

PERSPECTIVES OSTRUM NOVEMBRE 2022

Conclusions du comité d'investissement stratégique
mensuel

Amplifier votre
pouvoir d'agir

LA LETTRE DU CIO

L'autre côté de la vallée ?



Ibrahima Kobar
CIO Ostrum

Les données économiques tendent à valider notre scénario économique. L'activité, si elle se tasse, ne montrent pas d'effondrement. L'idée d'une récession d'ampleur limitée, moins d'un point de baisse semble toujours pertinente. Les chiffres d'inflation, eux, montrent toujours une inertie importante et laissent entrevoir une décrue lente l'année prochaine. Une situation économique médiocre donc.

Dans ce contexte morose la belle performance récente des actifs risqués peut surprendre.

La première raison est le fameux « pivot » des banques centrales. Comme attendu, un ralentissement du rythme de hausses se dessine dans le monde, notamment avec la Fed et la BCE qui signalent des hausses futures plus petites. Toutefois, la persistance de l'inflation ne permettra pas de rebaisser les taux rapidement : le « pivot » n'est donc que l'attente d'une prochaine stabilisation des taux, pas une baisse.

La deuxième raison est lié au scénario implicite du marché beaucoup plus pessimiste que le nôtre avec notamment des primes de risques à des niveaux très élevés, en particulier sur le crédit. Des nouvelles économiques médiocres constituent aussi des nouvelles meilleures qu'attendue par le marché, et donc paradoxalement un support.

Où va-t-on ? La question est alors de savoir si le marché sera myope et regardera la récession dans laquelle nous entrons, ou s'il regardera « l'autre côté de la vallée », la reprise attendue l'année prochaine après une récession limitée.

Nous pensons que la hausse des taux longs est en grande partie derrière nous la courbe devrait rester très plate l'année prochaine et la volatilité enfin baisser avec l'arrêt des hausses de taux. En attendant nous restons prudents, l'ajustement à la hausse n'est pas encore fini. Sur les actifs risqués notre argument d'une prime de risque très confortable s'est érodé avec le rally récent alors que l'épée de Damoclès d'une crise grave cet hiver n'est pas exclu. A court terme il convient donc d'être prudent même si à un horizon plus lointain les niveaux actuels constituent toujours des points d'entrée.

VUES ÉCONOMIQUES

TROIS THÉMATIQUES POUR LES MARCHÉS

1 POLITIQUE MONÉTAIRE

Ca y est, les banques centrales signalent un ralentissement des hausses de taux, ce qui a en partie rassuré les marchés.

Nous restons néanmoins sur notre vue : les hausses ne sont pas finies même si elles ralentissent. Et les taux resteront durablement élevés au cours de l'année prochaine.

Le « pivot » est donc tout relatif.

2 INFLATION

Certains signes très avant coureurs tendent à montrer un possible point d'inflexion : matières premières, prix industriels en Chine, etc...

Tout ceci prendra beaucoup de temps et les chiffres européens en particulier restent beaucoup trop dynamiques pour le confort des banques centrales.

3 RÉCESSION

Les données économiques continuent de montrer une certaine résilience, même si une récession semble inévitable.

La question est alors de savoir l'ampleur de cette récession, alors que les marchés ont des valorisations cohérentes avec un scénario extrêmement noir.

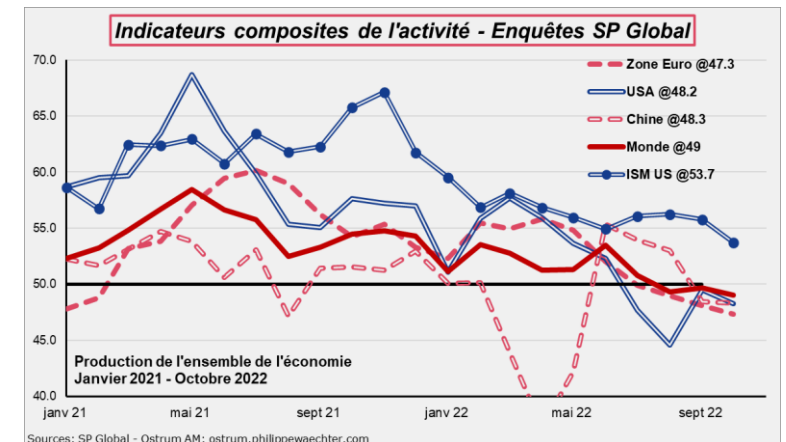
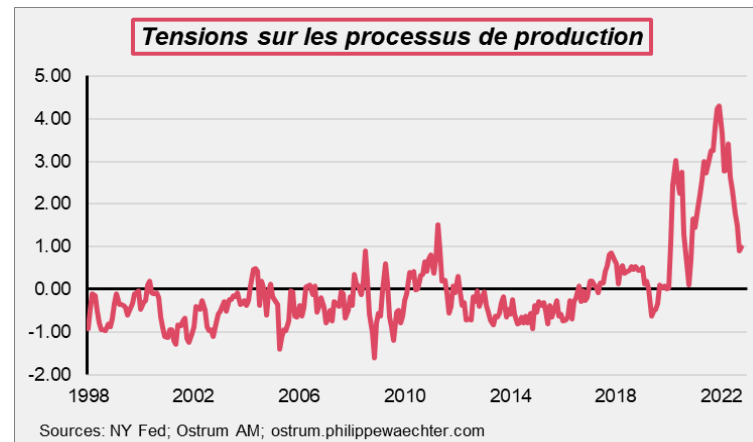
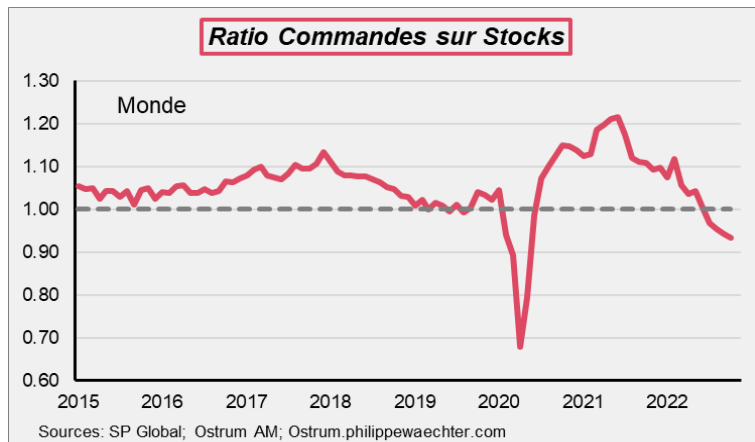
Il est peu probable que l'on ait une réponse claire à cette question avant la fin de l'année.

	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	-0.7	↓	0.5	0.1	4.1	0.4	↑	3.5	-0.6
Zone Euro	3.1	-0.1	-1.0	↓	0.4	0.5	5.6	1.7	↑	4.5	-1.1
Royaume-Uni	4.2	-0.5	-1.1	↓	-0.2	0.3	6.3	0.9	↑	6.0	-0.3
Japon	1.6	1.4	-0.2	↓			1.6	0.3	↑		
Chine	3.3	4.8	-0.5	↓	4.0	-0.8	2.4	0.1	↑	1.5	-0.9

Source : Bloomberg & Ostrum

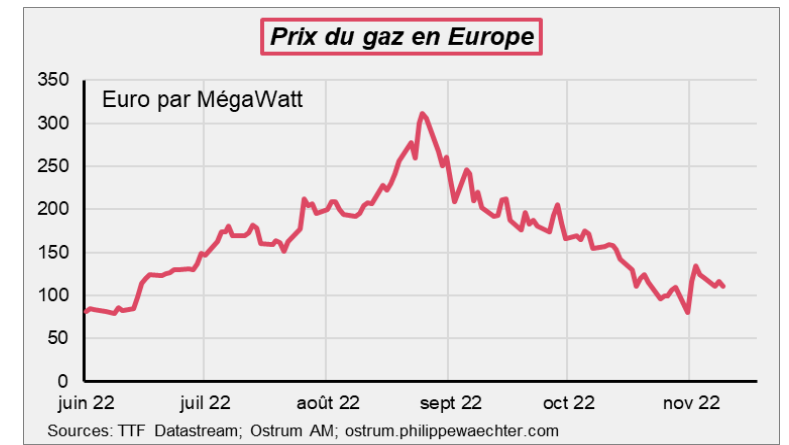
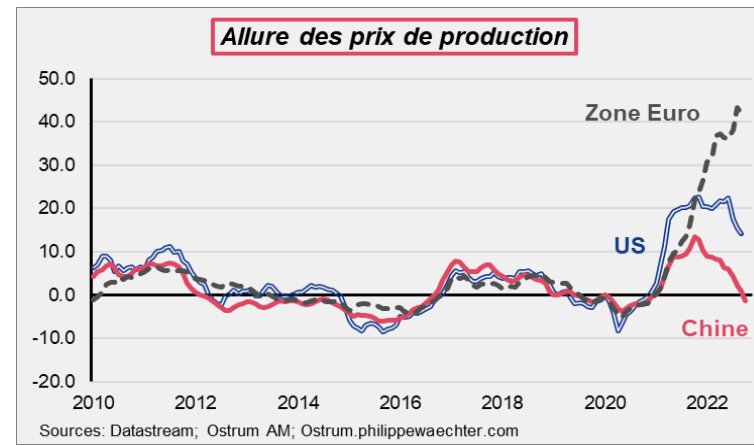
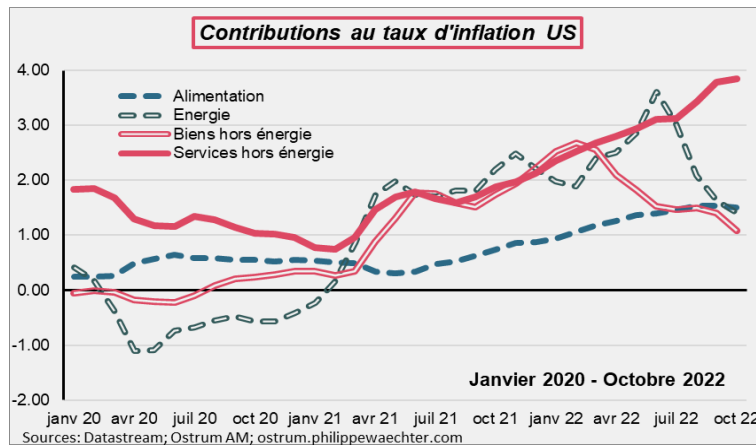
POINTS MACROÉCONOMIQUES : ACTIVITÉ

- Le cycle économique continue de s'infléchir. A l'échelle globale, dans le secteur manufacturier, le ratio des commandes sur stocks s'installe au-dessous de l'unité.
- Les tensions qui avaient été fortes au printemps et à l'été 2021 se sont estompées rapidement depuis la fin du printemps 2022.
- Ce changement dans la dynamique globale se constate également sur le prix des transports. Le prix de location des containers a franchement chuté pour les parcours entre la Chine et les US.
- On observe également que les tensions au sein de l'appareil productif se réduisent aussi très rapidement.
- En d'autres termes, l'économie globale est en train de se réajuster après la période d'euphorie et de tensions qui a suivi la sortie de la pandémie. On le voit d'ailleurs sur les indicateurs relatifs à l'activité dans les enquêtes SP Global et ISM.
- Cet ajustement va se traduire par une réduction des tensions et le passage par une récession autour de la fin d'année 2022 tant aux US qu'en Europe.



POINTS MACROÉCONOMIQUES : INFLATION ET POLITIQUES ÉCONOMIQUES

- Les tensions s'estompent avec le ralentissement de l'activité.
- Ce point est très visible sur l'évolution des prix de production. Le repli du prix des matières premières notamment se constatent d'abord en Chine et commencent à s'observer aux US.
- Cela est un signal fort suggérant que les tensions sur les prix à la consommation vont s'estomper aux US. La Fed pourrait ne plus avoir à être aussi restrictive dans ses mouvements de hausse de taux que dans un passé récent.
- Ils sont déjà bas en Chine compte tenu des contraintes portant sur la demande interne.
- L'Europe n'a pas ces mêmes perspectives. Les prix de production continuent de progresser vivement. Cela traduit toujours et encore la crise énergétique que traverse le vieux continent.
- La baisse récente du prix du gaz maintient les prix bien au-dessus de ceux qui étaient observés avant la pandémie. Les prix resteront élevés car l'offre de gaz est limitée et que les besoins européens sont encore très importants.
- La question de la persistance de l'inflation se pose donc avec plus de pertinence en Europe qu'ailleurs.



VUES STRATÉGIE

La lumière au bout du tunnel

Vues de marché synthétiques : Le début du *fine-tuning* monétaire

Le rythme du resserrement monétaire mondial semble s'atténuer, contribuant ainsi une embellie sur les actifs risqués sur le mois écoulé. Les prix de l'énergie ont reflué, ce qui réduit sans doute le risque d'une récession brutale en Europe. Toutefois, l'incertitude demeure quant à la décélération des prix. L'inertie de l'inflation pourrait justifier des hausses de taux supplémentaires en 2023, notamment aux Etats-Unis.

Les rendements obligataires devraient encore s'ajuster mais dans un environnement de volatilité moins forte, ce qui favorise le retour sur les actifs à spreads. La saison des résultats de bonne facture au T3 n'efface pas le risque de compression des marges.

Actifs risqués : la lumière au bout du tunnel

Les valorisations du crédit et des actions semblent déjà intégrer une dégradation des fondamentaux, de sorte qu'une récession d'une ampleur limitée ne serait pas un obstacle à une surperformance des actifs risqués. L'aversion pour le risque diminue. Les flux sur les actions européennes ou le high yield américain suggèrent une inflexion haussière. La détente du dollar s'avérerait un puissant catalyseur pour le redressement des marchés mondiaux.

POLITIQUE MONÉTAIRE

Des taux toujours plus hauts pour contrer la forte inflation

1 FED : TAUX TERMINAL PLUS ÉLEVÉ

La Fed a relevé ses taux de 75 pb pour la 4^{ème} fois consécutive et laissé présager d'un ralentissement du rythme de resserrement monétaire dès le mois de décembre ou février. La Fed prendra en compte les relèvements de taux cumulés ainsi que le décalage avec lequel la politique monétaire affecte l'activité et l'inflation. Pour autant, Jerome Powell a indiqué que pour enrayer la forte inflation, les taux devraient probablement augmenter à un niveau plus élevé que ce qui était attendu en septembre. Nous anticipons +50 pb en décembre 2022 puis deux hausses de taux de 25 pb.

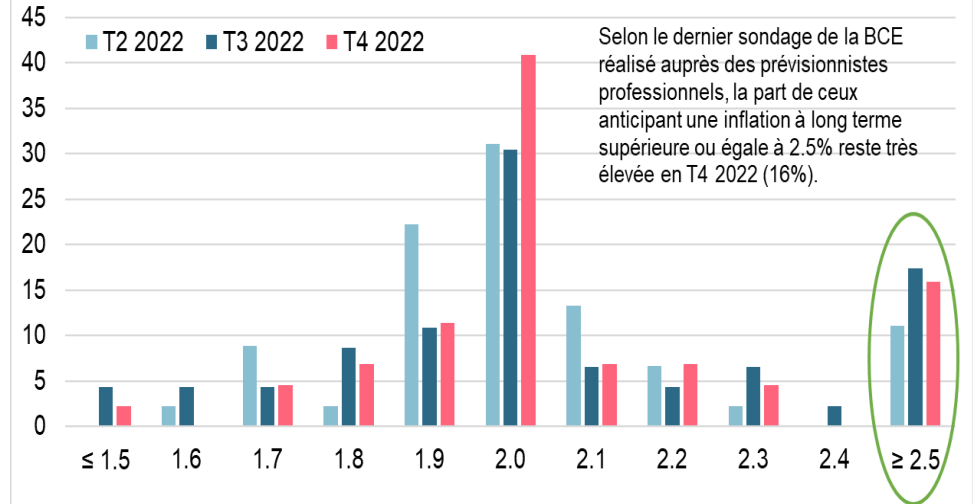
2 BCE : ANNONCE DU QT EN DÉCEMBRE

La BCE a augmenté ses taux de 75 pb pour la 2^{ème} fois consécutive et prévoit de continuer de les relever afin de faire face à une inflation beaucoup trop forte. Pour être en ligne avec la normalisation de la politique monétaire et assurer une bonne transmission de celle-ci, la BCE a également modifié les conditions applicables aux TLTRO 3 afin de les rendre moins attrayantes. Christine Lagarde a par ailleurs indiqué que les grandes lignes concernant la réduction de la taille de son bilan seront présentées en décembre pour une application plus tardive.

3 AUTRES BANQUES CENTRALES

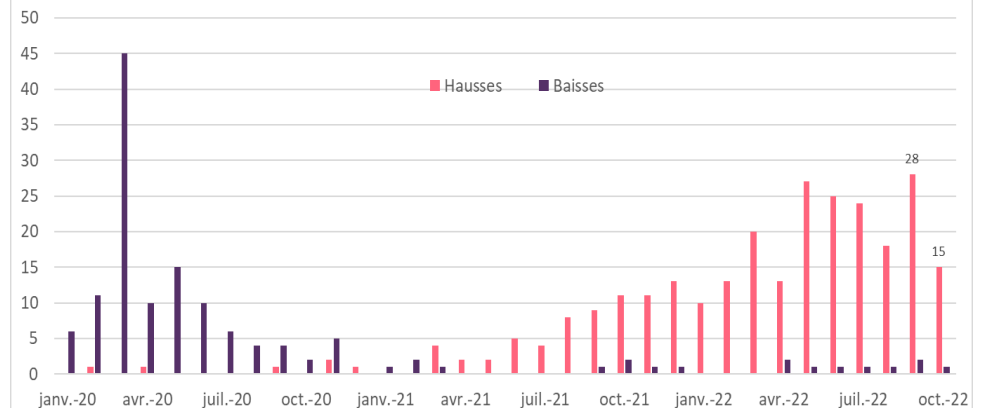
Après les fortes turbulences créées par le gouvernement éphémère de Liz Truss, ayant obligé la Banque d'Angleterre à intervenir en urgence, celle-ci a procédé à sa plus forte hausse de taux depuis 30 ans : +75 pb, pour porter son taux directeur à 3% (7 votes contre 2). Elle a également commencé la réduction de son bilan. En revanche, la Banque du Canada et la Banque d'Australie ont ralenti le rythme de resserrement monétaire [+50 pb et +25 pb respectivement].

Distribution des anticipations d'inflation à long terme (%)



Sources : BCE, Ostrum AM

53 banques centrales dans le monde : nombre de hausses et baisses des taux par mois



Sources : Bloomberg, Ostrum AM

Taux G4

01

La Fed réduira probablement son rythme de resserrement monétaire mais le point haut des taux sera probablement plus élevé compte tenu de la vigueur du marché du travail. Un biais vendeur de Treasuries reste approprié.

02

En zone euro, l'inflation forte requiert un durcissement monétaire. La BCE devrait relever son taux vers 3% au printemps prochain. Le besoin de financement en Allemagne va augmenter en 2023, ce qui alimente le risque haussier.

03

L'annonce du budget mi-novembre pourrait raviver la volatilité sur le Gilt que la BoE tente de calmer, malgré la nécessité de combattre l'inflation. Nous recommandons une position vendeuse de Gilts.

Autres taux souverains

01

La volatilité du Bund semble sans effet sur les spreads souverains qui se sont plutôt réduits malgré le soutien budgétaire prolongé en France ou en Italie. Les spreads évoluent dans leur moyenne basse sur les principaux marchés. L'OAT et le BTP semblent chers.

02

Le swap spread s'est détendu, ce qui profite à la classe d'actifs de manière générale. La rareté du collatéral est moins prégnante depuis quelques semaines.

03

Dans l'univers G10, l'inflexion dans le rythme de hausses s'observe en Australie, au Canada ou encore en Norvège. Cependant, l'ajustement n'est pas terminé en Suède et en Nouvelle-Zélande où nous optons pour un biais vendeur.

Inflation

01

L'inflation ralentit progressivement aux États-Unis grâce à l'énergie, mais l'inflation sous-jacente reste soutenue (6.5 %). La politique de la Fed contraint la hausse des points morts à long terme (neutralité).

02

En zone euro, l'inflation dépasse 10 % et les surprises haussières s'accumulent. Les points morts ont rebondi mais conservent un potentiel d'élargissement à l'horizon de la fin d'année.

03

Au Royaume-Uni, l'ambiguïté de la BoE quant au risque d'inflation laisse perplexe et entretient une volatilité élevée. La prudence commande de rester neutre sur les points morts.

Crédit

01

Le ralentissement attendu a un impact réduit jusqu'à présent sur les révisions de notes. Le sentiment s'est amélioré. Nous anticipons un léger élargissement des spreads sur le mois à venir même si les perspectives à plus long terme sont meilleures. .

02

Les émissions reprennent après la période de blackout au bénéfice de la détente des spreads mais les primes à l'émission restent élevées, notamment dans le secteur financier.

03

Les fondamentaux se dégradent sur le high yield, malgré le faible taux de défaut constaté. L'offre limitée a compensé les rachats, qui s'atténuent dernièrement grâce aux valorisations attrayantes.

Actions

01

Profitant de l'inflation et de la faiblesse de l'euro, les attentes bénéficiaires affichent une forte résilience. La détérioration, attendue par les investisseurs, devrait être d'une ampleur relativement limitée par rapport aux récessions précédentes.

02

Les multiples de valorisation sont faibles (11,5x à 12 mois) et le PE médian est revenu à sa moyenne de long terme. Le rendement anticipé des dividendes est revu à 3,7 %, même s'il repasse sous le rendement du crédit IG.

03

Les marchés hésitent entre resserrement monétaire, crise énergétique et valorisations attrayantes. En revanche, à un horizon fin 2023, nous sommes plus optimistes, avec un Euro Stoxx 50 projeté à 3 800.

Pays émergents

01

Le spread EMBIGD contre Treasuries s'est resserré vers 508 pb,. Nous estimons la valeur d'équilibre du spread à 442 pb, ce qui suggère un potentiel de surperformance à court terme..

02

Les rachats sur les fonds émergents demeurent importants, mais les nouvelles émissions de taille réduite attirent une bonne demande.

03

Le high yield présente une prime historique face à l'IG de 733 pb. Les pays les plus en difficulté (Kenya, Ghana) sont en capacité d'obtenir une aide du FMI.

NOS ATTENTES DE MARCHÉ

Classes d'actifs

		10-nov.-22	Prévisions	
			déc.-22	déc.-23
Souverain				
Etats-Unis	Fed Funds	4.00	4.50	5.00
	10-ans	3.81	4.30	4.50
Grande-Bret.	10-ans	3.29	3.75	
Japon	10-ans	0.25	0.28	
Zone Euro	BCE, dépôts	1.50	2.00	3.00
Allemagne	10-ans	2.01	2.50	3.00
	30-ans	2.00		2.90
France	10-ans	2.50		3.60
	Spread	49	55/60	60
Italie	10-ans	4.00		5.75
	Spread	199	190/240	275
Espagne	10-ans	3.02	3.70	4.24
	Spread	101	120	124
Portugal	10-ans	2.95		4.05
	Spread	94	90/100	105

		10-nov.-22	Prévisions	
			déc.-22	déc.-23
Crédit / Spreads				
Euro Inflation Swap 10-ans		2.67	2.85	2.50
Libor OAS Spreads				
	IG	123	125	
	HY	469	456	
OAS Spreads vs. Souv				
	IG	206		160
	BB	417		370
EMBI Spread		511	480	450

Change			
EUR/USD	1.02	0.98 / 1.02	1.00 / 1.05

Actions		
Euro Stoxx	3847	3800

Matières premières / Volatilité			
Brent Oil Prices	93.49	100	100
VIX	23.53		20/35

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 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.

Achevé de rédiger le 15/04/2022

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.

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.



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 euros – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753

Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com