

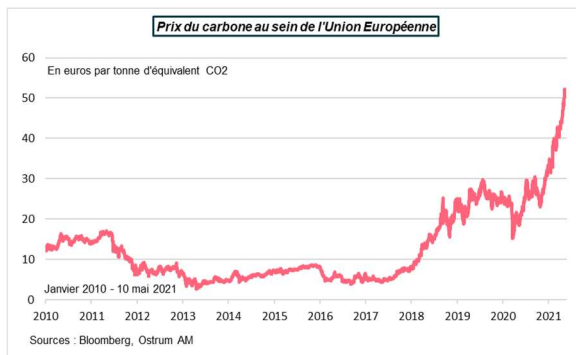
● Le thème de la semaine : Le plan de relance européen : une formidable opportunité pour l'Italie

- L'Italie a présenté un plan de relance et de résilience ambitieux à la Commission européenne, afin de bénéficier de ses versements ;
- C'est une formidable opportunité pour l'Italie pour accroître l'investissement public dans la transition énergétique et digitale, réduire la divergence entre le Nord et le Sud, mener à bien des réformes clés et permettre une hausse de la croissance de long terme ;
- La réduction du ratio dette publique sur PIB qui résultera de la mise en œuvre du plan milite pour un rétrécissement du spread italien.

● La revue des marchés : Mauvaise statistique, bonne nouvelle ?

- Regain de volatilité avec la petite phrase de Yellen ;
- L'emploi médiocre en apparence relance l'effet liquidité ;
- Les TIPS surperforment ;
- Pression sur les souverains, le crédit favorisé.

● Le graphique de la semaine



En Europe, le prix du carbone enregistre une hausse spectaculaire depuis la fin de l'année 2020 (+71 % depuis le 11 décembre) pour franchir pour la 1^{ère} fois la barre des 50 euros la tonne de CO2. Cela résulte de la fixation d'un objectif intermédiaire de réduction des émissions de gaz à effet de serre plus ambitieux pour 2030 (d'au moins 55 % par rapport à 1990) afin de parvenir à la neutralité climatique d'ici 2050. Cela présage d'une allocation de quotas d'émissions plus réduite de la part de l'UE aux entreprises ce qui génère des tensions sur le prix du carbone. C'est un bon moyen d'inciter les entreprises à devenir moins polluantes.

● Le chiffre de la semaine

59 %

Source : FMI

La part des réserves de change en dollar détenues par les banques centrales. C'est le plus bas niveau en 25 ans.



Stéphane Déo
Directeur stratégie marchés



Axel Botte
Stratégiste international



Zouhoure Bousbih
Stratégiste pays émergents



Aline Goupil-Raguénès
Developed countries strategist

● **Thème de la semaine**

Plan de relance européen : une réelle opportunité pour l'Italie

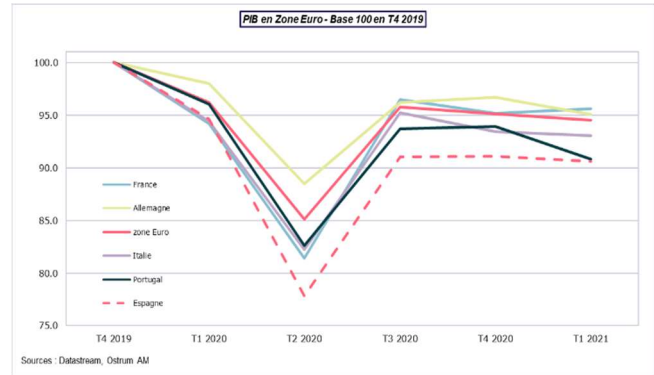
Les gouvernements présentent à la Commission européenne un plan de relance et de résilience, afin de bénéficier des premiers versements de Next Generation EU au cours de l'été. Ceux-ci doivent remplir un certain nombre de critères en matière d'investissements et de réformes. Le plan présenté par l'Italie est ambitieux et constitue une vraie opportunité pour placer l'économie sur une trajectoire de croissance plus élevée et soutenable et réduire ainsi le ratio de dette publique par rapport au PIB. Associé à l'assurance du maintien de conditions de financement avantageuses de la part de la BCE, ce plan, s'il est effectivement mis en oeuvre plaide pour un rétrécissement du spread italien.

Il y a un an, face au choc lié au Covid-19, la France et l'Allemagne présentaient une proposition visant à créer un fond de relance européen. Celle-ci a été reprise en grande partie par la Commission européenne et donné lieu, le 21 juillet 2020, à un accord historique pour l'Europe avec la création de Next Generation EU.

Le plan de relance européen

Un accord historique

Les pays les plus touchés par la crise du Covid-19, comme l'Espagne et l'Italie dépendant plus fortement du tourisme, sont ceux ayant le moins de marge de manœuvre pour y faire face, compte tenu d'un ratio de dette publique élevé. Afin d'éviter que la reprise ne s'opère de manière trop inégale au sein de l'Union européenne, au risque de peser sur la dynamique des autres pays, compte tenu de l'importance des échanges intra-zones, et de créer de potentielles tensions, tant financières que politiques, les 27 se sont entendus sur la création d'un fond de relance européen adossé au budget européen pluriannuel 2021-2027.



Cet accord est historique à deux égards : pour la première fois, la Commission européenne pourra emprunter massivement sur les marchés obligataires au nom de l'ensemble des pays européens : 750 milliards d'euros entre 2021 et 2026 au prix de 2018, soit 800 Mds en prix courant, ce qui représente 6 % du PIB de 2020 de l'UE. Un instrument est créé à cette fin : Next Generation EU. L'autre point est qu'une part significative des fonds sera versée sous forme de subventions, donc non remboursées par les pays bénéficiaires, et une autre sous forme de prêts à des conditions avantageuses, puisque les emprunts bénéficieront de la notation élevée de la dette de l'Union européenne.

Cet accord d'une taille significative, temporaire et ciblé constitue une avancée considérable pour l'Union européenne vers davantage de solidarité et de coopération entre les États membres et un pas en avant vers la création d'un actif sûr de référence européen à travers les montants records de dette commune qui vont être émis par la Commission.

La facilité pour la reprise et la résilience

La facilité pour la reprise et la résilience (FRR) est la principale composante de Next Generation EU. D'un montant de 672,5 Mds (prix de 2018), elle comprend 312,5 Mds de subventions et 360 Mds de prêts. Les fonds restants sont répartis dans les six postes du budget européen au premier rang desquels figure ReactEU (47,5 Mds d'euros). C'est une nouvelle initiative dont les fonds seront versés en 2021-2022 pour renforcer la reprise en faveur de la cohésion des territoires en Europe.

Les subventions délivrées dans le cadre de la FRR s'élèvent à 338 Mds d'euros en prix courants. La répartition par pays dépend pour 70 % de la population de chacun d'entre eux, de l'inverse du PIB/habitant et du taux de chômage moyen sur la période 2015-2019 par rapport à la moyenne de l'UE. Pour les 30 % restants, le dernier critère a été remplacé par la perte de PIB réel observée en 2020 et la perte cumulée de PIB sur la période 2020-2021. L'Espagne et l'Italie pourront recevoir les montants de subventions les plus importants, avec respectivement 68,9 Mds d'euros et 69,5 Mds. Exprimées en pourcentage du PIB (de 2020), ces subventions représentent 4,2 % du PIB italien et 6,3 % du PIB espagnol. La Croatie, la Grèce et la Bulgarie sont les principales bénéficiaires des subventions de la FRR en pourcentage du PIB (13 %, 10,8 % et 10,5 % respectivement).

Les gouvernements peuvent par ailleurs demander à bénéficier de prêts d'une valeur maximale de 6,8 % de leur

revenu national brut de 2019. Ils devront être remboursés. Ces derniers sont intéressants pour les pays ayant des taux plus élevés que ceux des emprunts de l'UE, comme l'Italie, l'Espagne, le Portugal et la Grèce, notamment.

Les plans nationaux pour la reprise et la résilience

Afin de bénéficier de l'aide de l'Union européenne, chaque gouvernement doit présenter un plan de reprise et de résilience à la Commission européenne remplissant un certain nombre de critères en matière, notamment, d'investissements publics et de réformes.

Quels sont les critères fixés par la Commission ?

Les plans comprennent des investissements publics et des réformes qui seront évalués sur la base de 11 critères, dont notamment :

- 37 % au moins des dépenses concerneront des investissements ou des réformes pour la transition énergétique ;
- 20 % au moins des dépenses seront allouées à la transformation numérique ;
- les réformes devront répondre en partie aux recommandations spécifiques par pays formulées par la Commission européenne ;
- les plans doivent notamment renforcer le potentiel de croissance, créer des emplois, réduire les inégalités.

Quel calendrier ?

La date du 30 avril a été donnée à titre indicatif, afin que les gouvernements présentent leur plan définitif. Ils peuvent le faire à tout moment jusqu'à la mi-2022.

La Commission européenne dispose de deux mois pour évaluer ces plans, les traduire en actes juridiquement contraignants, dont la proposition de décision d'exécution du Conseil. Ce dernier aura à son tour un mois pour valider les plans présentés par les États membres à la majorité qualifiée.

Les premiers versements ne devraient donc pas intervenir avant le mois de juillet, voire août, pour les pays ayant présenté leur plan définitif à la fin du mois d'avril, comme le Portugal, la Grèce, l'Espagne, l'Italie, la France et l'Allemagne. La Commission pourra alors réaliser un préfinancement d'un montant de 13 % du plan. Par la suite, les versements s'opéreront deux fois au maximum par an, à la condition que les pays respectent les différentes valeurs intermédiaires et valeurs cibles de leur plan de relance.

Dernière condition : relèvement du plafond de ressources propres

Les versements pourront commencer, à la condition que l'ensemble des pays membres accepte le relèvement du plafond de ressources propres du budget européen d'ici le 30 juin. Cette décision est indispensable pour permettre à la

Commission européenne d'emprunter le montant de 800 Mds d'euros sur les marchés financiers sur 6 ans, ces ressources constituant une garantie pour les investisseurs. La décision de la Cour de justice allemande de rejeter un recours en référé visant à suspendre cette ratification a permis de réduire les craintes d'un retard quant au lancement de Next Generation EU. Ce texte reste toutefois à être validé par un certain nombre de pays.

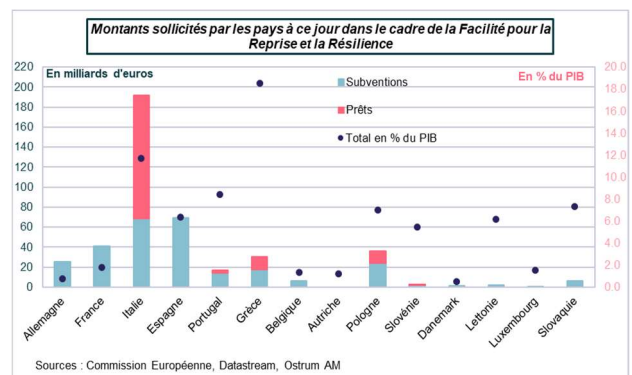
Le plan de relance et de résilience de l'Italie

Montant le plus important et l'un des plus élevés en pourcentage du PIB

Fonds sollicités dans le cadre de la RFF : 191,5 Mds d'euros

À ce jour, 14 pays ont présenté leur plan de relance et de résilience définitif à la Commission européenne. L'Italie et la Grèce sont les seules économies à avoir demandé la totalité des fonds disponibles dans le cadre de la FRR à l'Union européenne en ayant recours à la fois aux subventions, mais aussi à l'ensemble des prêts. L'Espagne n'a demandé que les subventions, tout en laissant la porte ouverte à un éventuel recours aux prêts.

Les montants demandés jusqu'à présent dans le cadre de la FRR sont représentés ci-dessous. Les subventions et les prêts sont exprimés en Mds d'euros et le total en pourcentage du PIB. Au total, les montants sollicités par l'Italie dans le cadre de la FRR représentent 11,7 % du PIB (de 2020), la situant à la 2^e place derrière la Grèce (18,5 % du PIB), celle-ci ayant également sollicité des prêts en plus des subventions, tout comme le Portugal, la Pologne et la Slovaquie. En Espagne, le plan représente 6,3 % du PIB.



Resc-EU : 13,5 Mds d'euros

L'Italie a également sollicité Resc-EU à hauteur de 13,5 milliards d'euros, portant ainsi les financements liés à Next Generation EU à 204,5 milliards d'euros, soit 12,5 % du PIB de 2020. Ces fonds Resc-EU seront versés sur la période 2021-2022 sous la forme de subventions. Ajoutées à celles de la FRR, l'Italie bénéficiera en tout de 82 Mds d'euros de subventions, soit 5 % du PIB, pour financer les nouveaux projets d'investissement, sans que cela ne vienne gonfler son déficit budgétaire.

Fonds national : 31 Mds d'euros

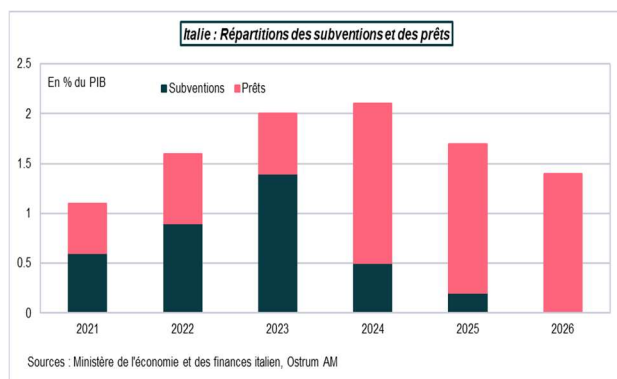
L'Italie renforce Next Generation EU avec l'instauration d'un fonds national de 31 Mds d'euros visant à financer des projets d'investissements supplémentaires, en cohérence avec les objectifs du plan. Cela contribuera ainsi en moyenne à un déficit supplémentaire de 6 milliards d'euros par an sur la période 2022-2033.

Plan de relance et de résilience de l'Italie

	En Mds d'euros	En % du PIB de 2020
Next generation Eu dont :	205	12.5
Facilité pour la reprise et la résilience	191.5	11.7
Grants	68.9	4.2
Prêts	122.6	7.5
Resc-EU	13.5	0.8
Fonds national	31	1.9
Total	236	14.4

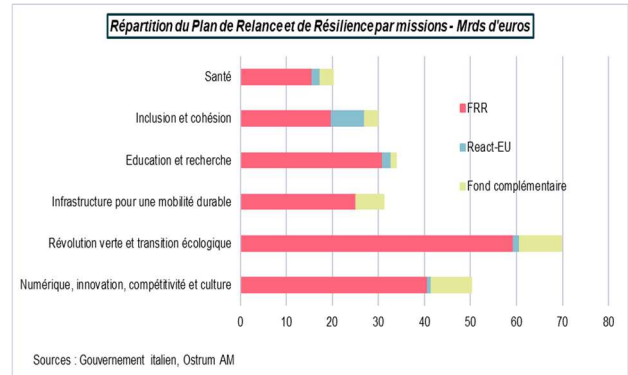
Sources : Gouvernement italien, Ostrum AM

Dans un premier temps, les subventions dans le cadre de la FRR représenteront une partie importante des versements, pour atteindre un pic en 2023. Ils seront destinés à financer des investissements nouveaux de nature à dynamiser la croissance sans augmenter le déficit de l'Italie. Les prêts prendront le relais par la suite pour devenir prédominants en 2025 et 2026. Ils financeront des projets existants, mais aussi de nouveaux. Cette répartition vise à donner du temps à l'Italie, afin de renforcer sa croissance sur le long terme et pouvoir plus facilement rembourser les prêts par la suite. Les remboursements des prêts sollicités par les pays membres dans le cadre de Next Generation EU ne s'opéreront qu'à partir de 2028 et jusqu'en 2058 au plus tard.



Le plan comprend 6 missions

Le plan de relance et de résilience de l'Italie couvre 6 missions dans lesquelles sont alloués les fonds provenant de la FRR, de React-EU et du fonds complémentaire. Ces missions sont divisées à leur tour en 2 à 4 composantes, soit 16 actions au total. La répartition du plan par mission est représentée ci-dessous.



Le poste concernant la révolution verte et la transition écologique est le plus important (70 Mds d'euros), suivi par celui du numérique, de l'innovation, de la compétitivité et de la culture (50 Mds d'euros). Ceci est conforme aux exigences de l'Union européenne en la matière, puisque, selon le gouvernement Italien, 40 % des montants sont destinés à la transition écologique (supérieurs à la cible de 37 % de l'UE) et 27 % concernent les investissements dans le numérique (supérieurs à la cible de 20 %).

La 1^{re} mission comprend notamment des incitations fiscales pour les entreprises, afin qu'elles investissent dans la recherche et développement et favorisent l'innovation. Des moyens sont alloués pour développer la 5G et le haut débit, ainsi que la numérisation de l'administration publique et la promotion du tourisme et de la culture.

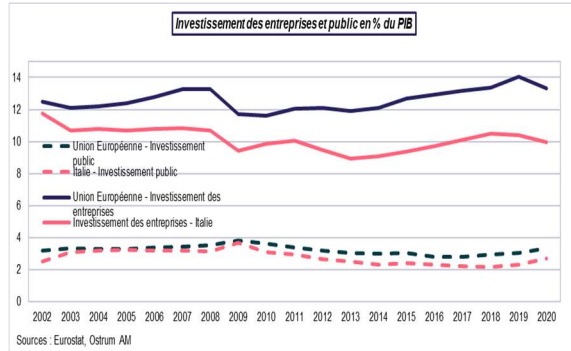
La 2^e mission concernant la transition écologique s'inscrit pleinement dans le pacte vert européen, avec des investissements destinés à améliorer l'efficacité énergétique en développant, notamment, les énergies renouvelables, la filière hydrogène et la rénovation des bâtiments.

Plus de 50 % des investissements en infrastructure seront à destination du Sud, afin de réduire l'écart important avec le Nord. Ils concerneront notamment le développement des trains à grande vitesse, la rénovation du réseau ferroviaire et les infrastructures portuaires. La mission « éducation et recherche » prévoit, notamment, la création de nouvelles crèches et d'écoles maternelles, ainsi que l'amélioration de la recherche et de la formation. La mission « inclusion et cohésion » vise à faciliter la participation au marché du travail, avec notamment la création d'un fonds pour inciter les femmes à créer leur entreprise. Le système de santé sera par ailleurs renforcé.

Forte hausse de l'investissement public

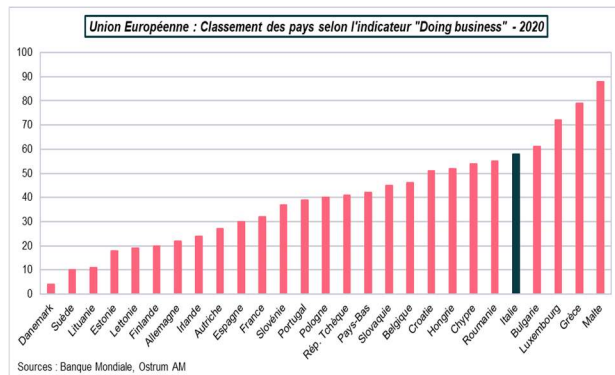
Le plan italien repose ainsi sur une forte hausse de l'investissement public, pour rendre l'économie plus verte et digitale en investissant dans les infrastructures et l'éducation, notamment. Le but est d'accroître la productivité qui stagne en Italie depuis plus de 20 ans, en raison notamment d'une insuffisance de l'investissement privé et public et de l'importance, dans le tissu productif, d'entreprises de très petite taille et de PME familiales qui ont une capacité d'innovation limitée. Alors que l'investissement de l'Italie en pourcentage du PIB était plus faible que celui de l'Union européenne avant la crise de 2008-2009, ce dernier a baissé plus fortement avec la récession. La politique d'austérité mise en place après la crise de la dette souveraine a, par la

suite, pesé sur l'investissement public. Le plan de relance et de résilience vise ainsi, à travers une forte hausse de l'investissement public, à créer un effet d'entraînement sur l'investissement privé et avoir un plus fort impact sur la demande interne et l'emploi et rattraper le retard vis-à-vis de l'Union européenne.



Des réformes essentielles

Mario Draghi, le premier ministre du gouvernement d'unité nationale, a clairement indiqué que, pour que le plan soit un succès pour l'Italie, les investissements supplémentaires devaient aller de pair avec les réformes à mener. Celles-ci concernent quatre domaines : la justice, l'administration publique, la simplification des procédures et le renforcement de la concurrence. Elles se révèlent essentielles, comme l'illustre le classement par pays réalisé par la Banque mondiale selon l'indicateur « Doing business » représenté ci-dessous pour les pays de l'UE. Cet indicateur classe 190 pays en fonction de la facilité à faire des affaires, en prenant en compte 10 critères (tels que les créations d'entreprise, l'obtention d'un permis de construire...). L'Italie occupe la 58^e place au niveau mondial et se situe bien loin de la France (32^e) et de l'Allemagne (22^e).



La lourdeur de la bureaucratie en est pour partie à l'origine. Le plan vise à accroître l'efficacité de l'administration publique en réalisant, notamment, des investissements dans le numérique, en simplifiant les démarches administratives et en investissant dans la formation professionnelle. Le système judiciaire contribue également à la faible croissance de l'Italie, en raison notamment de la longueur des procès. La 3^e réforme réside dans la simplification des procédures pour permettre une mise en œuvre plus rapide des projets et des investissements publics,

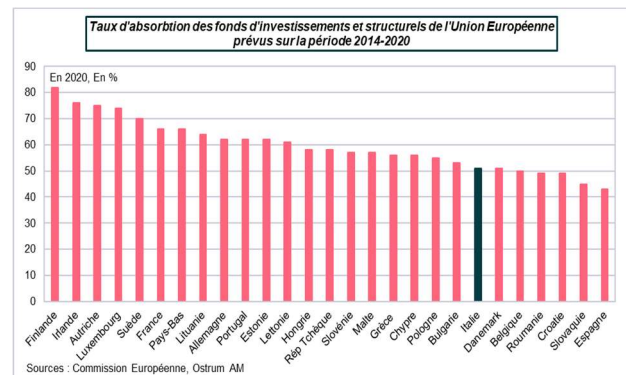
notamment. Enfin, le dernier domaine réside dans une hausse de la concurrence dans les services, en particulier. Ces mesures sont primordiales pour lever les obstacles qui pèsent sur l'investissement public, afin que les fonds européens puissent être effectivement investis dans les temps dans les projets déterminés dans le plan de relance et de résilience.

Impact du plan :

La forte hausse de l'investissement public, alliée à la mise en œuvre des réformes, est de nature à augmenter significativement la croissance. Selon les prévisions du gouvernement, le PRR devrait augmenter la croissance du PIB réel de 3,6 points de pourcentage (pp) en 2026 par rapport au scénario de référence sans PRR. Cela correspond à une augmentation de 0,6 pp du PIB en moyenne par an. La hausse du stock de capital aura également des effets au-delà de 2026 dont l'impact sera d'autant plus fort que les réformes parviendront à améliorer durablement la productivité de l'Italie. Le gouvernement prévoit une hausse de la croissance potentielle de 0,8 point de pourcentage pour la porter à 1,4 % en 2026. Cette croissance plus élevée va se traduire par une baisse mécanique du ratio de la dette publique rapportée au PIB. L'effet « boule de neige », qui est la différence entre le taux d'intérêt moyen et le taux de croissance nominal du PIB, devrait devenir négatif et se traduire par une diminution du ratio dette sur PIB.

Risques liés à la mise en œuvre du plan

L'impact du plan de relance et de résilience sur la croissance dépend bien évidemment de la mise en œuvre effective de ce dernier. Or, l'Italie, comme de nombreux pays, n'a utilisé par le passé que de manière limitée les fonds de l'Union européenne qui étaient à sa disposition. Comme le montre le graphique suivant, l'Italie n'a utilisé en 2020 que 51 % des fonds d'investissements et structurels de l'Union européenne prévus sur la période 2014-2020. Cela montre l'importance de mener à bien les réformes structurelles, afin que le gouvernement puisse utiliser dans les temps et efficacement les financements de l'UE.

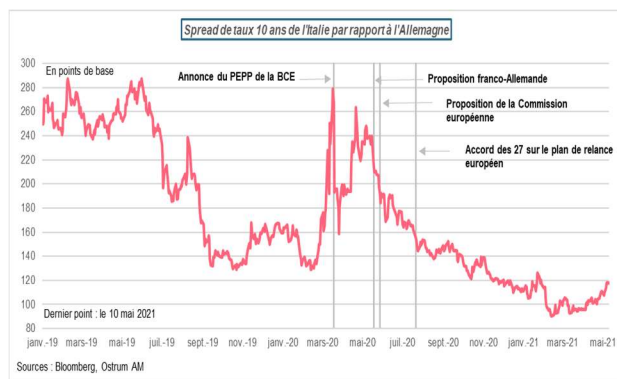


Le 2^e risque vient du fait que Mario Draghi ne sera à la tête du gouvernement que pendant les premières années du plan, jusqu'en 2023. Il faudra ensuite que le nouveau gouvernement continue la mise en œuvre des

investissements publics et des réformes pour bénéficier des versements de l'UE et dynamiser la croissance.

Conséquences pour le marché obligataire

Alors que les premiers versements du plan de relance européen ne s'opéreront pas avant l'été, ce dernier a eu un impact significatif sur les marchés obligataires, depuis l'annonce de la proposition franco-allemande du 18 mai 2020. Celle-ci, reprise par la Commission européenne le 27 mai, et validée par les 27 chefs d'État, le 21 juillet, a permis une nette détente du spread de l'Italie par rapport à l'Allemagne, comme le montre le graphique suivant, ainsi que des autres pays périphériques.



Les spreads des pays périphériques avaient précédemment nettement augmenté en raison des inquiétudes des investisseurs d'une hausse à venir des dettes publiques, suite à l'annonce de mesures budgétaires d'envergure de la part des gouvernements, afin de limiter l'impact du choc de la crise sanitaire sur la croissance. Next Generation EU a permis de rassurer les marchés, puisque pour la première fois l'Union européenne empruntera significativement sur les marchés au nom de tous les pays européens, pour verser une part significative de subventions aux pays les plus touchés par la crise et ayant un niveau de dette publique élevée.

Cela a ainsi amplifié la baisse des taux obligataires européens, et italiens en particulier, initiée par le lancement du programme d'achats d'urgence face à la pandémie de la BCE (PEPP), le 18 mars 2020, et son message fort sur sa détermination sans limite à préserver l'intégrité de la zone Euro. Ce programme permet à la Banque centrale d'acheter massivement des obligations, et ceci de manière flexible en cas de tensions injustifiées sur les taux, ce qu'elle fit pour l'Italie. La politique monétaire de la BCE permet ainsi de maintenir des taux bas pour faciliter le financement par les gouvernements de leur plan de relance et permettre ainsi à la croissance de retrouver plus rapidement son niveau d'avant crise. Depuis, le renforcement du PEPP, la perspective de la mise en œuvre du plan de relance européen, puis l'arrivée de Mario Draghi à la tête d'un gouvernement d'union nationale, après l'éclatement de la coalition le 12 février 2021, ont permis au spread italien de poursuivre sa baisse et de s'établir sous les 100 points de

base (pb) en février et mars, à comparer à 239 pb le 15 mai 2020.

Depuis la fin du mois d'avril, le spread de l'Italie a eu tendance à s'élargir pour revenir vers les 118 pb. Les marchés se sont, notamment, focalisés sur l'annonce de nouvelles mesures budgétaires pour 2021 de la part du gouvernement pour faire face aux conséquences de la résurgence du Covid-19, avec notamment des mesures destinées à prolonger l'aide aux entreprises et aux travailleurs indépendants, ainsi que le moratoire sur les prêts. La croissance plus faible qu'attendue, suite aux nouvelles mesures de confinement et ces mesures supplémentaires de 40 milliards d'euros (2,4 % du PIB de 2020) devraient se traduire par une hausse du déficit budgétaire à 11,8 % du PIB en 2021, selon le gouvernement. Or celles-ci se révèlent indispensables, compte tenu du choc sans précédent lié à la crise du Covid-19, plus forte récession depuis la 2^e guerre mondiale, pour permettre à l'économie italienne de renouer avec son niveau d'avant crise durant le 2^e semestre 2022 et éviter ainsi un impact durable sur l'économie.

Mario Draghi fait de la croissance sa priorité, afin de ne pas répéter les erreurs de la crise de 2008-2009, dont le retrait trop rapide des mesures de soutien à la croissance avait débouché sur une nouvelle récession. Sa crédibilité acquise en tant que président de la BCE et sa détermination et son engagement à mettre en œuvre le PRR pour accroître l'investissement public et mener à bien les réformes qui pèsent depuis près de 20 ans sur la croissance italienne, constituent des facteurs très favorables pour le spread italien. La hausse de la productivité est l'un des éléments clés pour accroître la croissance potentielle et permettre une réduction de la dette publique.

En outre, avec le plan de relance européen, l'Union européenne va devenir l'un des plus gros émetteurs de la zone euro. Elle va émettre 800 Mds d'euros entre la mi-2021 et 2026, soit 150 milliards d'euros par an en moyenne, dont 30 % en obligations vertes. Ce sera un actif sûr émettant sur toute la partie de la courbe et rivalisant ainsi avec les obligations allemandes. Cela sera ainsi de nature à peser sur les taux germaniques et à contribuer également au rétrécissement du spread de l'Italie.

Conclusion

Next Generation EU constitue une formidable opportunité pour l'Italie pour accroître l'investissement public dans la transition énergétique et digitale, réduire les disparités entre le Nord et le Sud et permettre une hausse de la productivité, dont la stagnation est en grande partie responsable de la faible croissance depuis un peu plus de 20 ans. Mario Draghi s'est engagé à mettre en œuvre un plan ambitieux avec des réformes clés pour caler l'économie sur une trajectoire de croissance plus élevée. Le succès de Next Generation EU est essentiel pour que l'Europe surmonte cette crise et permette à cet instrument d'être de nouveau utilisé en cas de nouveau choc.

Aline Goupil-Raguénès

● **La revue des marchés****Mauvaise statistique,
bonne nouvelle ?****Les TIPS et les actions entrevoient la
possibilité d'une politique monétaire
toujours plus accommodante.**

Janet Yellen joue à la petite phrase sur les taux, avant d'apporter, dès le lendemain, un correctif qui permettra opportunément d'effacer le décrochage de 2 % du S&P 500 en milieu de semaine. De son côté, la Fed, dans un nouvel accès de schizophrénie, injecte aussi sa dose semestrielle de mise en garde face aux risques financiers liés aux niveaux de valorisations des actifs. La Fed n'est pas la seule Banque centrale à souffler le chaud et le froid sur les marchés. La tendance est à la réduction du soutien monétaire, mais les précautions de langage restent de mise. La BoE a laissé inchangée l'enveloppe de l'APF à 875 Mds £ tout en diminuant d'1 Md £ à 3,4 Mds £ ses interventions hebdomadaires, ce qui assurera une sortie du QE en douceur au quatrième trimestre. La BCE tente de préparer les marchés financiers à une réduction du PEPP en juin, tout en laissant entendre qu'une compensation est envisageable sur l'APP fixé à 20 Mds € par mois.

Les enquêtes continuent de dépeindre un environnement de croissance solide. Les indices ISM se maintiennent au-delà de 60 en avril. Les commandes assureront un haut niveau de production pour les prochains mois, d'autant que les stocks sont réduits. Cela étant, les pressions sur les chaînes logistiques et la hausse des prix des matières premières se renforcent. La croissance américaine est principalement limitée par des facteurs d'offre. Cet élément est crucial pour déterminer le stimulus approprié. Compte tenu des équilibres politiques, un consensus se dessine pour un taux d'imposition des sociétés relevé à 25 % au lieu des 28 % proposés par l'Administration Biden. Du côté des ménages, les crédits d'impôt pour l'activité et l'accès à l'éducation apparaissent cruciaux. Les difficultés de recrutement s'accumulent en effet. Les compétences sont rares. Les transferts fédéraux élevés augmentent le salaire de réserve des travailleurs les moins qualifiés. Les 300 \$ d'allocation chômage fédérale expirent en septembre. Ces effets frictionnels et les tendances démographiques lourdes pèsent encore sur la participation. Le dernier chiffre d'emploi détonne avec l'ensemble des indicateurs économiques. L'ajustement saisonnier efface 823 k créations d'emplois en avril et le chiffre désaisonnalisé de 266 k apparaît douteux. Le taux de chômage remonte à 6,1 %. En zone euro, les PMI rassurent quant aux perspectives de reprise économique. Le Caixin chinois des services (56,3) est également encourageant, comme la performance à l'exportation. L'excédent commercial chinois ressort à 42 Mds \$ en avril.

La surprise négative sur l'emploi américain a engendré un

surcroît de volatilité. Le 10 ans américain a immédiatement cassé le seuil des 1,50 % en réaction à la publication, avant de repartir à la hausse vers 1,57 % en clôture hebdomadaire. Tout ralentissement dans le redressement de l'emploi favorisera le maintien de la politique monétaire actuelle. Pour cette raison, le 5 ans s'est détendu à 0,74 % et le spread 5-30 ans s'est fortement repentifié. En outre, le Trésor américain a communiqué son programme d'émissions pour le trimestre en cours. Les tailles d'émissions mensuelles resteront inchangées pour emprunts nominaux (2 à 30 ans). Toutefois, la forte demande de TIPS incite le Trésor à relever graduellement ses emprunts indexés d'1 Mds \$ chaque mois. Les émissions totales de TIPS cette année augmenteront de 10 à 20 Mds \$ par rapport à 2020. La trésorerie prévue à fin juillet fait état d'un avoir de 450 Mds \$. À cette date, la suspension du plafond de la dette arrivera à son terme le 31 juillet. Le Trésor anticipe une nouvelle suspension ou un relèvement du plafond, mais cette contrainte pèsera dans les discussions parlementaires comme sur la dynamique des T-bills. La demande de TIPS se nourrit de la hausse sur les matières premières qui contraste avec le déni de réalité de la Fed au sujet de l'inflation. Le rendement réel à 10 ans plonge ainsi de 14 pb sur la semaine. En zone euro, les errements de communication de la BCE engendrent une volatilité plus forte sur le Bund. L'emprunt allemand oscille autour de -0,20 %. Les dettes périphériques absorbent un peu plus difficilement un marché primaire fourni en Espagne, d'autant qu'une syndication de BTP 30 ans semble se profiler dans les prochaines semaines. Le spread italien à 10 ans ressort à 119 pb. La dégradation des déficits et la concurrence prochaine des émissions européennes pèsent également sur l'OAT (+ 3 pb).

Le crédit résiste à la volatilité des taux. Les flux s'améliorent sur l'investissement grade américain et européen. Les dettes périphériques sous pression militent pour des réallocations vers le crédit, où les spreads sont stables depuis le début de l'année. Le primaire reprend après la saison des résultats. Les émissions se placent bien. On note une sous-performance des titres hybrides, du fait de niveaux de valorisation élevés. Les indices, si prompts habituellement à réagir à la volatilité actions, continuent d'évoluer dans une fourchette étroite. L'iTraxx Crossover s'échange autour de 250 pb. Le high yield reste en forte demande, malgré un total d'émissions dépassant de 60 % le record de 2020 (102 Mds €). Le thème de la compression s'affaiblit. La statistique d'emploi prolonge cet environnement de liquidité favorable, de sorte que les rachats de T-note s'accompagnent de positions acheteuses sur le Nasdaq. La croissance des profits soutient la cote, mais cette sensibilité aux taux semble anormalement élevée. Les profits des banques américaines et des sociétés de matières premières ont doublé sur un an. Le risque de levée des brevets sur le vaccin du Covid pèse sur le secteur de la santé.

Axel Botte

Stratégiste international

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	10-mai-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.69 %	+0	+2	+1
EUR Bunds 10a	-0.21%	-1	+9	+36
EUR Bunds 2s10s	47 bp	-1	+8	+34
USD Treasuries 2a	0.15 %	-1	0	+3
USD Treasuries 10a	1.6 %	+0	-6	+69
USD Treasuries 2s10s	145 bp	+1	-6	+66
GBP Gilt 10a	0.79 %	-5	+1	+59
JPY JGB 10a	0.09 %	-1	-2	+7
EUR Spreads Souverains (10a)	10-mai-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
France	38 bp	+2	+12	+15
Italie	114 bp	+6	+11	+3
Espagne	68 bp	+2	0	+6
Inflation Points-morts (10a)	10-mai-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR OATi	144 bp	+8	+14	-
USD TIPS	254 bp	+11	+21	+55
GBP Gilt Indexés	355 bp	+5	+5	+55
EUR Indices Crédit	10-mai-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Credit IG OAS	84 bp	+0	-3	-8
EUR Agences OAS	39 bp	+0	+0	-2
EUR Obligations sécurisées OAS	31 bp	-1	0	-2
EUR High Yield Pan-européen OAS	298 bp	+2	-5	-60
EUR/USD Indices CDS 5a	10-mai-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
iTraxx IG	50 bp	+0	-1	+2
iTraxx Crossover	251 bp	+2	+2	+9
CDX IG	51 bp	+1	0	+1
CDX High Yield	290 bp	+4	-5	-4
Marchés émergents	10-mai-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	336 bp	-3	-14	-16
Devises	10-mai-21	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
EUR/USD	\$1.214	+0.65	+1.95	-0.6
GBP/USD	\$1.413	+1.6	+2.85	+3.39
USD/JPY	¥108.77	+0.28	+0.56	-5.07
Matières Premières	10-mai-21	-1sem (\$)	-1m(\$)	2019 (\$)
Brent	\$68.3	\$0.7	\$5.7	\$16.8
Or	\$1 838.5	\$45.6	\$105.7	-\$59.9
Indices Actions	10-mai-21	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
S&P 500	4 205	0.30	1.85	11.96
EuroStoxx 50	4 023	0.58	1.12	13.25
CAC 40	6 386	1.24	3.51	15.03
Nikkei 225	29 518	1.82	-0.84	7.56
Shanghai Composite	3 428	-0.84	-0.66	-1.30
VIX - Volatilité implicite	18.43	0.66	10.43	-18.99

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management

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 ...10/05/2021

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