

PERSPECTIVES OSTRUM AVRIL 2022

Conclusions du comité d'investissement stratégique
mensuel

Amplifier votre
pouvoir d'agir

LA LETTRE DU CIO

Croissance contre inflation



Ibrahima Kobar
CIO Ostrum

L'inflation, tant aux États-Unis qu'en Europe, continue de surprendre à la hausse et les signes de pérennisation s'accumulent : attentes d'inflation à la hausse, pressions inflationnistes qui se généralisent sur nombre de secteurs, et surtout sur les salaires. Si l'histoire est plus facile à raconter sur les États-Unis qu'en zone euro, la tendance s'y dessine aussi, même si, comme d'habitude, la tendance est retardée et atténuée.

Les Banques centrales se voient donc obligées de réagir, en particulier pour que les anticipations ne s'ancrent pas à des niveaux trop élevés. La Fed et la BCE ont durci le ton de manière très notable et accélèrent le resserrement monétaire avec, en corolaire, une hausse de la courbe des taux et un fort rebond de la volatilité. Le problème est qu'avec les niveaux d'inflation actuels, un retour à 2 %, la cible de la Fed et de la BCE, nécessiterait des hausses de taux directeurs encore plus marquées que ce qu'attend le marché (pour l'instant les taux réels anticipés restent négatifs sur plusieurs années, ce qui est insuffisant pour vraiment lutter contre l'inflation). Un tel resserrement conduirait très probablement à une récession.

C'est là le dilemme des Banques centrales : croissance contre inflation. Il est maintenant peu probable qu'elles parviennent à juguler l'inflation sans avoir à mettre en place une politique qui mène à une récession.

La tragédie ukrainienne ajoute à ce dilemme, en pesant sur la croissance et en rajoutant aux pressions inflationnistes. La variable clef ici est la durée du conflit, qui malheureusement s'éternise et exacerbe donc l'impact sur les variables économiques. Sans parler du drame humain.

Deux scénarios émergent alors. Le premier, si on croit le discours des Banques centrales, avec une inflation qui revient vers l'objectif, mais dans ce cas des taux directeurs élevés et très probablement une récession. Le second, avec des Banques centrales qui deviennent plus complaisantes lorsque la croissance baisse trop ; dans ce cas les hausses de taux anticipées par le marché seraient excessives, une récession pourrait être évitée, mais l'inflation se stabiliserait à un niveau nettement supérieur à 2 %.

Nous sommes plutôt sur le deuxième scénario, les Banques centrales ont montré leur aversion au risque sur la croissance.

VUES ÉCONOMIQUES

TROIS THÉMATIQUES POUR LES MARCHÉS

3

1 POLITIQUE MONÉTAIRE

La très nette accélération du resserrement monétaire était nécessaire, au vu de l'inflation. Reste l'impact sur la croissance, alors que les économies s'essouffent. Le risque d'un « trop vite, trop fort » après trop de procrastination est certain.

Cela peut conduire à une reconsidération à la baisse du resserrement.

2 INFLATION

Le fil rouge depuis plus d'un an pour les marchés qui n'ont cessé d'être surpris à la hausse.

Les signes d'impact sur la croissance se multiplient : on passe le point où l'inflation devient récessive et donc déflationniste. La question principale en Europe est la possible émergence d'une boucle prix-salaires qui pérenniserait encore les pressions.

3 CROISSANCE

Les vents contraires se multiplient. Choc inflationniste qui impacte négativement le revenu disponible des ménages, le resserrement monétaire, l'impact de la guerre en Ukraine, qui malheureusement dure, mais aussi le confinement en Chine.

Le ralentissement est inévitable, le risque de récession croît rapidement.

	Anticipations 2022									
	Croissance (Moy. Annuelle)						Inflation (CPI)			
	2021	Consensus Bloomberg		Ostrum		Ecart au consensus	Consensus Bloomberg		Ostrum	
		Attentes	Variation sur 3 mois	Attentes	Ecart au consensus		Attentes	Variation sur 3 mois	Attentes	Ecart au consensus
Monde	5.8	3.5	-0.9	↓			5.8	1.9	↑	
Etats-Unis	5.7	3.2	-0.7	↓	3.0	-0.2	6.9	2.4	↑	-0.4
Zone Euro	5.2	2.9	-1.3	↓	2.2	-0.7	6.4	3.7	↑	0.0
Royaume-Uni	7.2	3.9	-0.7	↓	2.9	-1.0	6.9	2.8	↑	0.2
Japon	1.7	2.2	-0.7	↓	1.0	-1.2	1.5	0.8	↑	0.0
Chine	8.1	5.0	-0.2	↓	5.0	0.0	2.2	0.0	→	-0.5

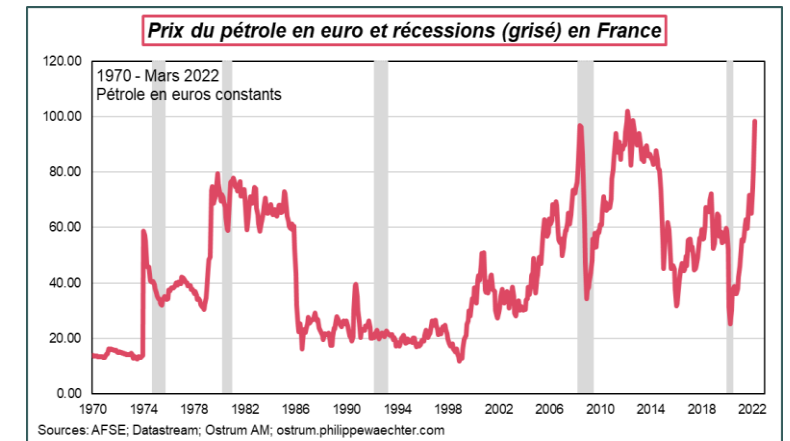
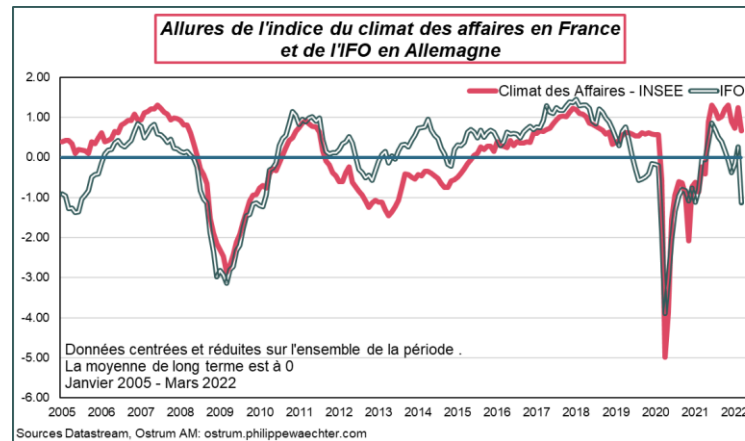
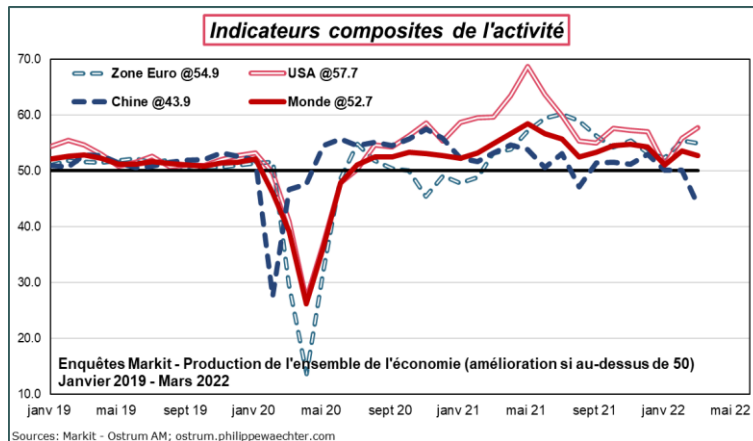
Source : Bloomberg & Ostrum

PRINCIPAUX REPÈRES MACROÉCONOMIQUES – ACTIVITÉ

4

L'économie globale subit 4 types de chocs en ce début d'année 2022.

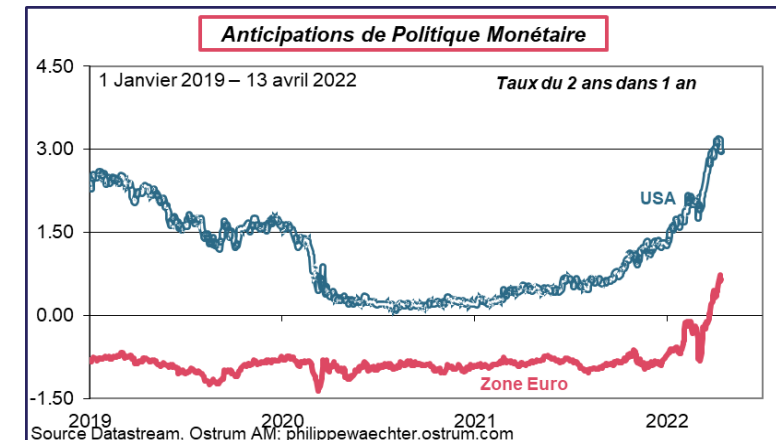
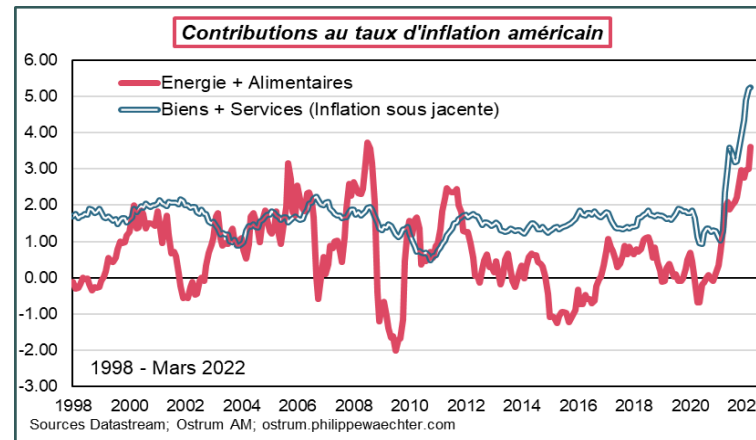
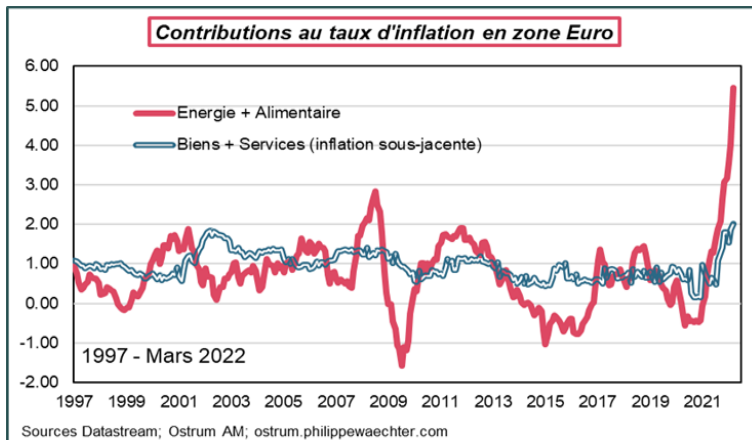
- Le premier est énergétique. Le graphe en bas à droite pour la France indique qu'un choc énergétique est généralement associé à une période de fort ralentissement de l'activité voire d'une récession. Le prix de l'énergie est plus élevé actuellement si l'on prend en compte les prix de l'électricité et du gaz.
Pour les US, la hausse du prix du pétrole en dollars constants est moins marquée que pour l'Europe. La parité réduite de l'euro est pénalisante.
- Un choc d'incertitude principalement en Europe. L'invasion de l'Ukraine par la Russie brouille l'horizon, risquant ainsi d'inciter les acteurs de l'économie à reporter des décisions de dépenses et/ou d'investissement.
 - La combinaison des deux éléments est très pénalisante pour l'Europe puisque son approvisionnement en énergies fossiles est dépendante de la Russie.
 - Elle doit donc faire face à un prix de l'énergie très élevé et un changement dans ses approvisionnements, avec un risque de rationnement. L'Allemagne subit cette situation. Après la baisse du PIB au T4 2021, l'IFO suggère un repli également au T1 2022. L'économie allemande, peu dynamique et en pleine reconstruction, pèsera sur la conjoncture et l'allure de l'activité en zone euro.
- Le troisième choc est le ralentissement brutal de l'économie chinoise. La pandémie paralyse l'économie de l'Empire du Milieu. L'effet d'impulsion sur l'économie globale sera très limité et les processus de production vont être pénalisés.



PRINCIPAUX REPÈRES ÉCONOMIQUES

5

- Le quatrième choc est monétaire. Les Banques centrales font face à un taux d'inflation très élevé. En mars, il était de 7,5 % en zone euro et de 8,5 % aux US.
Les Banques centrales ne peuvent pas accepter une telle situation.
- Cependant, la situation n'est pas comparable aux US et en zone euro.
 - En zone euro, l'inflation est associée principalement au prix de l'énergie (et un peu aux prix alimentaires). Les tensions au sein de l'économie interne ne sont pas très importantes. Les 7,5 % d'inflation se répartissent en 5,5 % sur l'énergie et l'alimentaire et 2 % sur les biens et services (indice sous-jacent). La BCE, en durcissant le ton, prend le risque de peser sur l'activité interne, mais sans effets notables sur le prix de l'énergie.
 - Aux USA, l'image est inverse. L'inflation est très liée aux tensions internes, avec notamment de fortes hausses de salaires (ce que l'on ne voit pas en Europe). La Fed peut durcir très rapidement le ton pour infléchir l'allure de l'inflation sous-jacente. Elle va le faire.
- La problématique des Banquiers centraux est celle d'un arbitrage entre un risque d'inflation persistante avec une boucle prix-salaire (exemple US) et un risque de récession. L'expérience montre qu'il est très dommageable d'avoir une inflation persistante. C'est pour cela que la Fed interviendra durement, même si cela crée un fort risque de récession. En zone euro, la BCE veut limiter le risque de voir se former des anticipations d'inflation qui s'inscriraient dans la durée au risque de créer de la persistance. C'est pour cela qu'elle durcira le ton très rapidement, même si ce n'est pas avec la même ampleur qu'outre-Atlantique.



POLITIQUE BUDGÉTAIRE

LE RETOUR DU RISQUE POLITIQUE

« BUILD BACK BETTER » AGAIN ?

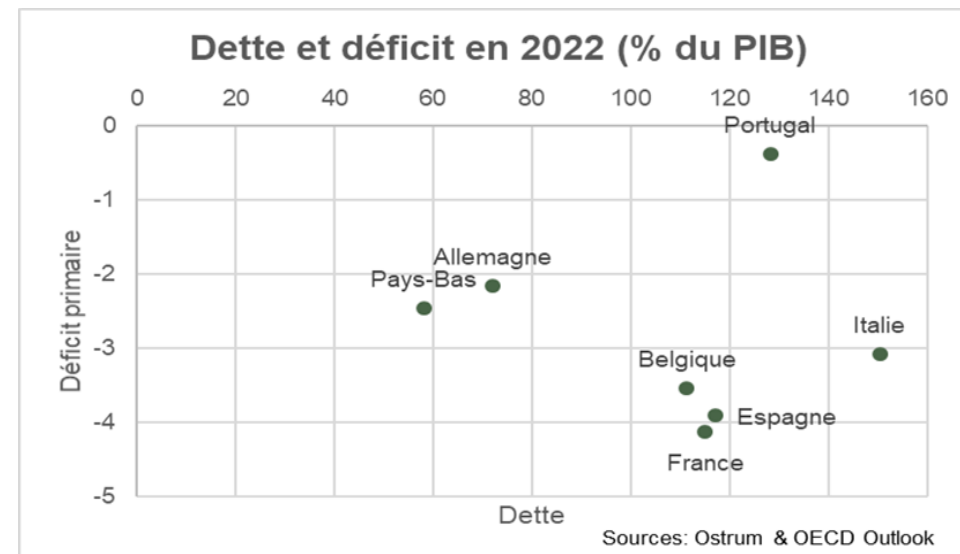
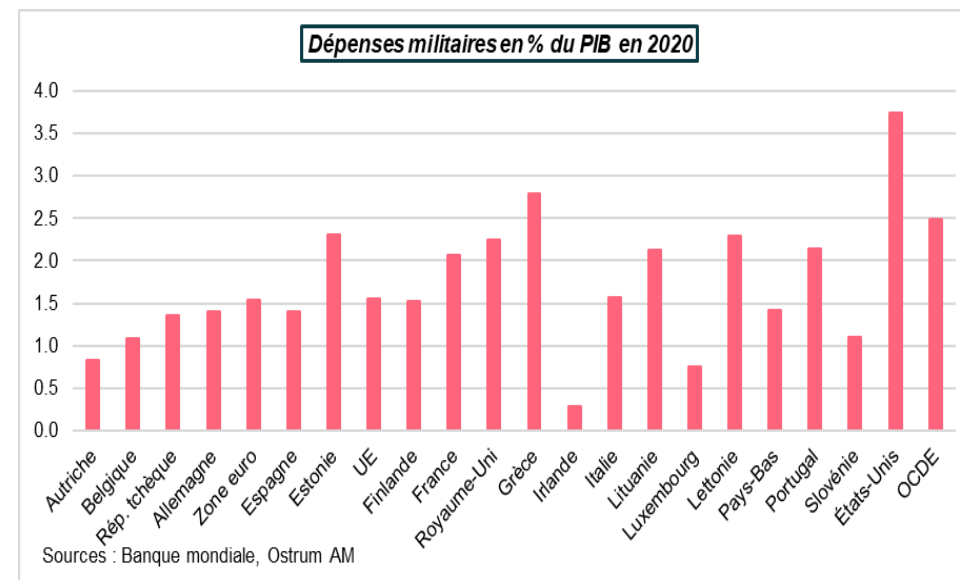
L'accélération de l'inflation américaine met à mal la cote de popularité de J. Biden qui a chuté ces derniers mois, même si le taux de chômage a progressivement baissé. Près de deux tiers des Américains désapprouvent sa gestion de l'économie. Son erreur a été de ne pas obtenir l'adoption par le Congrès du « Build Back Better », son vaste plan de réformes sociales. Ses deux prédécesseurs ont vu leurs partis perdre le contrôle de la Chambre et J. Biden pourrait subir le même sort.

LES FRAGILITES BUDGÉTAIRES DE LA FRANCE

L'endettement élevé du pays, occulté jusqu'à présent, pourrait accentuer les tensions haussières sur les taux d'intérêt français en cas de victoire de Le Pen. En effet, la dette publique est passée de 97 % en 2019 à 115 % du PIB en 2020, liée à la pandémie. Mais ce qui la caractérise par rapport aux autres pays membres est son déficit primaire élevé à - 1,7 % du PIB contre - 0,8 % pour l'Espagne et - 0,2 % pour la Belgique. Les autres pays étaient en excédent. Le différentiel de taux d'intérêt avec l'Allemagne pourrait s'écarter (Italie bis?), reflétant la perte de confiance des investisseurs. Le taux apparent de la dette augmenterait, faisant augmenter le service de la dette, le déficit public et le niveau de dette sur PIB...

VERS UNE MUTUALISATION DE LA DETTE (DÉTAILS)

Pour financer les investissements nécessaires à la réduction de la dépendance de l'UE à l'énergie russe et renforcer les capacités de la défense, l'UE peut réallouer certains fonds de Next Generation EU (220 Mds €) et dispose des fonds structurels (350 Mds €). Cependant, cela ne sera pas suffisant. Selon Mario Draghi, 1 500 à 2 000 Mds d'euros sont nécessaires pour financer ces investissements. Des discussions sont à l'œuvre pour un nouveau financement commun européen massif.



POLITIQUE MONÉTAIRE

7

La Fed rugit, la BCE est attendue au tournant et la PBoC reste zen

LA FED HAUSSE LE TON

Face à l'accélération de l'inflation américaine, la Fed a haussé le ton. Les minutes ont confirmé des hausses de taux des Fed funds plus agressives (50 pdb) dès le prochain FOMC du 4 mai. La réduction de son bilan commencera dès le mois de mai. La boucle salaire-prix s'emballe et la Fed ne veut pas prendre le risque que celle-ci s'installe durablement. La Fed ne veut donc pas perdre la face vis-à-vis de l'inflation, mais il ne reste que 6 FOMC pour agir. Vers des taux Fed funds à 5 % comme l'avait évoqué Larry Summers ?

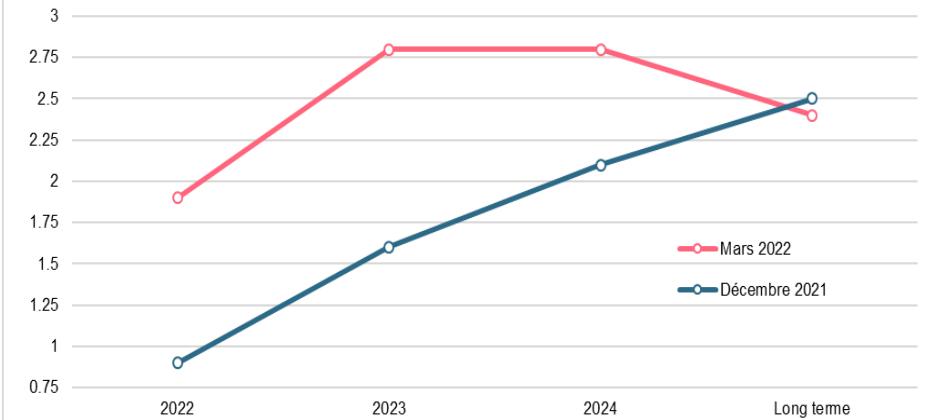
LA BCE EST ATTENDUE AU TOURNANT

Après plusieurs réunions qui avaient surpris le marché par un discours plus restrictif qu'attendu, la BCE, lors de sa réunion du 14 avril, s'est montrée beaucoup plus prudente. Certes la fin du QE est confirmée pour le T3 et des hausses de taux pour revenir à 0% sont très probables. Mais avec une économie qui semble souffrir de plus en plus, la marge de manœuvre de la BCE se réduit malgré le niveau de l'inflation. Le volume de hausses de taux attendues par le marché nous semble excessif en particulier sur l'année prochaine où les taux sont attendus par le marché vers 1,1/2 %.

LA DIVERGENCE FED CONTRE PBoC S'ACCENTUE

Le différentiel de taux d'intérêt entre les États-Unis et la Chine s'est rapidement réduit en devenant négatif le 11 avril sur les taux d'intérêt à 10 ans, pour la première fois depuis 2010. Celui-ci devrait continuer à s'élargir et risque d'engendrer des sorties de capitaux mettant sous pression les taux locaux et la devise chinoise.

Anticipations médianes du taux des Fed funds des membres du Comité de politique monétaire



Sources : Fed, Ostrum AM

Différentiel de taux d'intérêt à 10 ans entre la Chine et les États-Unis (PdB)



Sources: Bloomberg, Ostrum AM

VUES STRATÉGIE

Bosse ou tendance de long terme

Vues de marché synthétiques : incertitudes et momentum

Les pressions inflationnistes et les Banques centrales qui musclent leur message ont conduit à tendre les taux qui, sur la partie longue, ont dépassé notre objectif de fin d'année. Est-ce une nouvelle tendance avec des taux durablement orientés à la hausse ? À court terme, le momentum reste fort, mais nous pensons qu'il s'agit plutôt d'un épisode temporaire ; les perspectives de croissance devraient contribuer à faire redescendre les taux vers nos objectifs.

Parallèlement, le manque de visibilité maintient la volatilité sur les marchés et les actifs risqués ont plutôt tendance à souffrir ; nous sommes très prudents à court terme sur le crédit et les actions.

Recommandations d'allocation : tendance, mon amie

Nous restons sous-pondérés sur les taux nominaux, car toutes les conditions sont réunies à court terme pour que la tendance continue avec, en particulier, une surpondération de l'inflation où les attentes du marché nous semblent insuffisantes. Nous restons sous-pondérés sur le crédit avec en particulier le HY qui devrait souffrir. Enfin, sur les actions, si nous restons confiants à moyen terme, un repli est possible à plus court terme.

Taux G4

01

La Réserve fédérale a pré-annoncé la réduction de son bilan à partir de mai et brandit le risque de hausses de 50 pb. L'inflation et la croissance militent pour une position vendeuse de Treasuries.

02

La BCE confirme un biais restrictif en réponse à l'inflation, malgré un retournement cyclique à venir. Les remboursements d'avril constituent néanmoins un soutien.

03

La BoE continuera de resserrer sa politique monétaire, le Gilt suit le mouvement obligataire mondial. Au Japon, la neutralité reste de mise avec le soutien de la BoJ autour de la borne haute de 0,25%.

Autres taux souverains

01

Les spreads français reflètent l'incertitude liée à l'issue des élections présidentielles, avec un profil de risque asymétrique en cas de victoire de Le Pen. Cela nous incite à sous-pondérer l'OAT.

02

La dette de l'Italie s'est écartée au-delà de 165 pb avec le regain d'aversion pour le risque en avril. La réduction des achats de la BCE devrait alimenter la volatilité.

03

Le positionnement en sensibilité reste vendeur dans l'univers G10, compte tenu du virage restrictif des Banques centrales. En Australie, la position vendeuse est moins marquée, la RBA réagissant moins fortement qu'anticipé par le marché.

Inflation

01

L'inflation (8,5 % en mars) reste très élevée aux États-Unis. Le durcissement monétaire de la Fed devrait néanmoins peser sur les points morts d'inflation. Nous optons pour la neutralité.

02

En zone euro, l'inflation est au plus historique à 7,5 % en mars. La BCE est préoccupée par l'inflation. La demande de titres indexés reste bien orientée, notamment en raison du portage élevé à l'horizon de fin mai.

03

Au Royaume-Uni, les surprises haussières sur les prix se succèdent au bénéfice des porteurs de linkers. Toutefois, les marchés semblent déjà intégrer une inflation forte à moyen terme. La neutralité prévaut.

Crédit

01

Les spreads IG devraient continuer de s'écarter à court terme, compte tenu d'une plus forte aversion pour le risque et de craintes de ralentissement économique. Les flux constitueront un soutien à court terme, mais l'APP s'achèvera en juin.

02

Le marché primaire s'est rouvert avec des primes à l'émission élevées. Il existe néanmoins un risque de décompression, à mesure que les taux sans risque remontent.

03

Le sentiment s'est dégradé sur le high yield, malgré un taux de défaut toujours au plus bas. L'arrêt du marché primaire depuis 6 semaines implique un risque d'engorgement dans les mois à venir.

Actions

01

La croissance économique présente des risques baissiers, compte tenu de la guerre en Ukraine. La croissance annuelle des BpA se limite à 0/+ 2 %. Le manque de visibilité est un obstacle à la performance.

02

Les pressions inflationnistes (logistique, matières premières, recrutement) risquent d'impacter les marges bénéficiaires. La faible visibilité devrait profiter au facteur qualité.

03

Nous restons prudents à court terme, ciblant un repli vers 3 750 sur l'Euro Stoxx 50. L'évolution de la guerre et le resserrement monétaire dicteront le sentiment des investisseurs.

Pays émergents

01

Le spread EMBIGD devrait évoluer dans une fourchette de 390-440 pdb. Nous restons prudents, car la baisse du spread observée est liée à la sortie de l'indice de la Russie et de la Biélorussie.

02

Les deux catalyseurs de la classe d'actif, à savoir l'état de la croissance mondiale et des conditions financières accommodantes, s'estompent.

03

Les pays qui ont une discipline macroéconomique et qui sont exportateurs nets de matières premières devraient mieux résister.

NOS ATTENTES DE MARCHÉ

Classes d'actifs

11

		14-avr.-22	Prévisions	
			mai-22	déc.-22
Souverain				
Etats-Unis	Fed Funds	0.50	0.50	2.00
	10-ans	2.83	2.90	2.25
Grande-Bret.	10-ans	1.89	2.00	
Japon	10-ans	0.23	0.25	
Zone Euro	BCE, dépôts	-0.50	-0.50	0.00
Allemagne	2-ans	0.05		
	10-ans	0.84	1.00	0.50
	30-ans	1.02		
France	10-ans	1.33		1.00
	Spread	49	40/100	50
Italie	10-ans	2.48		2.30
	Spread	164	160/190	180
Espagne	10-ans	1.78	1.95	1.45
	Spread	94	95	95
Portugal	10-ans	1.84	2.00	1.35
	Spread	99	100	85

	14-avr.-22	Prévisions	
		mai-22	déc.-22
Crédit / Spreads			
Euro Inflation Swap 10-ans	2.88	2.9/2.95	2.50
Libor OAS Spreads			
IG	61	65	85-90
HY	346	370	405-415
EMBI Spread	404	390-440	400-425

Change			
EUR/USD	1.08	1.07	1.15

Actions			
S&P 500	4393		
Euro Stoxx	3849	3750	4050
FTSE 100	7616		

Matières premières / Volatilité			
Brent Oil Prices	111.33	100	80
Or	1974	1900	1900
VIX	22.70		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