



Document destiné exclusivement aux investisseurs professionnels
Achevé de rédiger le 21/04/2023

AVRIL 2023

VUES ECONOMIQUES

Trois thématiques pour les marchés

1- Politique monétaire

Le stress consécutif à la crise bancaire semble s'estomper. Une crise systémique semble très peu probable. La conséquence néanmoins est un resserrement des conditions de crédit bancaire qui contribue donc à limiter le besoin de hausse des taux des Banques centrales.

Fed et BCE reviennent donc aux fondamentaux. La Fed est proche de la fin du cycle de hausse ; nous attendons juste une hausse de plus. Il reste un peu plus de chemin à la BCE : trois hausses.

Les pressions inflationnistes persistantes ne permettront pas aux banques de réduire les taux d'ici la fin de l'année.

2- Inflation

Comme attendu, l'inflation continue de se modérer, en raison de la baisse des prix énergétiques.

L'inflation sous-jacente en revanche ne montre aucun signe de ralentissement. Les pressions salariales laissent envisager une résilience à un niveau trop élevé pour que les Banques centrales s'en contentent.

Cette forte inertie implique le maintien d'une inflation sous-jacente élevée en fin d'année, en particulier en zone euro où il est difficile d'envisager une inflation sous-jacente qui passe sous les 5 %.

La réouverture de la Chine contribuera aussi à augmenter le prix des matières premières.

3- Croissance

La zone euro a échappé à la récession, grâce aux mesures de soutien des gouvernements et la nette baisse du prix du gaz.

Les données disponibles suggèrent une croissance modérée sur le T1 et une accélération limitée sur le T2. La remonté des salaires devrait permettre à la consommation de tenir.

Aux États-Unis le début de l'année est beaucoup plus dynamique, mais le resserrement monétaire devrait conduire l'économie américaine à tutoyer la récession sur la deuxième moitié de l'année.

Points macroéconomiques

Zone euro

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	0.2	0.3	0.2		0.5
Inflation										
Ostrum	6.1	8.0	9.3	10.0	8.0	6.9	6.4	5.6	8.4	6.7
Consensus					8.0	6.3	4.7	3.1		5.5
Inflation sous jacente										
Ostrum	2.7 [↑]	3.7 [↑]	4.4 [↑]	5.1	5.5	5.6	5.6	5.5	3.9	5.6

- Nous attendions une stagnation de l'activité entre le T4 2022 et T1 2023. Les dernières publications montrent un redressement de l'économie en fin de T1, qui devrait se traduire par une croissance positive sur les trois premiers mois de l'année.
- 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 avoisiner 1 %.
- Le reflux relatif de l'inflation et la progression des salaires, mais aussi les transferts publics, devraient permettre une hausse du pouvoir d'achat des ménages. La consommation s'améliorera au cours de l'année. De même, le retard d'investissement accumulé devrait permettre aux dépenses d'investissement de progresser, là aussi modérément.
- En conséquence, nous avons une trajectoire de PIB en réaccélération au milieu de l'année. Ceci nous place sur la borne 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 % au dernier trimestre. Il s'agit d'un élément fondamental pour la politique monétaire.

Etats-Unis et autres

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					0.3	0.0	-0.1	0.0		1.0
Inflation										
Ostrum	8.0	8.7	8.3	7.1	5.9	4.2	3.5	3.6	8.0	4.3
Consensus					5.9	4.3	3.8	3.4		4.3
Inflation sous jacente										
Ostrum	6.5	5.9	6.6	5.7	5.6	5.1	4.3	4.0	6.2	4.8

- La hausse des taux produit le ralentissement attendu de la croissance ; les secteurs les plus directement exposés, notamment l'immobilier, montrent néanmoins des signaux de stabilisation. Si les chiffres disponibles sur le premier trimestre montrent, une fois de plus, une économie résiliente, nous projetons une croissance nulle au second semestre.
- 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 » reste plus probable que celui de « hard landing ».

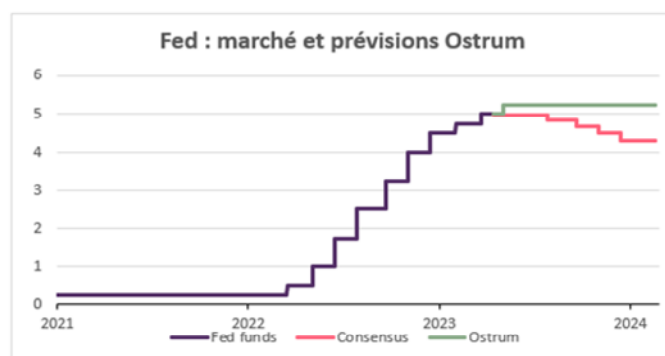
- Les turbulences dans le secteur des banques régionales semblent avoir été contenues par l'intervention du régulateur et de la Banque centrale. Une crise systémique est peu probable, mais les conditions de crédit bancaire seront moins favorables au cours de 2023.
- Enfin, la persistance d'une inflation élevée, incompatible avec l'objectif de la Fed, reste le scénario le plus probable, en raison notamment des pressions salariales. Là aussi, il s'agit d'un élément structurant pour la politique monétaire de la Fed.
- La réouverture de l'économie chinoise est rapide. Cela implique une reprise du commerce mondial, grâce à la fluidification des chaînes d'approvisionnement, mais aussi, potentiellement, de nouvelles pressions sur l'énergie, d'autant que l'OPEP semble viser des prix du baril plus élevés, désormais. La réouverture de la Chine entretient ainsi le risque inflationniste.

Politique monétaire

Nécessité de poursuivre les hausses de taux pour lutter contre la forte inflation

1- L'incertitude liée au stress bancaire ne plaide plus que pour une seule hausse de taux

Alors que J. Powell avait signalé, le 7 mars, que la Fed était prête à accélérer le rythme de ses hausses de taux pour faire face à une inflation plus forte que prévu, le stress bancaire, lié à la faillite de SVB et Signature Bank quelques jours après, est venu limiter son ampleur. La Fed a relevé ses taux de 25 pb le 22 mars, après avoir pris des mesures d'envergure pour éviter une contagion à l'ensemble du système bancaire. La communication de la Fed est devenue plus évasive : « Un certain resserrement supplémentaire pourrait être approprié. » Le risque est un resserrement des conditions de crédit plus important, de nature à peser sur la demande, et donc l'inflation. Nous anticipons donc une seule hausse de taux en mai : + 25 pb et un statu quo jusqu'à la fin 2023.

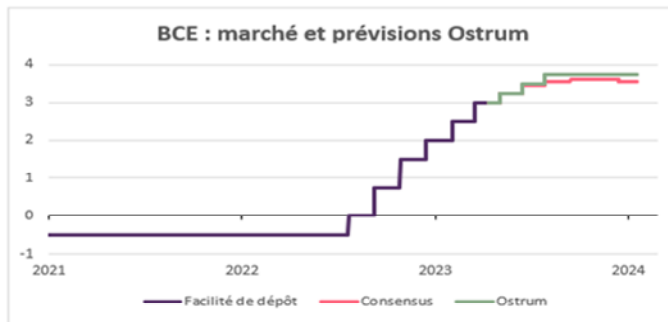


Date FOMC	Prev Ostrum	Chg.
3-mai-23	5.25	25
14-juin-23	5.25	0
26-juil.-23	5.25	0
20-sept.-23	5.25	0
1-nov.-23	5.25	0
16-déc.-23	5.25	0

2- BCE : « L'inflation devrait rester trop forte, pendant une trop longue période »

Comme elle l'avait signalé en février, la BCE a relevé ses taux de 50 pb, le 16 mars, pour porter le taux de dépôt à 3 %. Cette fois-ci, elle s'est bien gardée d'indiquer ce qu'elle comptait faire à la prochaine réunion, insistant sur le fait que cela dépendrait des données. Or, l'inflation core s'est de nouveau accélérée jusqu'à un plus haut historique en mars (5,7 %) et les résultats des négociations salariales présagent une contribution plus forte des salaires à l'inflation domestique, alors même que celles issues des profits unitaires ne montrent pas de signe important de modération. Cela plaide ainsi pour la poursuite des hausses de taux de la BCE, mais à un rythme

plus modéré, en raison du risque d'un resserrement des conditions de crédit. Nous anticipons donc désormais 3 hausses de taux de la part de la BCE de 25 pb en mai, juin et juillet pour porter le taux de dépôt à 3,75 %.



Date BCE	Prev Ostrum	Chg.
4-mai-23	3.25	25
15-juin-23	3.50	25
27-juil.-23	3.75	25
14-sept.-23	3.75	0
26-oct.-23	3.75	0
14-déc.-23	3.75	0

3- Des banques centrales très réactives pour limiter l'effet de contagion

La Fed, par la création d'une nouvelle facilité de prêts acceptant en collatéral les obligations valorisées au pair, donc sans moins-value liée à la hausse des taux, et la Banque Nationale Suisse en apportant toutes les liquidités nécessaires à Credit Suisse, ont été très réactives pour stabiliser le système bancaire.

VUES STRATEGIE

Bras de fer entre les marchés et les Banques centrales

Les vues principales : la crise systémique avortée

Le stress financier du mois de mars semble s'estomper, même si la volatilité des taux d'intérêt ou les swap spreads restent élevés. La baisse de l'inflation totale favorise les anticipations d'allègement monétaire qui semblent pourtant prématurées, compte tenu des tensions salariales, et plus généralement de l'inertie de l'inflation sous-jacente. Le bras de fer entre les marchés et les Banques centrales est engagé sur fond de ralentissement aux États-Unis, mais de reprise en Europe. La dépréciation du billet vert amplifie ces paris sur les actifs risqués. Le crédit et les dettes souveraines traversent cet accès de volatilité sans encombre. Ce n'est, en revanche, pas le cas des titrisations d'immobilier commercial.

Actifs risqués : un biais favorable au risque sous conditions

Le biais favorable au risque et la faible volatilité actions sont conditionnés de fait à des baisses de taux hypothétiques. Les spreads souverains et de crédit s'avèrent, de fait, moins volatils que l'actif réputé sans risque (de défaut). Cette situation incongrue crée un appel d'air vers les actions qui offrent une protection contre l'inflation. La crise bancaire se dissipe, de sorte que même les Tier 1 retrouvent de l'allant. Le high yield présente aussi une prime confortable en l'absence de défaut. Dans ce contexte, le statu quo sur les taux serait presque néfaste en effaçant l'allègement exigé par les marchés.

Nos attentes de marché

		11-avr.-23	mai-23	déc.-23
Souverains internationaux				
Etats-Unis	Fed Funds	5.00	5.25	5.25
	10-ans	3.43	3-3.3	4.25
Zone Euro	BCE, dépôts	3.00	3.25	3.75
	Allemagne	10-ans	2.31	2.1-2.4
	30-ans	2.39		
Japon	10-ans	0.46	0.51	
Grande-Bret.	10-ans	3.54	3.70	
Souverains européens				
France	10-ans	2.83		3.85
	Spread	52	57	60
Italie	10-ans	4.17		5.50
	Spread	186	170/195	225
Espagne	10-ans	3.36		
	Spread	105	100	
Portugal	10-ans	3.17		
	Spread	86	85	

Vues

L'émergence de risques financiers a augmenté l'incertitude sur les taux terminaux des principales Banques centrales. Nous pensons que les baisses de taux agressives anticipées par les opérateurs de marchés sont excessives, notamment pour la Fed. Les segments de courbes 2/10 ans restent inversés, effaçant la pentification du mois de mars. Nous révisons à la baisse nos perspectives de taux directeurs terminaux, en maintenant l'idée que les taux directeurs vont rester durablement élevés, tant que l'inflation ne converge pas vers sa cible. Sur le mois, nous maintenons un biais baissier sur les taux d'intérêt de long terme américains et stable sur les taux longs européens.

Le mouvement "risk-on" a bénéficié aux spreads souverains périphériques qui avaient bien résisté au stress bancaire. Nous pensons que le potentiel de resserrement est limité, car les problématiques budgétaires devraient redevenir le centre d'intérêt des investisseurs au cours des prochains mois. D'autre part, à plus long terme, l'effet de la réduction du bilan de la BCE (QT) ainsi que le programme chargé d'émissions souveraines et supranationales devraient engendrer un écartement modéré des spreads.

	11-avr.-23	Prévisions	
		mai-23	déc.-23
Crédit / Spreads			
Euro Inflation Swap 10-ans	2.45	2.50/2.60	
Libor OAS Spreads			
IG	96	93	
HY	401	395	
OAS Spreads vs. Souv			
IG	168		150/170
BB	363		360/400
EMBI Spread	488	450	450
Devises/ Actions/ Matières			
EUR/USD	1.091	1.08	1.15
Euro Stoxx 50	4333		3800
Brent Oil Prices	86		100

Vues

Crédit : la compression rapide des spreads de crédit nous incite à la neutralité.

Inflation: Face à l'incertitude sur la trajectoire de l'inflation européenne, la classe d'actif reste attractive.

Dette externe EM : la fin proche du cycle de hausses de taux de la Fed est un facteur de soutien à la dette externe émergente.

L'euro devrait bénéficier de la faiblesse du billet vert liée à la fin proche du cycle de hausses de taux de la Fed. La baisse surprise de l'OPEP+ en début de mois, conjuguée à une demande mondiale qui reste robuste devraient soutenir les cours du brut. Sur les marchés actions européens, la persistance de l'inflation contribue à maintenir les marges élevées des entreprises. Cependant, d'ici la fin de l'année, l'Euro stoxx reste soumis à un biais baissier, reflétant l'impact des hausses de taux agressives sur l'activité.

Source : Ostrum AM. Les analyses et les opinions mentionnées 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.

Achévé de rédiger le 21/04/2023

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, un label 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.

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.

Pour obtenir un résumé des droits des investisseurs dans la langue officielle de votre juridiction, veuillez consulter la section de documentation légale du site web (im.natixis.com/intl/intl-fund-documents)

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, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique

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.

Natixis investment managers peut décider de cesser la commercialisation de ce fonds conformément à la législation applicable



www.ostrum.com

 Ostrum
ASSET MANAGEMENT

Un affilié de  NATIXIS
INVESTMENT MANAGERS