

● Le thème de la semaine : Quand le grain est sous pression...

- L'indice FAO des prix alimentaires a baissé, mais reste élevé par rapport aux précédentes années ;
- Nous identifions 4 facteurs qui devraient contribuer à les maintenir durablement élevés ;
- La forte concentration des marchés de céréales et des engrais est un risque dans un contexte de chocs géopolitiques accrus ;
- Parmi les facteurs de hausse, on note la volonté de la Chine d'assurer sa sécurité alimentaire, le changement climatique et la décarbonisation des chaînes d'approvisionnement alimentaires ;
- Cela implique d'importants enjeux sociaux, dans un contexte où l'inflation alimentaire (en réel) est supérieure au taux d'inflation dans 81 % des pays du monde (Banque mondiale).



Axel Botte
Directeur Stratégie Marchés
axel.botte@ostrum.com

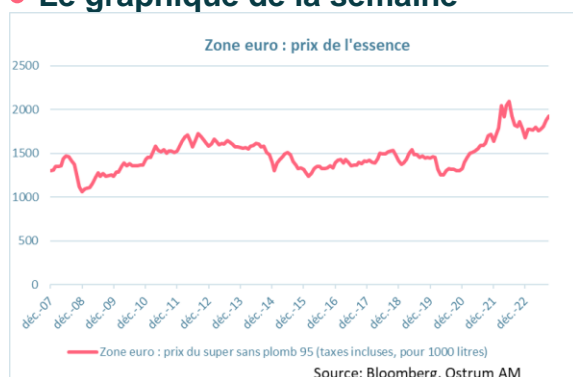
● La revue des marchés : Sur un fil

- La pentification des courbes de taux se poursuit ;
- Les actifs risqués subissent des prises de profits en fin de trimestre ;
- La désinflation s'accélère toutefois en zone euro ;
- Léger repli du dollar, le yen encore sous pression.



Zouhoure Bousbih
Stratégiste pays émergents
zouhoure.bousbih@ostrum.com

● Le graphique de la semaine



Le prix de l'essence fait régulièrement la une des journaux tant il paraît déterminant dans la perception de l'inflation par les ménages.

Cela étant, le litre d'essence s'approche de 2 € taxes incluses en moyenne dans la zone euro. Le niveau actuel est proche des sommets historiques observés durant les premiers mois de l'invasion de l'Ukraine par la Russie.

Ce prix est ainsi plus élevé qu'en 2011 lorsque le pétrole avait atteint 110 \$ le baril. La hausse du brut joue évidemment un rôle majeur mais ce sont les marges de raffinage et les restrictions d'exportation de diesel russe qui semblent expliquer les niveaux élevés actuels.



Aline Goupil-Raguénès
Stratégiste pays développés
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

● Le chiffre de la semaine

84

Source : Bloomberg

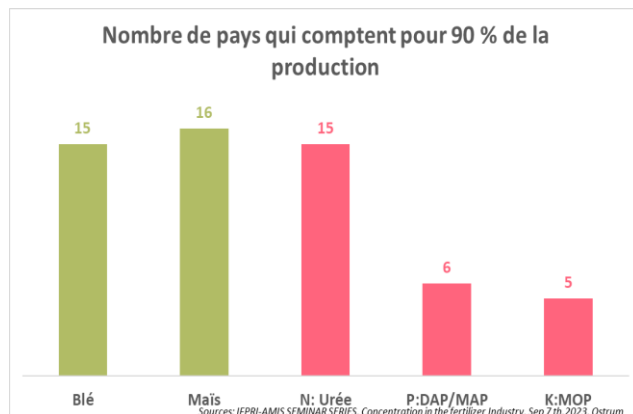
C'est l'augmentation en points de base du rendement des obligations américaines à 30 ans au cours du 3^{ème} trimestre. Le 30 ans s'échange à 4,70 %.

• **Thème de la semaine**
Quand le grain est sous pression...

L'indice FAO des prix alimentaires (réel) a baissé de plus de 25 % depuis son pic historique de mars 2022. Cependant, les prix alimentaires restent supérieurs de 15 % à leurs niveaux de 2014-2016. La guerre en Ukraine est entrée dans sa seconde année et risque d'exercer encore des pressions haussières sur les prix. Par ailleurs, nous identifions 4 facteurs qui devraient contribuer à les maintenir durablement élevés : la concentration des marchés, la volonté de la Chine d'assurer sa sécurité alimentaire, le changement climatique et la décarbonisation des chaînes d'approvisionnement alimentaires.

La forte concentration des marchés est un risque dans un contexte de chocs géopolitiques accrus

La forte concentration des marchés des céréales (et des fertilisants) fait planer la menace géopolitique, comme l'a révélé la guerre en Ukraine. Le graphique ci-dessous montre le nombre de pays comptant pour 90 % de la production mondiale de céréales et de fertilisants.



90 % de la production mondiale de blé et de maïs dépend de 15 et 16 pays respectivement. À titre

d'illustration, les BRICS représentent plus du quart de la production mondiale de céréales. Il en est de même pour les fertilisants, pour lesquels l'offre de phosphate (DAP/MAP) et potasse (MOP) est comparativement plus concentrée sur 6 et 5 pays que l'offre de nitrogène (urée) qui dépend de 15 pays.

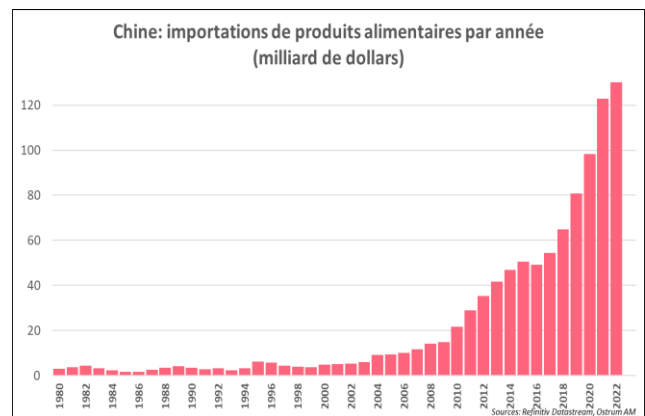
La concentration est également géographique pour les fertilisants. Trois pays, Chine (32 %), Inde (14 %) et la Russie (6 %), représentent plus de 50 % de l'offre de nitrogène. Pour le phosphate, la Chine (40 %), le Maroc (19 %) et les États-Unis (15 %) représentent 74 % de la production. Enfin pour la potasse, l'offre est également concentrée sur le Canada (38 %), la Russie (24 %) et la Biélorussie (19 %). La forte concentration des marchés est un risque dans un contexte de chocs géopolitiques accrus.

Le fort impact de la demande chinoise pour l'élevage porcin

La production agricole a deux principaux débouchés :

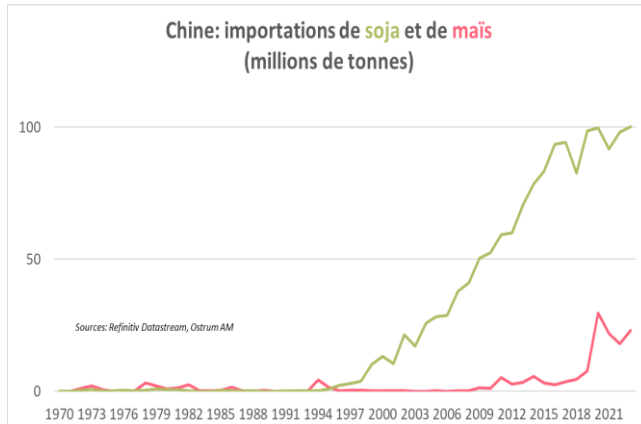
- en tant que denrées de première nécessité, à cause de la dépendance calorique forte, notamment pour les pays pauvres ;
- alimentation animale : 60 % de la production mondiale de maïs est destinée au bétail.

La Chine a importé 131 milliards de dollars de produits alimentaires en 2022, soit plus du double de 2018, comme le montre le graphique qui suit.



Le fort appétit de la Chine pour les produits alimentaires est en grande partie attribuable à son cheptel porcin qui croît rapidement. À titre d'illustration, la Chine a importé 4,4 millions de porcs en 2020, soit 40 % des échanges mondiaux ! Le principal défi pour

la Chine est désormais de nourrir son important élevage porcin. Le graphique ci-dessous montre le volume des importations chinoises de maïs et de soja.



La croissance exponentielle des importations de soja reflète la part importante (75 %) de cet oléagineux dans l'alimentation porcine. La modernisation des élevages, liée à la reconstitution de son cheptel, a conduit par la suite à une hausse rapide de la demande en maïs. Les importations chinoises de maïs ont atteint un record historique en 2021 à 29,5 millions de tonnes, soit une augmentation de 658 % par rapport à 2018 !

Les craintes d'une pénurie de maïs sont les principales préoccupations des autorités chinoises sur le moyen terme. Ses principaux fournisseurs sont les États-Unis, l'Argentine, le Brésil et l'Ukraine. La Chine est le principal partenaire commercial de l'Ukraine, car elle importe massivement son maïs non OGM. L'incertitude de la durée du conflit, ainsi que les tensions sino-américaines toujours élevées, ont augmenté la vulnérabilité alimentaire de la Chine aux chocs géopolitiques. C'est aussi un facteur qui est susceptible d'exercer des pressions haussières et pérennes sur les cours mondiaux de céréales. En effet, il y a un risque que des prix élevés pour l'alimentation animale engendrent un phénomène de substitution alimentant la hausse des cours, sur le blé et le riz, destinés majoritairement à l'alimentation humaine de première nécessité.

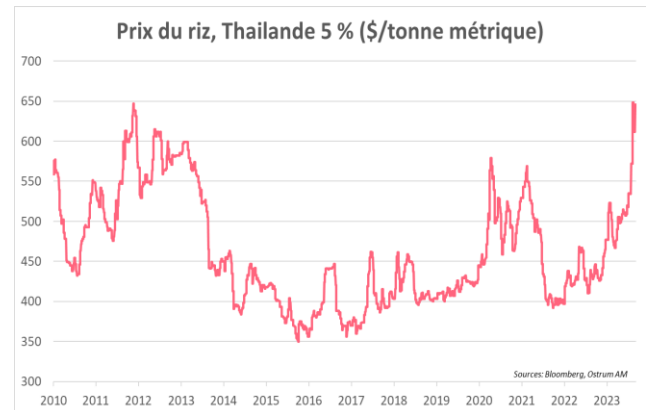
Le changement climatique

Le blé est rare à l'échelle planétaire, car tous les pays n'ont pas les mêmes capacités géographiques, conditions climatiques et agricoles. La production

mondiale de céréales occupe la moitié des terres arables. Cela représente également la moitié des calories consommées par les 8 milliards de personnes dans le monde.

Les aléas climatiques rendent plus incertains les rendements agricoles, mais l'accentuation de phénomènes météorologiques extrêmes augmente cette incertitude. Selon l'Administration Nationale Américaine des Océans et de l'Atmosphère, il y a 95 % de chance d'un fort El Niño au premier trimestre 2024. Le dernier phénomène El Niño d'une intensité élevée s'était produit entre 2015 et 2016. Le Brésil et le Mexique avaient alors connu de fortes baisses de leurs productions agricoles. L'Inde avait également été touchée de plein fouet. Sa production de sucre avait chuté de 27 % entre 2015 et 2017.

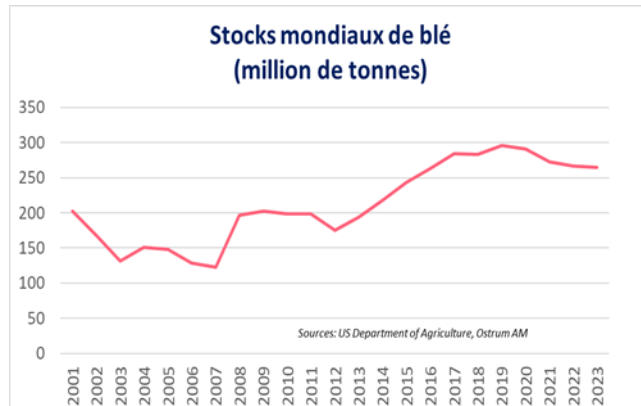
Cet été, l'Inde a interdit ses exportations de la plupart de ses variétés de riz, propulsant ainsi les prix à plus de 640 \$ la tonne, comme le montre le graphique ci-après.



L'Inde représente 40 % des exportations mondiales de riz. L'Asie représente 90 % de la consommation mondiale de riz. L'alimentaire représente près de 25 % des indices de prix à la consommation des pays de la région. La récente forte hausse des prix du riz s'est répercutée sur les taux d'inflation de plusieurs pays d'Asie. Cela lie les mains des Banques centrales de la région qui avaient signalé la fin de leurs cycles de hausses de taux, afin de soutenir l'activité.

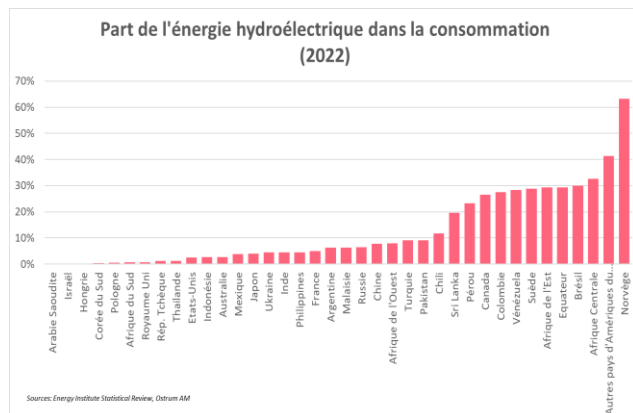
Cependant, historiquement, le phénomène El Niño avait plus impacté la production mondiale de blé que celle du riz. Les prix du blé ont baissé récemment, malgré le retrait de la Russie des accords de la mer

Noire, l'Ukraine ayant trouvé des alternatives pour vendre son blé. Les perspectives sur les prix du blé vont donc dépendre du phénomène El Niño, alors que les stocks mondiaux de blé sont en baisse de près de 10 % par rapport à leur pic de 2019, comme le montre le graphique ci-dessous.



L'inflation alimentaire reste encore élevée dans de nombreux pays. Selon la Banque mondiale, l'inflation alimentaire reste au-dessus de 5 % dans 53 % des pays à faible revenu, 86 % à revenu moyen inférieur, 64 % à revenu moyen supérieur et 73,2 % des économies à revenu élevé. Cela implique des enjeux sociaux, car les pouvoirs d'achats dans de nombreux pays ne sont pas en hausse. Les pays d'Afrique Sub-Saharienne, très endettés, et donc qui n'ont plus les marges de manœuvre monétaires, risquent d'être confrontés à des difficultés à se nourrir.

El Niño a également un impact énergétique. En effet, la production énergétique de certains pays provient en partie de l'énergie hydroélectrique, notamment dans les pays d'Amérique du Sud, comme le montre le graphique qui suit.



L'Amérique latine est une zone très vulnérable au changement climatique. Ainsi, au Brésil et en Colombie, les précipitations devraient être réduites, ce sont les deux pays les plus à risque.

La décarbonisation des chaînes d'approvisionnement alimentaires

La chaîne d'approvisionnement alimentaire est un réseau complexe de processus qui commence par la production et se termine par la consommation. Selon la FAO, les systèmes alimentaires mondiaux sont responsables d'environ un tiers des émissions de gaz à effet de serre, principalement des activités agricoles, du transport, de l'emballage et des déchets.

Nous avons vu que le changement climatique menaçait les rendements agricoles et la sécurité alimentaire de nombreux pays, comme l'Inde. Décarboniser la chaîne d'approvisionnement alimentaire apparaît donc comme primordiale pour mitiger l'impact du changement climatique et atteindre les objectifs de soutenabilité définis par l'ONU. Cependant, cette transition a un coût économique, car elle implique un changement total des processus de production, et également un coût social, à cause du changement dans les comportements des consommateurs qu'elle induit, comme la réduction de la consommation de viande ou bien privilégier la production locale.

Conclusion

Les prix alimentaires devraient rester durablement élevés, à cause de la forte concentration des marchés des céréales et des engrais, le fort appétit de la Chine pour nourrir son important cheptel porcin, le changement climatique qui accentue les phénomènes météorologiques comme El Niño, et la décarbonisation des chaînes d'approvisionnement alimentaires. Cela implique des enjeux sociaux importants, car les pouvoirs d'achat ne sont pas en hausse, notamment dans les pays pauvres.

Zouhoure Bousbih et Anatole Dumoulin

• La revue des marchés

Sur un fil

Les tensions sur les taux engendrent des prises de profit sur les actifs risqués alors que le *shutdown* aux Etats-Unis paraissait inévitable et que le pétrole inquiète les intervenants.

La fin de l'exercice trimestriel est toujours propice à des réallocations de portefeuilles et à des prises de profits sur la plupart des marchés à l'inverse des tendances récentes. La hausse du pétrole et du dollar se calment en fin de semaine, entraînant une inflexion des taux longs américains et européens. Le T-note se maintient toutefois au-dessus des 4,50 %

. La désinflation plus rapide qu'attendu en zone euro ramène le Bund sous 2,90 %. Les positions vendeuses d'actions se coupent également de sorte que l'Euro Stoxx 50 repasse au-dessus de 4 200, soit la borne basse du canal qui avait prévalu depuis le début de l'année. Sur la dette souveraine, les discussions budgétaires en cours tendent le spread italien. La résilience des spreads de crédit est aussi mise à l'épreuve de taux sans risque plus élevés. Les primes de risque et de terme se reconstituent au détriment des valeurs de croissance sur les marchés actions, notamment les stars de la cote (notamment le luxe en Europe) sur lesquels les investisseurs ont des plus-values latentes à cristalliser.

Alors que le *shutdown* a finalement été évité avec un accord de dernière minute à la Chambre, la légère révision du PIB du 2^{ème} trimestre (2,1 % vs. 2,2%) rapporte une consommation de services sans relief (+1 %). L'investissement des entreprises est en revanche plus soutenu. Les dépenses en structures sont alimentées par l'effort budgétaire. Les données disponibles laissent envisager un rebond de la consommation des ménages malgré l'accélération récente des prix de l'essence. Le redressement des prix du logement se poursuit malgré des taux hypothécaires au-delà de 7,70 % à 30 ans. Les transactions dans l'ancien restent plombées par le manque de stocks disponibles, de sorte que la demande résiduelle se porte sur le neuf, à des prix toujours plus élevés. La Fed ne peut ignorer l'impact du logement sur le coût de la vie, mais exclut des ventes actives de son portefeuille de MBS. En zone euro, la désinflation s'est accélérée à 4,3 % en septembre. Les prix des services se modèrent enfin passant de 5,5 % à 4,7 % contribuant au repli de l'indice sous-jacent en hausse de 4,5 % sur un an.

Sur les marchés financiers, le directionnel taux est déterminant pour l'ensemble des actifs financiers. La « désinversion » de la courbe des taux s'est accélérée depuis le mois d'août. La violente remontée des rendements longs traduit une reconstitution de la prime de terme. Cette transition brutale a des effets immédiats sur la valorisation des actions de croissance alors que le crédit ou la dette émergente, qui avaient tenu depuis plusieurs semaines, accusent désormais des prises de profit. Sur les marchés de Treasuries (T-note à 4,50 %), la surréaction du marché pourrait s'atténuer au 4^{ème} trimestre avec un probable fléchissement de la croissance américaine. Cela étant, le scénario de taux durablement élevés et de déficits élevés face à un consensus net acheteur entretient un risque de Krach obligataire. L'alternative du T-bill à plus de 5,50 % reste difficile à battre. En zone euro, le Bund participe à ce mouvement de pentification s'approchant du seuil de 3%. Le 30 ans s'échange au-dessus de ce seuil pour la première fois depuis 2011. L'OAT 30 ans, boudée récemment par les investisseurs, offre 3,90%. L'ensemble des spreads est orienté à la hausse dans le sillage de la remontée des taux longs. Les discussions budgétaires actuelles en Italie ont ravivé les tensions sur le spread qui a touché 200 pb la semaine passée. Cela intervient alors que les règles budgétaires, qui avaient été temporairement suspendues suite à la crise du Covid-19, vont être réinstaurées sous leur forme précédente ou réformées, et ce, à quelques mois des européennes. La séquence budgétaire et politique à venir sera vraisemblablement vectrice de volatilité.

Quant au crédit, la hausse des spreads fait figure de prise de profits. Les spreads s'élargissent de 7 à 9 pb sur l'investment grade et davantage sur le high yield (+11 pb). Les fonds accusent des retraits à l'approche de la fin de trimestre. Les indices synthétiques s'écartent également l'iTraxx main s'échangeant au-delà de 80 pb. La dette émergente, remarquable de stabilité, termine le trimestre sur une note moins positive avec un spread moyen de 439 pb. Outre les émetteurs les plus risqués, on relève des prises de profit sur les dettes des pays du Golfe pourtant favorisées par le niveau du baril. Enfin, sur les actions, la baisse s'est atténuée avant la clôture mais les valeurs de croissance restent sujettes aux prises de profit. Les banques européennes surnagent alors que les services publics plongent de 7% aux Etats-Unis.

Axel Botte

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	2-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Bunds 2a	3.22%	-2	+23	+45
EUR Bunds 10a	2.88%	+8	+33	+30
EUR Bunds 2s10s	-34.6bp	+10	+10	-14
USD Treasuries 2a	5.1%	-2	+23	+68
USD Treasuries 10a	4.63%	+10	+45	+76
USD Treasuries 2s10s	-47.3bp	+12	+23	+8
GBP Gilt 10a	4.49%	+16	+6	+81
JPY JGB 10a	0.78%	+4	+10	-16
EUR Spreads Souverains (10a)	2-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
France	55bp	+1	-1	+1
Italie	189bp	+3	-5	-24
Espagne	108bp	+0	-2	-1
Inflation Points-morts (10a)	2-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.5%	-10	-9	-5
USD 10a Inflation Swap	2.63%	-1	+7	+10
GBP 10y Inflation Swap	3.93%	-7	-4	+2
EUR Indices Crédit	2-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Credit IG OAS	153bp	+5	-3	-14
EUR Agences OAS	76bp	+4	+0	-3
EUR Obligations sécurisées OAS	85bp	+4	0	+1
EUR High Yield Pan-européen OAS	447bp	+13	-6	-65
EUR/USD Indices CDS 5a	2-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
iTraxx IG	81bp	+3	+11	-10
iTraxx Crossover	433bp	+14	+41	-41
CDX IG	75bp	+2	+11	-7
CDX High Yield	484bp	+36	+60	+0
Marchés émergents	2-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	431bp	+8	+11	-22
Devises	2-oct.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
EUR/USD	\$1.052	-0.651	-2.520	-1.7
GBP/USD	\$1.214	-0.557	-3.818	0.5
USD/JPY	JPY 150	-0.621	-2.230	-12.5
Matières Premières	2-oct.-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2023 (%)
Brent	\$92.6	\$0.7	\$4.8	13.4
Or	\$1 834.1	-\$81.8	-\$108.6	0.6
Indices Actions	2-oct.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
S&P 500	4 288	-1.14	-5.04	11.7
EuroStoxx 50	4 153	-0.36	-3.04	9.5
CAC 40	7 106	-0.25	-2.61	9.8
Nikkei 225	31 760	-2.81	-2.91	21.7
Shanghai Composite	3 110	0.84	-0.81	0.7
VIX - Volatilité implicite	18.40	8.88	40.57	-15.1

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 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 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 ...02/10/2023

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