



Document destiné exclusivement aux investisseurs professionnels
Achevé de rédiger le 13/01/2023

La lettre du CIO, janvier 2023



Ibrahima Kobar, CFA

Directeur des gestions, Ostrum Asset Management

Luxe, calme et volupté ?

Réconfort sur la croissance. Sur le plan économique, les données restent médiocres et, si la récession en Europe n'est pas certaine, la croissance sera proche de zéro. Paradoxalement, cela représente une bonne nouvelle pour les marchés pour deux raisons. D'une part, les données sont meilleures qu'attendues par le consensus et devraient donc susciter une vague de révisions à la hausse, certes modestes. D'autre part, le scénario alternatif, une récession forte, semble de moins en moins probable et donc l'inquiétude s'estompe. Le débat lui aussi s'essouffle, puisque le consensus converge vers notre scénario de récession très limitée et donc les marchés demandent des primes de risque moins importantes.

Baisse de l'inflation. Autre changement important en ce début d'année, les chiffres d'inflation se retournent enfin. Une amélioration en partie en trompe l'œil, puisque les pressions sous-jacentes restent bien trop élevées pour calmer les Banques centrales. Mais le marché a décidé de voir le verre à moitié plein et salue la baisse du « headline », plutôt que de se concentrer sur la résilience du « core ». Une tendance qui devrait se poursuivre avec des baisses potentiellement importantes de l'inflation dans les mois qui viennent. Nous restons très dubitatifs toutefois à moyen terme : la résilience de l'inflation devrait conduire les Banques centrales à maintenir une politique restrictive toute l'année. Et donc la baisse des taux nous semble bien optimiste.

Un peu plus de visibilité sur les Banques centrales. Dernier point, la trajectoire des Banques centrales est moins un sujet d'incertitude. La Fed devrait faire une pause, lorsque les Fed funds atteignent 5 % et, si dans le cas de la BCE l'objectif de 3 % sur le taux de dépôt fait encore débat, il est très probable que le cycle de hausses global ralentisse beaucoup en ce début d'année et s'achève au second trimestre.

Luxe calme et volupté ? Pas vraiment, tant nombres d'incertitudes demeurent ! Mais, tout est relatif : après une annus horribilis en 2022, on entre dans une phase de sérénité plus grande. Les indices de volatilité sur les marchés se sont d'ailleurs déjà beaucoup repliés. Le problème est que les marchés ont déjà beaucoup anticipé ce scénario et nous nous battons « à front renversé » : il y a quelques mois, nous parlions de marchés exagérément pessimistes, et donc d'opportunités d'investissement : dans le calme relatif actuel nous sommes plus mal à l'aise sur des marchés qui commencent à donner des signes de complaisance.

VUES SUR L'ÉCONOMIE

Trois thématiques pour les marchés

1- Politique monétaire

L'incertitude liée aux Banques centrales s'estompe. Le rythme des hausses se ralentit. La visibilité sur la trajectoire future s'améliore et les débats deviennent moins virulents.

Si le cycle de resserrement n'est pas encore fini, la question du taux terminal ne fait plus vraiment débat. La question est plutôt la durée de la politique restrictive.

2- Inflation

Les signes de reflux de l'inflation se multiplient.

Nous pensons que l'inflation peut refluer très rapidement sur la première moitié de l'année. Cela devrait être à même de soutenir les marchés.

Les pressions sous-jacentes restent toutefois très tenaces et la vue optimiste du marché sera testée à terme.

3- Croissance

Les données sont médiocres et confirment que la récession sera très limitée.

Le consensus est toutefois trop bas et devrait se redresser lentement.

Le scénario catastrophe d'une forte récession paraît de moins en moins probable. Ce qui comprime la prime de risque.

	Anticipations 2023									
	Croissance (Moy. Annuelle)					Inflation (CPI)				
	2022	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	1.9	0.4	-0.1	0.5	0.1	4.0	0.0	3.5	-0.5	
Zone Euro	3.3	-0.1	-0.3	0.2	0.3	6.0	0.8	5.9	-0.1	
Royaume-Uni	4.4	-0.9	-0.7	-0.2	0.7	7.1	0.6	6.0	-1.1	
Japon	1.3	1.3	-0.1	1.3	0.0	1.8	0.3	1.8	0.0	
Chine	3.0	4.8	-0.2	4.0	-0.8	2.3	0.0	1.5	-0.8	

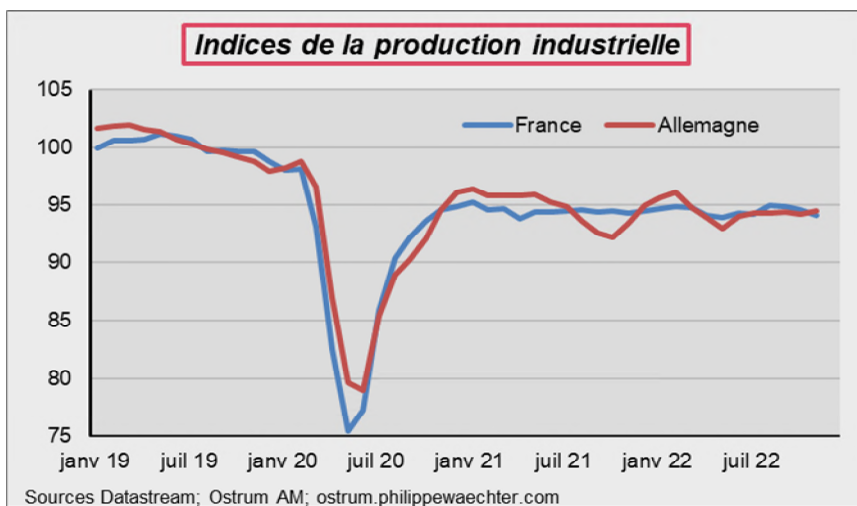
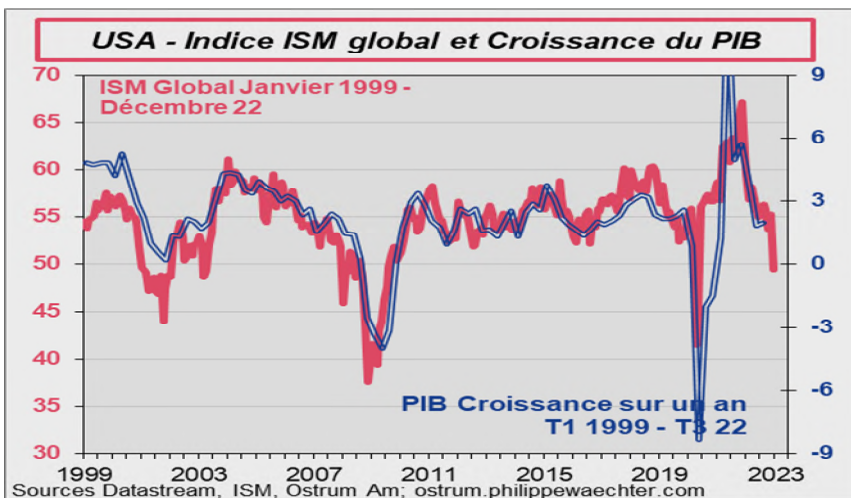
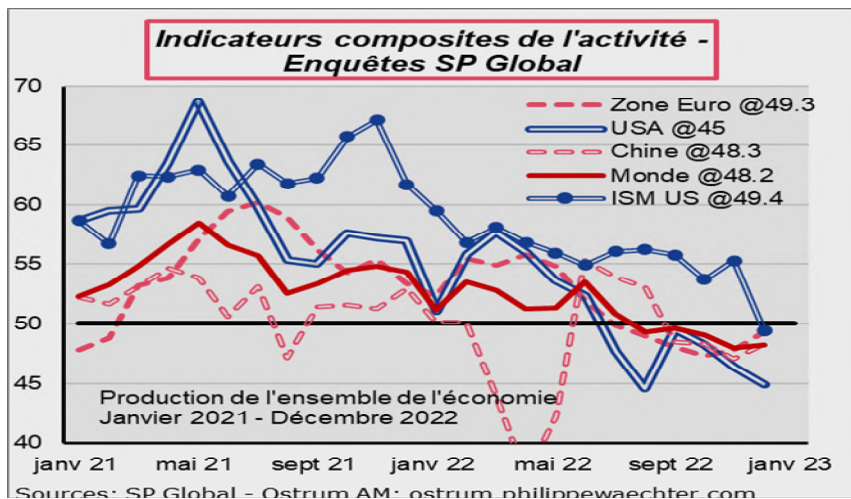
Source : Bloomberg & Ostrum

Principaux repères macroéconomiques

1- Activité

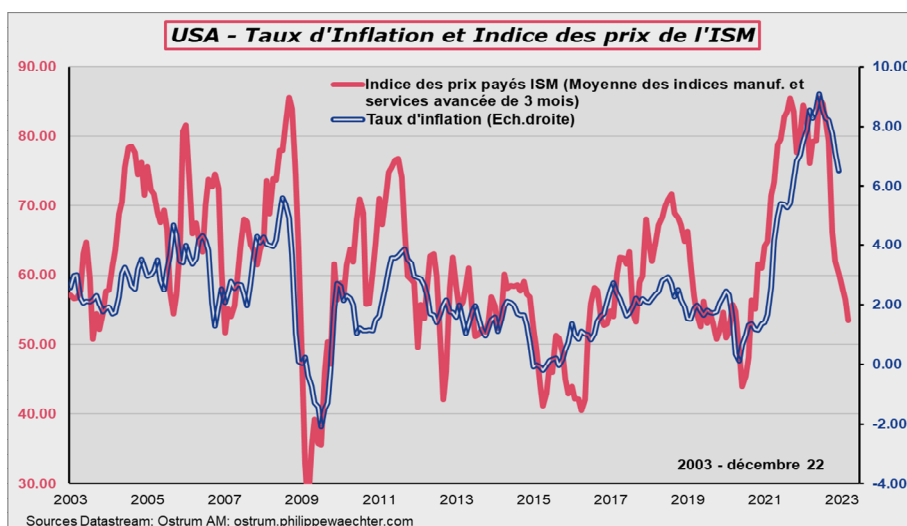
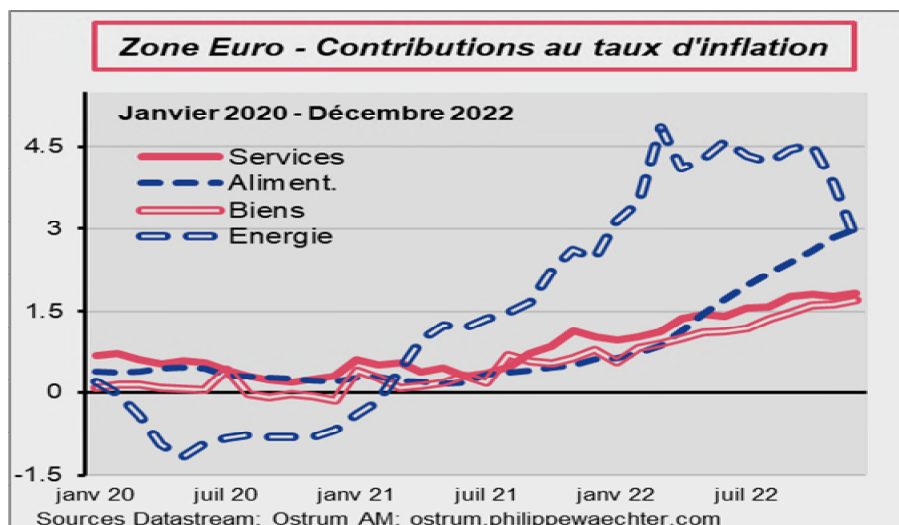
- Les enquêtes auprès des chefs d'entreprises sont exagérément pessimistes au regard de la trajectoire réelle de l'activité.
- Cela se constate lorsque l'on compare les enquêtes SP Global pour lesquelles l'activité se contracte depuis l'été et les indices de production industrielle qui sont stables et ne présentent pas de rupture, que ce soit en France ou en Allemagne; pour prendre les deux grandes économies.
- Cette résistance reflète le fort support de la politique économique. Celle-ci est un soutien majeur de la demande interne et compense du côté du consommateur les effets négatifs du durcissement de la politique monétaire.
- Aux USA, les signaux se dégradent lorsque l'on regarde l'allure de l'enquête ISM. L'économie américaine paie le prix d'un recul modéré du pouvoir d'achat et du durcissement des conditions financières et monétaires. Une amélioration ne viendra qu'avec le ralentissement de l'inflation.
- L'économie chinoise est pénalisée à court terme par des questions sanitaires. La levée de la politique zéro-Covid à la mi-décembre se traduit d'abord par une hausse spectaculaire des contaminations. Cela

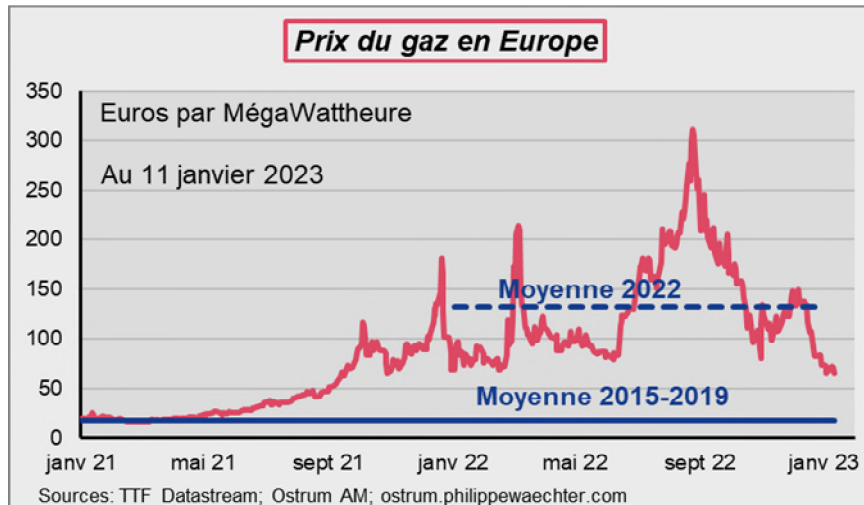
pèsera à court terme sur la conjoncture, mais c'est le passage obligé pour une reprise de l'activité dans la deuxième partie de l'année.



2- Inflation et politiques économiques

- L'inflation dans les pays développés a tendance à reculer.
- On l'a observé en zone euro avec un taux d'inflation de 9,2 % en décembre et de 8,4 % en moyenne sur l'ensemble de l'année. Pour les États-Unis, le taux d'inflation a été de 6,5 % en décembre et de 8 % en moyenne pour 2022.
- Les indicateurs d'énergie sont plutôt orientés à la baisse via la baisse du prix du pétrole en général, et le repli du prix du gaz et de l'électricité en Europe. Les prix restent élevés, mais les marchés de l'énergie ont bénéficié notamment d'une situation météorologie très favorable et d'un comportement de sobriété de la part des ménages et des entreprises.
- Aux US, les indicateurs issus des enquêtes suggèrent une réduction des tensions nominales dans les processus de production. Les deux points à conserver à l'esprit est l'impact du prix du logement qui va maintenir un biais haussier sur l'inflation, mais avec un ralentissement de la hausse des salaires. Cela satisfera la Fed.
- Les prix alimentaires sont forts partout et reflètent largement l'impact de la hausse du prix des engrais, via le prix du gaz. Le prix des engrais se stabilisent et sa variation s'estompe. Cela devrait permettre d'infléchir la contribution des prix alimentaires à l'inflation au sein des grands pays.
- L'inflation va ralentir partout mais les Banques centrales vont attendre avant de valider la fin de l'épisode inflationniste.





VUES SUR LES STRATEGIES DE MARCHÉ

Oublier 2022

Les vues principales : Les marchés s'échappent à la hausse

Malgré la posture restrictive de la Fed, la décélération de l'inflation fait naître des anticipations de détente monétaire dès le second semestre aux États-Unis. Cette hypothèse entretient l'appétit pour les actifs risqués, d'autant que les données conjoncturelles attestent une certaine résilience de l'activité en Europe. Les courbes de taux restent très inversées sous le poids de la demande d'obligations à long terme. La réouverture de la Chine s'observe déjà sur les prix des matières premières... au risque, dans un second temps, d'atténuer la désinflation. Les marchés profitent ainsi d'une fenêtre étroite pour progresser avant le durcissement de la politique monétaire de la BCE, à travers la réduction du bilan à partir du mois de mars.

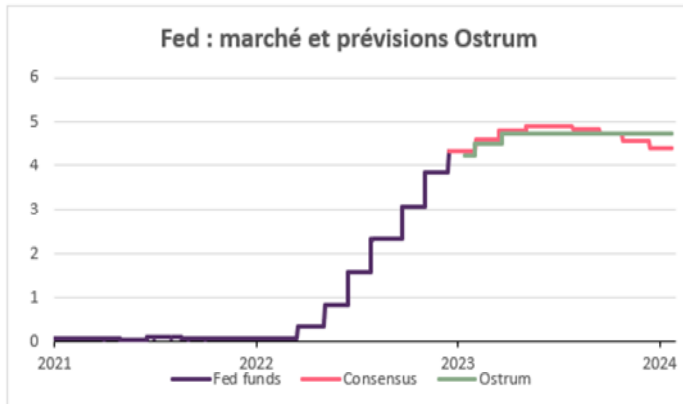
Actifs risqués : un *sweet spot* pour les actifs risqués

L'incertitude liée la politique monétaire a diminué par rapport à 2022, ce qui favorise une baisse de la volatilité et des primes de risque. Le déluge d'émissions souveraines, supranationales et de crédit, en janvier, rencontre une demande forte, malgré la concurrence des fonds monétaires. Les spreads du high yield sont d'autant mieux orientés que le primaire est absent. La résilience de l'activité en Europe, grâce au soutien public, est amplifiée par le redressement des perspectives en Chine. Les actions se revalorisent grâce à la baisse des taux longs et à la résistance des marges élevées.

Politique monétaire : des Banques centrales déterminées à lutter contre une inflation toujours beaucoup trop élevée

1- Fed : Des hausses de taux plus modérées pour une politique monétaire plus restrictive

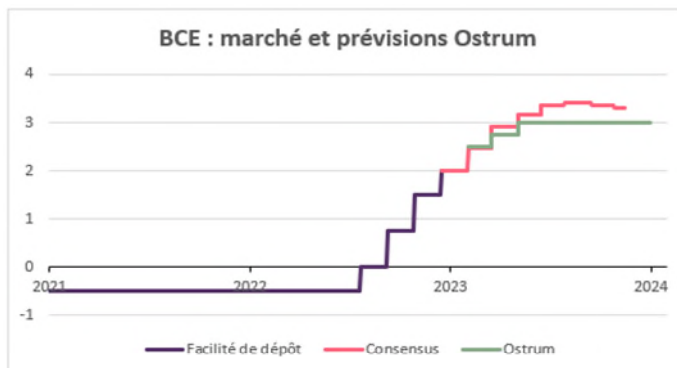
En dépit du ralentissement de la croissance et de la modération de l'inflation, la Fed a été très claire. Elle va poursuivre ses hausses de taux, certes à un rythme plus modéré, compte tenu de l'ampleur déjà réalisée (+ 425 points de base), pour ramener sa politique monétaire suffisamment en territoire restrictif et la maintenir un certain temps. Dans ce contexte, les baisses de taux de la Fed anticipées par le marché au second semestre n'ont pas lieu d'être. Elle devrait relever ses taux encore de 25 pb en février, puis en mars, et les maintenir dans la fourchette [4,75 % - 5 %] tout au long de l'année.



Date FOMC	Prev Ostrum	Chg.
1-févr.-23	4.50	25
22-mars-23	4.75	25
3-mai-23	4.75	0
14-juin-23	4.75	0
26-juil.-23	4.75	0
20-sept.-23	4.75	0
1-nov.-23	4.75	0
16-déc.-23	4.75	0

2- BCE : hausses de taux de 50 points de base et QT à partir de mars

La BCE a nettement durci le ton depuis la réunion de décembre. L'inflation et les anticipations d'inflation beaucoup trop élevées (2,3 % en 2025, selon la BCE) nécessitent la poursuite des hausses de taux pour ramener rapidement la politique monétaire en territoire restrictif. Nous anticipons une hausse de taux de 50 pb le 2 février, suivie de 2 hausses de 25 points de base, pour ramener le taux de dépôt à 3 % et l'y maintenir tout au long de 2023. Le risque est un plus fort resserrement monétaire, d'autant plus que les conditions financières se sont nettement assouplies depuis le début de l'année. Les modalités du QT seront précisées en février. Il débutera en mars par le non réinvestissement de 15 milliards d'euros par mois de tombées de l'APP.



Date BCE	Prev Ostrum	Chg.
2-févr.-23	2.50	50
16-mars-23	2.75	25
4-mai-23	3.00	25
15-juin-23	3.00	0
27-juil.-23	3.00	0
14-sept.-23	3.00	0
26-oct.-23	3.00	0
14-déc.-23	3.00	0

3- La Banque du Japon surprend

La BoJ a créé la surprise, le 20 décembre, en modifiant les paramètres de contrôle de la courbe des taux. Elle a élargi la fourchette encadrant la cible de 0 % du taux 10 ans, pour la passer de +/- 0,25 % à +/- 0,50 %. Les fortes tensions qui se sont opérées sur les taux l'ont contrainte à acheter massivement des obligations d'État. Cette décision a été prise pour renforcer la politique de taux zéro, mais les marchés anticipent un début de resserrement monétaire.

Nos attentes de marché

		Prévisions			Vues	
		12-janv.-23	févr.-23	Dec-23		
Souverains internationaux						
Etats-Unis	Fed Funds	4.50	4.75	5.00	<p>Détermination des principales banques centrales à relever leurs taux directeurs pour dompter l'inflation. La tendance reste haussière sur les taux nominaux de long terme mais plus limitée qu'il y a un mois à cause de la baisse significative des prix de l'énergie, notamment en zone Euro.</p> <p>Aux Etats-Unis, le momentum économique ralentit, mais est contrebalancé par l'offre nette de titres positive, qui devrait exercer une pression haussière sur les taux nominaux. La BoJ n'a pas d'autres choix que de défendre l'objectif de 0,5 % sur son taux 10 ans, ce qui limite le potentiel de hausse des taux nominaux nippons.</p> <p>Le volume important des émissions en ce début d'année devrait exercer une pression haussière sur les taux nominaux dans un contexte de moindre soutien de la part de la BCE lié à l'arrêt de ses programmes d'achats d'actifs financiers et avant le début de son "QT" en mars. En France, l'incertitude est élevée à cause des mouvements sociaux liés à la réforme des retraites. Le risque est un écartement du spread France contre Allemagne qui devrait toutefois rester limité.</p>	
	10-ans	3.44	3.4/3.75	4.25		
Zone Euro	BCE, dépôts	2.00	2.50	3.00		
	10-ans	2.16	2.5	3		
Allemagne	30-ans	2.11		2.9		
	10-ans	0.51	0.53			
Japon	10-ans	0.51	0.53			
	10-ans	3.33	3.70			
Souverains européens						
France	10-ans	2.62	3.00	3.60		
	Spread	46	50	60		
Italie	10-ans	4.00		5.50		
	Spread	184	180/230	250		
Espagne	10-ans	3.15	3.6	4.3		
	Spread	99	110	130		
Portugal	10-ans	3.07	3.55	4.00		
	Spread	91	105	100		
Crédit / Spreads						
		12-janv.-23	févr.-23	Dec-23	<p>Crédit: le scénario macroéconomique s'améliore sans inflexion marquée de l'activité, ce qui devrait soutenir le resserrement des spreads de crédit. Les importants volumes d'émissions ont été également bien absorbés en début d'année, ce qui est un soutien à la classe d'actif. Cependant, la remontée du taux de défaut et des taux d'intérêt devraient faire remonter les spreads "HighYield", à horizon fin d'année.</p> <p>Inflation: les craintes inflationnistes se sont dissipées plus rapidement que l'inflation. Dette externe EM: la faiblesse du dollar et la valorisation attractive par rapport au "High Yield" américain sont un soutien à la classe d'actif.</p> <p>L'environnement "risk-on" devrait bénéficier à la monnaie unique par rapport au billet vert. Nous restons très prudents sur les perspectives boursières de l'année car les marges de entreprises pourraient être sous pression. L'ouverture de la Chine devrait se traduire par une hausse des prix du brut, reflétant la reprise de la demande chinoise.</p>	
Euro Inflation Swap 10-ans		2.32	2.25/2.45	2.50		
Libor OAS Spreads						
IG		101	93			
HY		404	386			
OAS Spreads vs. Souv						
IG		164		140/160		
BB		337		350/380		
EMBI Spread		463	425-450	400		
Devises/ Actions/ Matières premières						
EUR/USD		1.085	1.08	1.15		
Euro Stoxx		4127		3800		
Brent Oil Prices		83.02		100		

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

Achévé de rédiger le 13/01/2023

Mentions légales

Ostrum Asset Management

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

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