

PERSPECTIVES 2021

**Une sortie de crise qui se
confirme, plus de visibilité pour
les marchés**

Achévé de rédigé le 14/12/2020

Perspectives 2021 : une sortie de crise qui se confirme, plus de visibilité pour les marchés

Après une année 2020 marquée par la crise de la Covid-19, nos experts anticipent un éclaircissement de l'horizon pour 2021 et une réduction potentielle du risque. Les défis demeurent néanmoins présents dans un monde où la croissance sera sensiblement différente d'une zone à l'autre du fait des réponses disparates apportées à la crise. Alors que les taux d'intérêt vont légèrement augmenter tout en restant à des niveaux faibles, le rebond des actions entamé en fin d'année 2020 devrait se poursuivre.

MACRO – Quels sont les enjeux en 2021 ?

- Dynamique de croissance variable entre la Chine, les États-Unis et la zone euro
- Pas d'accélération de l'inflation
- Equilibre nouveau des politiques économiques
- Niveau de la dette publique, notamment en Europe et aux États-Unis

STRATEGIE - Des rendements obligataires toujours déprimés, mais un profil de risque modifié

- Des taux bas pour longtemps
- Un profil de risque modifié
- PeR de Shiller : un marché actions avec des valorisations très tendues
- Et si l'inflation revenait ?

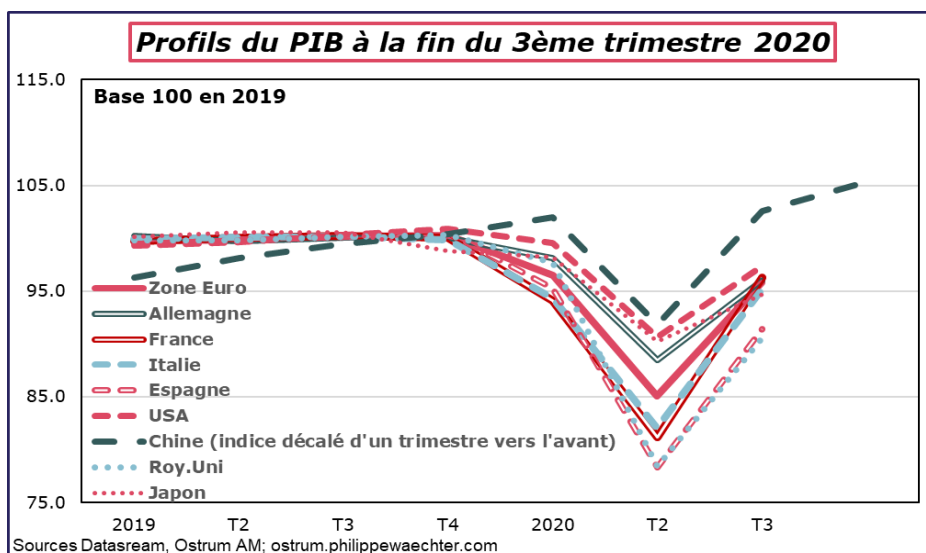
GESTION – où trouver de la valeur en 2021 ?

- SOUVERAIN - focus sur les pays satellites
- CREDIT - un potentiel de resserrement des spreads
- ACTIONS - redémarrage de la croissance
- ALLOCATION - prudence à court terme
- Quels sont les risques potentiels pour 2021 ?

MACRO – Quels sont les enjeux en 2021 ?

- Les banques centrales accepteront-elles encore longtemps de conditionner leur action à celle des gouvernements ?
- Gestion de la pandémie : le vaccin permettra de réduire les risques et les incertitudes dans le cycle économique, ce qui favorisera la reprise, mais la vaccination ne sera pas universelle
- La polarisation de l'économie globale entre la Chine, l'Europe et les États-Unis va s'accroître en 2021. La politique de la Maison Blanche sera essentielle.
- La dynamique de l'investissement productif est à priori plutôt robuste
- Le commerce mondial est solide car la dynamique industrielle reste forte

Pour Philippe Waechter, chef économiste d'Ostrum AM, la diversité des réponses apportées à la crise sanitaire par des politiques économiques spécifiques induit une plus grande hétérogénéité dans le comportement des différentes économies. De la même façon, les comportements sectoriels peu homogènes entre les services et les biens vont avoir des effets durables sur la production et la consommation de services. Des effets de persistance qui mettront en avant le rôle de la politique budgétaire, puisque la crise oblige à repenser la dynamique potentielle des économies. Si 2021 devrait permettre de rattraper le niveau de 2019 en raison du vaccin, il faudra attendre entre 2022 et 2023 pour égaler le niveau de PIB qui aurait prévalu en 2020 sans la crise.



Une dynamique de croissance variable entre la Chine, les États-Unis et la zone euro.

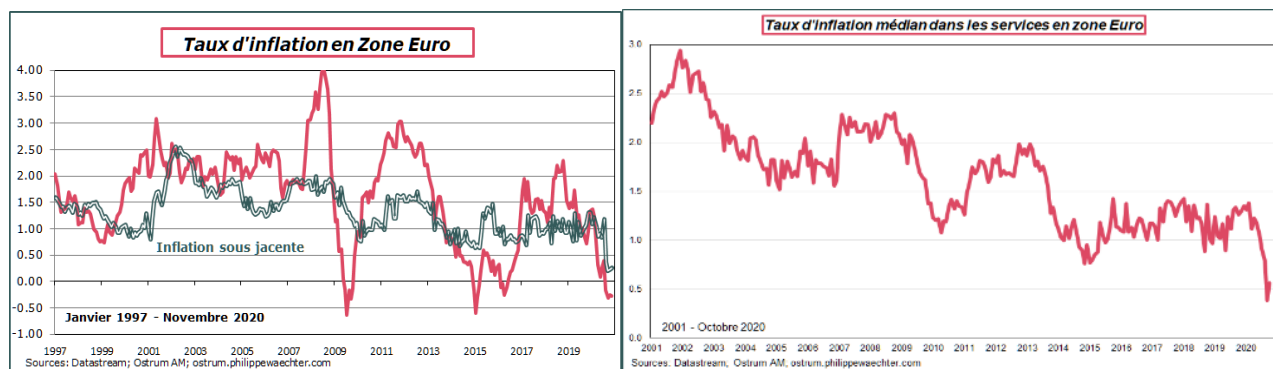
La situation est robuste en Chine avec une croissance soutenue en 2021 par une stratégie de substitution d'importations même s'il existe des risques financiers. S'en suivra une modération et un retour sur la tendance qui était de +5 % avant la crise sanitaire. Le niveau de PIB de 2021 sera supérieur à celui de 2019.

La situation américaine est plus complexe avec la résurgence très violente de la crise sanitaire. La croissance va être faible, peut-être négative au premier trimestre et rendra absolument nécessaire un plan de relance. Le PIB ne sera pas de retour au niveau de 2019 à la fin 2021. Un effet d'accélération est probable sur la fin de l'année, si le plan de relance est voté. La croissance en 2022 sera en grande partie liée à l'effet d'acquis à la fin 2021, mais elle sera proche du potentiel (un peu en-dessous de 2,5% ; l'acquis est le point de départ de 2022 à la fin de 2021. Il peut être positif si le PIB à la fin 2021 est supérieure à la moyenne du PIB de l'ensemble de l'année 2021).

En zone euro, les divers plans de relance vont permettre un rattrapage en 2021 (le plan européen aboutira, même sans l'accord des gouvernements polonais et hongrois). Un retour sur le potentiel de croissance est à attendre en 2022, soit autour de 1,5 %. Les vaccins vont faciliter ce profil.

Le risque de voir l'inflation s'accélérer dans les mois qui viennent est réduit.

Il y aura une normalisation sur les secteurs ayant été les plus pénalisés, le taux d'inflation sera plus élevé, mais la reconstruction de l'offre dans ces secteurs ne permet pas d'anticiper une accélération forte des prix. Cependant, à moyen terme, il y aura probablement plus d'inflation pour faciliter les ajustements résultant de la reconstruction du système productif.



Un équilibre nouveau des politiques économiques.

La politique budgétaire sera au cœur de la dynamique macroéconomique, alors que la politique monétaire ne fera qu'accompagner le mouvement. Cela aura pour conséquence de maintenir les taux d'intérêt bas très longtemps pour toutes les maturités. Les Banques centrales n'annuleront pas les dettes publiques.

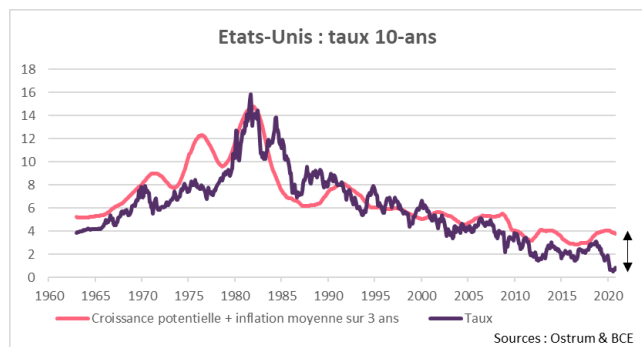
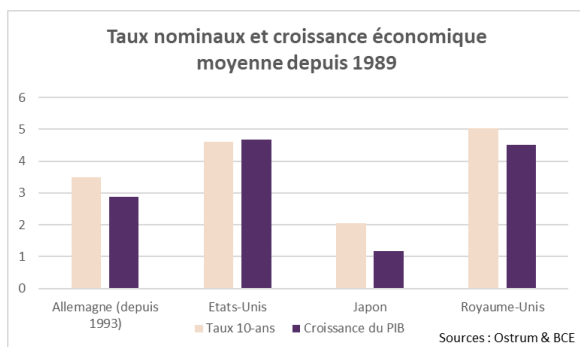
Le niveau de la dette publique, notamment en Europe et aux États-Unis, alors que la croissance est limitée et que les politiques budgétaires resteront accommodantes encore très longtemps, suscite des interrogations. Comment faire pour réagir à un nouveau choc négatif sur l'activité lorsque la dette publique est déjà très élevée et que les Banques centrales ont déjà des bilans débordants de dette publique ? Quelle marge de manœuvre pour la politique conjoncturelle ? Si l'option d'annuler la dette publique est une mauvaise idée pour de multiples raisons (crédibilité, construction et pérennité de la zone euro lorsque les idées sur la dette publique et la politique budgétaire sont souvent opposées...), ce niveau de dette doit être pris en compte alors que la demande d'action publique s'accroît. L'inflation peut être une idée...

STRATEGIE - Des rendements obligataires toujours déprimés, mais un profil de risque modifié

Des taux bas pour longtemps

- Une décorrélation avec les fondamentaux : les taux d'intérêt sont censés suivre la croissance économique mais ce n'est plus le cas, la divergence est inhabituellement large et persistante
- Équation contre-intuitive : plus de dette égale des taux plus bas
- En prenant la politique actuelle de la BCE, il est difficile de voir le bund au-dessus de -0,30%

Le premier thème important pour les marchés est le très faible niveau des taux d'intérêt qui devrait persister, même si la reprise devrait s'accompagner d'une tendance haussière. Stéphane Déo, directeur stratégie marchés d'Ostrum AM, estime qu'il existe une divergence de plus en plus marquée entre les taux observés et le niveau des taux tels qu'ils devraient être s'ils suivaient les fondamentaux économiques. Il y a deux raisons principales à cela : d'une part, le niveau de dette très important et, d'autre part, l'action des Banques centrales.

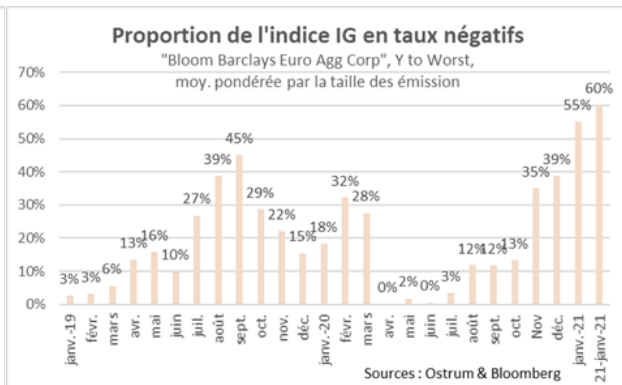
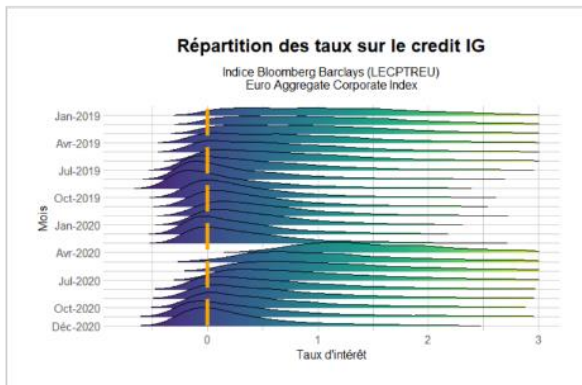
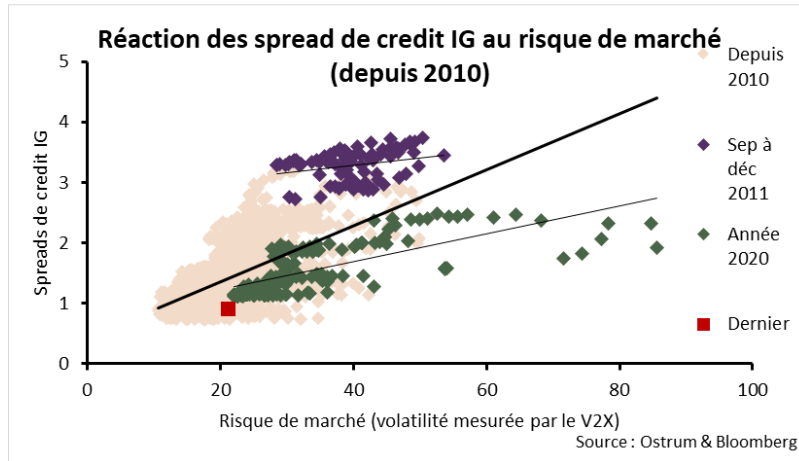


Un profil de risque modifié

- Un écrasement de la volatilité sur les taux
- La dispersion des taux sur le marché du crédit s'est déformée continuellement vers le bas depuis mars
- Le PeR de Shiller montre un marché actions avec des valorisations très tendues, mais comparées au niveau actuel des taux elles se justifient

Le second thème phare est la réduction du risque pour l'investisseur. Là aussi, l'action des Banques centrales a été prépondérante. Les taux souverains, mais aussi le crédit, ont réagi de manière beaucoup plus mesurée qu'ils ne l'avaient fait lors de la dernière décennie. Ceci a deux conséquences principales : plus de visibilité pour les États, et donc une possibilité étendue de mettre en place des relances budgétaires, et un profil de risque totalement différent pour les investisseurs.

Dispersion des taux sur le marché du crédit continuellement déformée vers le bas depuis mars

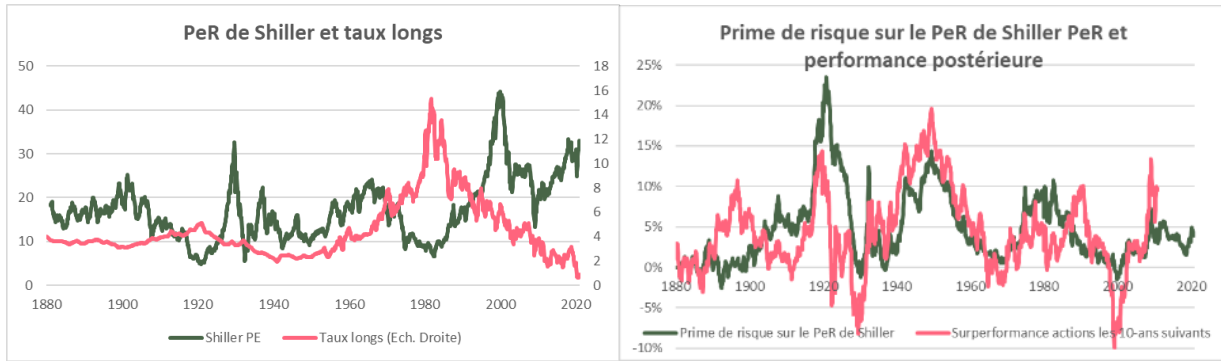


PeR de Shiller : un marché actions avec des valorisations très tendues

La quasi-totalité des mesures de valorisation des actions sont proches des plus hauts historiques. Mais la prime de risque des actions (c'est-à-dire comparé aux taux sans risque) donne le signal inverse, les actions ne sont pas chères en relatif. A cela deux raisons :

- Le manque d'alternative d'investissement pour l'investisseur, le fameux « TINA ». *E.g. le rendement du dividende est anormalement élevé par rapport aux taux sans risque.*
- Le fait que les valorisations doivent s'ajuster au taux d'actualisation. *E.g. la BdF montre que l'évolution des PeR est rationnelle si on prend en compte la baisse du taux sans risque*

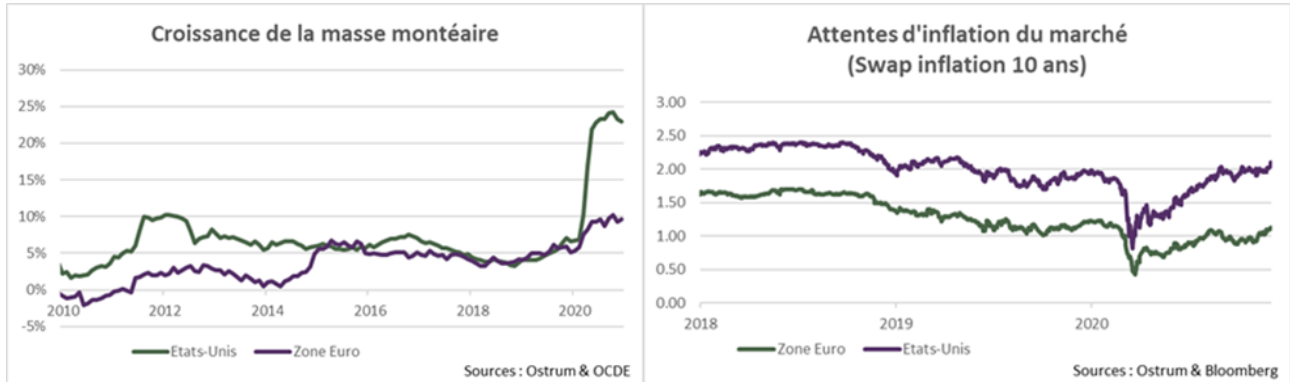
Le PeR de Shiller (comme beaucoup d'autres mesures de valorisation) montre un marché action avec des valorisations très tendues. Mais le même PeR de Shiller comparé au niveau actuel des taux se justifie et signale même une rentabilité positive sur la décennie à venir.



Et si l'inflation revenait ?

- Un scénario plausible due à la progression très forte des agrégats monétaires
- Le marché reste très timide sur cette thématique
- Un retour de l'inflation à 2% n'est pas anticipé avant de nombreuses années mais les marchés ont tendance à surréagir aux nouvelles d'inflation

Le troisième thème est le risque d'inflation qui n'est absolument pas anticipé par les marchés. Les effets à moyen terme de cette crise sont loin d'être évidents. Si l'effet de court terme est sans ambiguïté déflationniste, il est plausible que les effets de long terme soient inversés. En particulier la progression très forte des agrégats monétaires est une des raisons qui peuvent conduire à une trajectoire d'inflation bien plus élevée que celle à laquelle nous sommes habitués depuis deux décennies. Le marché ne croit absolument pas à ce scénario. Ce qui peut faire craindre un retournement rapide. Non seulement de la courbe mais des actifs liés. On pense en particulier à une progression de la volatilité et à une rotation sur le marché actions.



GESTION – où trouver de la valeur en 2021 ?

Taux souverains	Crédit	Actions assurantielles
<ul style="list-style-type: none"> • Pays émergent • Périphériques • Pentification • Green bonds 	<ul style="list-style-type: none"> • Marché dominé par les « <i>technicals</i> » • Émissions limitées en 2021 • Recherche de secteur encore relativement délaissé • High Yield, en restant sélectif 	<ul style="list-style-type: none"> • Redémarrage de la croissance • Transition énergétique • Consommation chinoise / Luxe • Technologie

Le succès escompté du déploiement des vaccins a soulevé des attentes de croissance pour les deux prochaines années et amélioré considérablement la visibilité sur le cycle économique. Dans cette perspective, Ibrahim Kobar, directeur des gestions d'Ostrum AM, attend un solide rebond en 2021 grâce à un fort soutien de la politique monétaire et budgétaire.

La recherche de rendements devrait continuer et impacter les marchés en 2021. Les rendements du Bund 10Y et du UST 10Y devraient graduellement augmenter pour tendre vers respectivement -30bps et +1,30% à la fin de l'année 2021, ce qui serait associé à une pentification de la courbe qui nous conduirait à réduire notre allocation sur les titres souverains. Dans un environnement moins risqué, Ostrum AM voit les spreads périphériques aussi continuer à se resserrer.

Dans le même ordre d'idée, les marchés actions devraient davantage bénéficier du redémarrage de la croissance. Avec l'amélioration des bénéfiques, la performance des indices devrait toutefois avoisiner les 10% sur l'année.

SOUVERAIN - Nous privilégions toujours les pays satellites

Pondération vs. 2020 : réduction

Thèmes

- Les pays émergents fournissent une source encore appréciable de rendement. C'est clairement une classe d'actifs à suivre.
- Les taux périphériques ont baissé mais le risque s'est aussi amoindri, nous préférons l'Italie dont les spreads sont trop large en relatif.
- La courbe devrait se pentifier avec la reprise et des signes préliminaires d'inflation.
- Le marché des green bonds est en pleine expansion, plus de 500 milliards d'euros d'émissions prévues l'année prochaine avec trois nouveaux émetteurs souverains (Royaume Uni, Italie et Danemark). Un marché sur lequel il faut se positionner

CREDIT - un potentiel de resserrement des spreads pourrait partiellement compenser la remontée des références Etats « core »

Pondération vs. 2020 : inchangée

Thèmes

- Un marché dominé par les « technicals » avec des banques centrales qui restent très présentes pour diminuer la volatilité. L'émission nette en 2021 devrait être faible, de l'ordre de 60-80 Mds d'euros.
- La recherche de rendement nous conduit à préférer certains secteurs encore relativement délaissés: les dettes Subordonnées plutôt que les Seniors, ainsi que le « Additional Tier-One », l'hybride corporate. Nous gardons un biais Financières (exclues du QE de la BCE) vs. Cycliques.
- Le High Yield offre une opportunité de rendement et de diversification, mais il faut rester très sélectif.

ACTIONS - la classe d'actifs devraient bénéficier du redémarrage de la croissance

Pondération vs. 2020 : augmentation

Thèmes

- Biais émergent
- Les secteurs qui bénéficient de la transition énergétique : utilities (pacte européen volontariste), certaines industrielles.
- L'exposition à la consommation de luxe chinoise : secteur du luxe, spiritueux (mais pas les brasseurs), certaines marques de sport.
- La tech : une génération de trésorerie qui ne se dément pas, des barrières à l'entrée, un mega-trend vers plus de technologie.

ALLOCATION – prudence à court terme

A la suite du résultat des élections américaines et de l'annonce du vaccin, les marchés ont adopté une attitude beaucoup plus positive. Les deux mois de novembre et décembre ont donné lieu à un marché très « risk-on ». Le résultat en début d'année était un marché avec des valorisation assez optimistes et qui donc avait besoin d'une respiration.

Nous sommes donc prudents à court terme, d'autant plus que la situation sanitaire est moins sous contrôle qu'on ne pouvait l'espérer : apparition de nouveaux variants, efficacité des vaccins remise en cause et vitesse de vaccination insuffisante. L'horizon est moins clair qu'il n'y paraissait.

A un horizon fin d'année néanmoins, on peut imaginer qu'une partie importante de la population sera vaccinée et que la maladie sera définitivement jugulée. Le cycle économique haussier s'installera donc.

Dans ce contexte nous attendons une hausse des taux même si les banques centrales devraient rester très accommodantes et donc pentifier la courbe.

Le taux de défaut devrait aussi se tasser - nous l'estimons proche de 5% en début d'année pour la partie High Yield Europe - et donc les écarts de taux baisser.

Enfin les marchés actions sont fortement valorisés, il ne faut donc pas s'attendre à une expansion des PeR mais la normalisation des bénéfices devrait soutenir les bourses que nous attendons en hausse de l'ordre de 10% en Europe.

Nous optons ainsi pour un positionnement où la prise de risque mesurée nous permettrait d'être exposés aux classes d'actifs qui bénéficieront d'une normalisation de l'économie.

Nos vues pour 2021, allocation et grandes classes d'actifs

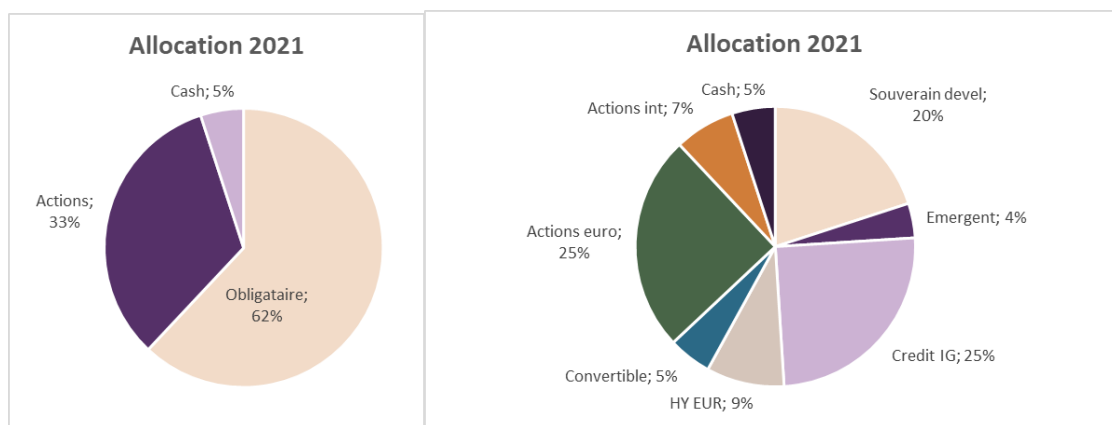
Vues relatives	Négative -	Neutre	Positive +
Actions vs Souverain			X
Actions vs Crédit			X
Crédit vs Souverain			X
Action EURO vs US			X
Actions EUR vs EM	X		

Source : Ostrum AM, 14/12/2020

Souverains	Négative -	Neutre	Positive +
US	X		
Bund	X		
OAT	X		
Emergents			X

Crédit	Négative -	Neutre	Positive +
Investment Grade		X	
High Yield			X

Actions	Négative -	Neutre	Positive +
EUR			X
US			X
Emergents			X



Source : Ostrum AM, 14/12/2020

Quels sont les risques potentiels pour 2021 ?

1. Inflation

Probabilité : faible à un horizon d'un an, mais plausible par la suite.

Scénario : l'inflation surprend à la hausse ; les banques centrales, comme elles s'y sont engagées, ne réagissent pas et laissent glisser.

Conséquence : repositionnement de la courbe très rapide (pentification) avec en particulier l'inflation point mort qui progresse. Effet de second rang sur la volatilité en hausse, et rotation sectorielle majeure sur les actions

2. Orthodoxie fiscale

Probabilité : faible. Les Etats-Unis comme l'Europe ne semblent pas s'engager dans cette voie.

Scénario : avec la reprise et le stock monumental de dette publique, les gouvernements reviennent à l'orthodoxie budgétaire et coupent trop tôt le support à l'économie. La croissance flanche.

Conséquences : *risk-off* de nouveau, des taux souverains qui baissent, des actifs risqués (du crédit aux actions) qui souffrent.

3. Éclatement des bulles

Probabilité : faible. Il n'est pas du tout évident qu'il y ait une bulle sur les actifs risqués.

Scénario : les valorisations des actions sont beaucoup trop tendues. La bulle éclate, on se dirige vers un scénario « à la 2001 ». L'argument pourrait être aussi valable sur le crédit cette fois-ci.

Conséquence : encore plus de QE. La Fed et la BCE pourraient alors suivre l'exemple de la BdJ et acheter des actions. La courbe reste désespérément plate, les actifs risqués souffrent.

4. Effondrement du dollar

Probabilité : faible. En revanche, une dépréciation graduelle du dollar est tout à fait possible.

Scénario : la baisse du dollar s'accélère, les investisseurs perdent confiance et les flux sortants gonflent. Les déficits jumeaux, oublié par les marchés, retournent sur le devant de la scène.

Conséquence : l'aspect vertueux d'une baisse du dollar pour certains actifs (émergents, actions européennes) devient négatif car le mouvement est trop précipité. Les primes de risques s'envolent de nouveau et les actifs risqués sont impactés.



Ibrahima Kobar
Directeur des gestions



Philippe Waechter
Directeur de la recherche
économique



Stéphane Déo
Directeur stratégies marchés

MENTIONS LEGALES

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 14/12/2020

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, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

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 Zürich, 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 – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753.

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

