

PERSPECTIVES OSTRUM OCTOBRE 2022

Conclusions du comité d'investissement stratégique
mensuel

Amplifier votre
pouvoir d'agir

LA LETTRE DU CIO

Deux questions pour 2023 : récession et pivot



Ibrahima Kobar
CIO Ostrum

Quelle récession ? Pour l'instant les données d'activité publiées ne s'effondrent pas, même si tous les indicateurs avancés nous promettent des trimestres beaucoup plus difficiles. L'économie montre, pour l'instant, une résilience surprenante, au vu de tous les vents contraires. Une récession semble inévitable et le débat se concentre sur son intensité. Il y a deux camps. Ceux qui pensent comme nous que la récession restera dans des limites raisonnables. Dans notre cas, deux trimestres de contraction avec une perte cumulée de l'ordre de 0,5 ppt. L'autre camp est beaucoup plus pessimiste, avec une récession plus longue ou plus profonde sur fond de crise énergétique. C'est un scénario plausible, même s'il nous semble que pour l'instant il est prématuré et erroné d'en faire le scénario central.

Quel pivot ? Le marché a joué cet été et, de nouveau récemment, avec le fameux « pivot », l'idée que les Banques centrales vont ralentir leur rythme de hausse des taux. La Fed est maintenant largement au dessus des taux neutres, la BCE devrait les dépasser d'ici deux meetings et la question est donc quel niveau restrictif est approprié. Certains pays montrent aussi des signes de ralentissement du resserrement – l'Australie par exemple.

Ces deux questions sont intimement liées : la force du marché du travail, une des raisons de notre vue plus constructive sur la conjoncture, nous porte à penser que ledit pivot n'interviendra qu'en toute fin d'année pour la Fed et la BCE. Surtout avec des données d'inflation qui restent toujours aussi têtues à la hausse.

Ces deux questions sont absolument centrales pour la trajectoire des actifs risqués. Nous restons prudents à l'horizon de fin d'année. Le manque de visibilité, le risque de crise grave cet hiver, ne devraient pas permettre aux primes de risque de se dégonfler.

Nous introduisons nos vues à fin 2023. Dans ce scénario, avec une inflation qui ne baissera pas rapidement l'année prochaine, les Banques centrales resteraient très vigilantes et les taux se stabiliseraient à des niveaux élevés par rapport à ce à quoi nous étions habitués depuis une décennie. L'hiver et le pivot des Banques centrales passés, les primes de risque devraient aussi revenir vers des niveaux plus conformes à leur moyenne de long terme et nous avons donc une vue beaucoup plus constructive sur les actifs risqués à horizon fin 2023.

VUES ÉCONOMIQUES

TROIS THÉMATIQUES POUR LES MARCHÉS

1 POLITIQUE MONÉTAIRE

La Fed a dépassé le niveau de taux neutre ; la BCE devrait suivre d'ici peu. La question du pivot, certainement prématurée, se pose donc de manière irréfutable.

La question aussi est de savoir si les Banques centrales vont faire marche arrière l'année prochaine, si l'inflation se tasse. Au vu du choc que l'on vit, c'est peu probable.

2 INFLATION

Une fois de plus l'inflation a surpris par son niveau et sa résilience des deux côtés de l'Atlantique. Si l'inflation devrait refluer, la tendance sous-jacente reste trop dynamique pour être compatible avec l'objectif des Banques centrales.

En Europe, on tendrait vers 3 % en fin d'année prochaine, ce qui donne une moyenne supérieure à 5 % sur l'ensemble de l'année.

3 QUELLE 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.

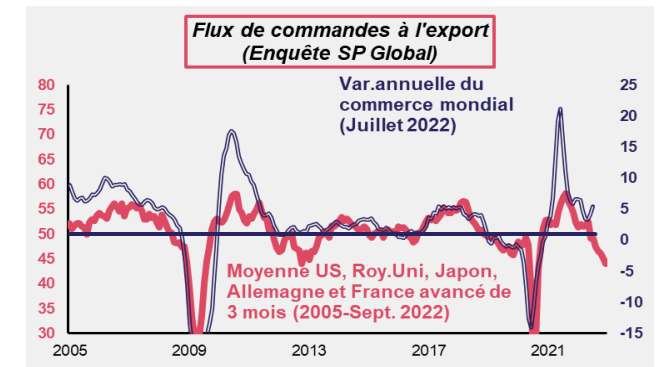
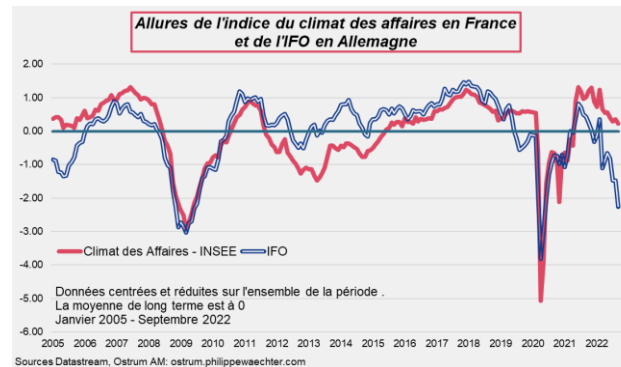
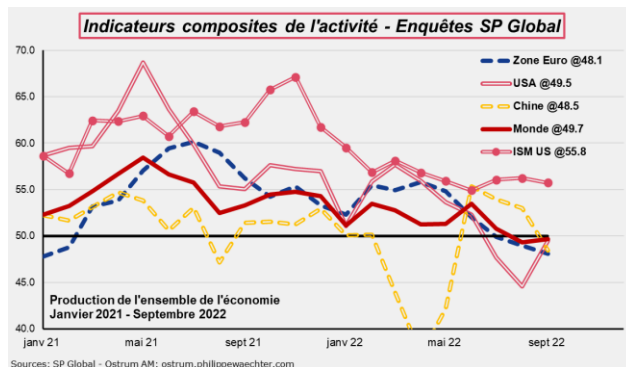
	Anticipations 2023										
	2022	Croissance (Moy. Annuelle)					Inflation (CPI)				
		Consensus Bloomberg			Ostrum		Consensus Bloomberg			Ostrum	
		Consensus	Attentes	Variation sur 3 mois	Attentes	Ecart au consensus	Attentes	Variation sur 3 mois	Attentes	Ecart au consensus	
Etats-Unis	1.7	0.5	-0.9 ↓	0.5	0.0	4.0	0.5 ↑	3.5	-0.5		
Zone Euro	3.0	0.2	-1.2 ↓	0.4	0.2	5.2	1.8 ↑	4.5	-0.7		
Royaume-Uni	3.5	-0.2	-1.0 ↓	-0.2	0.0	6.5	1.6 ↑	6.0	-0.5		
Japon	1.6	1.4	-0.4 ↓			1.5	0.3 ↑				
Chine	3.3	5.0	-0.2 ↓	4.0	-1.0	2.3	0.0 →	1.5	-0.8		

Source : Bloomberg & Ostrum

Éco

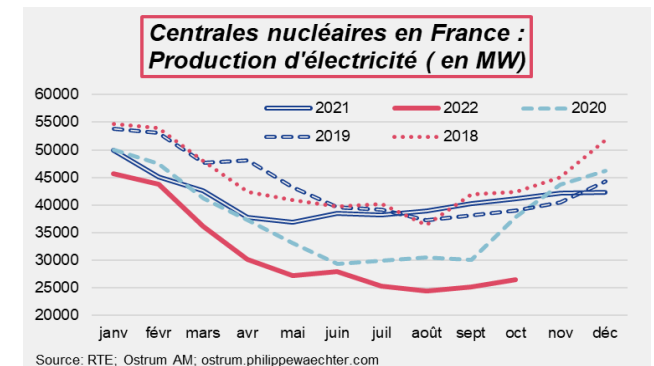
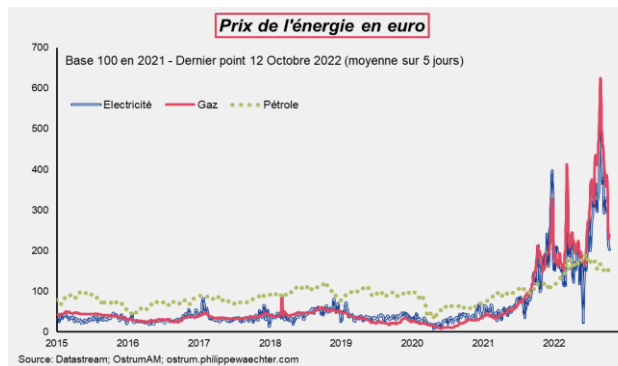
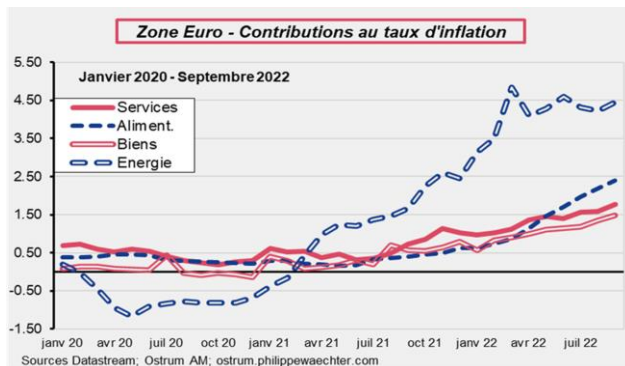
POINTS MACROÉCONOMIQUES : ACTIVITÉ

- Le cycle économique global s'affaiblit encore au mois de septembre. Partout, les enquêtes auprès des entreprises suggèrent une fragilité du profil de l'activité. Le commerce mondial va ralentir et accentuer ce phénomène (graphique de droite).
- Ce point s'observe sur le graphique de gauche. Les divers indices tendent vers 50 ou en-dessous. Seul l'indice ISM global reste robuste, en raison d'une dynamique forte des services, alors que le secteur manufacturier ralentit franchement en s'inscrivant juste au-dessus de la séparatrice de 50. Dans l'analyse du cycle US, les inflexions du secteur manufacturier sont généralement plus pertinentes pour anticiper un ralentissement que l'indice des services.
- Aux US, le risque majeur porte sur la dynamique immobilière. La remontée récente des taux hypothécaires s'est traduite par un net recul des reventes de maisons (bien corrélées avec la consommation des ménages via un effet de richesse) et par une baisse du prix de l'immobilier en juillet. Associé au durcissement des conditions monétaires, la probabilité d'une récession s'accroît autour de la fin d'année.
- En Chine, dont l'indice composite est repassé sous le seuil de 50 dans le graphique de gauche, les révisions sur la croissance sont plutôt baissières. La crise immobilière est majeure et pénalise la consommation puisque 70 % du patrimoine des ménages est constitué d'immobilier. Ce risque immobilier ne va pas s'estomper rapidement, même si la politique 0 covid était levée.
- En Europe, le risque porte sur l'Allemagne dont le modèle se délite. Elle ne bénéficie plus des impulsions chinoises ni du gaz russe bon marché. En outre la transition énergétique doit être revue, car elle reposait principalement sur ce gaz bon marché. Le risque de récession est très fort avec un effet d'entraînement rapide sur les pays voisins.



POINTS MACROÉCONOMIQUES : INFLATION ET POLITIQUES ÉCONOMIQUES

- Aux US, la Fed se focalise sur les salaires pour éviter que l'inflation ne s'inscrive dans la durée. Elle n'hésitera pas à durcir le ton, même si c'est au prix d'un fort ralentissement de l'activité, voire d'une récession.
- En zone euro, le risque de persistance de l'inflation vient principalement du prix de l'énergie. Sur le graphique de gauche, on constate la prééminence de la contribution de l'énergie pour expliquer le taux d'inflation élevé.
- Cette contribution ne suit plus, contrairement au passé, le prix du pétrole. Le prix de l'or noir se rapproche de celui de 2021 et sa contribution intrinsèque va se réduire. En revanche, la hausse du prix du gaz et de l'électricité sont des éléments explicatifs d'une contribution qui reste forte dans la durée.
- On observe d'ailleurs sur le graphique du milieu que le prix du pétrole exprimé en euro a nettement moins progressé et nettement moins fluctué que celui du gaz (le prix de l'électricité se cale sur le prix du gaz, puisqu'il se fixe à la marge sur la dernière centrale qui est mise en route pour répondre à la demande, c'est généralement une centrale au gaz).
- Le prix du gaz élevé traduit l'effet de rationnement en gaz russe depuis l'été 2021. Ce mouvement s'est franchement accru après l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Les Européens ont acheté du gaz à des prix très élevés pour pouvoir disposer de l'énergie nécessaire.
- En 2023, cette question de l'approvisionnement en gaz restera majeure, car l'Europe n'a pas de contrats à long terme sur son approvisionnement. Cela maintiendra les prix hauts, surement volatils. Cela pèsera sur le pouvoir d'achat et pénalisera le cycle.
- Une solution passerait par une production d'électricité plus élevée en France pour limiter la dépendance au gaz.



VUES STRATÉGIE

En attendant le monde nouveau

Vues de marché synthétiques : passer l'hiver

À un horizon fin d'année, nous restons très prudents sur les actifs risqués – les risques incontrôlables, en particulier géopolitiques, créent trop peu de visibilité. En revanche, nous pensons que les taux vont continuer à progresser, certes plus lentement et, surtout, nous jouons le fait que les courbes n'anticipent pas suffisamment d'inflation.

Nous mettons en place un léger long sur les émergents lié à la valorisation avec des outflows stabilisés.

À un horizon fin 2023, en revanche, une fois les risques récessifs passés, la normalisation, même partielle, des primes de risques nous incite à une vue beaucoup plus constructive sur les actifs risqués, crédit et actions notamment.

Actifs risqués : l'inconnue avant l'embellie ?

Les valorisations restent attractives, surtout pour certaines parties du crédit, notamment au vu de notre scénario de récession limitée. À horizon fin d'année, il est toutefois peu probable que l'on ait beaucoup de visibilité et que la situation change de manière significative.

À horizon fin d'année 2023, nous sommes constructifs sur le HY qui sera soutenu par des facteurs techniques. De même, sur les émergents, les spreads en particulier sur les noms les plus risqués sont très généreux, il y a donc des opportunités là aussi.

Priorité à la lutte contre la forte inflation

1 FED : DES TAUX PLUS HAUTS, PLUS LONGTEMPS

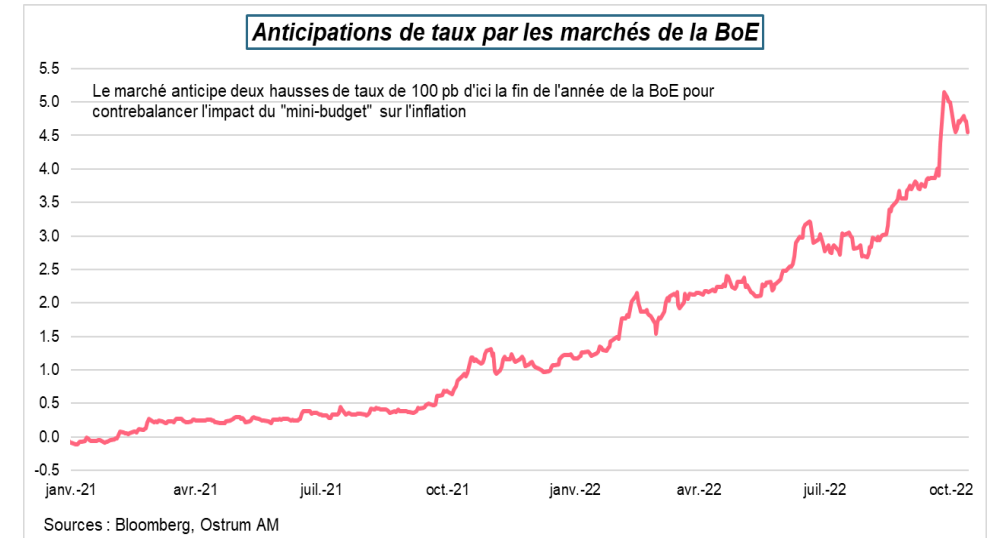
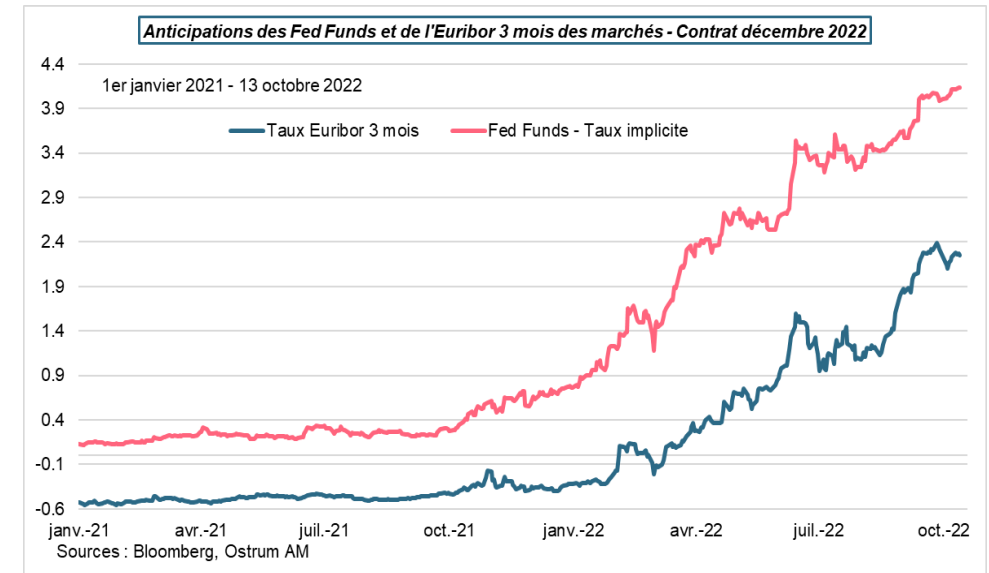
Après avoir relevé pour la 3^e fois consécutive ses taux de 75 points de base en septembre, la Fed a clairement signifié qu'elle allait poursuivre sa politique agressive de resserrement monétaire, afin de lutter contre la forte inflation et contenir les anticipations d'inflation. À cette fin, ses taux resteront en territoire restrictif pendant un certain temps, même si c'est au risque de peser fortement sur la croissance. Ses anticipations de Fed funds ont ainsi été fortement revues en hausse à 4,4 % fin 2022 (contre 3,4 % anticipé en juin) et 4,6 % fin 2023 (contre 3,8 %).

2 BCE : À NOUVEAU + 75 PB EN OCTOBRE ?

La BCE est également déterminée à lutter contre une inflation « beaucoup trop forte » et contenir les anticipations d'inflation. Ainsi, après avoir relevé ses taux de 75 pb en septembre et de 50 pb en juillet, elle devrait les relever à nouveau de 75 pb en octobre. Des discussions sont à l'œuvre, afin de modifier les conditions des TLTRO. Une décision pourrait être prise lors de la réunion du 27 octobre. Contrairement à juin-juillet, la BCE n'a pas eu besoin d'utiliser la flexibilité des réinvestissements dans le cadre du PEPP en août et septembre.

3 LA BOE INTERVIENT DANS L'URGENCE

L'annonce du « mini-budget » par le gouvernement, avec de vastes baisses d'impôts non financées, a créé une véritable panique sur les marchés obligataires britanniques. Cela a fortement fragilisé les fonds de pension et créé un risque sur la stabilité financière. La BoE a ainsi été contrainte de reporter d'un mois son QT et d'acheter en urgence des obligations. Ces achats sont censés se terminer le 14 octobre, au risque de créer un plus fort chaos si le gouvernement ne revoit pas sa copie.



Taux G4

01

La Fed poursuit son resserrement monétaire qui devrait porter les taux à 4,5 % en fin d'année. L'emploi et l'inflation militent pour des taux plus élevés, mais les valorisations proches de 4 % sur le 10 ans justifient la neutralité.

02

En zone euro, l'inflation requiert encore un durcissement monétaire. La BCE devrait relever son taux de 75 pb. Le sentiment reste vendeur, du fait des politiques budgétaires expansionnistes face à la crise énergétique.

03

L'incertitude budgétaire entretient une volatilité considérable 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

L'Italie reste au centre des préoccupations, compte tenu des risques politiques, mais le spread des BTP n'a pas encore reflété le risque spécifique. Le resserrement lié au plan européen sur l'énergie est injustifié et une sous-pondération du BTP reste privilégiée.

02

Les spreads sur les pays core affichent une certaine stabilité et militent pour une position de neutralité vis-à-vis du Bund.

03

Dans l'univers G10, la RBA ralentit le rythme du resserrement monétaire, mais d'autres Banques centrales restent restrictives. Les emprunts suédois et suisses présentent le plus fort potentiel à la hausse des taux.

Inflation

01

L'inflation (8,2 % en septembre) ralentit aux États-Unis grâce à l'énergie, mais l'inflation sous-jacente reste soutenue (> 6 %). La politique de la Fed incite à la neutralité sur les points morts d'inflation.

02

En zone euro, l'inflation atteint 10 %. Le resserrement monétaire a toutefois pesé sur les anticipations d'inflation. Les points morts actuels constituent de bons points d'entrée.

03

Au Royaume-Uni, la volatilité est considérable après le choc du mini-budget et malgré l'intervention de la BoE. Les perspectives d'inflation restent à la hausse et suggèrent de maintenir un biais acheteur de point mort.

Crédit

01

Le ralentissement escompté pèse sur la balance des notations. Le sentiment reste défavorable à la classe d'actifs, les flux sortants et les rachats de protection témoignent d'une certaine prudence. Nous anticipons la poursuite de l'élargissement des spreads.

02

L'activité sur le marché primaire reste contrainte par la volatilité de marché. Les émissions sont bien absorbées, avec toutefois des primes élevées surtout sur les dettes non-financières.

03

Les fondamentaux se dégradent sur le high yield, de sorte que les investisseurs réduisent leurs expositions. L'offre limitée compense les rachats. Les valorisations laissent néanmoins envisager une réduction des spreads.

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 (10,5x à 12 mois) et le PE médian est revenu à sa moyenne de long terme. Le rendement anticipé des dividendes est revu à 4,1%, 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 à 3 800.

Pays émergents

01

Le spread EMBIGD contre Treasuries s'est dégradé, en raison du ralentissement et de la politique de la Fed. Cela dit, nous estimons la valeur d'équilibre du spread à 430 pb. Nous ciblons un resserrement des spreads vers 510 pb à l'horizon d'un mois.

02

Les rachats sur les fonds émergents ont repris, mais le marché primaire reste peu animé, de sorte que les remboursements couvrent les émissions.

03

Le high yield présente une prime historique face à l'IG. Les pays les plus en difficulté (Argentine, Zambie, Costa Rica) ont reçu un soutien des institutions internationales.

NOS ATTENTES DE MARCHÉ

Classes d'actifs

		13-oct.-22	Prévisions	
			nov.-22	déc.-23
Souverain				
Etats-Unis	Fed Funds	3.25	4.00	4.75
	10-ans	3.94	3.5/4.0	4.50
Grande-Bret.	10-ans	4.20	4.50	
Japon	10-ans	0.25	0.28	
Zone Euro	BCE, dépôts	0.75	1.50	3.00
Allemagne	10-ans	2.29	2.35	3.00
	30-ans	2.30		2.90
France	10-ans	2.88		3.60
	Spread	59	52/62	60
Italie	10-ans	4.68		5.75
	Spread	239	216/240	275
Espagne	10-ans	3.45	3.55	4.18
	Spread	116	120	118
Portugal	10-ans	3.36		4.05
	Spread	108	100/110	105

		13-oct.-22	Prévisions	
			nov.-22	déc.-23
Crédit / Spreads				
Euro Inflation Swap 10-ans		2.49	2.60	2.50
Libor OAS Spreads				
	IG	116	121	
	HY	524	505	
OAS Spreads vs. Souv				
	IG	234		160
	BB	500		370
EMBI Spread		573	510	450

Change			
EUR/USD	0.98	0.98 / 1.02	1.00 / 1.05

Actions		
Euro Stoxx	3362	3800

Matières premières / Volatilité			
Brent Oil Prices	94.42	100	100
VIX	31.94		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