



Document destiné exclusivement aux investisseurs professionnels  
Achevé de rédiger le 15/05/2023

**MAI 2023**

## VUES ECONOMIQUES

### Trois thématiques pour les marchés

#### 1- Politique monétaire

Le principe de séparation des objectifs des Banques centrales continue de prévaloir. Le risque systémique semble avoir été contenu aux États-Unis, de sorte que l'objectif d'inflation reste prédominant dans la conduite de la politique monétaire américaine. La Fed a ainsi procédé à une dernière hausse de 25 pb avant un statu quo prolongé à 5,25 %.

La BCE devra encore relever ses taux à deux reprises vers 3,75 %. Le resserrement monétaire passe également par l'amortissement du bilan avec les remboursements de TLTRO et l'arrêt des réinvestissements de l'APP dès juillet.

#### 2- Inflation

Comme attendu, l'inflation se modère aux États-Unis, en raison de la baisse des prix énergétiques et des biens importés. L'inflation sous-jacente reste stable, en revanche. Les pressions salariales entretiennent l'inflation dans les services.

Cette forte inertie des prix, observée en zone euro également, implique le maintien d'une inflation sous-jacente élevée en fin d'année, proche de 5 % en zone euro.

La réouverture de la Chine s'opère sans tensions sur les prix.

#### 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. La croissance au T1 ressort à + 0,1 %, de sorte qu'une accélération est envisagée au T2. La hausse des salaires devrait permettre à la consommation de tenir.

Aux États-Unis, la consommation est dynamique, mais le resserrement monétaire devrait conduire l'économie américaine à tutoyer la récession au second semestre.

## Points macroéconomiques

### Zone euro

Zone Euro	2022				2023				2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
<b>PIB (gl. trimestriel)</b>										
Ostrum	0.6	0.9	0.4	-0.1	0.1	0.4	0.4	0.3	3.5	1.1
Consensus						0.1	0.2	0.2		0.6
<b>Inflation</b>										
Ostrum	6.1	8.0	9.3	10.0	8.0	6.6	5.8	5.1	8.4	6.4
Consensus						6.4	4.9	3.3		4.9
<b>Inflation sous jacente</b>										
Ostrum	2.7	3.7	4.4	5.1	5.5	5.6	5.7	5.6	3.9	5.6

- La zone euro a échappé à la récession. L'activité s'est finalement contractée de 0,1 % au 4T avant une amélioration en début d'année à un rythme réduit : 0,1 %.
- La prolongation des mesures des gouvernements pour protéger les ménages et les entreprises de la hausse des prix énergétiques en a été pour partie à l'origine, ainsi que le repli du prix du gaz naturel. La consommation est restée faible.
- Les enquêtes dont nous disposons en avril pointent vers un raffermissement de la croissance. L'indice PMI composite atteint un plus haut depuis 11 mois.
- Cela est lié au dynamisme des services, qui profitent, notamment, de la demande plus élevée dans le secteur du tourisme. En revanche, l'activité se contracte plus fortement dans le secteur manufacturier, en raison notamment d'un commerce mondial moins porteur.
- L'Espagne et l'Italie apparaissent les plus dynamiques, du fait de l'importance du secteur touristique dans leur croissance.
- Le reflux relatif de l'inflation et la progression des salaires, mais aussi les aides publiques, devraient améliorer la dynamique des revenus réels. La consommation progressera sur l'année. De même, le retard d'investissement accumulé devrait être comblé.
- En conséquence, nous avons une trajectoire de PIB qui reste médiocre, mais qui réaccélère un peu au milieu de l'année.
- L'inflation devrait baisser rapidement jusqu'à l'été, essentiellement en raison 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.

### Etats-Unis

Etats-Unis	2022				2023				2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
<b>PIB (gl. trimestriel)</b>										
Ostrum	-0.4	-0.2	0.8	0.7	0.3	0.5	0.0	0.0	2.1	1.5
Consensus						0.0	-0.2	-0.1		1.1
<b>Inflation</b>										
Ostrum	8.0	8.7	8.3	7.1	5.8	3.8	2.8	2.9	8.0	3.8
Consensus						4.2	3.6	3.2		3.7
<b>Inflation sous jacente</b>										
Ostrum	6.5	5.9	6.6	5.7	5.6	5.2	4.4	4.1	6.2	4.8

- La hausse des taux mord sur la croissance : les turbulences bancaires de mars créent un durcissement des conditions de crédit localisé, sur le plan sectoriel et géographique.
- Le risque systémique semble limité à ce stade, compte tenu : 1/ de la réaction rapide et ordonnée des régulateurs et de la Fed ; et : 2/ de la faible interconnexion avec les marchés des institutions en difficulté.

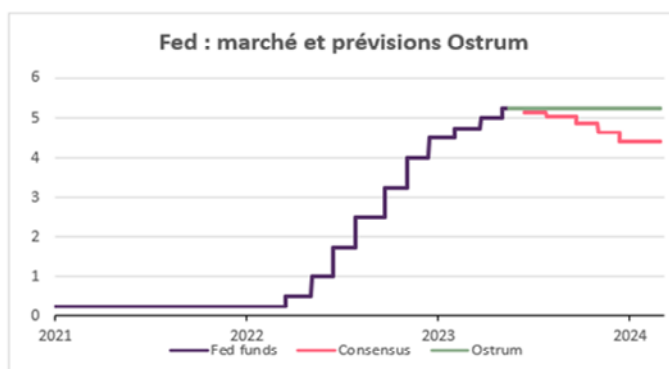
- La croissance devrait être nulle au second semestre. En conséquence, nous pensons que le scénario de « soft landing » est plus probable que celui de « hard landing ».
- Les chiffres disponibles sur le premier trimestre montrent une économie résiliente (croissance annualisée de 1,1 %), grâce à la bonne tenue de la consommation privée. Le logement montre des signes de stabilisation après six trimestres de contraction. L'investissement des entreprises (R&D) est moins porteur, en revanche.
- Le solde extérieur se stabilise au 1T 2023. Le redressement de la croissance en Chine et en zone euro améliorera la contribution de l'extérieur.
- Enfin, la persistance de l'inflation à un niveau supérieur à l'objectif de la Fed reste le scénario le plus probable. Les pressions salariales, en particulier, restent élevées. Il s'agit d'un élément structurant pour la Fed.
- Nous tablons sur un relèvement du plafond de la dette avant le début du mois de juin.

## Politique monétaire

### Divergence entre la Fed et la BCE

#### 1- La Fed laisse la porte ouverte à une pause en juin

Comme attendu, la Fed a relevé ses taux de 25 pb en mai pour porter la fourchette d'évolution des Fed funds à [5 %-5,25 %]. Dans son communiqué, la Banque centrale a enlevé la phrase portant sur la nécessité de poursuivre les hausses de taux. L'incertitude liée aux turbulences dans certaines banques régionales et leur impact sur les conditions de crédit ont pesé dans cette décision. Cela laisse la porte ouverte à une pause lors de la réunion du mois de juin et un statu quo par la suite. Néanmoins, elle n'exclut pas de les remonter si nécessaire, en fonction des données. C'est donc une pause « hawkish » signalée par la Fed, à juste titre, compte tenu d'un marché du travail encore tendu. Les marchés anticipent des baisses de taux rapides qui n'ont pas lieu d'être.

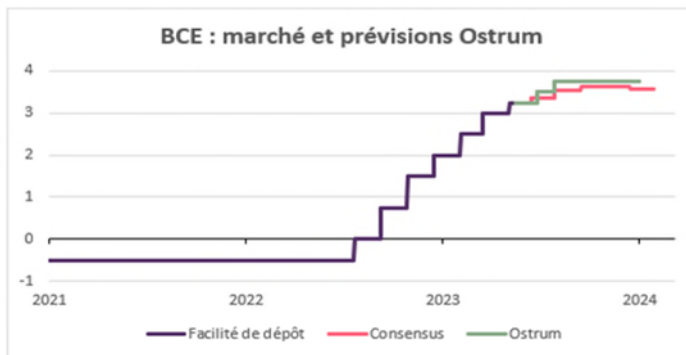


Date FOMC	Prev Ostrum	Chg.
14-juin-23	5.25	0
26-juil.-23	5.25	0
20-sept.-23	5.25	0
1-nov.-23	5.25	0
16-déc.-23	5.25	0

#### 2- Pour la BCE, les hausses de taux doivent se poursuivre pour lutter contre l'inflation

La BCE a relevé comme attendu ses taux de 25 pb, pour porter le taux de dépôt à 3,25 %. La dernière enquête de la BCE menée auprès des banques commerciales a été l'élément clé pour expliquer la hausse de 25 pb et non 50 pb, comme en avril. Christine Lagarde a bien insisté sur le fait que le ralentissement de la hausse des taux ne constituait en rien une pause et que la Banque centrale devait continuer de les relever, afin de les ramener en territoire suffisamment restrictif. La BCE a également annoncé l'arrêt des réinvestissements des tombées au titre

de l'APP, dès le 1<sup>er</sup> juillet. Nous anticipons 2 hausses de taux de la part de la BCE de 25 pb en juin et juillet pour porter le taux de dépôt à 3,75 %.



Date BCE	Prev Ostrum	Chg.
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- Hausses des taux de la BoE et de la Banque d'Australie

La BoE a également procédé à une hausse de taux de 25 pb (7 votes, contre 2 pour une pause), à 4,5 %, et signalé qu'elle n'atteindrait pas sa cible d'inflation de 2 % avant début 2025. La Banque d'Australie a, quant à elle, surpris en relevant ses taux de 25 pb en juin, à 4,5 %, après avoir opéré une pause en avril.

## VUES STRATEGIE

### Le retour de la question de la soutenabilité de la dette ?

#### Les vues principales : l'effet des hausses de taux se diffuse dans l'économie

Le cycle monétaire commence à avoir un impact tangible sur l'économie. La Fed entame une période de stabilité sur ses taux, alors que la BCE doit encore ajuster sa politique. Outre les difficultés bancaires aux États-Unis, la dégradation de la notation souveraine de la France par Fitch à AA- ou les négociations difficiles sur le relèvement du plafond de la dette américaine en sont l'illustration. Les rendements américains semblent avoir atteint, en octobre 2022, leur sommet, qui coïncide avec ceux du dollar et de l'inflation. Les conditions de crédit se resserrent en Europe et aux États-Unis, ravivant les craintes de récession.

#### Actifs risqués : « pause » ne veut pas dire « pivot »

Les questions d'endettement public militent pour la neutralité sur les spreads souverains et le crédit européen dont les niveaux de valorisations et les fondamentaux restent néanmoins attrayants. Le taux de défaut sur le high yield reste proche de zéro, mais une remontée des défaillances est attendue. Les marchés actions demeurent attractifs en raison de l'absence d'une forte révision à la baisse des résultats des entreprises ; les actions restent sur une tendance favorable à court terme. Le second semestre pourrait s'avérer plus difficile. La tendance baissière sur le dollar devrait perdurer et bénéficier, notamment, à la dette externe émergente.

## Nos attentes de marché

		11-mai-23	Prévisions	
			juin-23	déc.-23
<b>Souverains internationaux</b>				
Etats-Unis	Fed Funds	5.25	5.25	5.25
	10-ans	3.38	3.30	4.25
Zone Euro	BCE, dépôts	3.25	3.50	3.75
Allemagne	10-ans	2.23	2.2/2.5	3.25
	30-ans	2.41		
Japon	10-ans	0.40	0.51	
Grande-Bret.	10-ans	3.71	3.80	
<b>Souverains européens</b>				
France	10-ans	2.80		3.85
	Spread	58	57	60
Italie	10-ans	4.12		5.50
	Spread	189	170/195	225
Espagne	10-ans	3.31		
	Spread	108	100	
Portugal	10-ans	3.05		
	Spread	83	85	

### Vues

La Fed a procédé à une dernière hausse alors que la BCE pourriva encore son resserrement à hauteur de deux fois 25 pb. Les conditions de crédit se détériorent de part et d'autre de l'Atlantique devraient freiner l'activité économique. Aux Etats-Unis, les négociations difficiles sur le plafond de la dette constituent également un élément qui pourrait exercer une pression baissière sur les taux d'intérêt. Le potentiel de hausse des taux d'intérêt est donc limité. Nous gardons une vue baissière sur les taux d'intérêt américains et neutre sur les taux européens. Nous pensons que le segment 10/30 ans devrait se pentifier sur la courbe américaine et allemande.

Les problématiques budgétaires ont résurgi à la suite de l'abaissement de la notation souveraine de la France (AA-) par Fitch. L'incertitude reste également forte sur la revue de la notation souveraine de l'Italie par Moody's et Fitch. En revanche, les perspectives budgétaires s'améliorent pour la Grèce dont les emprunts d'Etat enregistrent les meilleures performances mensuelles. Les spreads sont restés relativement stables malgré l'annonce par la BCE de la fin des réinvestissements de l'APP à partir du 1er juillet. Le catalyseur d'un écartement de spread devrait être une récession en zone Euro.

	11-mai-23	Prévisions	
		juin-23	déc.-23
<b>Crédit / Spreads</b>			
Euro Inflation Swap 10-ans	2.40	2.50/2.60	
<b>Libor OAS Spreads</b>			
IG	96	98	
HY	401	391	
<b>OAS Spreads vs. Souv</b>			
IG	170		150/170
BB	384		360/400
EMBI Spread	489	450	450
<b>Devises / Actions / Matières premières</b>			
EUR/USD	1.093	1.08	1.15
Euro Stoxx 50	4310		3800
Brent Oil Prices	76		80

## Vues

Sur le crédit, l'univers IG euro reste attrayant en termes de valorisation malgré les turbulences bancaires récentes. Les flux ralentissent cependant de sorte qu'un léger écartement des spreads paraît envisageable à court terme. Au sujet de l'inflation, le ralentissement des prix et le resserrement monétaire limitent le potentiel haussier des points morts, d'autant que le pétrole montre des signes de faiblesse. Enfin, le statu quo monétaire de la Fed est un facteur de soutien à la dette externe émergente en dollars. Les flux d'émissions sur le marché primaire restent en outre limités.

L'euro devrait bénéficier de la faiblesse du billet vert compte tenu du plateau atteint sur le Fed funds. Le seul des 1.10 \$ est toutefois difficile à casser en raison du positionnement fortement acheteur. La baisse des quotas de l'OPEP+ n'a pas endigué la chute du brut. Quant aux actions européennes, la normalisation des marges des entreprises s'avère très progressive dans un contexte d'inflation forte. Cependant, à l'horizon de la fin de l'année, l'Euro stoxx 50 reste soumis à un risque baissier, reflétant aussi l'impact des hausses de taux sur les valorisations.

*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 15/05/2023*

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



Ostrum  
ASSET MANAGEMENT

Un affilié de  NATIXIS  
INVESTMENT MANAGERS