

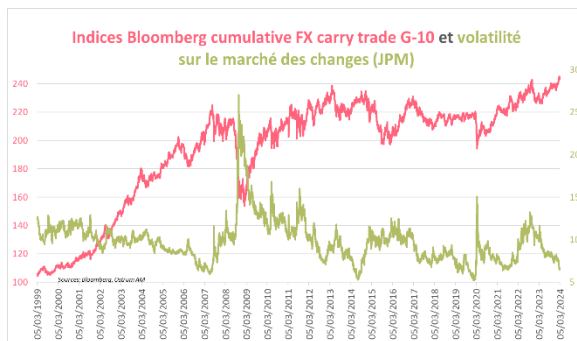
● Le thème de la semaine : La dette souveraine émergente IG en devises dures a gagné ses lettres de noblesse !

- Le spread de l'indice dette externe EMBIGD IG est désormais aligné à celui des entreprises américaines de même notation ;
- Cela reflète la nette amélioration des fondamentaux macroéconomiques, notamment des faibles niveaux d'endettement combinés à une notation souveraine de bonne qualité ;
- Cette amélioration explique également la résilience de la classe d'actifs dans un environnement de forte volatilité sur les marchés de taux souverains américains ;
- Les Banques centrales qui étaient les premières à relever leurs taux directeurs en récoltent désormais les fruits ;
- Le découplage de la dette souveraine externe IG semble acquis.

● La revue des marchés : La confiance

- La BCE abaisse fortement sa prévision d'inflation pour 2024 ;
- Powell confiant sur la désinflation ;
- Le BTP italien se resserre à 130 pb ;
- Les actions et les CDS saluent le message des Banques centrales.

● Le graphique de la semaine



L'indice Bloomberg sur les gains des stratégies de portage sur le marché des changes du G-10 a atteint un plus haut historique. La condition nécessaire pour que les stratégies de portage fonctionnent est l'absence de volatilité. Or, celle-ci a significativement baissé depuis octobre 2023.

Le yen a été principalement utilisé comme devise de financement pour ces stratégies. Les opérateurs de marché empruntent la devise nippone pour acheter du dollar. L'appréciation du billet vert sur la période augmente les gains de la stratégie de portage.

● Le chiffre de la semaine

35

Source : Bloomberg

L'Égypte a procédé à une dévaluation de 35 % de sa livre et à une hausse de 600 pbb de son taux directeur, ouvrant la voie à un déblocage du soutien financier du FMI de plus de 10 Mds de \$.



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**
La dette souveraine émergente IG en devises dures a gagné ses lettres de noblesse !

Cette semaine, nous proposons un éclairage sur la dette souveraine externe émergente « Investment grade » (IG), c'est-à-dire de bonne qualité de crédit. La dette souveraine émergente est souvent considérée comme un bloc homogène. Or, il nous semble important d'en souligner les nuances, notamment la résilience de la dette souveraine émergente « Investment grade » qui a su naviguer dans un environnement de forte volatilité sur les marchés obligataires mondiaux, notamment américains. En 2023, la dette souveraine externe émergente IG a enregistré une performance de 7,1 %, soit une surperformance de 2 % par rapport aux obligations souveraines des pays développés.

Les leçons du passé ont bien été retenues !

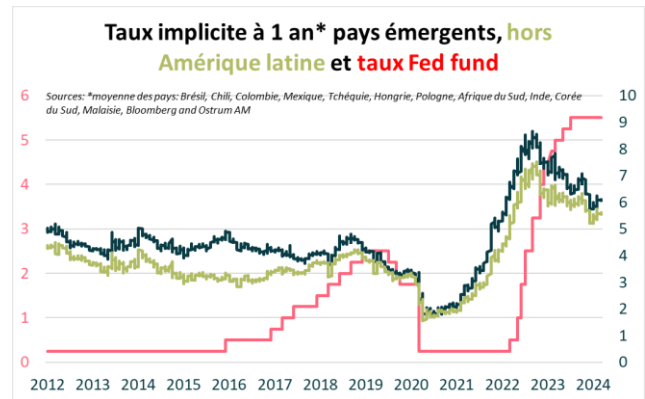
Amélioration du cadre monétaire et budgétaire

La résilience des marchés émergents n'est pas due au hasard. Après les grandes crises, comme celles de l'Amérique latine des années 1980 et la crise asiatique des années 1990, les pays émergents ont amélioré leurs cadres de politique monétaire et budgétaire permettant la réduction de leurs vulnérabilités externes. Leurs réserves de change ont considérablement augmenté. De nombreux pays ont également adopté un régime de change flexible contribuant à leur stabilité macroéconomique, une fois l'ajustement par le taux de change effectué. La structure de leur dette publique a également évolué vers de la dette libellée en devises locales, suscitant un attrait à la fois de la part des investisseurs étrangers et domestiques permettant une moindre dépendance aux capitaux étrangers.

La crédibilité des Banques centrales renforcée !

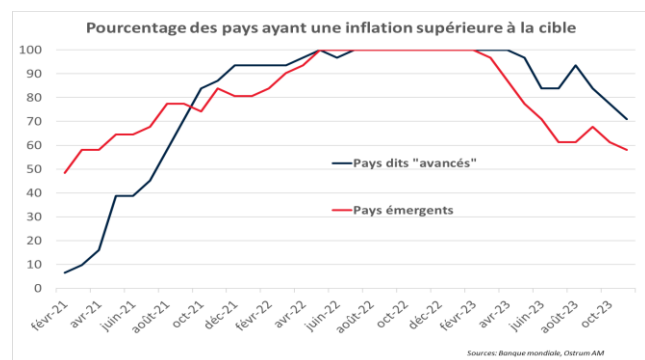
Cependant, le point le plus important à souligner est

le renforcement de la crédibilité des Banques centrales des pays émergents, notamment après la crise du Covid-19. Ainsi, en mars 2021, avant la Fed, de nombreuses Banques centrales des pays émergents, notamment d'Amérique latine, avaient déjà procédé à des hausses agressives de leurs taux directeurs, afin de lutter contre l'inflation, comme le montre le graphique ci-dessous.



En moyenne, les Banques centrales des 11 pays émergents, représentées ci-dessus, ont relevé de 700 ppb leurs taux directeurs sur la période 2021-2022, contre 550 ppb pour la Fed. Le différentiel de taux d'intérêt élevé avec les États-Unis a permis de constituer une zone tampon contre les tensions externes. La hausse des cours des matières premières sur la période a également amorti l'effet du resserrement monétaire sur leurs économies.

Cela a permis à l'inflation de rapidement converger vers la cible, comme le montre le graphique ci-après, représentant le pourcentage de pays ayant une inflation supérieure à la cible, y compris dans les pays dits « avancés ».



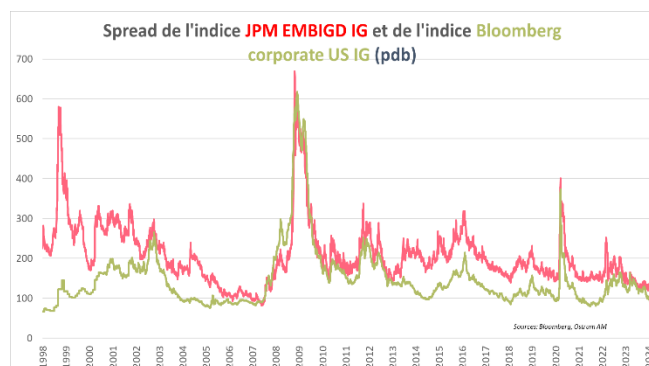
60 % des pays émergents ont une inflation supérieure à la cible de la Banque mondiale, soit quasiment le niveau de février 2021. A l'opposé, 70 % des pays dits « avancés » ont encore un taux d'inflation supérieur à

la cible, alors que ce pourcentage était de moins de 10 % en février 2021. La convergence rapide dans de nombreux pays émergents du taux d'inflation vers la cible, leur a permis d'amorcer sereinement leurs cycles de baisses de taux.

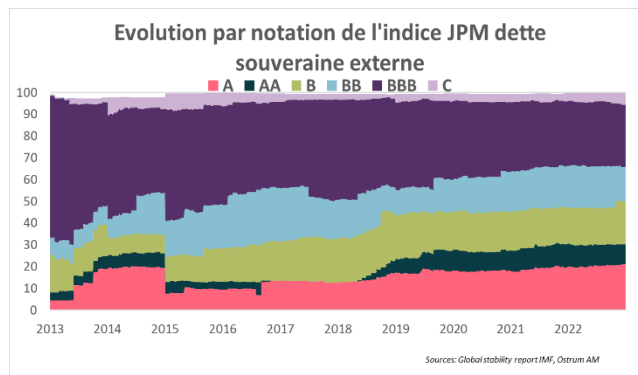
Vers un découplage ?

Une nette amélioration du profil crédit...

Le spread de l'indice JPM EMBIGD de la dette souveraine externe « Investment grade », IG, s'est significativement resserré atteignant des niveaux d'avant la crise financière de 2009, comme le montre le graphique ci-dessous.



Lors de la faillite de SVB en mars 2023, le spread EMBIGD IG a mieux résisté que son homologue pour les entreprises américaines notées IG. En effet, le spread des entreprises américaines IG s'était élargi de 40 pdb entre la fin février et la mi-mars 2023, alors que le spread EMBIGD IG s'était élargi seulement de la moitié, à 23 pdb. Cela reflète l'évolution de la composition de l'indice EMBIGD IG incluant désormais de nombreux pays du Golfe, exportateurs de pétrole ou de gaz naturel, et ayant une notation souveraine externe de « A » ou supérieure, comme le montre le graphique suivant.

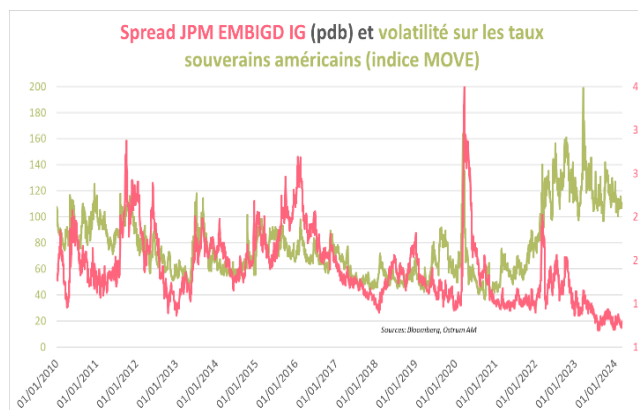


30 % de l'indice JPM dette externe a désormais une excellente notation souveraine de 'A' à 'AA'. Ce taux était seulement de 8 % en 2013. L'inclusion des pays du Golfe a donc contribué à améliorer le profil crédit de la dette souveraine externe IG.

Cependant, l'amélioration des fondamentaux macroéconomiques explique également cette résilience, notamment sur les métriques budgétaires. La dette publique de ces pays est toujours sous le seuil des 60 % du PIB, alors que la dette publique des pays développés est supérieure à 100 % du PIB. Leur vulnérabilité externe s'est également considérablement réduite, notamment grâce à l'afflux d'investissement direct de l'étranger, reflétant l'intégration de nombreux pays dans les chaînes de valeur mondiales.

... Permettant le découplage

L'amélioration du profil crédit de la dette souveraine externe IG explique sa résilience durant la phase de remontée des taux directeurs de la Fed. Le graphique ci-dessous montre le spread JPM EMBIGD IG et l'indice MOVE de volatilité sur le marché obligataire souverain américain.



On constate un décrochage entre les deux indices sur la période récente. La volatilité sur le marché obligataire souverain américain reste élevée, alors que la prime de risque de la dette souveraine externe IG a significativement diminué à 130 pdb, soit un plus bas depuis 2010, reflétant le découplage de la classe d'actifs de l'environnement des taux d'intérêt internationaux, notamment américains.

Conclusion

La maturité de la dette souveraine externe émergente IG n'est plus un sujet de débat. Sa résilience reflète une nette amélioration des fondamentaux macroéconomiques, notamment de faibles niveaux d'endettement, combinée à une notation souveraine de bonne qualité. L'amélioration du profil crédit permet au spread EMBIGD IG d'être en ligne avec son homologue sur les entreprises américaines notées IG. Les Banques centrales émergentes qui étaient les premières à relever leurs taux directeurs en récoltent désormais les fruits en assouplissant leur politique monétaire avant celles des principales places monétaires. C'est un point positif pour la dette souveraine émergente.

Zouhoure Bousbih

- **La revue des marchés**

La confiance

La confiance des Banquiers centraux dans la poursuite de la désinflation, bien plus que les données, déterminera la date de la première baisse.

Christine Lagarde et Jerome Powell cherchent toutes les raisons pour baisser leurs taux d'intérêt. Il s'agit désormais d'être suffisamment « confiant » dans le processus de désinflation, pourtant soumis à des risques à la hausse. En zone euro, l'inertie des salaires, le retrait progressif des mesures de plafonnement du coût de la vie et les signaux de reprise semblent contredire la forte révision à la baisse de la prévision d'inflation de la BCE pour 2024 : 2,3 % contre 2,7 % prévu en décembre 2023 et 3,2 % en septembre 2023. Par ailleurs, la BCE dévoilera prochainement la revue de son mode opératoire. Aux États-Unis, l'allègement projeté amplifiera sans doute l'inflation immobilière. La « confiance » des Banques centrales ressemble à un pari sur la stabilité des prix, auquel le marché adhère visiblement. Le reflux des taux à long terme est immédiatement salué par les indices actions et les marchés de CDS. Les spreads souverains se resserrent, ignorant parfois les mauvaises nouvelles budgétaires. Cela dit, la réaction de l'obligataire crédit est plus mesurée. L'allègement monétaire attendu affaiblit le dollar, ce qui alimente la ruée vers les actifs risqués. Le rebond tant attendu du yen préfigure une sortie des taux négatifs rendue plus probable par les statistiques de salaires.

La croissance américaine devrait avoisiner son potentiel à 2 % au 1^{er} trimestre. Le marché du travail reste bien orienté avec des créations d'emplois à 265k en moyenne depuis décembre. Les annonces de plans de licenciements sont nombreuses, mais les inscriptions au chômage demeurent globalement très faibles entre 200k et 220k par semaine. Le revenu et la richesse des ménages continuent de progresser, assurant un socle de croissance forte. Les dépenses en structures ou en équipement des entreprises s'améliorent en parallèle. En zone euro, les enquêtes prédisent une reprise de l'activité concentrée au sud de l'Europe. La consommation privée, encore très faible (+ 0,1 % au 4^e trimestre), doit en être le moteur, grâce au redressement des salaires réels.

Le message accommodant des Banques centrales

continue de dicter la performance des marchés. L'absence de volatilité (actions, crédit, devises) traduit ainsi l'alignement des vues des intervenants sur le scénario de croissance sans inflation défendu par les autorités monétaires. Le 10 ans américain repasse sous 4,10 %, à mesure que les points morts d'inflation se compriment. Le Bund suit une trajectoire similaire sous 2,30 %. L'aplatissement est bénéfique à l'ensemble des classes d'actifs risqués. Le swap spread s'est stabilisé autour de 35 pb. Les valorisations des emprunts d'États bien notés (DSL, RFGB, OAT) présentent sans doute un intérêt contre swap. La surperformance du BTP italien se confirme, avec un spread à 10 ans à 130 pb, soit les niveaux d'avant la crise ukrainienne. La révision de 2 pp du déficit en 2023 n'a pas infléchi la confiance des investisseurs. La dette portugaise (65 pb) se resserrait également à l'approche des élections du weekend. Au Royaume-Uni, le gouvernement utilise ses maigres marges de manœuvre fiscales (baisse de 2 pp des cotisations) pour tenter de réduire son retard de 20 pp, en vue des élections qui devraient se tenir à l'automne. L'allègement budgétaire requiert de relever de 7 Mds de £ les émissions de Gilts prévues au cours de l'exercice fiscal. Le Gilt à 10 ans oscille autour de 4 %.

La tendance favorable s'estompe sur le marché du crédit. Les spreads se tendent de 5 pb depuis le point bas à 82 pb du 26 février, conformément aux flux vendeurs enregistrés sur les principaux ETF de la classe d'actifs. L'iTraxx Crossover a très vite plongé sous le seuil de 300 pb à l'instar des contrats à terme sur les actions.

La hausse du Nasdaq masque des flux vendeurs majeurs sur la technologie américaine, selon BofA. Le positionnement sur les marchés d'options d'échéances courtes se substitue aux flux finaux. En outre, l'attrition régulière du marché à travers les plans de rachats d'actions entretient cependant la hausse des prix, et peut-être un effet FOMO (la peur de manquer le *rallye* boursier). En Europe, les rachats d'actions totaliseront 200 Mds €, soit un tiers du retour à l'actionnaire. Les investisseurs finaux participent peu à la hausse.

Enfin, le dollar s'est déprécié principalement contre le yen japonais qui s'éloigne enfin du plafond de 150 contre le billet vert. L'euro renoue avec les 1,09 \$.

Axel Botte

• Marchés financiers

Emprunts d'Etats	11-mars-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Bunds 2a	2.8%	-11	+8	+39
EUR Bunds 10a	2.28%	-11	-10	+26
EUR Bunds 2s10s	-51.4bp	0	-18	-13
USD Treasuries 2a	4.51%	-9	+3	+26
USD Treasuries 10a	4.08%	-13	-10	+20
USD Treasuries 2s10s	-43.6bp	-5	-13	-6
GBP Gilt 10a	3.96%	-16	-13	+42
JPY JGB 10a	0.76%	+4	-13	-25
EUR Spreads Souverains (10a)	11-mars-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
France	46bp	-1	-2	-8
Italie	132bp	-9	-11	-35
Espagne	82bp	-5	-5	-14
Inflation Points-morts (10a)	11-mars-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.17%	-6	-2	+4
USD 10a Inflation Swap	2.47%	-7	+1	+6
GBP 10y Inflation Swap	3.58%	-7	+1	+4
EUR Indices Crédit	11-mars-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Credit IG OAS	120bp	-1	-11	-18
EUR Agences OAS	61bp	-2	-6	-9
EUR Obligations sécurisées OAS	67bp	-2	-8	-12
EUR High Yield Pan-européen OAS	357bp	+6	+1	-42
EUR/USD Indices CDS 5a	11-mars-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
iTraxx IG	52bp	-2	-5	-6
iTraxx Crossover	295bp	-4	-21	-18
CDX IG	50bp	-1	-3	-7
CDX High Yield	330bp	-1	-13	-26
Marchés émergents	11-mars-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	366bp	-3	-24	-18
Devises	11-mars-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
EUR/USD	\$1.093	0.654	1.439	-1.0
GBP/USD	\$1.283	1.072	1.576	0.8
USD/JPY	JPY 147	2.506	1.702	-4.0
Matières Premières	11-mars-24	-1sem (\$)	-1m(\$)	2024 (%)
Brent	\$81.4	-\$1.4	-\$0.2	6.0
Or	\$2 183.6	\$69.1	\$163.5	5.8
Indices Actions	11-mars-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
S&P 500	5 114	-0.34	1.73	7.2
EuroStoxx 50	4 934	0.43	4.63	9.1
CAC 40	8 023	0.84	4.91	6.4
Nikkei 225	38 820	-3.21	5.21	16.0
Shanghai Composite	3 068	0.96	7.07	3.1
VIX - Volatilité implicite	15.63	15.86	20.88	25.5

Source: Bloomberg, Ostrum AM

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

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

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

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

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

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

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

Achevé de rédiger le ...11/03/2024

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