



Document destiné exclusivement aux investisseurs professionnels
Achevé de rédiger le 16/12/2022

La lettre du CIO, décembre 2022



Ibrahima Kobar, CFA

Directeur des gestions, Ostrum Asset Management

2023, la revanche des taux ?

L'année 2022 aura été une « annus horribilis » pour les marchés. La grande majorité des classes d'actifs ont eu une performance négative : taux souverains, crédit et actions. Les investissements en taux ont particulièrement souffert : un portefeuille de Bund, par exemple, perdait presque 20 % au pire moment de l'année. C'est malheureusement une caractéristique des phases d'inflation importante, avec l'ensemble des classes d'actifs qui ont tendance à réagir de manière synchronisée et donc réduire tout effort de diversification.

L'année 2023 sera-t-elle plus clémente ?

Sur le plan économique, notre scénario est fondé sur deux idées principales. D'une part, la récession qui semble inévitable serait d'une ampleur limitée, avec en particulier peu de dégâts sur le marché de l'emploi. D'autre part, l'inflation devrait baisser : elle a déjà commencé, mais l'inertie qui s'installe ne permettra pas de retourner vers les 2 % souhaités avant la fin 2023. Les Banques centrales sont donc face à une activité qui montre des signes de résilience et une inflation qui reste trop élevée.

Résultat : une politique monétaire qui devrait rester restrictive toute l'année. Une grande partie des hausses de taux est derrière nous ; Fed et BCE devraient arrêter leurs hausses dans les mois qui viennent. Mais pour combien de temps ? Notre scénario économique, en particulier la trajectoire de l'inflation, plaide pour des taux qui restent élevés au moins jusqu'à la fin de l'année. Le marché est beaucoup moins convaincu.

Gagnant-gagnant ? Dans ce scénario, avec des Banques centrales qui ne bougent plus pendant plusieurs trimestres, les taux longs devraient s'ajuster. Ils offriraient – enfin ! – un portage décent. De plus, avec l'arrêt des hausses de taux, l'incertitude sur la trajectoire future s'estomperait, et avec elle la volatilité. Un cocktail bien plus appétissant pour l'investisseur où les deux composantes du couple rendement-risque seraient plus favorables.

Cerise sur le gâteau : nous attendons une hausse modérée du taux de défaut. Et donc, des spreads de crédit qui se resserrent, même s'ils ont déjà fait une grande partie du chemin sur le dernier trimestre 2022. Ce mouvement ajouterait toutefois de la performance.

2023 pourrait alors être l'année-revanche pour les produits de taux, après – il faut bien l'avouer – une année 2022 plus que difficile.

VUES SUR L'ÉCONOMIE

Trois thématiques pour les marchés

1- Politique monétaire

Fed et BCE ont ralenti leur hausses de taux. Toutefois, le cycle de hausses n'est pas encore fini : il reste 50 pdb pour la Fed et au moins 100 pdb pour la BCE.

À partir du T2, les deux Banques devraient s'arrêter et maintenir leur taux inchangés jusqu'à la fin de l'année.

Un environnement de taux élevés et stables.

2- Inflation

Les signes de reflux de l'inflation se multiplient des deux côtés de l'Atlantique.

La première question est la vitesse de baisse de l'inflation. Potentiellement élevée à cause d'effets de base importants.

La seconde question est l'atterrissage de moyen terme. Il est peu probable qu'on retourne à 2 % dans un avenir proche.

3- Récession

Les données économiques sont mixtes. Elles valident l'idée d'un ralentissement, mais qui resterait limité. Notre vue d'une récession d'ampleur limitée sur le T4 et le T1 reste le scénario le plus probable.

Le scénario d'une récession beaucoup plus grave semble de moins en moins plausible.

	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	1.8	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

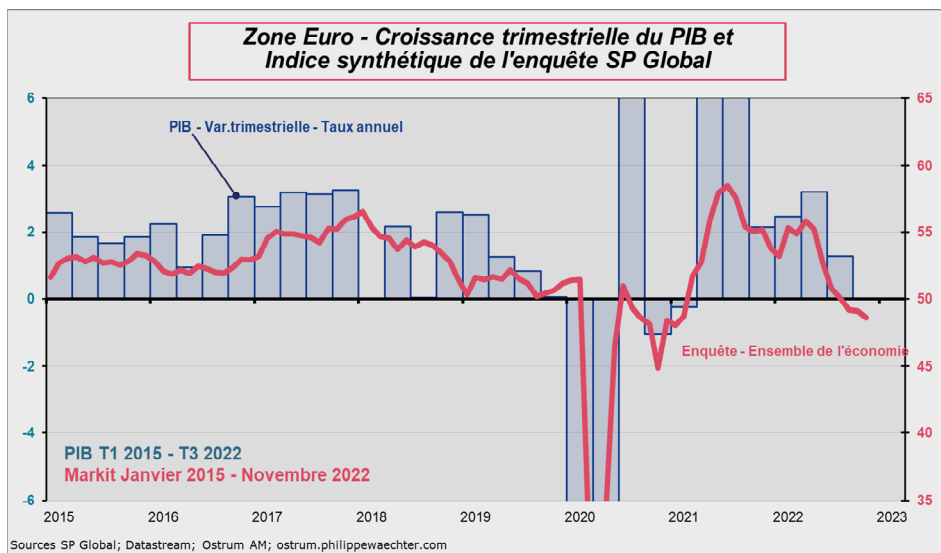
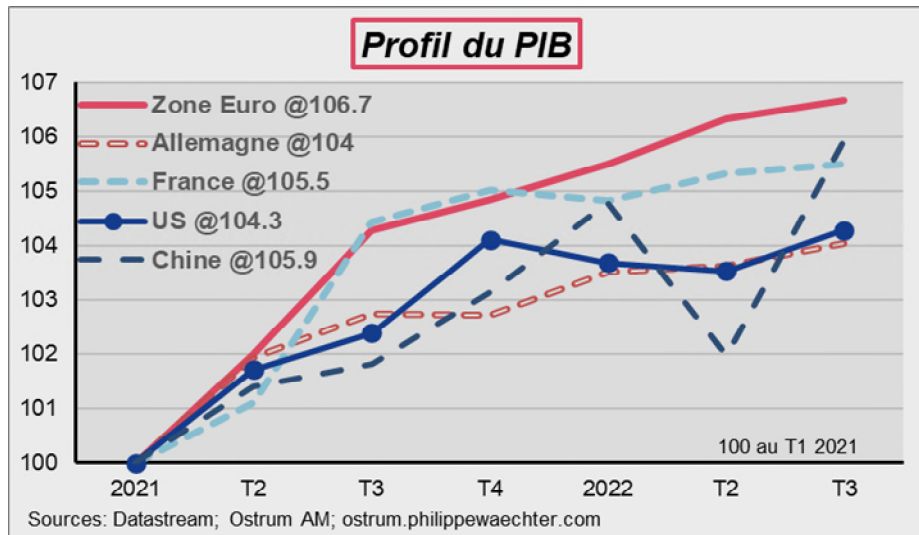
Source : Bloomberg & Ostrum

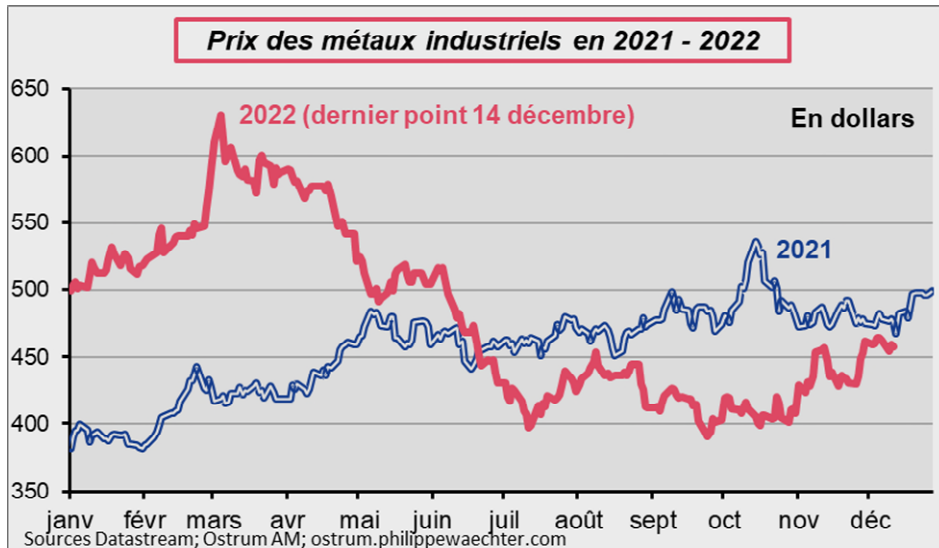
Principaux repères macroéconomiques

1- Activité

- Jusqu'à présent, l'activité économique a été plutôt robuste au sein des pays développés.
- La raison principale est, en Europe, une politique budgétaire contracyclique qui a soutenu la demande privée, malgré le choc énergétique. Cette mutualisation du choc a permis de ne pas trop pénaliser le pouvoir d'achat des revenus.
- Aux US, la demande privée a continué de croître, mais à un rythme modéré. Le PIB depuis le début de l'année a commencé par se réduire pendant deux trimestres avant de rebondir durant la fin de l'été et le début de l'automne.
- Néanmoins, les signaux sur le cycle en zone euro restent préoccupants, les chefs d'entreprise ont une perception un peu pessimiste des prochains mois.
- Ceci est cohérent avec l'allure modérée des matières premières industrielles. Le pic du début d'année s'est amoindri.
- À court terme, deux risques. Le premier porte sur l'immobilier. Ce secteur a bénéficié de conditions financières très favorables ; ce n'est plus le cas et les transactions ralentissent franchement.

- Le deuxième risque est la Chine. La décision de lever la politique 0-covid a été prise parce que le cycle est médiocre et que l'immobilier s'infléchit nettement. L'absence d'immunité collective et le bas taux de vaccination vont engendrer un risque de forte contamination. Cela pourrait se traduire par des disruptions sur les chaînes de production chinoise.

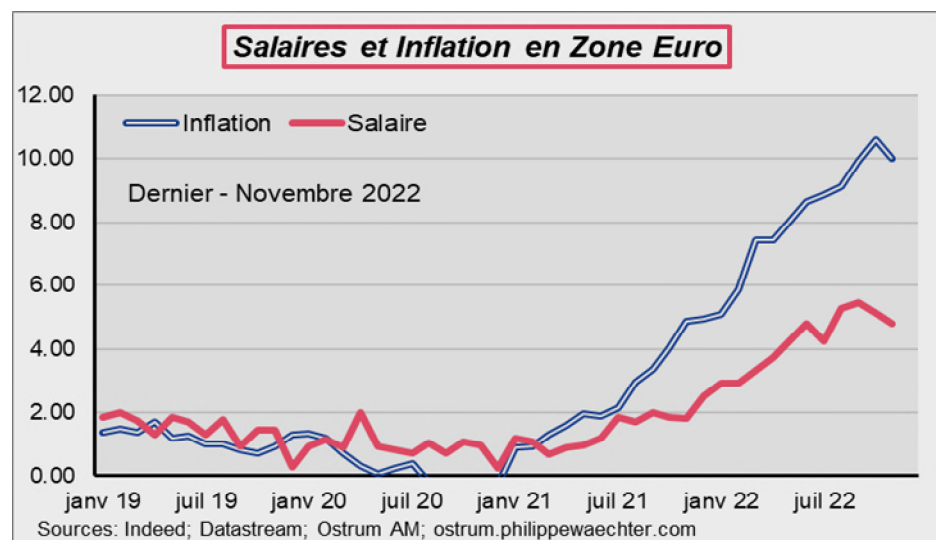
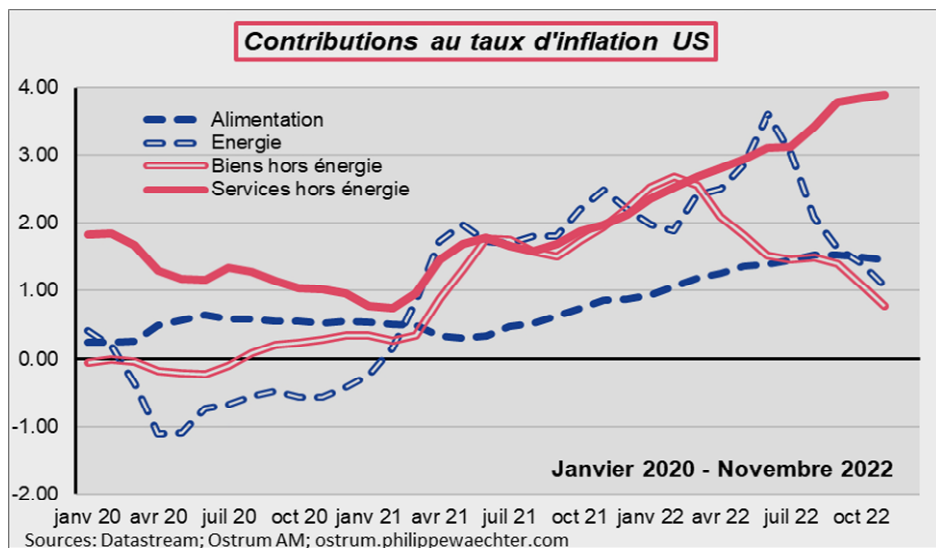
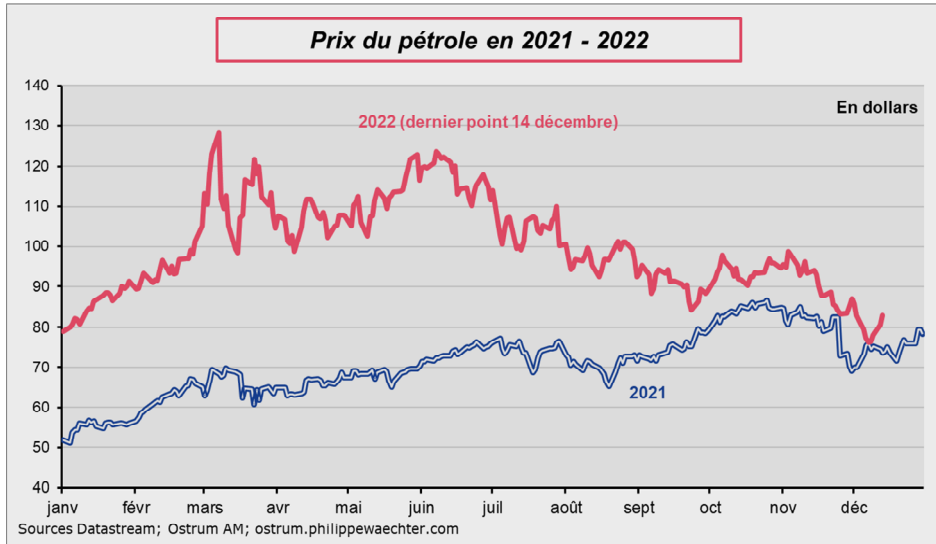




Les analyses et les opinions mentionnées représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. 16/12/2022

2- Inflation et politiques économiques

- Les tensions inflationnistes se réduisent assez nettement. Le prix du pétrole est comparable à son niveau de l'an dernier et les prix des matières premières industrielles sont un peu en-dessous de 2021.
- Ce point s'observe sur les prix de production qui sont négatifs en novembre en Chine sur un an, qui ralentissent vivement aux US à 8 %. En zone euro, le profil a changé. Leur variation a franchement ralenti en octobre.
- Cela se traduit aux US par une inflexion significative de la contribution de l'énergie. Ce n'est pas encore le cas en zone euro en raison du prix du gaz dont l'allure a un peu brouillé les cartes en 2022.
- Aux, US, l'inflation a ralenti pour le 5^e mois consécutif. Seule la composante des services progresse désormais. Cela traduit les effets de l'immobilier et de la hausse des salaires. D'où l'obsession de la Fed de peser sur l'allure des rémunérations pour ne pas prendre le risque de voir l'inflation s'inscrire dans la durée.
- En zone euro, la dynamique des salaires se fait moins vive cette automne, traduisant l'absence d'une boucle prix-salaire. Le ralentissement de l'inflation reflète principalement la moindre contribution de l'énergie ; les prix étaient déjà élevés il y a un an et ils ralentissent, comme le montre le prix du pétrole.
- Néanmoins, la diffusion du choc énergétique dans l'économie oblige encore la BCE à rester vigilante.

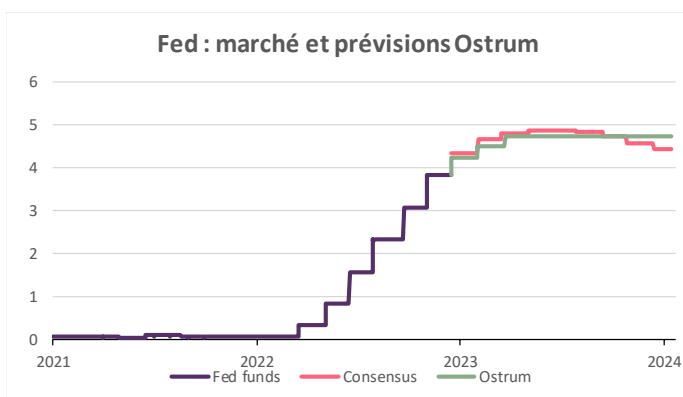


Les analyses et les opinions mentionnées représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. 16/12/2022

Politique monétaire : des taux toujours plus élevés et plus longtemps en territoire restrictif pour lutter contre la forte inflation

1- Fed : « Maintenir le cap jusqu'à ce que le travail soit fait »

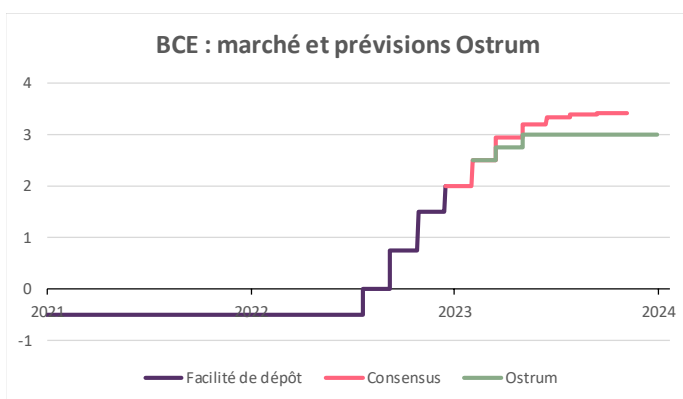
Compte tenu de l'ampleur des hausses de taux réalisées et du retard avec lequel la politique monétaire se transmet à l'économie réelle, la Fed a ralenti le rythme de ses relèvements à 50 pb en décembre, après 4 hausses consécutives de 75 pb. La Fed va continuer d'augmenter ses taux, afin de rendre la politique monétaire suffisamment restrictive. Les membres du FOMC ont ainsi revu leurs prévisions des Fed funds à 5,1 % en 2023 (contre 4,6 % en septembre). Le bilan va également poursuivre sa baisse significative. Nous anticipons un pic de la fourchette des Fed funds à [4,75 %-5 %] en mars.



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 : Des hausses de taux de 50 points de base et QT à partir de mars

La BCE a été très claire lors de la réunion de décembre. Si elle ralentit le rythme de hausse de taux à 50 pb, cela ne constitue en rien un « pivot », compte tenu de la forte révision en hausse des perspectives d'inflation (6,3 % en 2023, 3,4 % en 2024 et 2,3 % en 2025). Les taux vont continuer d'augmenter significativement à un rythme régulier (50 pb dit explicitement), afin d'atteindre un niveau suffisamment restrictif. Ils s'y maintiendront suffisamment longtemps pour permettre un retour de l'inflation vers les 2 %. La réduction de la taille du bilan s'opèrera à partir de début mars, de manière progressive, par le non réinvestissement d'une partie des tombées de l'APP, au rythme de 15 Mds d'euros par mois. Ce rythme sera revu tous les trimestres.



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- Autres banques centrales

Après avoir augmenté leur taux de manière très agressive, les Banques centrales ralentissent un peu le pas, tout en indiquant continuer le resserrement compte tenu d'une inflation encore trop forte. La BoE a ainsi relevé ses taux de 50 pb. Les dissensions deviennent plus importantes avec la récession qui se profile, 2 membres ayant voté pour un statu quo et 1 pour 75 pb. La Chine, quant à elle, n'est pas pressée d'assouplir davantage sa politique.

VUES SUR LES STRATEGIES DE MARCHÉ

Les Banques centrales n'ont pas fini leur travail

Les vues principales : Les Banques centrales confrontées à la détente des conditions financières

Les Banques centrales peinent à convaincre les marchés financiers de la nécessité de poursuivre les hausses de taux, compte tenu de la baisse anticipée de l'inflation. L'inflation reste néanmoins trop élevée par rapport aux cibles. Les courbes de taux sont inversées en dépit du resserrement quantitatif et des besoins de refinancement des états à venir. Les autorités monétaires font face à une détente des conditions financières qui semble contre-productive dans la lutte contre l'inflation. L'ajustement à la baisse du dollar accompagne le rebond des actifs risqués.

Actifs risqués : un rebond excessif à court terme ?

Les valorisations du crédit et des actions ont corrigé les décotes excessives du début de l'automne. Ces marchés ne présentent plus de sous-valorisation évidente. La baisse de l'aversion pour le risque a permis une réouverture du marché primaire sur l'IG européen avant l'arrêt saisonnier des transactions en décembre. Il faudra toutefois absorber l'annonce du QT de la BCE et la concurrence des émissions de dettes souveraines en début d'année. Les rendements obligataires devraient reprendre leur hausse en début d'année. Le risque inflationniste n'est pas bien pris en compte par les marchés. Les marchés d'actions ont intégré la fin des restrictions liées au Covid en Chine et la résilience de l'activité économique en Europe. Le ralentissement de l'hiver devrait peser.

Nos attentes de marché

		15-déc.-22	Prévisions		Vues
			janv.-23	Dec-23	
Souverain					
Etats-Unis	Fed Funds	4.50	4.50	5.00	La Fed a réduit son rythme de hausses à 50 ppb, mais a relevé son taux final à 5,125 %. Les investisseurs ne le croient pas (contrat futur Fed Dec-2023 à 4.375%).
	10-ans	3.45	3.7/3.75	4.50	
Grande-Bret.	10-ans	3.24	3.30		Emissions nettes importantes en décembre de 13 milliards £.
Japon	10-ans	0.26	0.28		Maintien de la politique de ciblage du taux d'intérêt à 10 ans nippon.
Zone Euro	BCE, dépôts	2.00	2.00	3.00	Pivot "Hawkish" de la BCE.
Allemagne	10-ans	2.08	2.20	3.00	Cap européen à 60 \$ sur les prix du pétrole russe a fait baisser les prix du brut, pesant à la baisse sur les taux européens.
	30-ans	1.89		2.90	
France	10-ans	2.59	2.70	3.60	La question sur la trajectoire budgétaire italienne reste d'actualité, malgré la baisse rapide des taux d'intérêt italiens dans le mouvement "risk-on". Vue négative sur la France à cause du resserrement du spread et du montant important des émissions à venir.
	Spread	51	50	60	
Italie	10-ans	4.17		5.75	La question sur la trajectoire budgétaire italienne reste d'actualité, malgré la baisse rapide des taux d'intérêt italiens dans le mouvement "risk-on". Vue négative sur la France à cause du resserrement du spread et du montant important des émissions à venir.
	Spread	208	183/220	275	
Espagne	10-ans	3.16	3.30	4.28	important des émissions à venir.
	Spread	108	110	128	
Portugal	10-ans	3.07	3.15	4.05	La faiblesse du dollar devrait bénéficier à la classe d'actif.
	Spread	99	95	105	
Crédit / Spreads					
Euro Inflation Swap 10-ans		2.51	2.5/2.7	2.50	Manque d'appétit pour la classe d'actif.
Libor OAS Spreads					La très bonne performance du crédit depuis plusieurs mois nous conduit à une attitude plus prudente à court terme, le resserrement des spreads nous semble un peu optimiste.
	IG	99	100		
	HY	420	434		
OAS Spreads vs. Souv					A horizon fin 2023, il reste un potentiel de resserrement plus évident, même s'il est limité.
	IG	167		160	
	BB	358		370	
EMBI Spread		460	425-450	450	
Change					
EUR/USD		1.06	1.08	1.00 / 1.05	L'affaiblissement du dollar profite à l'euro.
Actions					
Euro Stoxx		3836		3800	
Matières premières / Volatilité					
Brent Oil Prices		81.54		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. 16/12/2022

Achevé de rédiger le 16/12/2022

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



Un affilié de  NATIXIS
INVESTMENT MANAGERS