 pb contre swap. Le high yield, moins soumis à la pression du primaire, se resserre de près de 30 pb en Europe cette semaine. L'iTraxx Crossover renoue presque avec ses plus bas niveaux à 322 pb invalidant pour le moment un retour de la décompression des spreads les moins bien notés. C'est peut-être un signe de complaisance.

Les actions américaines ont rebondi de 2% après la baisse initiale et des flux sortants sur les fonds. Les premières publications bancaires aux Etats-Unis sont nuancées. L'Europe gagne 0,5% malgré des bancaires en baisse.

**Axel Botte**

## ● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	15-janv.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Bunds 2a	2.59%	+5	+9	+19
EUR Bunds 10a	2.24%	+11	+23	+22
EUR Bunds 2s10s	-35.4bp	+6	+14	+3
USD Treasuries 2a	4.14%	-23	-30	-11
USD Treasuries 10a	3.94%	-9	+3	+6
USD Treasuries 2s10s	-20.7bp	+14	+33	+17
GBP Gilt 10a	3.82%	+5	+13	+28
JPY JGB 10a	0.57%	-4	-11	-4
EUR Spreads Souverains (10a)	15-janv.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
France	50bp	-3	-4	-4
Italie	156bp	-12	-11	-11
Espagne	92bp	-6	-4	-4
Inflation Points-morts (10a)	15-janv.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.15%	-2	+2	+2
USD 10a Inflation Swap	2.48%	+3	+8	+7
GBP 10y Inflation Swap	3.52%	-4	-5	-1
EUR Indices Crédit	15-janv.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Credit IG OAS	140bp	-5	-5	+2
EUR Agences OAS	69bp	-1	-4	-1
EUR Obligations sécurisées OAS	77bp	0	-3	-1
EUR High Yield Pan-européen OAS	382bp	-27	-42	-17
EUR/USD Indices CDS 5a	15-janv.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
iTraxx IG	61bp	-2	+0	+2
iTraxx Crossover	328bp	-6	-2	+14
CDX IG	55bp	-3	-3	-2
CDX High Yield	353bp	-11	-15	-3
Marchés émergents	15-janv.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	399bp	-4	+0	+15
Devises	15-janv.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
EUR/USD	\$1.094	-0.064	0.441	-0.9
GBP/USD	\$1.272	-0.243	0.284	-0.1
USD/JPY	JPY 146	-1.138	-2.564	-3.3
Matières Premières	15-janv.-24	-1sem (\$)	-1m(\$)	2024 (%)
Brent	\$77.7	\$1.6	\$0.9	0.8
Or	\$2 052.3	\$24.2	\$32.7	-0.5
Indices Actions	15-janv.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
S&P 500	4 784	1.84	1.37	0.3
EuroStoxx 50	4 454	-0.70	-2.10	-1.5
CAC 40	7 403	-0.64	-2.56	-1.9
Nikkei 225	35 902	7.56	8.89	7.3
Shanghai Composite	2 886	-0.04	-1.91	-3.0
VIX - Volatilité implicite	13.28	1.53	8.14	6.7

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

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

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

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

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

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

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

Achevé de rédiger le ...15/01/2024

### Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

**En France:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**Au Luxembourg:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

**En Belgique:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

**En Suisse** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.



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