



Document destiné exclusivement aux investisseurs professionnels
Achevé de rédiger le 13/07/2023

JUILLET 2023

VUES ECONOMIQUES

Trois thématiques pour les marchés

1- Politique monétaire

Les Banques centrales majeures devraient relever leurs taux en juillet conformément à leurs communications de juin. La Fed relèvera les Fed funds à 5,50% et la BCE fixera le taux de dépôt à 3,75%. Un dernier mouvement en septembre apparaît probable.

En zone euro, l'amortissement du bilan s'accélère avec le remboursement de TLTRO (477 Mds € en juin) et l'arrêt des réinvestissements de l'APP à partir du 1^{er} juillet (148 Mds € au second semestre).

D'autres banques centrales ont durci le ton face à la persistance de l'inflation, notamment la BoE et la BoC, en attendant la BoJ.

2- Inflation

L'inflation (3% en juin) poursuit sa baisse aux États-Unis, grâce à l'énergie et aux biens importés. L'inflation sous-jacente diminue à 4,8% en juin. Les tensions sur le marché du travail alimentent l'inflation dans les services.

En zone euro, l'inflation ressort à 5,5% avec une inflexion passagère de l'indice sous-jacent (5,4%). Les salaires dynamiques retardent la désinflation.

L'inflation est nulle en Chine, voire négative sur les prix à la production. Le rebond de la consommation est insuffisant pour recréer des tensions.

3- Croissance

Aux États-Unis, le resserrement monétaire devrait engendrer un ralentissement au second semestre. La récession s'éloigne toutefois.

La zone euro enregistre une récession technique entre le T4 et le T1. La croissance devrait s'améliorer au T2. La désinflation et la hausse des salaires favoriseront un rebond de la consommation.

En Chine, la reprise économique décevante requiert un soutien monétaire et budgétaire.

Points macroéconomiques

Zone euro

Zone Euro	2022				2023				2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
PIB (gl. trim)										
Ostrum	0.7	0.8	0.4	-0.1	-0.1	0.1	0.4	0.3	3.5	0.6
Consensus						0.1	0.2	0.2		0.4
Inflation										
Ostrum	6.1	8.0	9.3	10.0	8.0	6.2	5.3	4.0	8.4	5.9
Consensus						6.2	4.7	2.9		5.5
Inflation sous jacente										
Ostrum	2.7	3.7	4.4	5.1	5.5	5.5	5.4	4.3	3.9	5.2

- Selon les chiffres préliminaires, la zone euro a connu une légère récession technique en T4 2022 et T1 2023.
- La consommation des ménages a été affectée par les pertes de pouvoir d'achat liées à la forte inflation. Des facteurs temporaires ont joué : forte baisse des dépenses publiques (Allemagne) et chute du PIB en Irlande (très volatil). Ils ne se reproduiront pas.
- Les données d'activité et de ventes de détail disponibles se sont améliorées en avril et mai tout comme l'indice d'activité publié en temps réel par la Bundesbank. Le chiffre du T2 devrait être positif.
- Les enquêtes auprès des chefs d'entreprise donnent des signaux contrastés. L'indice PMI de l'enquête S&P global s'est dégradé en juin contrastant avec la quasi-stabilité des enquêtes nationales INSEE, Istat et le recul limité de la composante situation présente de l'IFO.
- Persistance de la divergence entre le secteur des services et le manufacturier. Ce dernier, avec celui de la construction, est davantage affecté par le resserrement de la politique monétaire.
- Au 2ème semestre, la croissance devrait se raffermir soutenue par la consommation grâce à la baisse des prix énergétiques, aux hausses de salaires et à la progression de l'emploi.
- La croissance restera néanmoins faible sur l'année (0,6%). L'impulsion sur la demande interne sera freinée par le fort resserrement monétaire opéré par la BCE.
- L'inflation va continuer de ralentir du fait d'une contribution plus négative des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente mettra plus de temps à se modérer, les salaires s'ajustant avec un certain retard au net ralentissement de l'inflation.

Etats-Unis

Etats-Unis	2022				2023				2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
PIB (gl. trim annualisé)										
Ostrum	-1.6	-0.6	3.2	2.6	2.0	2.1	0.0	0.8	2.1	1.8
Consensus						1.3	0.0	-0.5		1.6
Inflation										
Ostrum	8.0	8.7	8.3	7.1	5.8	3.9	2.5	2.6	8.0	3.7
Consensus						4.2	3.5	3.2		3.6
Inflation sous jacente										
Ostrum	6.3	6.0	6.3	6.0	5.6	5.2	4.4	4.1	6.2	4.8

- La croissance est revue en hausse à 1,8% en 2023 (1,4% en 2024). La Fed communique sur 1% en glissement annuel au T4. Notre projection équivalente serait à 1,2%.

- Le second semestre sera plus difficile avec une croissance légèrement positive. Le consensus ne prévoit plus de récession mais un seul trimestre de contraction entre juillet et septembre.
- Le croissance du 2T 2023 à 2,1% suppose une consommation moins forte (+1%), compensée par une reprise de l'investissement (structures, équipement, R&D) et un rebond des stocks.
- L'investissement productif s'améliore grâce au déploiement de l'Inflation Reduction Act et le CHIPS Act qui impacte les dépenses de structures.
- L'inflation passe sous 3% avec une inflation sous-jacente en baisse vers 4% grâce à l'impact retardé de la décélération des loyers observée en 2022 (réels ou imputés aux propriétaires).
- Le déficit commercial devrait se dégrader quelque peu au second semestre.

Chine

Chine	2022				2023				2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
PIB (gl. trim)										
Ostrum	0.8	-2.3	3.9	0.6	2.2	0.8	1.5	1.3	3.0	5.7
Consensus						0.8	1.2	1.2		5.5
Inflation										
Ostrum	1.1	2.2	2.7	1.8	1.3	0.6	1.5	2.0	2.0	1.4
Consensus						0.2	0.6	1.2		0.7

- « Les mauvaises nouvelles sont de bonnes nouvelles » pour la Chine. Plus les données économiques déçoivent, plus l'ampleur du stimulus devrait être important. Dans cette perspective, nous maintenons nos prévisions de croissance pour la seconde partie de l'année inchangées. Cependant, nous avons revu à la baisse notre prévision du PIB du T2 prenant en compte la faiblesse des récents indicateurs conjoncturels publiés pour les mois de mai et juin.
- Les enquêtes S&P global PMI et officielles indiquent une modération de la reprise économique, liée au secteur des services. Le chômage des jeunes reste élevé, pénalisant la soutenabilité de la reprise de la consommation. Plusieurs indicateurs sur le secteur immobilier, aussi bien du côté de la demande que de l'offre, ont baissé en mai et juin, suggérant un renforcement du soutien des autorités au secteur.
- Les politiques de soutien à la consommation se sont également renforcées. Le 29 juin, le conseil d'Etat a approuvé plusieurs mesures visant à promouvoir les rénovations de la ville (bidonvilles, les établissements de soins pour les personnes âgées) et la consommation de biens durables, comme les automobiles et les appareils ménagers. L'investissement est orienté vers les véhicules électriques et le verdissement de l'économie chinoise. Ces mesures devraient renforcer la consommation et l'investissement en seconde partie de l'année.
- La politique monétaire est clairement devenue accommodante à cause du secteur immobilier. La PBOC a baissé pour la première fois depuis août 2022 ses taux d'intérêt permettant aux banques de baisser leur taux d'emprunt. L'absence de pressions inflationnistes donne des marges de manœuvre à la PBOC pour soutenir l'activité.

Politique monétaire

Les banques centrales vont poursuivre leurs hausses de taux face à la persistance de l'inflation

1- Vers deux hausses de taux de la FED en juillet et septembre

Après avoir effectué une pause en juin, la Fed va poursuivre ses hausses de taux, et ceci dès le mois de juillet, pour lutter contre une inflation encore trop élevée. Lors de son intervention à Sintra, Jerome Powell a indiqué qu'il y avait un fort consensus au sein du FOMC pour relever les taux encore à deux reprises ce qui a été confirmé par les Minutes de la réunion de la Fed du 14 juin. La croissance se révèle plus robuste que prévu et le marché de l'emploi demeure trop tendu. La Fed devrait relever ses taux de 25 points de base le 26 juillet puis le 20 septembre.

Dates FOMC	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	5.25		5.25	0
26-juil.-22	5.50	+25	5.30	20
20-sept.-22	5.75	+25	5.35	40
1-nov.-23	5.75	0	5.40	35
14-déc.-23	5.75	0	5.34	41

Source: Bloomberg, Ostrum AM

2- La BCE préannonce une hausse de taux en juillet et laisse la porte ouverte à une autre

La BCE est inquiète de la 2^{ème} phase du processus d'inflation à savoir celle liée à la hausse des salaires. Son impact sur l'inflation est amplifié par la faible croissance de la productivité ce qui se traduit par des coûts salariaux unitaires élevés. Dans ce contexte, Christine Lagarde a préannoncé une nouvelle hausse des taux, en juillet, et laissé la porte ouverte à un autre relèvement que nous attendons en septembre. Elle optera ensuite pour un statu quo prolongé pour maintenir suffisamment longtemps en territoire restrictif sa politique monétaire afin de peser sur la demande interne et l'inflation.

Dates BCE	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	3.50		3.50	0
27-juil.-23	3.75	+25	3.63	12
14-sept.-23	4.00	+25	3.81	19
26-oct.-23	4.00	0	3.89	11
14-déc.-23	4.00	0	3.94	6

Source: Bloomberg, Ostrum AM

3- +50 pb de la BOE et La Boj reste toujours en retrait

La Banque d'Angleterre a surpris les marchés le 21 juin en relevant ses taux de 50 points de base en raison de l'accélération de l'inflation sous-jacente (7.1% en mai contre 6.8% en avril). Le marché du travail très tendu et la forte progression des salaires plaident pour de nouvelles hausses de taux. La Banque du Japon maintient en revanche sa politique monétaire accommodante.

VUES STRATEGIE

Un été plus volatil?

Les vues principales : la main ferme des Banques centrales

Le maintien d'une croissance proche du potentiel aux Etats-Unis semble donner raison à la Réserve fédérale qui s'apprête à relever ses taux de 50 pb supplémentaires cet été. La hausse des taux finira par peser sur l'activité à l'horizon de la fin d'année et accélèrera la désinflation. A l'instar de la Fed et d'autres Banques centrales des pays développés, la BCE maintient le cap restrictif en se retirant progressivement des marchés d'emprunts d'états et de crédit. Ce retrait pourrait être vecteur de volatilité et de tensions au cours de l'été. L'euro devrait profiter de la réduction du bilan de la BCE.

Marchés: hausse probable de la volatilité

La réduction du positionnement à l'aplatissement des courbes a provoqué une forte hausse des taux longs au début de l'été vers 4% sur le T-note. Ce rebond des rendements à 10 ans réduit l'attrait des marchés d'actions, qui devraient évoluer dans une fourchette large durant l'été. La volatilité devrait s'accroître mais la plupart des comptes institutionnels étant sous-exposés, le potentiel baissier paraît limité. Le crédit offre des valorisations encore attrayantes. Le high yield présente en revanche des valorisations plus tendues.

Nos attentes de marché

Previsions Ostrum	12-juil.-23	T3 23	T4 23
Fed funds	5.25 %	5.75	5.75
Etats-Unis T-note 10 ans	3.92 %	3.80	3.70
Etats-Unis T-note 2 ans	4.78 %	4.60	4.50
Courbe 2 - 10 ans (pb)	-87 pb	-80	-80
BCE Taux de dépôt	3.5 %	4.00	4.00
Allemagne Bund 10 ans	2.63 %	2.70	2.60
Allemagne Schatz 2 ans	3.27 %	3.30	3.15
Courbe 2 - 10 ans (pb)	-65 pb	-60	-55
France OAT 10 ans	52 pb	55	55
Italie BTP 10 ans	171 pb	190	200
Inflation Zone euro 10 ans (swap)	251 pb	255	240

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Taux américains : nous projetons une baisse du 10 ans vers 3,70% en fin d'année malgré les tensions récentes et le resserrement monétaire en cours. L'inflation devrait ralentir à mesure que la croissance passe sous le potentiel au S2. Le 2 ans intègre un allègement monétaire en 2024.
- Taux européens : la BCE a relevé ses principaux taux d'intérêt en juin. Une hausse en juillet est acquise. Le biais restrictif de la BCE justifie le niveau actuel du 2 ans. Au-delà, les rendements allemands devraient consolider quelque peu.
- Spreads souverains : les valorisations semblent excessives compte tenu des perspectives budgétaires en Italie.

- Inflation zone euro : la baisse des prix de l'énergie et le resserrement monétaire devraient réduire les points morts à l'horizon de la fin d'année.

Previsions Ostrum	12-juil.-23	T3 23	T4 23
Euro Swap Spread 10 ans	65.4 pb	65	55
Euro Investment Grade (spread contre Bund)	156 pb	170	160
Euro High Yield (spread contre Bund)	456 pb	465	500
Euro High Yield BB (spread contre Bund)	333 pb	340	370
Euro-dollar	1.106	1.10	1.15
Euro Stoxx 50	4338	4 155	3 923
Dette souveraine émergente (spread contre Treasuries)	429 pb	425	425

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Crédit euro: le segment IG reste solide. En revanche, les primes de risque sur le HY devraient s'écarter compte tenu de valorisations plus tendues.
- Change : l'euro devrait bénéficier du resserrement monétaire de la BCE et de l'amélioration des termes de l'échange.
- Actions : dérive latérale cet été puis baisse en fin d'année reflétant un second semestre plus incertain sur les marges.
- Dette émergente : en l'absence de récession mondiale, les spreads devraient poursuivre leur resserrement.

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 13/07/2023

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

