

PERSPECTIVES 2023

Probabilité d'une récession modérée, opportunités sur les marchés obligataires et prudence relative sur les actions européennes

Après une année 2022 particulièrement mouvementée, les experts d'Ostrum Asset Management (Ostrum AM) anticipent une récession modérée en 2023. Toutefois, les investisseurs pourraient profiter d'opportunités d'investissement et de points d'entrée intéressants sur les différents marchés, notamment de taux et crédit. La crise énergétique se poursuivant en Europe, la plus grande prudence sera de mise dans la sélection des titres. Philippe Waechter, directeur de la recherche économique, Stéphane Déo, directeur de la stratégie des marchés, Alexandre Caminade, directeur de la gestion taux core & alternatifs liquides, Philippe Berthelot, directeur de la gestion monétaire & crédit, ainsi que Frédéric Leguay, directeur de la gestion actions, présentent leurs vues sur l'économie, les marchés et les stratégies d'investissement à privilégier pour trouver de la valeur en 2023.

MACROÉCONOMIE – De fortes probabilités de récession, mais de faible ampleur

- Un cycle moins dynamique et un fort risque de récession
- Trois enjeux : la source de la demande, les politiques monétaires et l'inflation, la crise énergétique en zone euro

ALLOCATION D'ACTIFS - Prudence et diversification

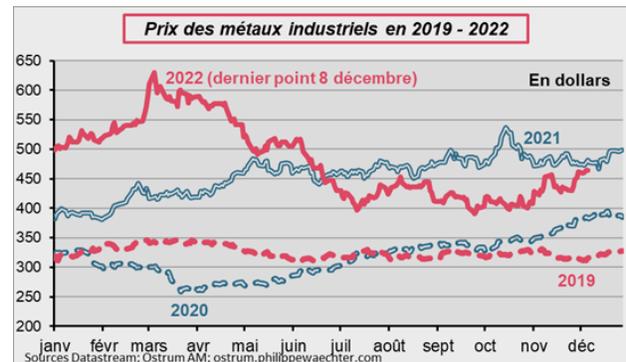
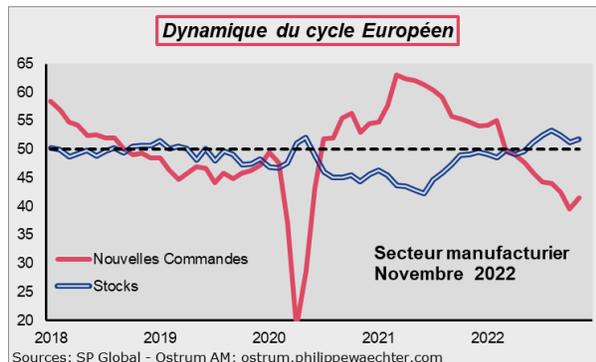
- Anticipation d'une plus grande stabilité des taux d'intérêt et baisse de la volatilité
- Une situation favorable pour les investissements taux et crédit

GESTION – Où trouver de la valeur en 2023 ?

- **TAUX – Des points d'entrée intéressants en 2023**
 - Intérêt pour d'une part le souverain, d'autre part les supranationaux et les agences pour bénéficier du swap spread
 - Opportunités sur les obligations durables vue l'amélioration du greenium
- **CRÉDIT – Des opportunités sur l'Investment Grade et le High Yield**
 - Taux de rendement au plus haut depuis 10 ans sur le crédit Investment Grade et High Yield, en Europe et aux États-Unis
 - Nécessité d'être sélectif avec une bonne évaluation des points d'entrée
- **ACTIONS EUROPÉENNES – Prudence et sélectivité face à la volatilité**
 - Peu de potentiel sur les valorisations à court terme
 - Privilégier la visibilité et les écarts de valorisation au sein d'un même secteur

MACROÉCONOMIE – De fortes probabilités de récession, mais de faible ampleur

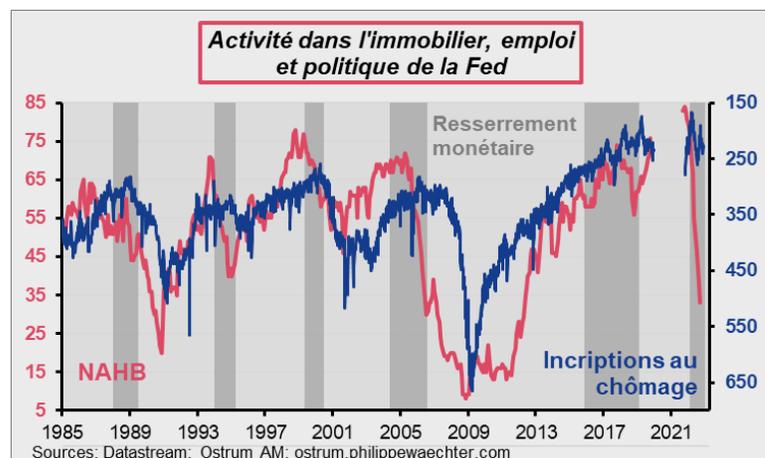
Selon Philippe Waechter, directeur de la recherche économique, le cycle est moins dynamique. Le choc inflationniste majeur que nous avons vécu a grevé le pouvoir d'achat, et les politiques monétaires se sont durcies. Cette combinaison a un effet récessionniste sur l'activité économique qui doit s'ajuster à un cadre un peu différent de ce qu'il était.



Dynamique du cycle économique : ralentissement

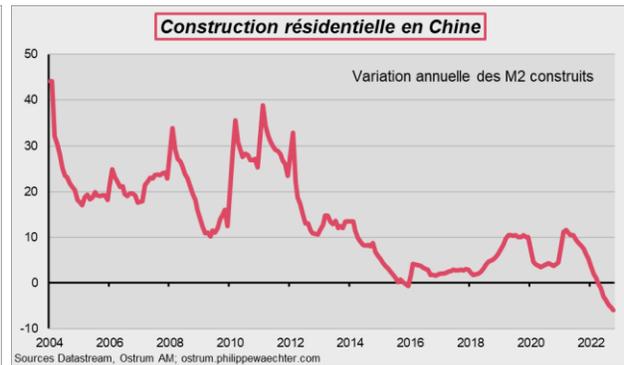
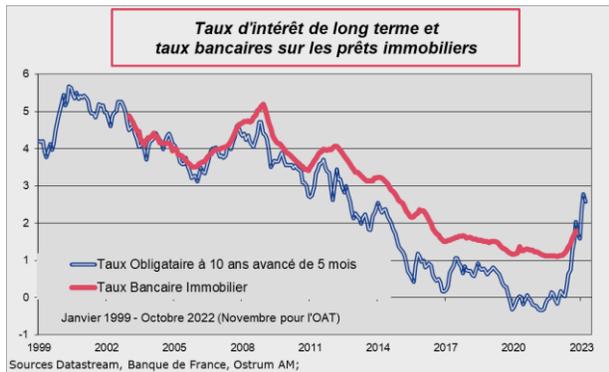
La **source de la demande** sera une problématique en 2023. Ostrum AM estime que les trois grands moteurs de la croissance que sont les Etats-Unis, la Chine et la zone euro ne verront pas leur demande intérieure s'accélérer brutalement.

Cela tient au risque immobilier que l'on identifie dans les trois régions. Les transactions ralentissent fortement aux États-Unis, la construction se contracte en Chine et le marché est moins liquide en Europe, avec la hausse des taux d'intérêt. Dans le même temps, les prix commencent à s'infléchir dans l'ouest américain et dans les villes de premier rang en Chine. Ce n'est pas encore le cas dans la zone euro. Un effet de richesse négatif est à craindre en 2023, ce qui pénalisera la consommation.

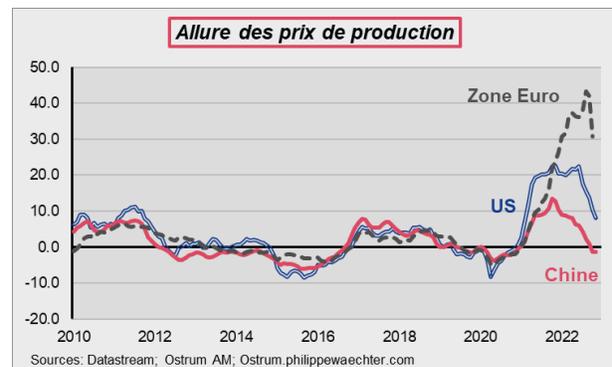
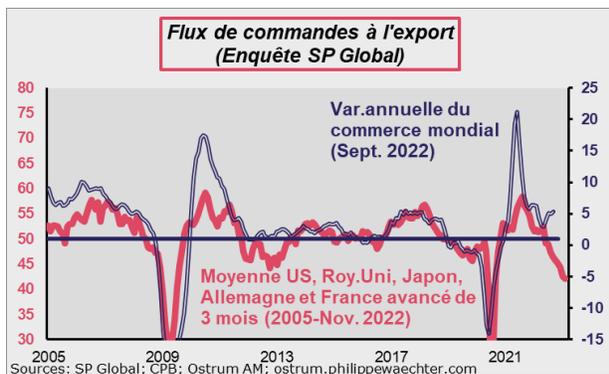


Le marché immobilier américain est un signal avancé du cycle économique ; les chiffres de l'indice des constructeurs et du recul des transactions sont ainsi particulièrement importants.

La question de la hausse des taux d'intérêt va rester majeur. Partout les taux hypothécaires sont beaucoup plus élevés. En France, l'ajustement n'a été que partiel au regard des taux des obligations d'Etat.



Le commerce mondial, lui aussi à la peine, ne joue pas un rôle contracyclique et ne sera pas une source de dynamisme en 2023. Les pays très dépendants des échanges internationaux, tels que l'Allemagne, devraient être particulièrement touchés. L'analyse de l'allure des prix de production est une bonne mesure du risque de délocalisation de l'industrie européenne.



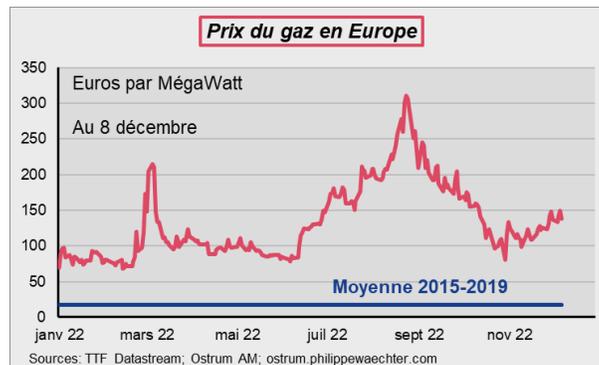
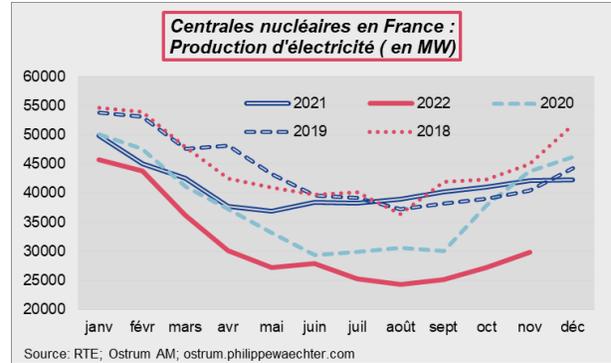
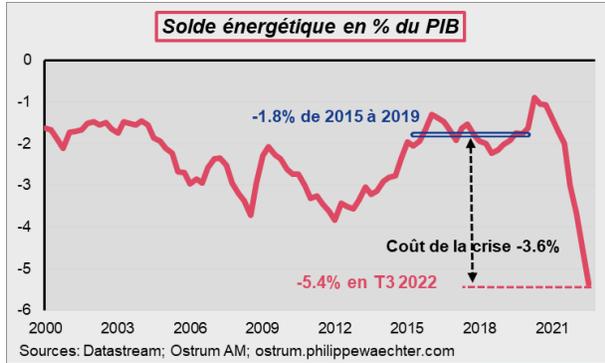
Inflation, politiques monétaires et crise énergétique

La **politique monétaire** devra rester contraignante tout au long de 2023 pour éviter une résurgence de l'inflation. Cela implique un fort risque de récession en 2023, avant un retour à une situation plus normale en 2024.

D'autant que la **spécificité de la zone euro est l'importance de la crise énergétique**, qui reflète :

- Une hausse du coût des approvisionnements, qui entraîne un prélèvement sur l'économie européenne (2,7 points de PIB à la fin du deuxième trimestre 2022), avec l'aspect récessif associé
- Une insuffisance de production nucléaire en France, qui questionne notre capacité à produire davantage d'électricité
- Des importations de gaz à prix élevés, qui nécessite de disposer de contrats long terme sur l'approvisionnement en gaz pour réduire la volatilité de son prix.

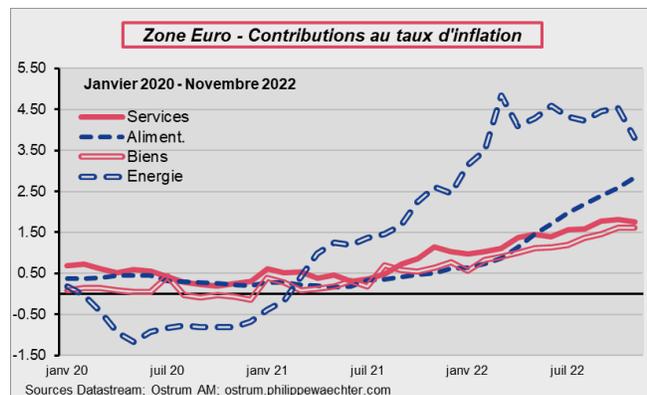
C'est cette équation qui devra être résolue en 2023 pour permettre à l'économie de repartir.



Focus sur l'inflation

L'inflation ralentit à 10% en novembre en zone euro. Le principal facteur est l'énergie, dont la contribution est en forte baisse. La contribution des services est stable, celle des biens en hausse marginale. Le seul secteur qui continue d'augmenter significativement est l'alimentation. La baisse de la contribution de l'énergie reflète le repli du prix du pétrole et le prix modéré du gaz. Il est trop tôt pour imaginer la fin de l'inflation car il y a toujours des effets de diffusion importants sur les biens et les services. C'est pour cela que la BCE restera contraignante. Il ne faut pas que le processus inflationniste puisse repartir. Deux points sont donc à surveiller :

- Le prix du gaz. Il s'est modéré mais les tensions ne vont pas disparaître spontanément car le marché est encore déséquilibré. L'objectif doit être de stabiliser son niveau.
- L'autre point porte sur les prix alimentaires dont l'impact est immédiat et fort sur les comportements. Chacun le constate au quotidien. C'est un point d'attention important car beaucoup sont touchés à la fois sur le plan budgétaire mais aussi sur celui de la santé.



Synthèse et prévisions de croissance du PIB et de l'inflation

Le cycle est aujourd'hui peu dynamique. Il est porté en Europe par les interventions publiques. La consommation est partout pénalisée par le pouvoir d'achat. L'investissement va fléchir en Europe selon l'enquête de la BCE sur les besoins de financement des entreprises. Le marché immobilier est fragile et risque de provoquer un effet de richesse négatif dans la plupart des grandes zones (Etats-Unis, Chine, Europe, Royaume Uni). Quant au commerce mondial, il est pénalisé par ces facteurs et ne joue pas un rôle contracyclique. La probabilité de récession est forte partout autour de la fin de l'année 2022.

Les tensions nominales se réduisent rapidement en Chine et aux Etats-Unis, en phase avec l'inflexion du cycle économique. En zone euro, la crise énergétique et les effets de contagion que cela provoque prolongent la période d'inflation. Enfin, les banques centrales devront maintenir leur étreinte monétaire tout au long de 2023 même en cas d'inversion de l'inflation.

Prévisions d'Ostrum AM, établies le 15/12/2022

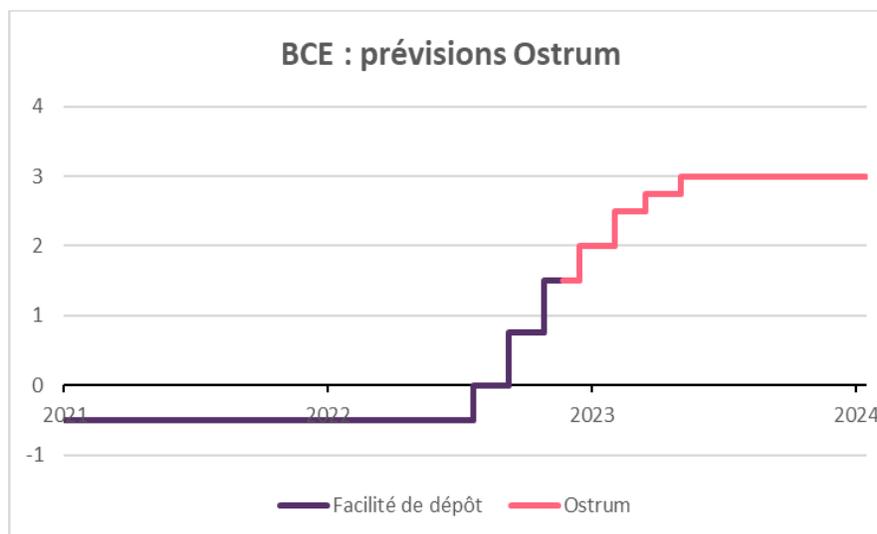
	Anticipations 2023										
	2022	Croissance (Moy. Annuelle)					Inflation (CPI)				
		Consensus Bloomberg		Ostrum			Consensus Bloomberg		Ostrum		
		Consensus	Attentes	Variation sur 3 mois	Attentes	Ecart au consensus	Attentes	Variation sur 3 mois	Attentes	Ecart au consensus	
Etats-Unis	1.8	0.4	-0.5	↓	0.5	0.1	4.3	0.6	↑	3.5	-0.8
Zone Euro	3.2	-0.1	-0.6	↓	0.4	0.5	6.0	1.5	↑	4.5	-1.5
Royaume-Uni	4.3	-1.0	-1.0	↓	-0.2	0.8	7.1	0.6	↑	6.0	-1.1
Japon	1.4	1.3	-0.3	↓	1.3	0.1	1.8	0.5	↑	1.8	0.0
Chine	3.0	4.9	-0.4	↓	4.0	-0.9	2.3	0.0	→	1.5	-0.8

Source : Bloomberg & Ostrum

ALLOCATION D'ACTIFS – Prudence et diversification

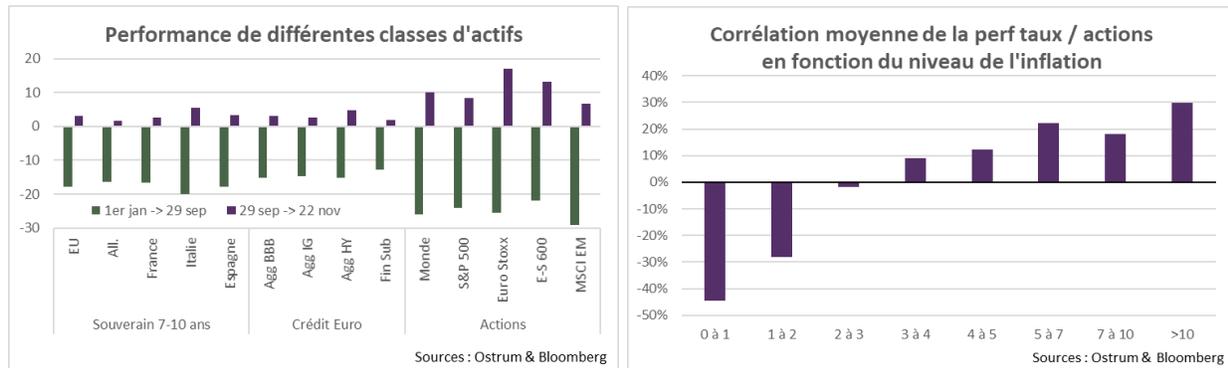
D'après Stéphane Déo, directeur de la stratégie des marchés, l'année 2023 devrait se caractériser par une plus grande stabilité des taux d'intérêt de part et d'autre de l'Atlantique : après un resserrement monétaire global extrêmement rapide, les banques centrales sont en train de ralentir le rythme de leurs hausses de taux. La Fed et la BCE devraient ainsi augmenter les leurs de 50 points de base lors de leurs comités de décembre 2022, jusqu'à atteindre 4,75 % pour les Fed funds et 3 % pour les dépôts de la BCE.

L'inertie de l'inflation devrait conduire les banques centrales à maintenir ces taux au moins jusqu'à la fin de l'année. L'année 2023 serait alors caractérisée par des taux beaucoup plus stables et une courbe très plate.



Source : Ostrum AM, novembre 2022. Source : Ostrum AM & Bloomberg, novembre 2022. Les analyses et les opinions mentionnées représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle

Au cours des trois premiers trimestres 2022, tous les actifs ont pâti de performances décevantes, réduisant les opportunités de diversification pour les investisseurs. Une corrélation encore à l'œuvre lors du rebond de fin septembre après que l'EuroSTOXX a atteint un plus bas. Cette situation de forte corrélation entre les actions et l'obligataire, courante en période d'inflation élevée, devrait perdurer, contraignant les investisseurs à se montrer prudent dans leurs allocations d'actifs et chercher d'autres sources de diversification.



Pour Ostrum AM, 2023 sera l'année des taux en raison d'une baisse de la volatilité attendue, avec des banques centrales qui atteignent une vitesse de croisière, une rentabilité restaurée après une longue période de taux négatifs et des spreads de crédit qui reviennent sur des niveaux plus raisonnables après les excès de pessimisme de 2022.

Allocation d'actifs 2023

Souverain	-	Neutre	+
Etats-Unis			X
Bund			X
OAT			X
Emergents			X

Crédit	-	Neutre	+
Investment Grade			X
High Yield			X

Actions	-	Neutre	+
EUR	X		
Etats-Unis	X		

Vues relatives	-	Neutre	+
Actions vs. Souverain	X		
Actions vs. Crédit	X		
Crédit vs. Souverain			X
Actions EUR vs. US			X

Source : Ostrum AM & Bloomberg, 15 décembre 2022. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Synthèse de nos vues

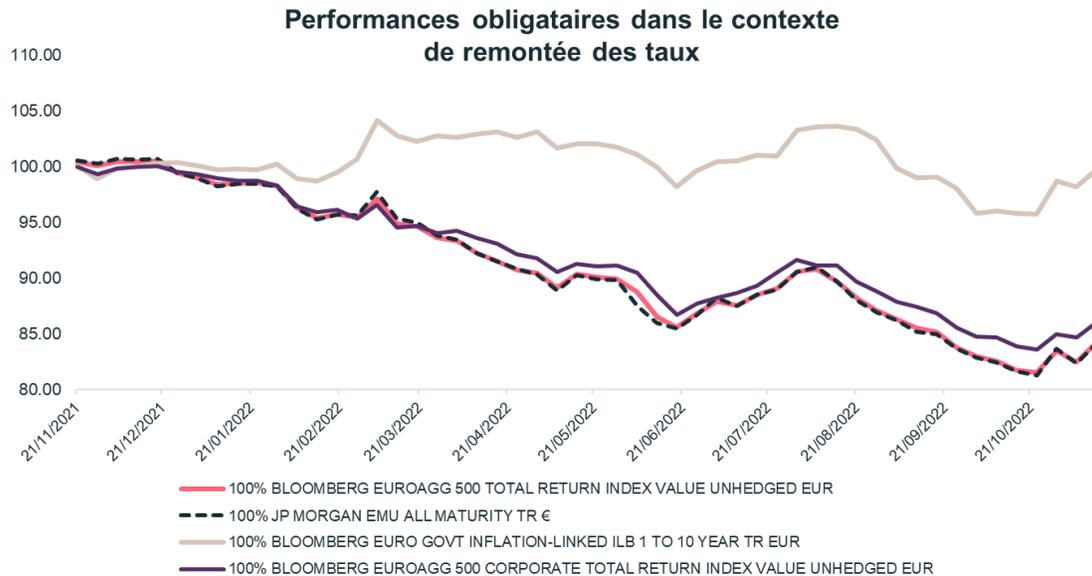
Souverain		15/12/2022	Prévisions Déc. 2023
Etats-Unis	Fed Funds	4.50	5.00
	10 ans	3.45	4.50
Grande Bretagne	10 ans	3.24	
Japon	10 ans	0.26	
Zone Euro	BCE, dépôts	2.00	3.00
Allemagne	10 ans	2.08	3.00
	30 ans	1.89	2.90
France	10 ans	2.59	3.60
	Spread	51	60
Italie	10 ans	4.17	5.75
	Spread	208	275
Espagne	10 ans	3.16	4.28
	Spread	108	128
Portugal	10 ans	3.07	4.05
	Spread	99	105

Crédit / Spreads	15/12/2022	Prévisions Déc. 2023
Euro inflation swap 10 ans	2.51	2.50
Libor OAS Spread		
<i>Investment grade</i>	99	
<i>High Yield</i>	420	
OAS spreads vs souverains		
<i>Investment grade</i>	167	160
<i>High yield BB</i>	358	370
EMBI Spread	460	450
Change		
EUR/USD	1.06	1.00/1.05
Actions		
Euro Stoxx	3836	3800
Matières premières /Volatilité		
Brent Oil Price	81.54	100

Source : Ostrum AM & Bloomberg, 15 décembre 2022. Les analyses et les opinions mentionnées représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

TAUX – Des points d'entrée intéressants en 2023

Pour Alexandre Caminade, directeur des gestions taux core & alternatifs liquides, 2022 a été la pire année depuis plus de 20 ans sur les marchés obligataires. En 2023, les investisseurs pourraient bénéficier de points d'entrée intéressants pour s'exposer aux taux d'intérêt, probablement au deuxième trimestre. Il faudra attendre que les volumes d'émissions - records - soient placés sur les marchés et que le cycle de hausse de taux de la Fed et la BCE soit achevé.



Source : Ostrum AM et Bloomberg au 15.11.2022. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Deux facteurs principaux sont à l'origine de cette situation : l'inflation et la réponse des banques centrales. La persistance de l'inflation a été sous-estimée par les banques centrales qui ont dû accélérer leur cycle de resserrement monétaire pour passer en territoire restrictif. Ces décisions ont entraîné une hausse des taux long sur l'année 2022 et une stabilisation des anticipations d'inflation sur la seconde partie de l'année, après une forte hausse sur le premier semestre.

Stabilisation des points morts d'inflation et poursuite de la progression des taux nominaux

Nous estimons que les anticipations d'inflation ne devraient pas augmenter, dans la mesure où les banques centrales maintiendraient le niveau de leur taux de refinancement en territoire restrictif en 2023. L'inflation, et en particulier l'inflation sous-jacente, resteraient en effet au-dessus de leur cible.

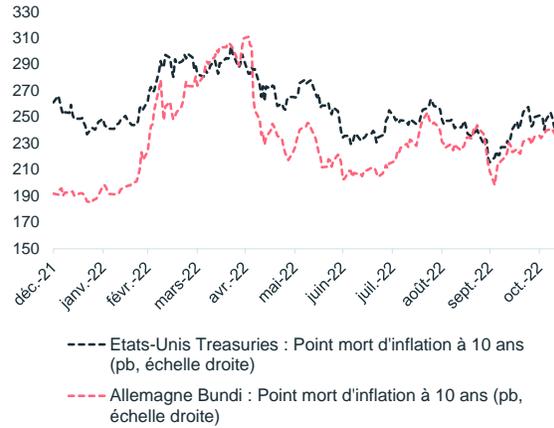
Les taux nominaux, eux, continueraient de progresser sur le premier trimestre 2023 pour trois raisons :

- La Fed et la BCE devraient poursuivre leurs hausses de taux, certes à un rythme moins élevé, pour atteindre un niveau final d'environ 5% pour la Fed et 3% pour la BCE.
- L'inflation, et en particulier l'inflation sous-jacente, resteront élevées surtout début 2023

**Etats-Unis et Allemagne
Rendement 10 ans**



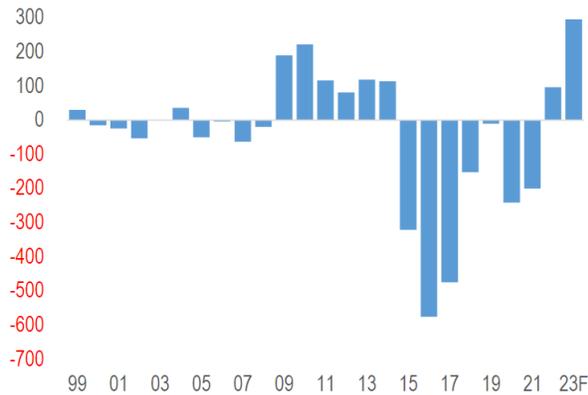
**Etats-Unis et Allemagne
Points morts 10 ans**



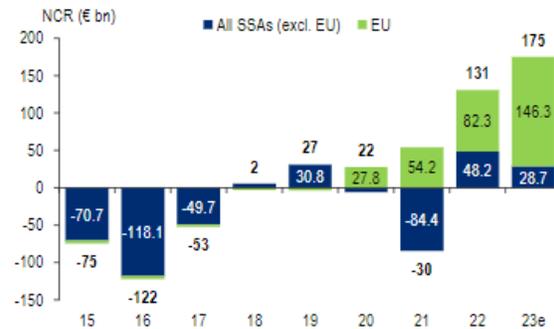
Source : Ostrum AM et Bloomberg au 15.11.2022

- Enfin, les besoins nets de financement des Etats européens pour 2023 n'ont jamais été aussi élevés depuis plus de 20 ans, et une grosse partie se concentrera sur la première partie de l'année.

EU-11 : Besoins nets de financement (€bn)



Besoins nets de financement SSA* (€bn)



Source : Ostrum AM et Citigroup en date de novembre 2022. * SSA : Souverains & organisation supranationales

Repentification des courbes de taux

Nous envisageons une repentification des courbes de taux d'ici la fin 2023, après un fort mouvement d'aplatissement en 2022. Des baisses de taux de la Fed et la BCE en 2024 sont possibles, ce qui pousserait les taux courts à la baisse alors que les volumes d'émissions devraient peser sur la partie longue des courbes.

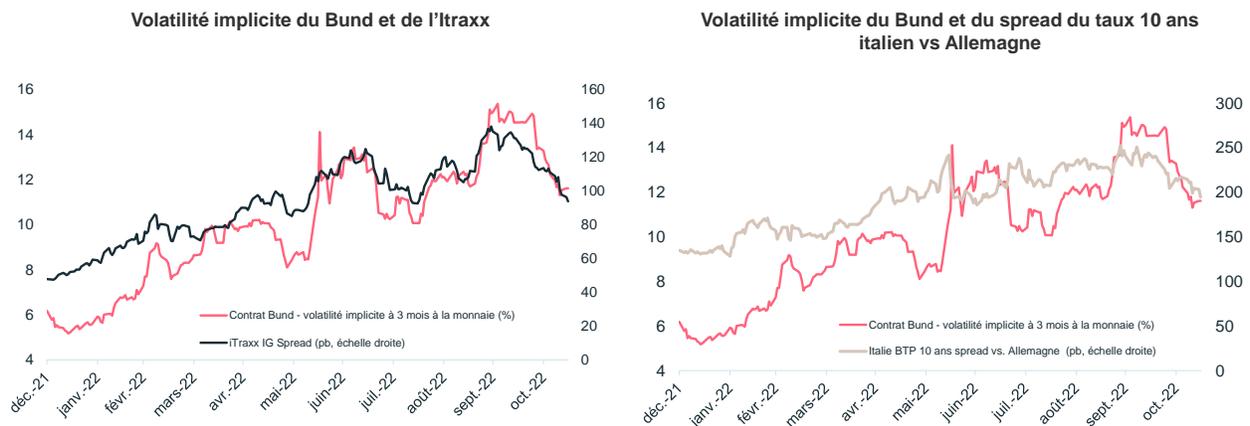


Source : Ostrum AM et Bloomberg au 15.11.2022

Stratégies de rendement sur les actifs dits « à spread »

Les actifs dits « à spread » pourraient tirer leur épingle du jeu en 2023. Nous anticipons que la volatilité sur les taux, facteur déterminant en 2022 de l'évolution des spreads, se stabilise grâce à une meilleure visibilité sur la trajectoire des politiques monétaires.

On constate en effet une réelle corrélation entre les mouvements de spreads et la volatilité des taux, comme le montre les évolutions entre la volatilité du Bund - rendement allemand à 10 ans - et le spread de crédit (représenté par l'Itraxx Main c'est-à-dire le marché du crédit Investment Grade), ou bien aussi cette même évolution de la volatilité du Bund comparée au spread de l'Etat Italien.

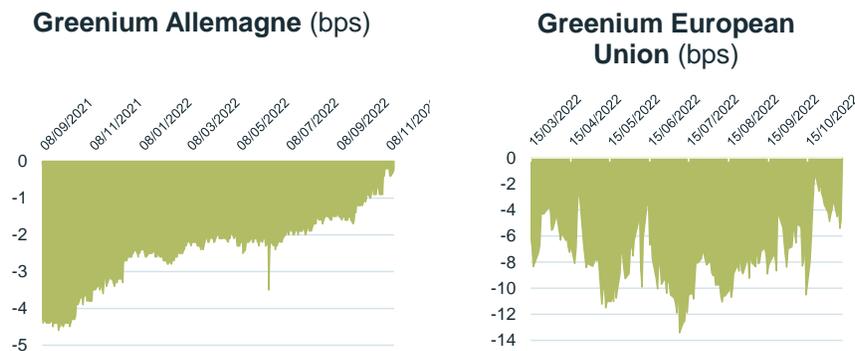


Source : Ostrum AM et Bloomberg au 15.11.2022

En 2023, on s'attend à ce que cette volatilité diminue fortement, en raison d'une meilleure visibilité sur la trajectoire des politiques monétaires, ce qui devrait renforcer l'appétit pour le risque. Dans ce cadre, parmi les actifs « à spread » et dans une gestion de type « aggregate », nous privilégions les supranationaux, les agences et le crédit Investment Grade. Ces stratégies permettent également de bénéficier des swap spreads qui restent sur des niveaux extrêmement élevés, comme vu précédemment.

De la valeur à trouver avec les obligations durables

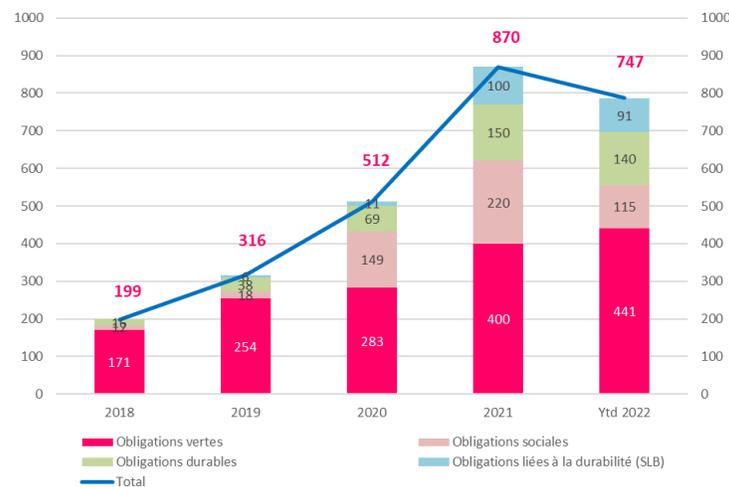
Les obligations durables apparaissent également comme une opportunité intéressante. D'une part, le «greenium» (primes d'émissions) s'est amélioré, offrant de meilleures conditions d'achat aux investisseurs. Ceci est particulièrement vrai pour les émissions réalisées par les souverains et les agences, notamment en Allemagne.



Source : Ostrum AM et Bloomberg au 15.11.2022

D'autre part, nous estimons que les volumes d'émissions attendues d'obligations durables pour l'année prochaine devraient renouer avec les niveaux de 2021, soit un peu plus de 830 milliards d'euros d'émissions.

Emissions d'obligations durables par année (en Milliards de dollars)



Source : Ostrum AM et Bloomberg au 15.11.2022

CRÉDIT – Des opportunités sur l'Investment Grade et le High Yield

Selon Philippe Berthelot, directeur de la gestion crédit & monétaire, 2022 a été une *Annus Horribilis* pour le marché obligataire, la pire depuis 1994. Cependant, 2023 s'annonce comme une *Annus Mirabilis* : une année favorable pour l'obligataire en général, y compris le crédit, en lien avec notre vue d'une récession modérée ou un « atterrissage en douceur ».

Des taux de défaut qui resteront bas

Sur le crédit, nous ne prévoyons pas de remontée exponentielle du taux de défaut, mais une simple hausse jusqu'à sa moyenne historique, partant d'un niveau proche de zéro.

Les taux de défaut anticipés pour 2023 (environ 3,3 % voire 4%, proche des moyennes historiques) confirment le scénario d'une faible récession. Suivre le taux de défaut est indispensable car c'est l'une des variables explicatives des niveaux de spreads sur le moyen/long terme. Nous disposons chez Ostrum AM d'un modèle de prévision propriétaire « Top down » développé par nos stratégestes. Il est complété par une approche « Bottom up » menée par notre équipe d'analystes crédit qui couvrent un univers d'environ 400 émetteurs High Yield européens et britanniques (hors financières). Cette étude identifie actuellement un nombre plutôt limité d'émetteurs qui pourraient faire défaut.



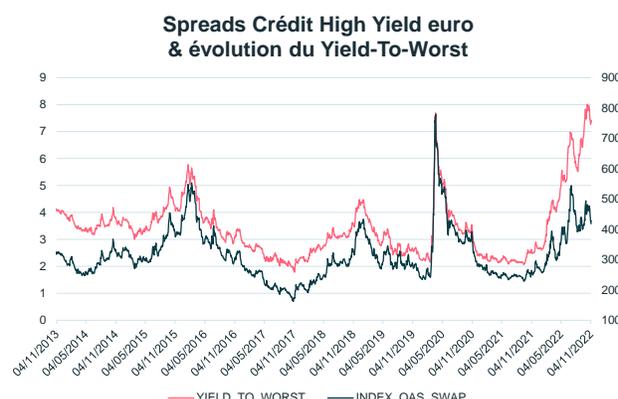
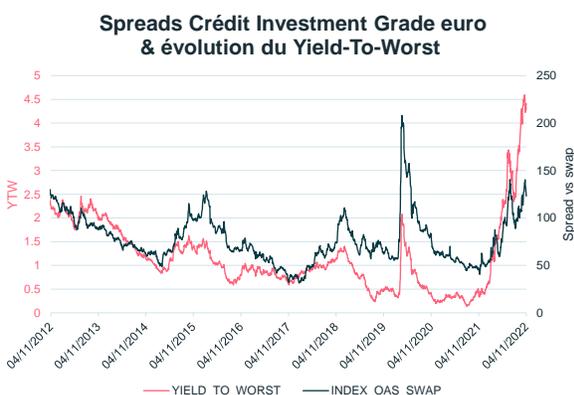
En conclusion, le marché du crédit ne devrait pas souffrir du taux de défaut. Nous pensons que les marchés ont été extrêmement pessimistes sur les prévisions, ou en tout cas ont intégré une prime de défaut qui n'a pas lieu d'être à ce stade, compte tenu de nos anticipations.

Rendements du crédit Investment Grade et High Yield au plus haut depuis plus d'une décennie

Sans aucun doute, les métriques de crédit vont quelque peu se détériorer en ce qui concerne l'endettement (leverage), la couverture des intérêts voire la génération de cash-flow, mais de nombreuses mauvaises nouvelles sont déjà intégrées dans les valorisations actuelles.

En termes d'attractivité, les taux de rendement sont au plus haut depuis 10 ans sur le crédit Investment Grade et High Yield, en Europe comme aux États-Unis.

Sur le crédit Investment Grade, il faut être très sélectif du fait de sa sensibilité aux hausses de taux. Le crédit High Yield répond, lui, à sa propre dynamique : il est moins corrélé aux taux, présente des niveaux de rendements intéressants tout en affichant un taux de défaut limité, avec cependant des marges qui devraient baisser. Les deux segments présentent des opportunités d'investissement inédites depuis 10 ans : environ 4 % pour le crédit Investment Grade euro et plus de 8 % pour le crédit High Yield euro. Une bonne évaluation des points d'entrée reste de mise pour générer des performances adaptées.



Source : Ostrum AM et Bloomberg au 31.10.202.

Vues sectorielles

La tendance à la hausse des taux d'intérêt en Europe, combinée à notre vision d'une réduction des swap spreads au cours de l'année 2023 devrait profiter au secteur bancaire : dette senior et subordonnée datée (obligations T2), y compris « Additional Tier1 » et Cocos (contingent convertible bonds). En ce qui concerne les entreprises, le risque d'extension généralisée semble exagéré aux yeux d'Ostrum AM pour les hybrides : on peut extraire beaucoup de valeur en étant sélectif.

Certaines foncières / sociétés d'investissement immobilier cotées (Real Estate Investment Trusts), qui ont beaucoup souffert en 2022, méritent également une certaine attention. Les télécoms, secteur très résilient jusqu'à présent, semblent un peu cher actuellement.

Enfin, le crédit High Yield, moins corrélé aux taux d'intérêt, mérite une allocation stratégique croissante, compte-tenu de notre vision sur les taux de défaut et ce, tout en restant très sélectif sur le choix des émetteurs.

YTM* / L OAS	31/12/21	04/11/22	Différence
10 Y Tsy	1.51%	4.16%	+265
10 Y Bund	-0.18%	2.27%	+245
€ IG	50 bp	119 bp	+69
€ HY	284 bp	478 bp	+194
US IG	114bp	192 bp	+78
US HY	320 bp	497 bp	+177

Source : Ostrum AM et Bloomberg au 4.11.2022. * YTM : Yield-To-Maturity.

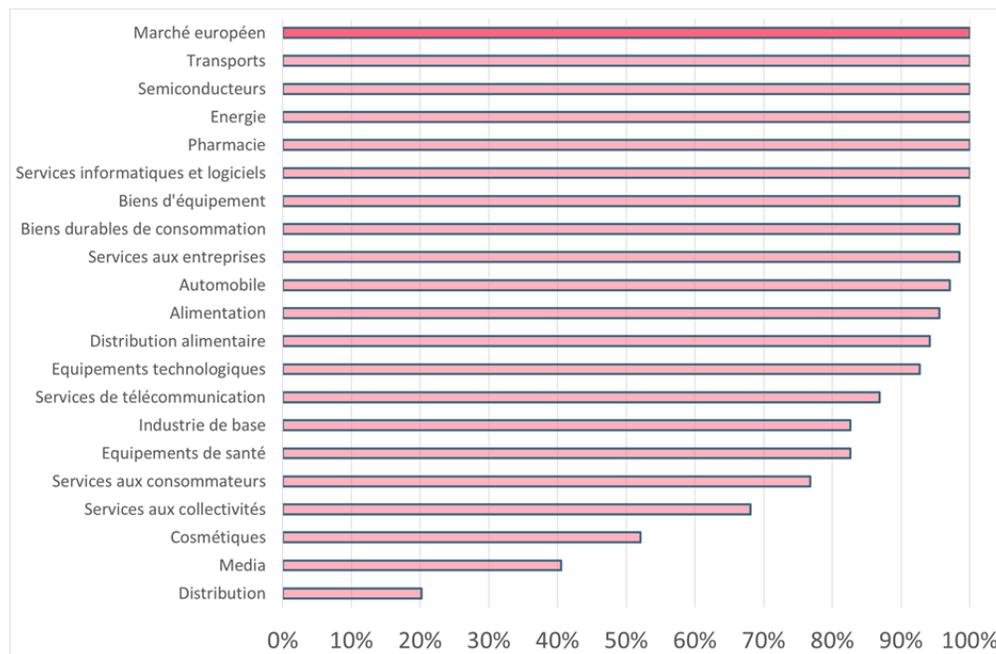
ACTIONS EUROPEENNES – La volatilité incitera à la prudence et à la sélectivité

Selon Frédéric Leguay, directeur de la gestion actions, le marché des actions européennes sera à investir avec prudence et sélectivité en 2023. En effet, les résultats des entreprises devraient s'afficher en baisse en 2023, avec une contraction estimée de la base bénéficiaire d'environ 10% qui reflète notre scénario d'un ralentissement modéré. Leurs marges vont pâtir de la situation macroéconomique mondiale, même si les entreprises ont prouvé leur résilience en 2022 avec des profits en hausse et qui ont régulièrement surpris les marchés.

Les marges des entreprises au plus haut

Les marges actuelles sont sur un point extrêmement élevé, dans la plupart des secteurs d'activité, si l'on se réfère à leur niveau des 17 dernières années (2005-2022). Les entreprises ont en effet profité des perturbations de l'offre qui ont facilité l'intégration des hausses de coûts, ainsi que de la faiblesse de l'euro qui les a aidées tant dans la compétitivité que dans les profits.

Marges Opérationnelles en Europe au 30 Juin 2022 Percentiles sur la période 31 mars 2005 - 30 Juin 2022



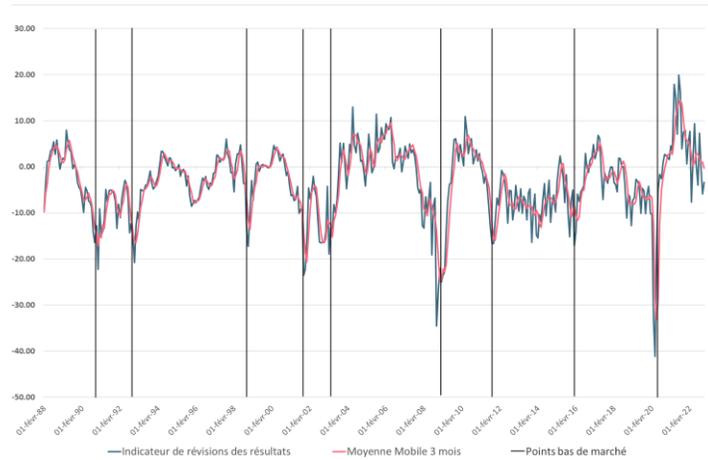
Source : Ostrum, MSCI & Bloomberg, 30.06.2022

On a le temps de voir venir

Dans le contexte économique mondial actuel, les investisseurs ne sont pas rassurés, ce qui explique la forte volatilité des marchés actions en 2022. L'économie mondiale va sensiblement ralentir en réponse aux politiques monétaires restrictives. Et les entreprises vont devoir défendre leurs marges dans un contexte de ralentissement de la demande et de normalisation de l'offre.

Pas de précipitation donc : depuis la fin des années 1980, les marchés européens n'ont jamais atteint leur point bas avant que le processus de révision des résultats ne soit entré dans sa dernière phase. Il n'a pas encore débuté, on a donc le temps de voir venir.

Les marchés n'ont jamais fait leur point bas avant le début du processus de révision des bénéfices



Source: Ostrum, MSCI & Bloomberg, 18.11.2022

Malgré la plongée des marchés actions jusqu'au début du troisième trimestre 2022, et après le rebond depuis octobre, leur potentiel reste limité pour 2023. Profits anormalement élevés, hausses de taux probables, contexte géopolitique toujours incertain : pour Ostrum AM seule une baisse sensible du niveau des taux réels, moteur principal de la valorisation des marchés depuis 3 ans, pourrait permettre une poursuite de la hausse à partir des niveaux actuels ; la volatilité promet d'être encore omniprésente en 2023, il y aura d'autres occasions pour les investisseurs de revenir sur les actifs risqués.

Quelle valorisation des marchés actions ?

Les marchés ont subi une forte dévalorisation, particulièrement jusqu'au début du troisième trimestre, le multiple de PE (price-to-earnings) du marché passant de 17 à peu près à environ 12 fois aujourd'hui. Ces multiples sont inférieurs à leur moyenne de long terme. En revanche, ils ne reflètent pas suffisamment le niveau élevé des marges, la probable poursuite des hausses de taux ainsi que les éléments de risque propres à la situation actuelle.

Si l'on analyse la valorisation en y intégrant également le niveau anormalement élevé des marges ainsi que la hausse des taux anticipée pour 2023, on constate que le rendement attendu des marchés n'est pas si éloigné de sa médiane de très long terme (graphique de gauche, depuis 2000).

Etant donné l'environnement de risque, avec la crise énergétique et les éléments géopolitiques actuels, nous considérons que le rendement attendu, qui se situe à une légère prime de l'ordre de 50 points de base par rapport à sa normale, n'offre que peu de potentiel de réévaluation dans les mois qui viennent.

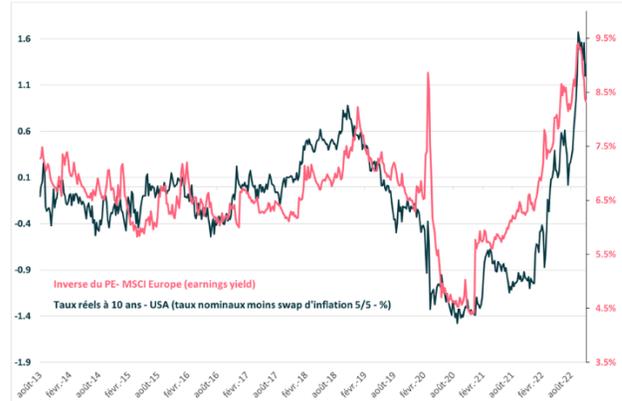
Rendement du marché proche de sa médiane

(Inverse d'un multiple moyennant plusieurs mesures de valorisation normalisées)



Source: Ostrum, MSCI & Bloomberg, 18.11.2022

Valorisation profondément affectée par la dynamique des taux réels



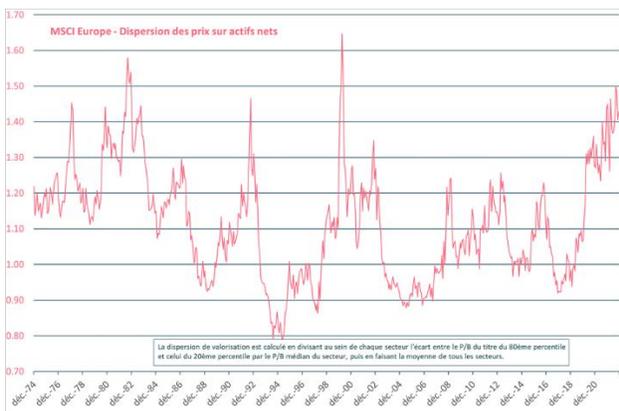
Sur le graphique de droite, on constate que le niveau de taux réel a été le principal moteur de la valorisation des marchés aux Etats-Unis et en Europe depuis 2 ans, et on s'attend à ce que cette situation perdure. Nous estimons que le potentiel par rapport au niveau actuel est assez limité, avec une cible à fin d'année 2023 qui correspond à peu près au niveau du marché actuellement. L'année 2023 va rester volatile, et il faudra être sélectif pour se repositionner sur les actifs risqués.

Quelles opportunités d'investissement sur les actions européennes en 2023 ?

Conscients des conséquences des révisions à la baisse des estimations de résultat des entreprises, nous privilégierons les modèles économiques visibles en début d'année. Nous resterons à l'écart des sociétés les plus cycliques qui devraient souffrir davantage du ralentissement à venir. Nous serons également particulièrement attentifs à la valorisation des entreprises car les écarts entre les valeurs d'un même secteur sont encore très importants en cette fin d'année, et les valeurs les plus chères pourraient à nouveau souffrir si les taux longs continuent de monter comme nous nous y attendons. Des jours meilleurs devraient intervenir dans la deuxième moitié de 2023.

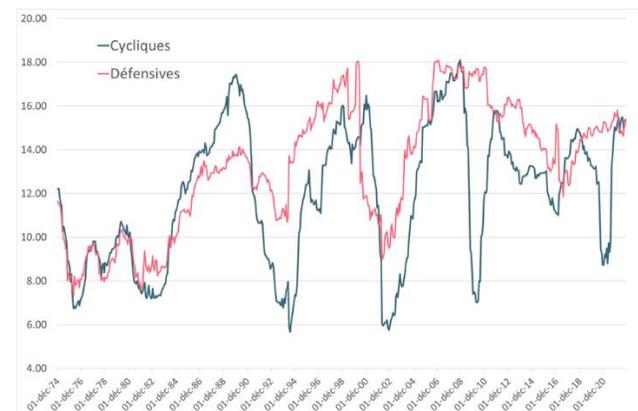
Dans ce contexte, les secteurs qui nous semblent les plus à même de résister sont le secteur financier ainsi que les secteurs où la visibilité est bonne, tels que santé, consommation courante ou services. Au premier semestre, les investisseurs pourront se repositionner sur les secteurs de croissance en fonction des valorisations, puis revenir sur certaines valeurs plus sensibles au cycle lorsque nous aurons plus de visibilité sur la fin du ralentissement.

Ecarts importants de valorisation entre les valeurs d'un même secteur



Source: Ostrum, MSCI & Bloomberg, 18.11.2022

**Trop tôt pour renforcer les valeurs cycliques
Rentabilité des fonds propres (%)**



Source: Ostrum, MSCI & Bloomberg, 31.10.2022

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 50 938 997€ – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix, un label ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Pour obtenir un résumé des droits des investisseurs dans la langue officielle de votre juridiction, veuillez consulter la section de documentation légale du site web (im.natixis.com/intl/intl-fund-documents)

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

Natixis investment managers peut décider de cesser la commercialisation de ce fonds conformément à la législation applicable



www.ostrum.com



Ostrum
ASSET MANAGEMENT

Un affilié de  NATIXIS
INVESTMENT MANAGERS