

● Le thème de la semaine : Alimentaire : l'épée de Damoclès

- La flambée des prix alimentaires semble derrière nous mais l'équilibre reste fragile ;
- L'incertitude reste forte sur les perspectives : conditions climatiques, prix du gaz naturel, politique de protectionnisme alimentaire... ;
- Cependant, c'est la politique de sécurité alimentaire de la Chine qui constitue la principale menace sur la sécurité alimentaire mondiale ;
- L'absence de coordination au niveau mondial sur une politique de sécurité alimentaire commune risque d'augmenter la volatilité sur les cours.

● La revue des marchés : Les Banques centrales dans le doute

- Les signes d'une désinflation lente ravivent le débat sur le taux terminal ;
- Le T-note vers 3,90% ;
- Stabilité des spreads de crédit malgré un primaire plus difficile ;
- Les actions européennes résistent à la remontée des taux.

● Le graphique de la semaine



Les réserves stratégiques de pétrole aux Etats-Unis continuent de baisser très rapidement. On est sur un rythme de presque 20 millions de barils par mois depuis 6 mois. Cela contribue à maintenir une offre sur le marché et donc à peser sur les prix.

Non seulement cette offre devrait s'arrêter puisque les réserves ont été divisées quasiment par deux depuis début 2020. Mais, de plus, il faudra bien un jour reconstituer ces réserves et donc l'Etat américain deviendra un acheteur net.

À ce moment, la pression à la baisse sur les cours s'inversera. Une partie de la baisse des cours est donc purement artificielle et temporaire.

● Le chiffre de la semaine

19

19 Mds de dollars de flux sur les fonds mondiaux crédit IG d'après EPFR.
Record historique pour un début d'année.

Source : Ostrum AM



Stéphane Déo

Directeur stratégie marchés
stephane.deo@ostrum.com



Axel Botte

Stratégiste international
axel.botte@ostrum.com



Zouhoure Bousbih

Stratégiste pays émergents
zouhoure.bousbih@ostrum.c



Aline Goupil-Raguénès

Stratégiste pays développés
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

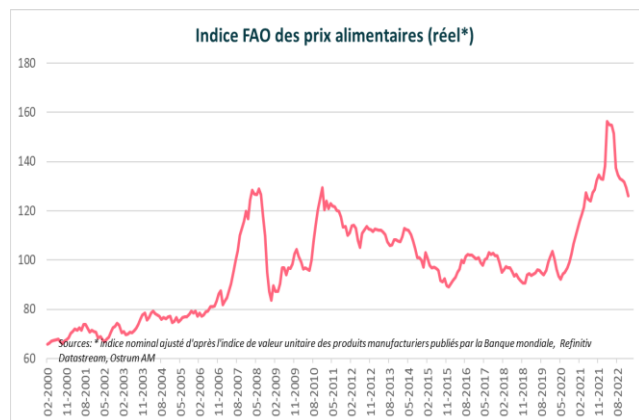
● **Thème de la semaine**

Alimentaire : l'épée de Damoclès

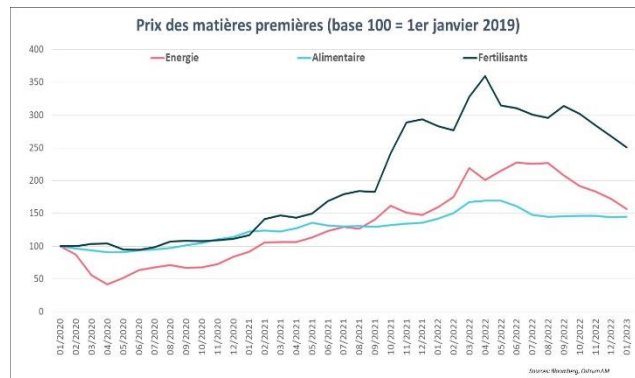
La flambée des prix alimentaires semble derrière nous, à l'image de l'indice FAO alimentaire qui a continué de baisser en ce début d'année pour le 10^e mois consécutif, revenant sur ses niveaux de 2021. Est-ce pour autant que la crise est derrière nous ?

En baisse...

Les prix mondiaux alimentaires ont continué de baisser en janvier pour le 10^e mois consécutif. L'indice mondial des prix alimentaires de la FAO a baissé de 17,9 % depuis son pic atteint en mars 2022, à la suite de l'invasion russe de l'Ukraine.



Cette tendance baissière a été soutenue pour une grande partie par l'accord crucial de la mer Noire, signé le 22 juillet 2022, qui avait permis de débloquent les exportations de céréales ukrainiennes, alors que la baisse des prix du gaz naturel avait permis de calmer la hausse des prix des fertilisants, comme le montre le graphique ci-dessous.



À noter : les prix des fertilisants avaient augmenté plus fortement que les prix des produits agricoles, ce qui avait été un facteur aggravant de la crise.

La baisse des prix a permis de soulager les pays émergents, notamment ceux qui dépendent étroitement de la Russie et de l'Ukraine comme l'Égypte qui importe 70 % de ses céréales de ces deux pays, la Turquie (75 %) et la Tunisie (52 %). Cette hausse des prix, qui avait commencé en 2021, faisait craindre pour la sécurité alimentaire des pays les plus pauvres dont les finances publiques s'étaient sensiblement détériorées à cause de la gestion de l'épidémie. La guerre en Ukraine n'a fait qu'exacerber une situation déjà tendue.

... mais l'équilibre reste fragile

Une inflation alimentaire persistante

Malgré la baisse salubre, les prix des céréales restent bien au-dessus de leurs niveaux de 2021, à l'image des prix du blé (+ 34 %) et du maïs (+ 29 %), comme le montre le graphique ci-après.

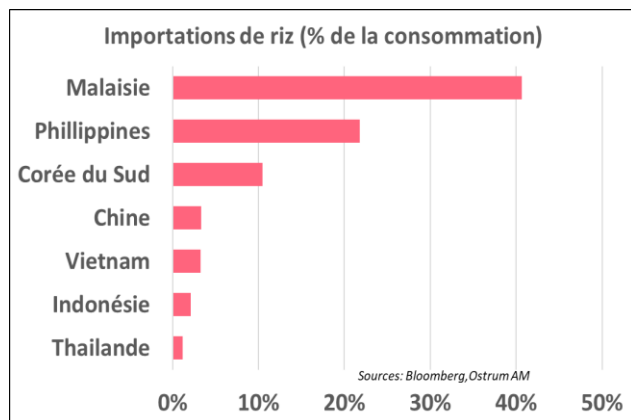


Les prix du riz sont sur des plus hauts depuis mars 2021, mais encore loin de leurs plus hauts historiques. La tendance haussière a démarré en 2022, car il a servi de

substitut aux autres céréales dont les prix restent élevés.

Le riz est la denrée consommée par plus de la moitié de la population mondiale, principalement en Asie. L'Asie était préservée jusqu'à présent de la hausse des prix alimentaires, à cause de sa forte dépendance au riz. Contrairement au blé et autres céréales, la production de riz est consommée localement et n'entre pas sur les marchés internationaux. Cependant, les volumes d'échanges au niveau mondial ont considérablement augmenté, reflétant la forte demande.

Une augmentation continue des cours risque d'engendrer des pressions inflationnistes, augmentant le risque d'instabilité sociale dans la région. En Indonésie, la fin des subventions à l'essence en fin d'année dernière avait provoqué de vives tensions sociales dans le pays. Le graphique ci-dessous montre la part des importations de plusieurs pays asiatiques en fonction de leur consommation.



Les Philippines et la Malaisie ont la plus forte dépendance aux importations, et donc au prix du riz. Une augmentation des cours risque de détériorer leurs perspectives budgétaires, dans un contexte plutôt à la consolidation des finances publiques post-pandémie.

Forte incertitude, notamment géopolitique

Les perspectives sur les prix alimentaires dépendent de plusieurs paramètres : des prix du gaz naturel, des conditions climatiques, de la politique des pays producteurs qui pourraient être incités à réduire leurs exportations afin d'assurer leur propre sécurité alimentaire...

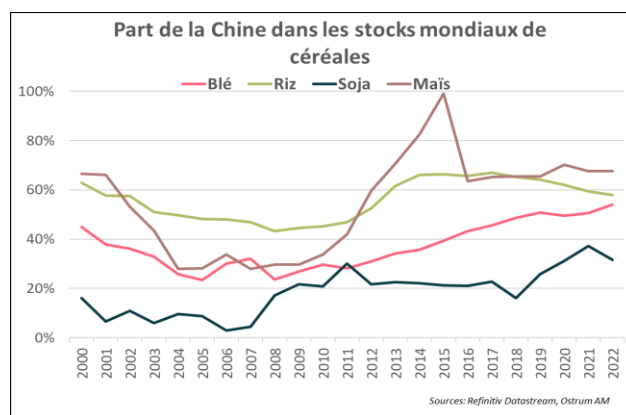
L'accord de la mer Noire est le danger immédiat. Tout blocage de cet accord, qui devrait être reconduit en mars prochain, entraînerait spontanément une forte hausse des prix alimentaires.

L'épée chinoise

Avec une population d'1,4 milliard d'habitants, soit 18,5 % de la population mondiale et seulement 12 % de terres arables, avoir une politique de sécurité alimentaire est donc primordial pour la Chine. Cependant, elle n'est pas sans conséquences sur la sécurité alimentaire mondiale.

La politique de la Chine pour assurer sa sécurité alimentaire menace la sécurité mondiale

Le pays a constitué pendant la pandémie d'importants stocks de produits agricoles par peur de pénuries, contribuant ainsi à la hausse des prix mondiaux en 2021. Le graphique ci-dessous montre le niveau des stocks chinois de céréales par rapport aux stocks mondiaux.



Les stocks de blé de la Chine représentent 54 % des stocks mondiaux, 58 % pour le riz, 32 % pour le soja et 68 % pour le maïs. L'accumulation de stocks importants par la Chine ne permet pas d'améliorer la sécurité alimentaire mondiale, mais diminue l'offre disponible, déséquilibrant le marché et le rendant donc sensible aux chocs externes.

D'autre part, les autorités chinoises avaient mis en place des restrictions à l'exportation de fertilisants (phosphate rock et licences d'exportations), dès août 2021, donc bien avant la guerre en Ukraine et jusqu'au 31 décembre 2022, contribuant à la hausse des prix et accentuant la crise alimentaire. Les prix des fertilisants restent sur des niveaux élevés, ce qui pourrait inciter les agriculteurs à en utiliser moins, réduisant ainsi leur production agricole. Pour les pays pauvres, la hausse de prix est un frein à l'achat menaçant directement leur sécurité alimentaire.

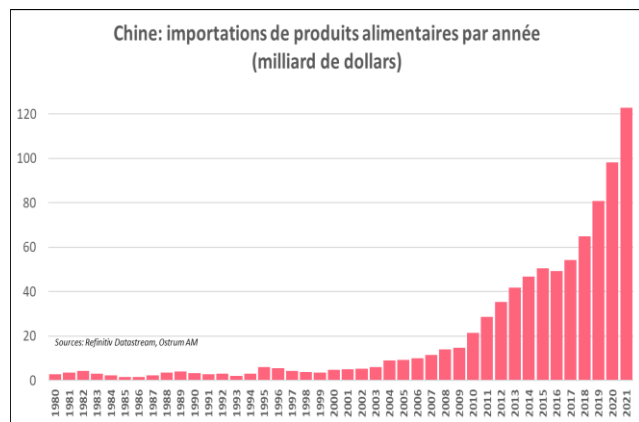
Une trop forte dépendance aux importations de produits agricoles

La Chine est un grand producteur de produits agricoles au niveau mondial : c'est le premier producteur mondial de riz, de blé et le deuxième producteur mondial de maïs. Sa production céréalière a atteint un plus haut historique à 686,53 millions de tonnes en 2022, malgré les distorsions liées au Covid-19 et les mauvaises conditions climatiques.

Cependant, la Chine importe massivement, car sa

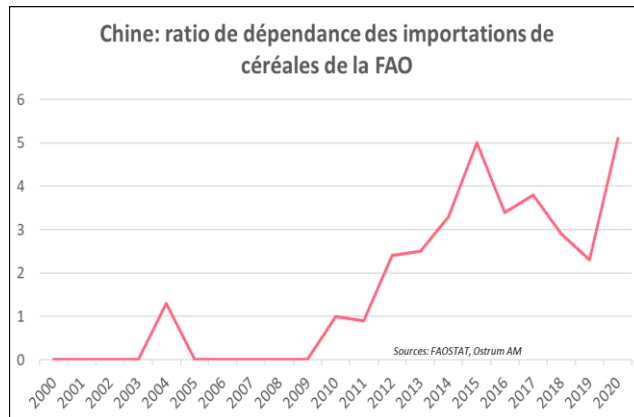
production domestique est incapable de suivre sa consommation. L'émergence d'une classe moyenne a changé les habitudes alimentaires de la population chinoise, contribuant à l'augmentation de la consommation de produits à meilleures qualités nutritionnelles, comme la viande et les céréales. L'autre facteur est la recherche de la sécurité alimentaire. En 2008, la contamination du lait infantile avait tué six bébés et empoisonné 300 000 enfants. Depuis, les familles chinoises préfèrent le lait infantile produit à l'étranger.

En 2021, ses importations de produits alimentaires ont atteint un record historique de 122 milliards de dollars, soit une hausse de 52 % par rapport à 2019, comme le montre le graphique suivant.



L'accélération a démarré en 2018 sur fond de détérioration des relations avec les États-Unis et l'Australie, tous deux grands producteurs mondiaux de produits agricoles, faisant peser une forte incertitude sur sa sécurité alimentaire.

C'est particulièrement le cas pour les produits agricoles. La Chine est un importateur net de produits agricoles depuis 2004. Le graphique ci-dessous représente le ratio de dépendance des importations chinoises de céréales de la FAO.



Afin d'assurer sa sécurité alimentaire, la Chine a diversifié ses sources d'approvisionnement de produits agricoles. Le Brésil est devenu son principal fournisseur représentant 20 % de ses importations agricoles. La Chine a également entrepris un réchauffement de ses relations avec l'Australie, pour la première fois depuis trois ans, à l'image de la visite, le 6 février dernier, du ministre du Commerce australien. Le risque est donc que la Chine privilégie des accords bilatéraux, plutôt qu'une coordination au niveau mondial, pouvant apporter de la volatilité sur les prix alimentaires et accentuant la fréquence des crises.

Conclusion

Si la baisse des prix alimentaires est salubre, l'équilibre du marché des produits agricoles reste toutefois fragile. L'incertitude reste forte sur les perspectives : conditions climatiques, prix du gaz naturel, politique de protectionnisme alimentaire... Les prix des fertilisants restent élevés, pouvant inciter les agriculteurs à réduire les quantités utilisées, diminuant les rendements agricoles et exercer des pressions haussières sur les prix. Cependant, la politique de sécurité alimentaire de la Chine est la principale menace à la sécurité alimentaire mondiale. L'émergence d'accords commerciaux bilatéraux entre la Chine et les principaux producteurs de matières premières, plutôt qu'une coordination au niveau mondial, risque d'accroître la volatilité sur les prix agricoles, menaçant la stabilité sociale et politique des pays pauvres.

Zouhoure Bousbih

• La revue des marchés

Les Banques centrales dans le doute

La désinflation moins rapide qu'attendu laisse planer le risque d'un nouveau durcissement monétaire

Les marchés financiers sont vulnérables car les prix des actifs intègrent un scénario parfait de désinflation. Cette mise en garde d'Isabel Schnabel traduit à la fois l'optimisme excessif des intervenants et les doutes des banquiers centraux confrontés à l'inertie de l'inflation. La situation est semblable aux Etats-Unis, au Mexique, en Inde ou encore en Australie. Le point haut du cycle monétaire doit être réévalué. Ce contexte ravive les tensions sur les rendements obligataires. Le rally obligataire de 2023 a brièvement été effacé par un retour rapide du Bund vers 2,57 %. Les points morts d'inflation expliquent la moitié de ce rebond. Le T-note s'établit à 3,90 %. Le dollar retrouve de l'allant après le dénouement des positions acheteuses de billet vert en début d'année. La parité dollar-yen revient vers 135. Cette tendance pourrait perdurer jusqu'à la prochaine réunion de la BoJ, le 10 mars. Le ralentissement des flux vers le crédit ou le poids du primaire souverain en zone euro freinent désormais la réduction des spreads. L'accélération à la hausse du 10 ans freine aussi le rebond des actions de croissance. L'horizon s'assombrit pour un marché qui a sans doute cru trop vite en une pause dans le cycle monétaire.

La consommation fait écho aux dernières statistiques d'emploi aux Etats-Unis. Les ventes au détail en janvier (+3 % en gl. mens.) témoignent d'un redressement des dépenses de consommation qui efface le fléchissement des deux mois précédents. La croissance du PIB s'annonce autour de 2 % (taux annualisé) entre janvier et mars. Parallèlement, l'inflation diminue légèrement à 6,4 % en janvier (6,5 % le mois précédent). L'amélioration est attribuable pour l'essentiel aux prix des biens importés. La récession chinoise, la normalisation des chaînes logistiques mondiales voire le dollar fort ont permis cette détente. La Fed ne peut l'ignorer tant les tensions internes restent vives. L'inflation dans les services est supérieure à 7 %. La tendance des prix est incompatible avec le sacro-saint 2 %. En zone euro, la récession étant écartée, c'est l'inflation qui redevient la principale préoccupation des marchés et de la BCE. Le message est clair : une hausse de 50 pb est actée en mars. D'autres Banques centrales devront réexaminer leurs stratégies. La BoC devra tenir compte des décisions de la Fed d'autant que l'emploi au Canada reste solide. La Riskbank s'est engagée à réduire son bilan en vendant des

titres pour 3,5 Mds SEK chaque mois à partir d'avril en complément des hausses de taux. La RBA et la RBNZ devront aussi composer avec la persistance de l'inflation. Le cycle monétaire a peut-être trouvé son second souffle.

Les rendements obligataires s'ajustent. Le T-note est sorti de sa dérive latérale 3,30-3,75% pour tutoyer les 3,90%. Les positions vendeuses, rachetées dans l'urgence lors du bref retour sur 3,30% en début de mois, s'accumulent de nouveau. L'asymétrie à la baisse de la volatilité des taux s'est aussi accentuée. Les comptes spéculatifs visent un retour sur les sommets d'octobre proches de 4,30%. Toutefois, le scénario d'inflation anticipé par les marchés ne semble intégrer aucune prime de risque de dérapage des prix. Outre les effets techniques liés au plafond de la dette, l'inversion de la courbe reflète la convergence douteuse des prix vers la cible de 2 %. En zone euro, le Bund, proche de 2,50 %, réagit aux déclarations d'Isabel Schnabel annonciatrices d'un durcissement monétaire, qui tire d'ailleurs le Schatz vers 3 %. François Villeroy de Galhau puis Fabio Panetta apportent un peu de nuance, ce qui préfigure des débats intenses le 16 mars prochain. Le taux de dépôt agit ainsi comme un plancher pour les rendements allemands. Les swap spreads se resserrent graduellement, avec une structure par terme inversée. Les spreads souverains sont insensibles à la forte remontée des taux mais les syndications d'emprunts à 30 ans en Italie et en Italie suscitent quelques arbitrages. Le BTP italien à 10 ans (188 pb) sous-performe la dette grecque en raison du primaire. Le marché du crédit digère son très bon début d'année. Les flux sur les fonds de crédit tendent à s'estomper (ou se concentre sur le court) et le marché primaire apparaît plus lourd. Les deux-tiers des obligations (financières et non-financières confondues) s'échangent à des spreads plus larges qu'au moment de l'émission en février. Le high yield bénéficie toujours de flux entrants, ce qui assure la stabilité des spreads autour de 425 pb. On observe toutefois un retournement des spreads sur les indices. Le Crossover tutoie de nouveau les 400 pb.

Le marché des actions européennes résiste aux tensions sur les taux d'intérêt. L'Euro Stoxx 50 se maintient au-dessus des 4200 points. La volatilité intra-journalière ne semble pas totalement reflétée dans les indices de volatilités à 1 mois qui oscillent autour de 20 %. La décollecte constante au cours de 2022 s'est renversée en 2023. La saison des résultats est correcte (+5 %), la croissance des ventes compensant globalement les pressions à la baisse sur les marges bénéficiaires. La technologie, les ressources de base ou les foncières sont les secteurs les plus pénalisés.

Axel Botte

Stratégiste international

• Marchés financiers

Emprunts d'Etats	20-févr.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	2.88%	+10	+31	+12
EUR Bunds 10a	2.45%	+9	+28	-12
EUR Bunds 2s10s	-44bp	-2	-3	-23
USD Treasuries 2a	4.62%	+10	+45	+19
USD Treasuries 10a	3.81%	+11	+34	-6
USD Treasuries 2s10s	-80.6bp	+2	-11	-25
GBP Gilt 10a	3.5%	+10	+12	-18
JPY JGB 10a	0.51%	-1	-1	+8
EUR Spreads Souverains (10a)	20-févr.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	45.56bp	+0	-1	-9
Italie	183.69bp	+3	-3	-30
Espagne	95.91bp	+2	-3	-13
Inflation Points-morts (10a)	20-févr.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.42%	+5	+18	-13
USD 10a Inflation Swap	2.58%	+3	+19	+5
GBP 10y Inflation Swap	3.75%	-3	+15	-16
EUR Indices Crédit	20-févr.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	144bp	+2	-15	-23
EUR Agences OAS	70bp	+0	-3	-9
EUR Obligations sécurisées OAS	78bp	+1	+0	-6
EUR High Yield Pan-européen OAS	432bp	+4	-45	-80
EUR/USD Indices CDS 5a	20-févr.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	78bp	0	-4	-13
iTraxx Crossover	406bp	+1	-23	-68
CDX IG	73bp	+0	-3	-9
CDX High Yield	445bp	+6	-8	-39
Marchés émergents	20-févr.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	454bp	+9	+6	+2
Devises	20-févr.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
EUR/USD	\$1.069	-0.326	-1.548	-0.2
GBP/USD	\$1.203	-0.890	-2.952	-0.4
USD/JPY	JPY 134	-1.304	-3.406	-2.3
Matières Premières	20-févr.-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2022 (%)
Brent	\$83.8	-\$2.8	-\$3.9	-2.136602452
Or	\$1 845.0	-\$8.5	-\$81.1	1.1513
Indices Actions	20-févr.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
S&P 500	4 079	-0.28	2.68	6.2
EuroStoxx 50	4 275	0.79	3.76	12.7
CAC 40	7 342	1.85	4.94	13.4
Nikkei 225	27 532	0.38	3.68	5.5
Shanghai Composite	3 290	0.19	0.78	6.5
VIX - Volatilité implicite	21.01	3.29	5.84	-3.0

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 48 518 602 € – 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 ...20/02/2023

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