



Document destiné exclusivement aux investisseurs professionnels
Achévé de rédiger le 17/03/2023

LA LETTRE DU CIO – Mars 2023



Ibrahima Kobar, CFA

Directeur des gestions, Ostrum Asset Management

Quel atterrissage ?

Les resserrements monétaires n'ont jamais des effets linéaires. Il arrive toujours un point où les hausses cassent la dynamique économique. Est-ce que Silicon Valley Bank est ce point d'inflexion ? Nous ne le pensons pas, d'une part parce que SVB était surtout un cas spécifique, avec des erreurs de gestion elles aussi caractéristiques. Mais aussi, et surtout, parce que les réactions des autorités ont considérablement diminué les risques de liquidité pour le système bancaire américain. L'instrument anti-fragmentation de la BCE permet à cette dernière de monter les taux sans craindre un risque sur les périphériques. De même, la réaction de la Fed met le système bancaire sous cloche et permet de continuer les hausses de taux rendues nécessaires par une inflation qui s'installe de plus en plus dans la durée. Paradoxalement, SVB confirme plutôt la tendance : la volonté de la Fed d'éviter un risque systémique, « quoi qu'il en coûte », pour avoir des degrés de liberté sur la politique monétaire et ramener enfin l'inflation à un niveau plus tolérable.

Dans ce scénario une partie du resserrement monétaire aux États-Unis sera la conséquence du stress sur le système bancaire. Cela fait, en partie, le jeu de la Fed qui souhaite ce resserrement, mais cela ne remet pas en cause la tendance.

Dans ce cas, le scénario central est celui d'une croissance molle des deux côtés de l'Atlantique, mais une crise ou récession grave n'est pas le scénario central. Quel atterrissage pour l'économie ? Un atterrissage en douceur. Avec une croissance qui reste très molle et probablement inférieure au potentiel. Les taux courts devraient donc continuer à monter entraînant aussi les taux longs. À mesure que l'inflation s'assagit, avec des perspectives plus modérées en 2024, les marchés pourraient anticiper des baisses de taux sur 2024. Les Banques centrales devraient maintenir leurs taux directeurs à leur pic jusqu'en 2024, mais les taux longs pourraient commencer à se tasser en fin d'année. Le plus haut serait alors atteint en milieu d'année. C'est un environnement peu porteur pour les actifs risqués, déjà richement valorisés et qui semblent offrir peu de potentiel de hausse. Nous restons prudents.

Le scénario alternatif, bien évidemment, est celui où SVB, Signature et Crédit Suisse constituent effectivement un point d'inflexion et nous nous dirigeons droit vers une crise systémique. Scénario plausible, mais il est trop tôt pour en faire le scénario central.

VUES ECONOMIQUES

Trois thématiques pour les marchés

1- Politique monétaire

La tâche des Banques centrales (Fed, BCE) se complique. Au risque lié à l'inflation, toujours trop forte, s'ajoute celui pesant sur la stabilité du système financier suite à la faillite de 2 banques américaines et les tensions sur Credit Suisse en Europe.

La Fed a pris des mesures d'envergure pour éviter un risque de contagion et la BCE a rassuré sur la résilience du système bancaire européen et se dit prête à faire le nécessaire si besoin est.

Cela leur permet ainsi de poursuivre leurs relèvements de taux pour ramener leur politique monétaire en territoire plus restrictif et lutter contre l'inflation.

2- Inflation

L'inflation continue de se modérer en raison de la baisse des prix énergétiques.

Le problème reste l'inflation sous-jacente qui cristallise les tensions domestiques. Elle s'est accélérée à un plus haut historique en zone euro (5,6 %) et reste élevée aux États-Unis (4,7 % pour le PCE).

Cela reflète la poursuite de la diffusion de la hausse des prix énergétiques au sein de l'économie, ainsi que les tensions salariales.

La forte inertie implique le maintien d'une inflation sous-jacente élevée en fin d'année.

La réouverture de la Chine pèsera sur le prix des matières premières.

3- Croissance

La croissance reste résiliente.

La zone euro a échappé à la récession, grâce aux mesures de soutien des gouvernements et la nette baisse du prix du gaz.

La croissance devrait se raffermir légèrement au cours de l'année, soutenue par la demande interne.

Aux États-Unis, la croissance est robuste en ce début d'année, portée notamment par la consommation des ménages.

Le marché de l'immobilier tend à se stabiliser.

La croissance devrait tendre vers 0 au 2^e semestre en raison de l'impact du fort resserrement monétaire opéré par la Fed.

Points macroéconomiques

Zone euro

Zone Euro	2022				2023				2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
PIB (gl. trimestriel)										
Ostrum	0.6	0.9	0.4	0.0	0.2	0.4	0.4	0.3	3.5	1.1
Consensus					-0.2	0.1	0.3	0.2		0.5
Inflation										
Ostrum	6.1	8.0	9.3	10.0	6.3	6.0	5.8	5.6	8.4	5.9
Consensus					8.0	6.3	4.7	3.1		5.5
Inflation sous jacente										
Ostrum	↗ 2.7	↗ 3.7	↗ 4.4	5.1	5.3	5.2	5.1	5.1	3.9	5.2

- Nous attendions une récession très modérée sur le T4 2022 et T1 2023. Les chiffres publiés pour le T4 montrent en fait une stabilisation de l'économie. Les indications dont nous disposons pour le T1 de cette année montrent en revanche une croissance, certes faible, mais en toute probabilité positive.
- En conséquence, l'acquis de croissance à fin 2022 était déjà de 0,4 %. Avec une croissance modérée, sur le reste de l'année la croissance moyenne devrait donc s'établir dans la fourchette 0,5 %-1,0 %.
- Le reflux relatif de l'inflation et la progression des salaires, mais aussi les aides publiques, devraient maintenir le pouvoir d'achat des salaires à un niveau très légèrement positif. La consommation serait alors orientée légèrement à la hausse sur l'année. De même, le retard d'investissement accumulé devrait permettre aux capex de progresser, là aussi modérément.
- En conséquence, nous avons une trajectoire de PIB qui reste médiocre, mais qui réaccélère un peu sur le milieu de l'année. Ceci nous place sur la partie haute du consensus.
- Un point fondamental de nos prévisions est la trajectoire de l'inflation. Elle baisse rapidement jusqu'à cet été, essentiellement à cause des effets de base sur la composante énergie. Mais la partie sous-jacente reste très stable et ne devrait pas passer sous les 5 % à horizon fin d'année. Ceci conduit à un atterrissage de fin d'année qui reste élevé, au dessus de 5 % sur le dernier trimestre. Il s'agit d'un élément fondamental pour la politique monétaire.

Etats-Unis et autres

Etats-Unis	2022				2023				2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
PIB (gl. trimestriel)										
Ostrum	-0.4	-0.2	0.8	0.7	0.5	0.3	0.0	0.0	2.1	1.5
Consensus					0.1	-0.1	0.0	0.2		0.8
Inflation										
Ostrum	8.0	8.7	8.3	7.1	2.6	2.6	2.7	2.7	8.0	2.7
Consensus					5.8	4.1	3.5	3.2		4.2
Inflation sous jacente										
Ostrum	6.5	5.9	6.6	5.7	3.0	2.5	2.4	2.4	6.2	2.6

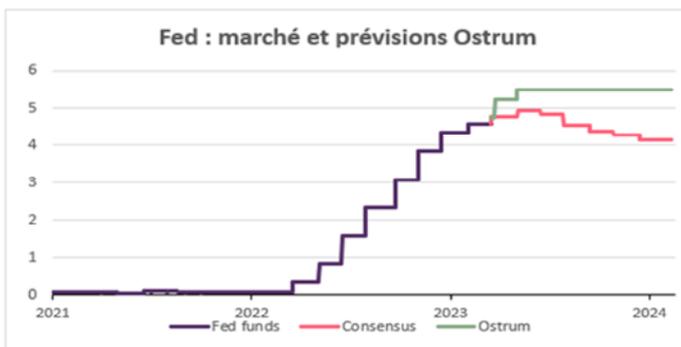
- La hausse des taux mord sur la croissance ; les secteurs les plus directement exposés, notamment l'immobilier, montrent des signes de ralentissement très marqués. Si les chiffres disponibles sur le premier trimestre montrent, une fois de plus, une économie très résiliente, en revanche nous pensons que l'économie va tutoyer la récession sur la fin de l'année.
- L'économie américaine a montré une capacité inhabituelle à absorber les hausses de taux. Nous pensons que des changements structurels expliquent cette résistance. En conséquence, nous pensons que le scénario de « soft landing » est plus probable que celui de « hard landing ».
- Les faillites de SVB et Signature sont un coup de semonce : nous ne pensons pas que cela constitue le début d'une crise systémique, le scénario alternatif bien plus pessimiste ne peut toutefois être écarté, même si sa probabilité est limitée.
- Enfin, la persistance de l'inflation à un niveau supérieur à l'objectif de la Fed reste le scénario le plus probable. Les pressions salariales, en particulier, restent élevées. Là aussi, il s'agit d'un élément structurant pour la Fed.
- Il faut aussi noter la réouverture rapide la Chine. Cela implique une croissance mondiale plus soutenue, une amélioration des derniers problèmes de production liés aux chaînes d'approvisionnement, mais aussi de nouvelles pressions inflationnistes potentielles sur les matières premières. La réouverture de la Chine abonde donc vers l'idée d'une croissance qui surprend à la hausse, tout comme l'inflation.

Politique monétaire

Nécessité de poursuivre les hausses de taux pour lutter contre la forte inflation

1- La Fed agit dans l'urgence pour maintenir la stabilité financière

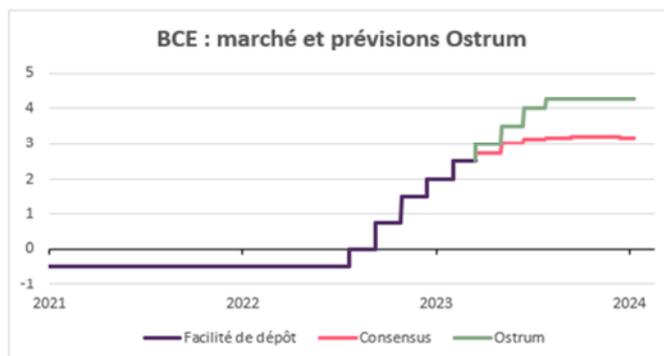
Lors du discours Humphrey Hawkins, Jerome Powell a signalé que la Fed était prête à accélérer le rythme de ses hausses de taux, en raison d'une inflation encore plus forte que prévu et d'un marché du travail extrêmement tendu, laissant la porte ouverte à une hausse de 50 pb en mars. Quelques jours après, les faillites des banques SVB et Signature System ont amené la Fed à prendre des mesures d'urgence, avec l'instauration d'une nouvelle facilité de prêts aux banques. Cela permet d'éviter une contagion à l'ensemble du système bancaire et de poursuivre ainsi les relèvements de taux de la Fed pour lutter contre la forte inflation. Le rythme devrait être de 50 pb, le 22 mars, puis 25 pb en mai, suivi d'un statu quo prolongé.



Date FOMC	Prev Ostrum	Chg.
22-mars-23	5.25	50
3-mai-23	5.50	25
14-juin-23	5.50	0
26-juil.-23	5.50	0
20-sept.-23	5.50	0
1-nov.-23	5.50	0
16-déc.-23	5.50	0

2- BCE : « L'inflation devrait rester trop forte, pendant une trop longue période »

Comme elle l'avait signalé en février, la BCE a relevé ses taux de 50 pb, le 16 mars, pour porter le taux de dépôt à 3 %. Cette fois-ci, elle s'est bien gardée d'indiquer ce qu'elle comptait faire la fois prochaine, insistant sur le fait que cela dépendrait des données. Elle surveille de près les tensions actuelles sur les marchés et se dit prête à agir si nécessaire pour garantir la stabilité des prix et la stabilité financière. Le maintien d'une inflation core élevée (4,6 % prévu en 2023, 2,5 % en 2024 et 2,2 % en 2025, selon les services de la BCE) plaide pour de nouvelles hausses de taux et le maintien prolongé en territoire restrictif. Nous anticipons encore 2 hausses de taux de 50 pb en mai et juin, puis 25 pb en juillet.



Date BCE	Prev Ostrum	Chg.
4-mai-23	3.50	50
15-juin-23	4.00	50
27-juil.-23	4.25	25
14-sept.-23	4.25	0
26-oct.-23	4.25	0
14-déc.-23	4.25	0

3- Kazuo UEDA devra normaliser la politique monétaire de la BoJ

Lors de son audition devant le Parlement en vue de sa confirmation, Kazuo Ueda s'est inscrit dans la continuité de la politique monétaire actuelle. La forte inflation n'est pas durable, puisque liée à des facteurs temporaires, comme la hausse des prix des biens importés. La BoJ n'est ainsi pas prête d'abandonner sa politique de taux d'intérêt négatif. En revanche, les paramètres de contrôle de la courbe des taux devraient être probablement modifiés d'ici l'été.

VUES STRATEGIE

Les Banques centrales entre inflation et risque bancaire

Les vues principales : le spectre du stress financier

L'horizon d'une économie qui paraissait résiliente, voire en surchauffe, s'est assombri avec les faillites bancaires aux États-Unis et la résurgence du stress financier sur certaines institutions européennes. Le réflexe des marchés est toujours d'envisager un allègement monétaire rapide, mais rien n'est moins sûr dans le contexte d'inflation forte. La volatilité s'installe. Les swap spreads, à court terme en particulier, s'écartent et appellent à une certaine prudence sur le crédit. La dette souveraine est en revanche recherchée.

Actifs risqués : premier coup de semonce

La volatilité a augmenté partout, y compris sur l'actif « sans risque ». La BCE refuse désormais de se prononcer sur ses prochains mouvements, ce qui devrait contribuer à réduire l'incertitude et la volatilité à court terme. Les marchés d'actions devraient se stabiliser, malgré la probable remontée progressive des taux à long terme à partir des niveaux de crise actuels. (vers 2,75 %-2,80 % sur le Bund). Les spreads de crédit semblent en mesure de se stabiliser grâce aux valorisations attrayantes, alors que le high yield devrait se tendre davantage. La dette souveraine émergente paraît épargnée et offre un potentiel de resserrement.

Nos attentes de marché

		16-mars-23	Prévisions		Vues	
			avr.-23	Dec-23		
Souverains internationaux						
Etats-Unis	Fed Funds	4.75	5.25	5.50	Les faillites bancaires aux Etats-Unis ont engendré une volatilité inouïe sur les rendements obligataires tombés à des niveaux très faibles au regard des fondamentaux et de nos projections. L'inflation sous-jacente reste élevée en Europe et aux Etats-Unis mais la trajectoire des taux d'intérêt est devenue plus incertaine. A court terme, cette volatilité devrait persister. Le T-note pourrait fluctuer entre 3,30 et 3,90% alors que le Bund tendrait de nouveau vers 2,75/2,80%. Le Gilt devrait suivre les marchés directeurs. La politique de la BoJ devrait évoquer prenant acte d'une inflation plus forte dans l'archipel. Cela conduira à des taux plus élevés au Japon.	
	10-ans	3.58	3.3/3.9	4.25		
Zone Euro	BCE, dépôts	3.00	3.00	4.25		
Allemagne	10-ans	2.29	2.75/2.80	3.25		
	30-ans	2.31				
Japon	10-ans	0.32	0.41			
Grande-Bret.	10-ans	3.43	3.60			
Souverains européens						
France	10-ans	2.83		3.85		
	Spread	54	52	60		
Italie	10-ans	4.19		5.50		
	Spread	190	170/195	225		
Espagne	10-ans	3.38		4.55		
	Spread	109	110	130		
Portugal	10-ans	3.21		4.25		
	Spread	92	70/100	100		
Les programmes d'émissions sont chargés, limitant le potentiel de resserrement des spreads souverains européens, surtout si la recherche de sécurité favorable au Bund s'estompé. A l'horizon d'un mois cependant, la détente de l'aversion pour le risque devrait permettre une réduction des spreads contre Bund. Nous jugeons que les spreads souverains sont proches des bornes hautes des fourchettes projetées à un mois. A plus long terme, l'effet du resserrement quantitatif et le programme chargé d'émissions souveraines et supranationales devraient engendrer un écartement modéré des spreads.						

	16-mars-23	Prévisions		Vues	
		avr.-23	Dec-23		
Crédit / Spreads					
Euro Inflation Swap 10-ans	2.42	2.50		<p>Crédit : le rally de début d'année s'est heurté à la volatilité induite par les faillites bancaires et les déboires pourtant prévisibles de Crédit Suisse. Nous projetons une certaine stabilité sur des niveaux de spreads larges sur l'IG et un léger écartement pour le HY.</p> <p>Inflation: l'inflation ralentit quelque peu, et la classe d'actifs reste mal-aimée.</p> <p>Dette externe EM : C'est la seule classe d'actif à avoir atteint rapidement son objectif de programme annuel d'émissions, ce qui constitue un important soutien. Les spreads ont bien résisté dans la phase de volatilité et offre un potentiel de resserrement.</p> <p>L'euro devrait remonter après la hausse de 50 pb des taux de la BCE et l'amélioration de la croissance. Au-delà de la volatilité actuelle, l'Euro Stoxx 50 reste soumis à un risque baissier à l'horizon de la fin d'année. Le pétrole plonge avec le regain d'aversion pour le risque mais l'équilibre du marché n'est pas assuré si le scénario de reprise en Chine se matérialise.</p>	
Libor OAS Spreads					
IG	111	108			
HY	436	451			
OAS Spreads vs. Souv					
IG	186		150/170		
BB	381		360/400		
EMBI Spread	495	450	450		
Devises/ Actions/ Matières premières					
EUR/USD	1.061	1.08	1.15		
Euro Stoxx	4117		3800		
Brent Oil Prices	74		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.

Achevé de rédiger le 17/03/2023

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



Un affilié de  NATIXIS
INVESTMENT MANAGERS