



Document destiné exclusivement aux investisseurs professionnels
Achévé de rédiger le 16/06/2023

JUIN 2023

VUES ECONOMIQUES

Trois thématiques pour les marchés

1- Politique monétaire

Les Banques centrales réaffirment leur biais restrictif. La Fed a laissé ses taux inchangés à 5,25% en juin. Une hausse en juillet paraît néanmoins acquise après la publication des projections de taux du FOMC montrant 50 pb de resserrement supplémentaire cette année.

Après la hausse de 25 pb en juin, la BCE devrait augmenter le taux de dépôt à 4 % cet été. Le resserrement monétaire passe également par l'amortissement du bilan avec les remboursements de TLTRO (607 Mds € entre juin et décembre) et l'arrêt des réinvestissements de l'APP dès juillet (148 Mds € au second semestre).

2- Inflation

L'inflation (4% en mai) se modère aux États-Unis, en raison de la baisse des prix énergétiques et des biens. L'inflation sous-jacente se situe à 5,3% en mai. Les tensions sur le marché du travail entretiennent un niveau d'inflation élevé dans les services.

En zone euro, l'inflation ressort à 6,1% avec une légère inflexion de l'indice sous-jacent (5,3%). Les négociations salariales et l'emploi limitent l'ampleur de 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, la consommation reste dynamique, mais le resserrement monétaire devrait engendrer un ralentissement de la croissance au second semestre.

La zone euro enregistre une récession technique entre le T4 et le T1. La croissance devrait se redresser à compter du T2. La désinflation et la hausse des salaires devraient permettre à la consommation de s'améliorer.

En Chine, la reprise tirée par la consommation s'avère décevante à ce stade, nécessitant un soutien économique supplémentaire par les autorités.

Points macroéconomiques

Zone euro

Euro Area	2022				2023				2022	2023
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4		
GDP (QoQ)										
Ostrum	0.7	0.8	0.4	-0.1	-0.1	0.2	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	4.8	2.9		5.5
Core inflation										
Ostrum	2.7	3.7	4.4	5.1	5.5	5.5	5.4	4.3	3.9	5.2

- L'économie de la zone euro a connu une récession technique en T4 2022 et T1 2023. La demande interne et plus particulièrement la consommation des ménages a été affectée par les pertes de pouvoir d'achat liées à la forte inflation. La situation est contrastée entre les pays.
- L'Allemagne est le pays le plus affecté du fait de sa plus grande dépendance à l'énergie russe avant la guerre en Ukraine, du poids plus important du secteur manufacturier dans son économie et de la dynamique réduite du commerce mondial.
- En France, la reprise est très modérée. En périphérie, la croissance s'avère plus soutenue grâce au tourisme.
- L'enquête S&P pour la zone euro signale une activité plus robuste quoiqu'en léger ralentissement en mai. La divergence s'accroît entre le secteur des services dynamique et le secteur manufacturier en contraction.
- La consommation devrait se raffermir au second semestre grâce à la baisse des prix énergétiques, aux hausses de salaires et la progression de l'emploi. L'investissement devrait rattraper une partie du retard accumulé avec le soutien de Next Generation EU.
- La croissance restera freinée (0,6%) par le net resserrement des conditions de crédit engendré par le resserrement monétaire. Les prêts aux ménages et aux entreprises ralentissent déjà.
- L'inflation va continuer de s'infléchir du fait d'une contribution plus négative des prix de l'énergie. Elle devrait revenir vers les 4.6% en fin d'année. L'inflation core mettra plus de temps à se modérer, les salaires mettant un certain temps à intégrer les résultats des dernières négociations salariales et ne s'ajustant qu'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	1.3	1.6	0.0	0.6	2.1	1.5
Consensus						0.6	-0.5	-0.4		1.2
Inflation										
Ostrum	8.0	8.7	8.3	7.1	5.8	3.8	2.8	2.9	8.0	3.8
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 prévue à 1,5% en 2023.
- Le second semestre sera plus difficile avec une croissance légèrement positive alors que le consensus prévoit une récession.
- Le rebond modeste du 2T 2023 à 1,6% provient de la résilience de la consommation (+2%) et de l'arrêt du déstockage (qui apporte 0,6pp à la croissance du 2T).
- L'investissement productif devrait baisser au second semestre sous l'effet de la hausse des taux (structures notamment). En revanche, la stabilisation du logement laisse présager une contribution positive du poste au PIB au second semestre.
- L'inflation diminue vers 3% avec une inflation sous-jacente autour de 4% grâce à l'impact retardé de la décélération des loyers (observés ou imputés aux propriétaires).
- Le déficit commercial va s'accroître 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	1.0	1.5	1.3	3.0	5.9
	Consensus						1.1	1.2	1.2		5.8
Inflation	Ostrum	1.1	2.2	2.7	1.8	1.3	0.6	1.5	2.0	2.0	1.4
	Consensus						0.6	1.1	2.1		1.3

- La consommation ne représente que 38,4 % du PIB, alors qu'elle représente près de 70 % aux Etats-Unis. Les attentes de reprise de la consommation calquée sur la situation américaine ou européenne s'avèreraient trop optimistes.
- La reprise post-Covid est néanmoins tirée par la consommation alors que les signaux sur le manufacturier et l'immobilier restent mitigés.
- Les autorités chinoises prennent leur temps avant de se prononcer sur un éventuel stimulus. Elles ont peur d'une forte accélération de l'inflation comme ce qu'on a pu observer aux Etats-Unis et en Europe, pouvant menacer la stabilité sociale du pays. Le taux de chômage des jeunes a atteint un plus haut historique à 20,6 % au mois de mai.
- Face à la faiblesse des indicateurs conjoncturels du mois de mai, les autorités chinoises ont renforcé les mesures monétaires et budgétaires afin de soutenir la demande intérieure.
- La Chine est un des rares pays qui bénéficie de marges de manœuvre monétaire et budgétaire.
- L'inflation est faible (0,2 %), liée à la faiblesse des prix alimentaires (prix du porc notamment) et devrait rester inférieure à la cible de 3 % de la PBoC.
- L'affaiblissement du yuan est conforme à la détérioration de la position extérieure du pays et permet de soutenir les exportateurs.
- La croissance chinoise devrait accélérer en seconde partie de l'année, soutenue par les nouveaux soutiens monétaires et budgétaires.

Politique monétaire

Les hausses de taux ne sont pas terminées en raison d'une inflation sous-jacente plus persistante que prévu

1- Fed : Après la Pause en juin, la Fed prévoit deux hausses de taux

Comme attendu, la Fed a laissé ses taux inchangés en juin, à [5% ; 5.25%], après les avoir relevés de 500 pb au total depuis mars 2022. La conférence de presse plus *hawkish* que prévu de Jerome Powell a en revanche créé la surprise. Les membres de la Fed ont revu en hausse leurs perspectives de croissance et d'inflation par rapport à mars et anticipent un taux de chômage moins élevé. De la sorte, ils prévoient désormais deux hausses de taux en 2023 pour porter le taux des Fed funds à 5.6% . Une première hausse devrait intervenir dès le mois de juillet avant une seconde en septembre.

Dates FOMC	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	5.25		5.25	0
26-juil.-22	5.50	+25	5.26	24
20-sept.-22	5.75	+25	5.29	46
1-nov.-23	5.75	0	5.28	47
14-déc.-23	5.75	0	5.20	55

Source: Bloomberg, Ostrum AM

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

La BCE a relevé comme attendu ses taux de 25 pb, pour porter le taux de dépôt à 3,50 %. Elle a confirmé l'arrêt des réinvestissements dans le cadre de l'APP à partir de juillet. Elle a créé la surprise en relevant nettement ses perspectives d'inflation sous-jacente en 2023 (5.1% contre 4.6% anticipé en mars) et 2024 (3% contre 2.5%). Christine Lagarde s'est inquiétée de la hausse des coûts salariaux unitaires et des salaires. Dans ce contexte, elle a préannoncé une hausse de taux en juillet et laissé la porte ouverte à un autre relèvement. Les taux vont rester élevés pour permettre le retour de l'inflation vers 2%.

Dates BCE	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	3.50		3.50	0
27-juil.-23	3.75	+25	3.61	14
14-sept.-23	4.00	+25	3.77	23
26-oct.-23	4.00	0	3.82	18
14-déc.-23	4.00	0	3.79	21

Source: Bloomberg, Ostrum AM

3- Surprises haussières de la BOC et de la RBA, statu quo de la boj

La Banque du Canada a repris le resserrement monétaire en montant les taux de 25 pb mettant un terme au statu quo débuté en janvier. En Australie, la RBA a procédé à deux hausses de 25 pb en mai et juin prenant acte du risque de persistance de l'inflation. La Banque du Japon maintient en revanche sa politique accommodante.

VUES STRATEGIE

Nouveau tour de vis monétaire

Les vues principales : la seconde phase du resserrement monétaire

Depuis quelques semaines, la plupart des banques centrales ont durci le ton, y compris les autorités monétaires qui semblaient avoir acté un statu quo (RBA, BoC). La Fed, malgré une pause difficilement compréhensible en juin, maintiendra des taux réels élevés pour infléchir les anticipations. La BCE envisage un tour de vis supplémentaire avec des hausses de taux et la contraction de son bilan. Les marchés financiers devront s'accommoder de conditions de liquidité moins favorables alors que la croissance américaine fléchira sous son potentiel au second semestre.

Marchés: l'inversion des courbes perdue

La transmission de la politique monétaire aux taux longs semble clé à ce stade. Les courbes devraient rester très inversées, ce qui limiterait l'impact du resserrement attendu sur les taux à 10 ans grâce au plafonnement des points morts d'inflation en zone euro. Le Bund et le T-note devraient peu évoluer d'ici la fin de l'année. Cette stabilité des taux longs bénéficiera au crédit et à un degré moindre au high yield où les valorisations se sont tendues récemment. La poursuite de l'ajustement du dollar incite à l'optimisme sur la dette émergente externe. En revanche, les actions européennes feront face à la remontée de l'euro et un probable tassement des marges au second semestre.

Nos attentes de marché

Previsions Ostrum	16-juin-23	T3 23	T4 23
Fed funds	5.25 %	5.75	5.75
Etats-Unis T-note 10 ans	3.74 %	3.80	3.70
Etats-Unis T-note 2 ans	4.71 %	4.60	4.50
Courbe 2 - 10 ans (pb)	-98 pb	-80	-80
BCE Taux de dépôt	3.5 %	4.00	4.00
Allemagne Bund 10 ans	2.47 %	2.70	2.60
Allemagne Schatz 2 ans	3.12 %	3.30	3.15
Courbe 2 - 10 ans (pb)	-65 pb	-60	-55
France OAT 10 ans	50 pb	55	55
Italie BTP 10 ans	158 pb	190	200
Inflation Zone euro 10 ans (swap)	251 pb	255	240

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Taux américains : malgré deux hausses supplémentaires, l'inversion de la courbe devrait perdurer et maintenir le 10 ans autour des niveaux actuels. Le T-note restera nettement sous son sommet de 4,2 %

d'octobre 2022. 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 actée. Le biais restrictif de la BCE justifie notre prévision sur le 2 ans allemand pour le T3. Au-delà, les taux devraient consolider quelque peu.
- Spreads souverains : les valorisations semblent excessives compte tenu des perspectives budgétaires en Italie et à un degré moindre en France.
- Inflation zone euro : la baisse des prix de l'énergie et le resserrement monétaire devraient peser sur les points morts à l'horizon de la fin d'année.

Previsions Ostrum	16-juin-23	T3 23	T4 23
Euro Swap Spread 10 ans	63.8 pb	65	55
Euro Investment Grade (spread contre Bund)	160 pb	170	160
Euro High Yield (spread contre Bund)	446 pb	465	500
Euro High Yield BB (spread contre Bund)	324 pb	340	370
Euro-dollar	1.095	1.10	1.15
Euro Stoxx 50	4387	4 155	3 923
Dette souveraine émergente (spread contre Treasuries)	451 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 : consolidation et baisse en fin d'année reflétant un 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 16/06/2023

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