



Document destiné exclusivement aux investisseurs professionnels
Achevé de rédiger le 29/07/2022

La lettre du CIO, juillet 2022



Ibrahima Kobar, CFA

Directeur des gestions, Ostrum Asset Management

Quelle récession?

Le pivot inflation-croissance. Nous avons écrit, il y a deux mois, que le marché allait pivoter d'une obsession sur l'inflation à des craintes sur la croissance. Nous y sommes. Les chiffres des enquêtes envoient, finalement, des signes univoques de ralentissement et la courbe s'est considérablement ajustée depuis mi-juin, en particulier en anticipant des politiques monétaires beaucoup moins agressives à mesure que les données se détérioraient.

Si l'inflation, et sa résilience, ne font plus vraiment débat, les profils de croissance sur la seconde partie de l'année sont beaucoup plus discutés. La divergence des prévisionnistes est forte, signe d'un manque de visibilité croissant et source de volatilité sur les marchés. L'INSEE, par exemple, estime que les transferts budgétaires vont soutenir la consommation, et donc permettre d'éviter une récession. À l'opposé, des scénarios très pessimistes existent dans l'hypothèse, en particulier, d'un resserrement monétaire trop fort qui casserait la croissance.

S2 : image miroir de S1 ? Notre scénario est médian, avec un fort ralentissement, mais une récession qui reste « technique ». Dans ce cas, les Banques centrales lèveraient le pied sur leurs vellétés de monter les taux et reviendraient sur un mandat plus dual. Avec quelques mois de retard sur les marchés, l'obsession sur l'inflation se mâtinerait donc de craintes sur la croissance. Dans ce cas, le pic des taux souverains pour cette année serait alors derrière nous.

La vitesse du ralentissement est aussi un élément clef pour les actifs risqués. Paradoxalement, notre « récession technique » constitue plutôt un scénario constructif pour les actifs risqués, qui ont beaucoup souffert sur la première moitié de l'année. Les valorisations sont cohérentes avec un scénario économique très dégradé : si le ralentissement est mesuré et les ressernements monétaires ralentissent, cela pourrait donc constituer un appel d'air vers le haut.

La seconde moitié de l'année serait alors, en partie, une image miroir de la première moitié, avec des taux qui cessent de monter et des actifs risqués plus positifs.

Bien sûr, tout ceci implique que l'économie mondiale ne doive pas absorber une crise de plus : si, par exemple, la Russie arrête ses livraisons de gaz, la croissance mondiale, et particulièrement européenne, serait beaucoup plus affectée.

VUES SUR L'ÉCONOMIE

Vues économiques – trois thématiques pour les marchés

1- Croissance

Ça y est : les données se détériorent nettement, laissant peu de doute sur un ralentissement à venir. Ceci est tout sauf une surprise.

En revanche, l'ampleur du ralentissement fait débat et devrait conditionner à la fois la trajectoire des politiques monétaires et celle des actifs risqués.

2- Politique monétaire

Si les Banques centrales remontent les taux frénétiquement, deux éléments devraient, à terme, modifier cette trajectoire.

D'une part, l'inflation devrait se tasser, ne serait-ce que pour des effets de base, et la croissance devrait souffrir. Il est improbable qu'il y ait un point d'inflexion avant la fin de l'été

3- Inflation

Toujours la même histoire sur l'inflation, avec des chiffres qui restent très élevés. L'indice de surprise s'il reste aussi très élevé, montre néanmoins des signes de reflux.

L'inflation se généralise sur beaucoup de secteurs. Plus problématique : une boucle salaire-prix s'installe des deux côtés de l'Atlantique.

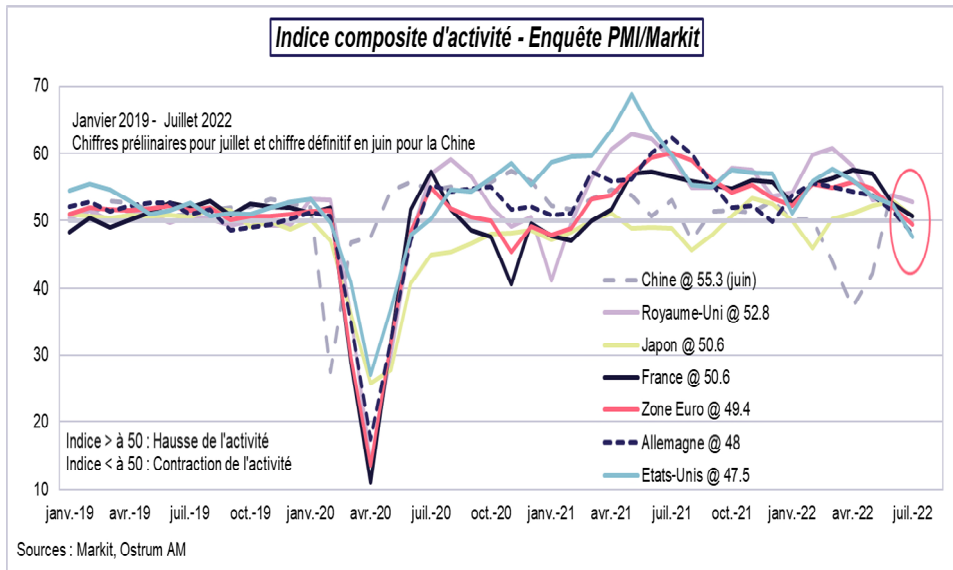
	Anticipations 2022										
	2021	Croissance (Moy. Annuelle)					Inflation (CPI)				
		Consensus Bloomberg		Ostrum			Consensus Bloomberg		Ostrum		
		Attentes	Variation sur 3 mois	Attentes	Ecart au consensus		Attentes	Variation sur 3 mois	Attentes	Ecart au consensus	
Monde	5.8	3.0	-0.5				7.1	1.2			
Etats-Unis	5.7	2.0	-1.2		2.4	0.4	8.0	1.1		7.3	-0.7
Zone Euro	5.2	2.7	-0.1		2.3	-0.4	7.5	1.0		7.3	-0.2
Royaume-Uni	7.2	3.4	-0.4		2.7	-0.7	8.6	1.5		8.3	-0.3
Japon	1.7	1.6	-0.5		1.2	-0.4	2.0	0.5		1.7	-0.3
Chine	8.1	4.0	-0.9		3.5	-0.5	2.3	0.1		1.7	-0.6

Source : Bloomberg & Ostrum

Principaux repères macroéconomiques : hausse du risque de récession et inflation toujours plus haute

1- Activité

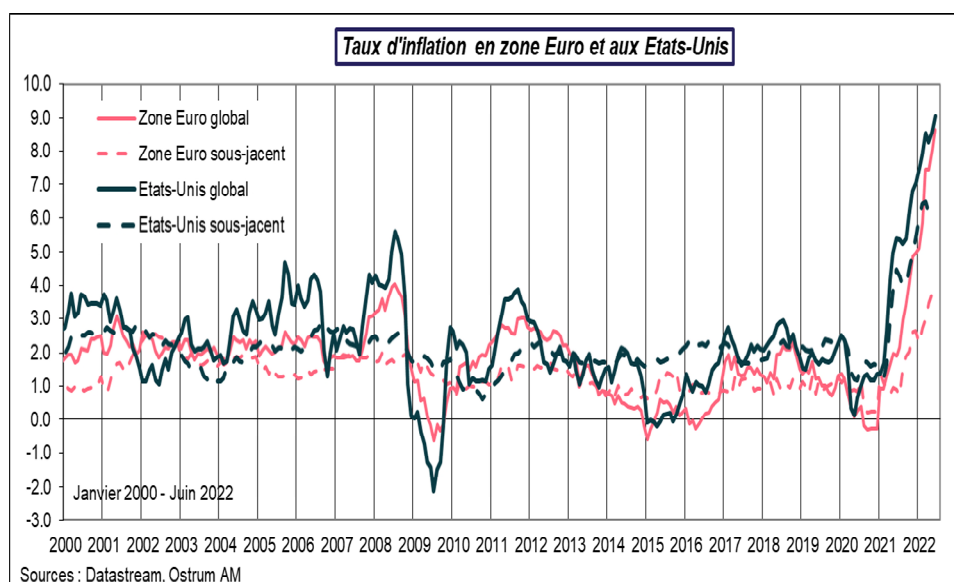
Les enquêtes menées auprès des chefs d'entreprises se sont dégradées en juillet. L'indice composite de l'enquête PMI-Markit est même devenu inférieur à 50 en zone euro, en Allemagne et aux États-Unis, signalant une contraction de l'activité. Le point d'inquiétude réside dans les composantes les plus avancées, comme les nouvelles commandes qui se contractent davantage, alors que les stocks ont nettement progressé, surtout en zone euro. En Allemagne, l'indice IFO a fortement baissé en juillet, et particulièrement les anticipations, en raison du risque plus important d'un arrêt des approvisionnements en gaz russe. La confiance des ménages a, quant à elle, atteint de nouveaux plus bas historiques en zone euro et aux États-Unis (indice de l'université de Michigan), notamment.. Le risque est une baisse de la consommation liée aux pertes de pouvoir d'achat dues à l'inflation. En Chine, l'effet de rattrapage en juin, lié à de moindres restrictions sanitaires, ne va pas perdurer, d'autant plus que le gouvernement adopte de nouveaux confinements locaux.



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. 29/07/2022

2- Inflation

L'inflation a continué d'accélérer en juin pour atteindre un plus haut historique en zone euro (8,6 %) et un nouveau plus haut depuis 40 ans aux États-Unis (9,1 %). La nette hausse des prix se diffuse à un plus grand nombre de secteurs, comme l'atteste la progression sur un an des indices de prix sous-jacents en zone euro et aux États-Unis, bien au-dessus des cibles de 2 % suivies par les Banques centrales. Cela résulte de la forte hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation, d'un rattrapage de la demande post covid et de la progression plus soutenue des salaires dans l'ensemble des pays et, de manière particulièrement marquée, aux États-Unis. Au cours des prochains mois, l'inflation devrait rester élevée, en raison notamment d'une contribution toujours forte des prix de l'énergie et de l'alimentaire.



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. 29/07/2022

Politique budgétaire : les gouvernements face à la hausse des prix énergétiques

1- Etats-Unis : Biden fragilisé

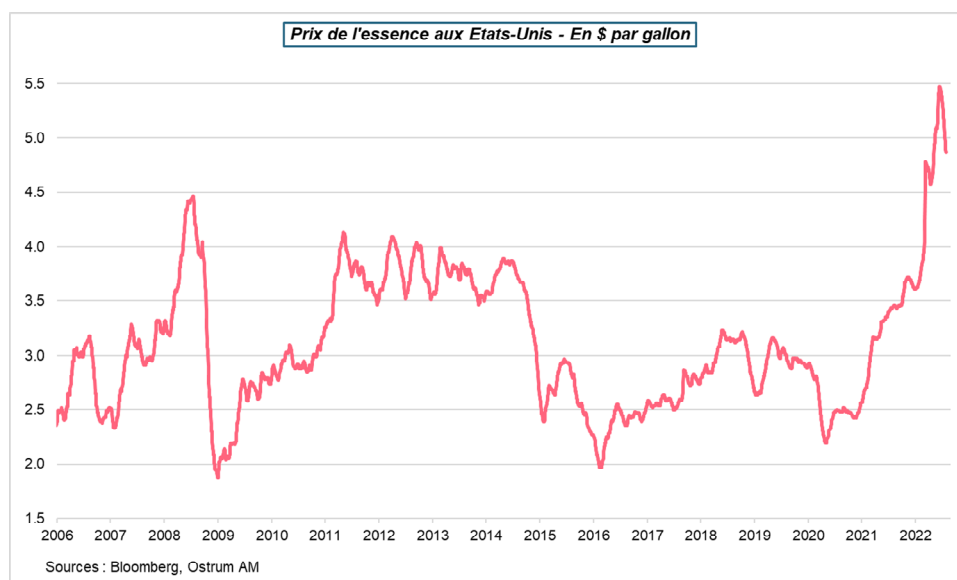
À l'approche des élections de Mid-term, Joe Biden est fragilisé par les pertes de pouvoir d'achat subies par les ménages, en conséquence de la nette accélération de l'inflation. La forte hausse du prix de l'essence sur des plus hauts historiques (proche de 5 \$ le gallon fin juillet) ne fait que le fragiliser davantage. Cela a motivé un voyage officiel au Moyen-Orient et, plus spécifiquement, en Arabie Saoudite, où les relations étaient très dégradées depuis l'affaire Khashoggi, pour tenter de la convaincre d'accroître sa production de pétrole. Joe Biden n'a obtenu aucune garantie.

2- Retour du risque politique en Italie

Suite à l'éclatement de la coalition d'union nationale, Mario Draghi a démissionné du poste de Président du Conseil et des élections législatives anticipées se tiendront le 25 septembre. Cette hausse du risque politique intervient au moment où l'Italie fait face à un risque accru de récession, à une crise énergétique amplifiée par sa forte dépendance à l'énergie russe et à la normalisation de la politique de la BCE (hausse des taux et arrêt des achats d'actifs, notamment italiens). Les investisseurs craignent que le nouveau gouvernement ne poursuive pas les réformes clés commencées par Mario Draghi pour amener la croissance sur une trajectoire plus élevée et bénéficier des nouvelles tranches de fonds de NextGenerationEU. Le spread italien risque ainsi de se dégrader beaucoup plus et tester ainsi le nouvel instrument de la BCE (TPI).

3- Pays émergents : payer sa dette ou se nourrir

La part des pays émergents de l'indice EMBIG en « détresse », c'est-à-dire avec un spread supérieur à 1 000 pb, est de 30 %, un plus haut depuis 2009. Les pays importateurs d'énergie et de produits alimentaires et très endettés en \$ sont particulièrement vulnérables.





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. 29/07/2022

Politique monétaire : priorité des Banques centrales à la lutte contre l'inflation élevée

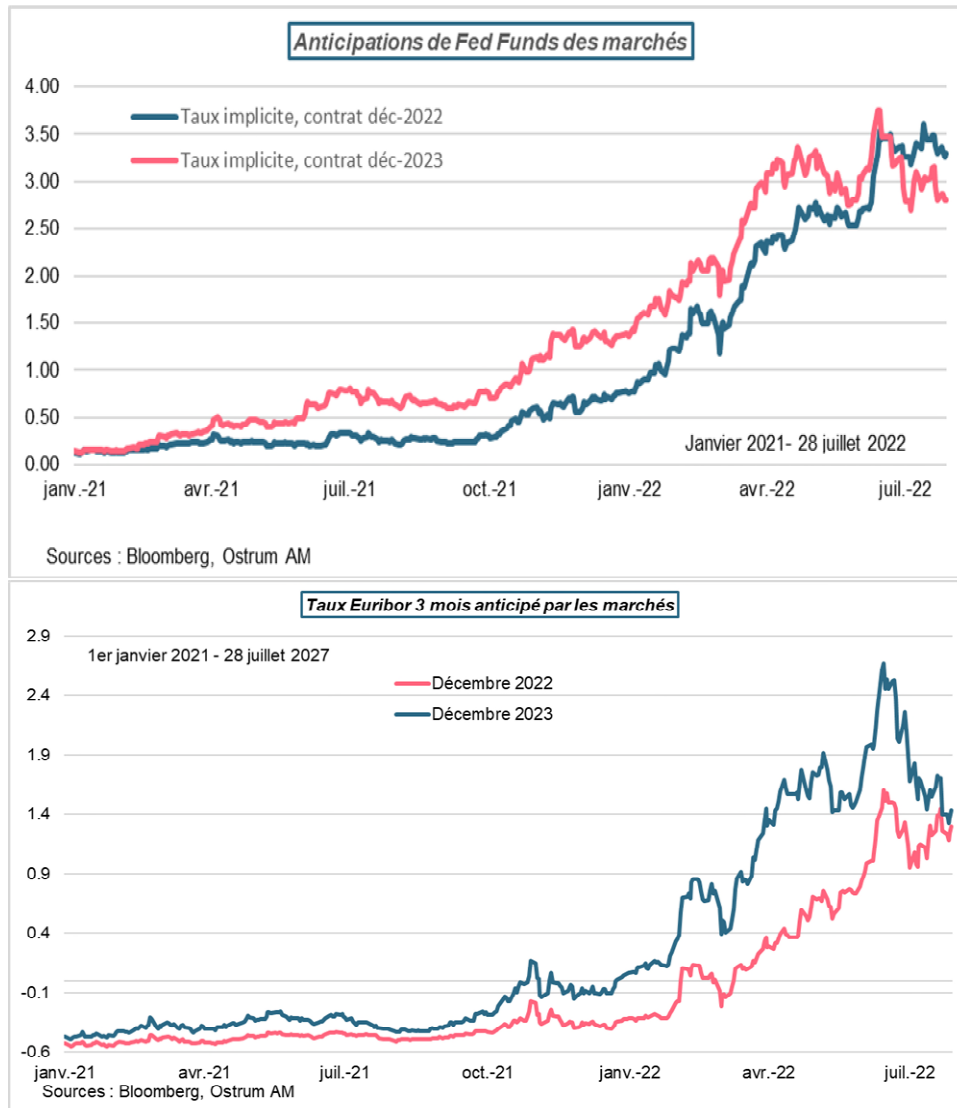
1- Très fort resserrement de la Fed

La Fed a relevé pour la 2^e fois consécutive ses taux de 75 points de base, le 27 juillet, pour porter la fourchette d'évolution des Fed funds à [2,25 %-2,50 %]. Sa priorité absolue est de lutter contre une inflation « beaucoup trop élevée » et, à cette fin, elle resserre rapidement sa politique monétaire pour qu'elle devienne restrictive. La Fed a indiqué qu'elle poursuivrait ses hausses de taux et la réduction de la taille de son bilan. Jerome Powell a signalé qu'en septembre, une nouvelle forte hausse de taux pourrait être nécessaire, mais que cela dépendrait des données. À un moment donné, « il deviendra probablement approprié de ralentir le rythme des hausses » de taux .

2- BCE : + 50 pb encore en septembre ? TPI testé ?

La BCE a relevé ses taux de 50 pb le 21 juillet, alors qu'elle avait préannoncé une hausse de 25 pb, lors de la réunion de juin. Elle met ainsi fin, un peu plus tôt que prévu, à la politique de taux négatif mise en place depuis 2013 (le taux de dépôt est à 0 %) et qui n'était clairement plus appropriée, en raison du risque d'une inflation persistante. Elle continuera ses hausses de taux lors des prochaines réunions, mais ne donne plus d'indication avancée sur l'évolution des taux directeurs. Elle pourrait les relever de nouveau de 50 pb en septembre, pour bien ancrer les anticipations d'inflation à long terme des ménages et des entreprises. Cette hausse plus forte qu'attendu a quasiment effacé les relèvements de taux anticipés par les marchés en 2023.

La BCE a annoncé un nouvel Instrument de Protection de la Transmission (TPI en anglais). Il sera activé pour « lutter contre une dynamique injustifiée et désordonnée » des taux d'intérêt empêchant la transmission de la politique monétaire à l'ensemble des pays de la zone euro. De taille illimitée, il sera activé pour les pays respectant certains critères, dont la soutenabilité budgétaire.



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. 29/07/2022

VUES SUR LES STRATEGIES DE MARCHÉ

Vues de marché synthétiques : sélectivité

Les actifs à spreads montrent un niveau de rendement beaucoup plus intéressant pour l'investisseur. Le niveau de portage est beaucoup plus élevé et conduit à se positionner sur certaines classes d'actifs, crédit HY, partie HY de l'EMBIG ou inflation, par exemple.

En contrepartie, la visibilité s'est réduite avec des craintes sur la croissance, dont la trajectoire devient plus incertaine. À cela il faut ajouter un marché dont la liquidité est extrêmement faible et qui est donc enclin à surajuster à la moindre nouvelle. Les stratégies de portage doivent donc être mises en place de manière sélective.

Recommandations d'allocation : un marché peu cohérent

Les primes de risque ne se sont pas déformées de manière homogène sur tous les marchés. Il en résulte des allocations différenciées sur les classes d'actifs qui compensent mieux pour le risque. Le crédit HY européen nous semble proposer des valorisations particulièrement attractives. Certains compartiments de l'EMBIG également. À l'opposé, l'introduction du TPI devrait éviter un trop fort écartement des spreads périphériques.

À court terme, le manque de liquidité sur les marchés, et donc le risque de mouvements erratiques, n'incite pas à consommer l'ensemble du budget de risque. La rémunération enfin nulle du monétaire est aussi un « game changer ».

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. 29/07/2022

1- Taux G4

- La Fed a augmenté ses taux de 75 pb à 2,5 % en juillet et envisage davantage de resserrement monétaire. La Fed semble prête à accepter une récession pour limiter l'inflation, ce qui contribue à inverser la courbe en pesant sur les taux longs. La neutralité prévaut.
- La BCE a monté les taux de 50 pb en juillet, mais peine à convaincre le marché de la poursuite du resserrement. Le Bund profite aussi du risque politique italien et de la croissance en berne. Nous sommes neutres sur le Bund.
- La BoE devrait relever ses taux de 50 pb en août, face à la hausse des prix. À l'inverse, la BoJ maintient sa politique en achetant des montants considérables pour plafonner le 10 ans à 0,25 %.

2- Autres taux souverains

- Le TPI ou nouvel outil anti-crise semble insuffisant pour contenir la pression sur les spreads italiens, notamment. Il convient de conserver un biais à l'élargissement des dettes périphériques en particulier l'Italie. Le BTP pourrait casser le plafond de 240 pb.
- Les spreads sur les pays core affichent une certaine stabilité et militent pour une position neutre vis-à-vis du Bund.
- Le fort rally des marchés directeurs (UST, Bund) a fait tache d'huile sur la plupart des courbes du G10 et mis un terme à la tendance à la hausse des taux. Plusieurs courbes sont fortement inversées comme au Canada ou en Suède. La neutralité est justifiée.

3- Inflation

- L'inflation (9,1 % en juin) reste trop élevée aux États-Unis. La baisse du pétrole et le durcissement monétaire poussent cependant les points morts à un niveau bas.
- En zone euro, l'inflation est au sommet à 8,6 % en juin. La BCE conditionne l'ampleur des hausses de taux à l'inflation. La valorisation nous conduit à une vue positive sur le point mort européen.
- Au Royaume-Uni, l'inflation devrait dépasser 10 % à brève échéance. Les taux réels vont remonter. La vue est plus constructive sur l'inflation japonaise, en raison de la faiblesse du yen.

4- Crédit

- Le marché du crédit offre sans doute des valorisations attrayantes, mais la prudence des intervenants, justifiée par le risque de récession, milite pour la neutralité.

- Le marché primaire fonctionne, mais requiert des primes à l'émission toujours plus élevées (au plus haut depuis mars 2020). L'aversion pour le risque prend le dessus sur les valorisations attrayantes.
- Le sentiment s'améliore sur le high yield, grâce à la réduction de la pression vendeuse. La liquidité est mauvaise dans les deux sens, ce qui occasionne de forts mouvements intra-journaliers.

5- Actions

- La croissance ralentit, la récession menacerait la profitabilité. Les discours des entreprises sont plus prudents. La croissance des BpA est très concentrée dans quelques secteurs.
- Les multiples ont corrigé (11,8x à 12 mois) et se situent sous leur moyenne de long terme. Le rendement des dividendes anticipés est à 3,7 %. Les marges élevées vont être sous pression, mais les bilans sont sains.
- Les volumes sont significatifs ; la capitulation n'est probablement pas actée ; les flux vendeurs s'atténuent. Nous projetons un Euro Stoxx 50 à 3 650 à la fin de l'année.

6- Pays émergents

- Le spread EMBIGD s'est dégradé le mois dernier, autour des 550 pb contre Treasuries. Les valorisations attrayantes ne compensent pas l'aversion pour le risque. Cela plaide pour une position de neutralité sur le spread qui devrait évoluer entre 500 et 570.
- Les rachats sur les fonds émergents se poursuivent, ce qui alimente l'élargissement malgré un marché primaire à l'arrêt. La liquidité reste médiocre.
- Les pays en difficulté, sont soutenus par le FMI et la BM, de sorte que les métriques de crédit se maintiennent. Nous privilégions une compression EM HY -EM IG.

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. 29/07/2022

Nos attentes de marché

		Prévisions		
		28-juil.-22	août-22	déc.-22
Souverain				
Etats-Unis	Fed Funds	2.50	2.50	3.25
	10-ans	2.68	2.7/3.1	3.25
Grande-Bret.	10-ans	1.87	2.00	
Japon	10-ans	0.21	0.24	
Zone Euro	BCE, dépôts	0.00	0.00	1.00
Allemagne	2-ans	0.25		
	10-ans	0.83	1.10	1.50
	30-ans	1.11		
France	10-ans	1.40		2.10
	Spread	58	56/60	60
Italie	10-ans	3.17		4.00
	Spread	235	190/240	250
Espagne	10-ans	1.99	2.30	2.80
	Spread	116	120	130
Portugal	10-ans	1.92		2.80
	Spread	109	105/120	130

		Prévisions		
		28-juil.-22	août-22	déc.-22
Crédit / Spreads				
Euro Inflation Swap 10-ans		2.48	2.35/2.65	2.50
Libor OAS Spreads				
	IG	104	106	
	HY	504	459	
	IG vs. Souv	189		185-190
	BB vs. Souv	465		450-465
	EMBI Spread	544	510-560	450-500
Change				
EUR/USD		1.02	1.03/1.05	1.15
Actions				
S&P 500		4072		
Euro Stoxx		3652		3650
FTSE 100		7345		
Matières premières / Volatilité				
Brent Oil Prices		106.74	120	80
Or		1756	1900	1900
VIX		22.33		20/35

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. 29/07/2022

Achévé de rédiger le 29/07/2022

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 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

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

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

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

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