

LA VUE OSTRUM MARS 2021

Conclusions du comité d'investissement stratégique
mensuel

Amplifier votre
pouvoir d'agir

LA LETTRE DU CIO

Jusqu'où ?

Dilemme classique en phase de reprise économique : la politique économique ne doit pas être resserrée trop vite au risque de mettre en danger une reprise convalescente, elle ne doit pas être resserrée trop tard au risque de créer une surchauffe de l'activité ou des bulles financières. Nous sommes au cœur de ce dilemme avec en particulier le débat sur le plan de relance américain, 1 900 milliards supplémentaires, vu comme exagéré par certains. Jusqu'où faut-il aller en termes de relance économique ? Les autorités ont choisi leur camp, elles préfèrent le risque d'en faire trop au risque d'en faire trop peu.

Les marchés ont évolué dans la direction que nous attendions, hausse des taux, bonne performance des actifs risqués. Ils l'ont néanmoins fait plus rapidement à tel point que des signes de surchauffe apparaissent. La hausse des taux a suscité une correction de certaines actions « à forte durée », la tech par exemple, qui pourtant bénéficie de la reprise économique. C'est l'équivalent de marché du dilemme de politique économique : des taux qui montent car l'horizon s'éclaircit et c'est positif pour tous les actifs, des taux qui montent trop vite par crainte de surchauffe ou d'inflation, et les marchés dévissent. Jusqu'où les taux peuvent monter sans déstabiliser ?

Pour l'instant, les banques centrales, Fed et BCE, garantissent des conditions monétaires très favorables. Les actifs risqués devraient rester bien orientés même si les valorisations anticipent déjà beaucoup de bonnes nouvelles. Mais les hésitations entre le trop et le trop peu pourraient finir par réveiller la volatilité.



Ibrahim Kobar
CIO Ostrum

Eco

VUES ÉCONOMIQUES

TROIS THÉMATIQUES POUR LES MARCHÉS

3

1 SURCHAUFFE

La relance Biden, alors que l'économie américaine semble résiliente, fait craindre le risque potentiel de surchauffe.

La relance budgétaire très généreuse pourrait alors devenir exagérée.

2 BANQUES CENTRALES

Les banques centrales sont de plus en plus « testées » par les marchés. Petit à petit des hausses de taux sont incluses dans les attentes de marché.

Cela pourrait conduire à encore plus de mouvement sur les taux longs.

3 L'INFLATION

Entre relance budgétaire et politique monétaire très laxiste, les craintes d'inflation ressurgissent.

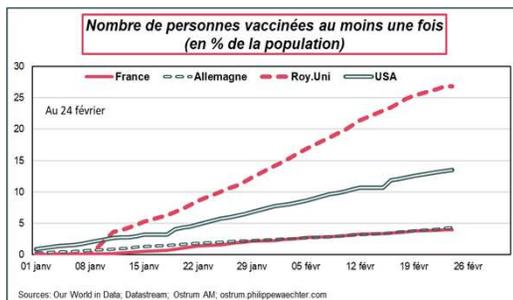
Il existe un risque à court terme lié à l'envolée des matières premières. Et un risque à moyen terme si les anticipations se stabilisent à un niveau élevé.

	Anticipations 2021										
	2020	Croissance (Moy. Annuelle)				Inflation (CPI)					
		Consensus Bloomberg		Ostrum		Consensus Bloomberg		Ostrum			
	Attentes	Variation sur 3 mois		Attentes	Ecart au consensus	Attentes	Variation sur 3 mois		Attentes	Ecart au consensus	
Monde	-3.8	5.4	0.3	↑	5.5	0.1	2.8	0.1	↑		
Etats-Unis	-3.5	4.9	1.1	↑	5.5	0.6	2.2	0.3	↑	2.0	-0.2
Zone Euro	-7.0	4.2	-0.4	↓	5.0	0.8	1.1	0.2	↑	1.0	-0.1
Royaume-Uni	-10.2	4.6	-0.8	↓	2.0	-2.6	1.5	0.1	↑	2.0	0.5
Japon	-5.2	2.7	0.2	↑	3.0	0.3	-0.1	-0.2	↓	-0.2	-0.1
Chine	2.3	8.4	0.2	↑	8.5	0.1	1.6	-0.3	↓	1.8	0.2

Source : Bloomberg & Ostrum

PRINCIPAUX REPÈRES MACROÉCONOMIQUES

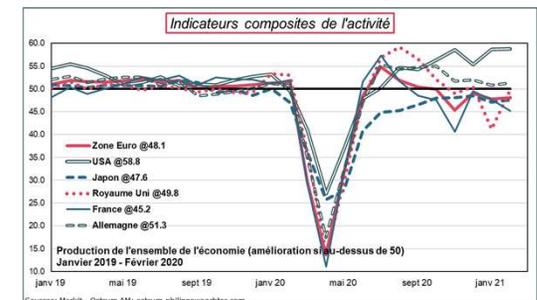
- La crise sanitaire continue de dominer la dynamique macroéconomique. L'incertitude provoquée inhibe les comportements créant une épargne en excès.
- La situation commence néanmoins à changer en raison de la vitesse de vaccination dans plusieurs pays. C'est le cas du Royaume Uni où le gouvernement envisage de relâcher les contraintes sanitaires et le confinement. Aux USA, la combinaison des vaccins et des mesures sanitaires imposées par Joe Biden modifient le profil de l'épidémie. L'Europe est en retard sur la vaccination, provoquant encore de la prudence dans les comportements.
- L'allure de l'activité économique est robuste dans le secteur manufacturier (cf. commerce mondial). Le secteur des services est fort aux USA mais faible en zone Euro. Cela se traduit par des perspectives plutôt fortes outre-Atlantique et moins dynamique en Europe.
- La dynamique macroéconomique est cependant encore insuffisante pour être autonome des deux côtés de l'Atlantique. Les politiques économiques vont devoir rester actives dans les prochains mois pour compenser les comportements prudents des acteurs économiques. Les mesures mises en place en France, par exemple, devront être prolongées même si leur efficacité diminue.
- La Chine d'ailleurs a un comportement plus égoïste puisque sa croissance ne provoque pas d'impulsion forte sur l'économie mondiale. Elle exporte beaucoup mais importe peu. Les pays occidentaux achètent les produits chinois mais ils en vendent peu. Compte tenu de la taille de la Chine, c'est un frein à la reprise du reste du monde.



L'avance des anglais est remarquable



Reprise du commerce mondial

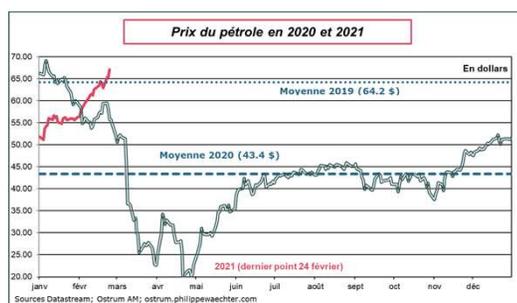


Avantage aux USA, l'Europe en retard

PRINCIPAUX REPÈRES MACROÉCONOMIQUES

5

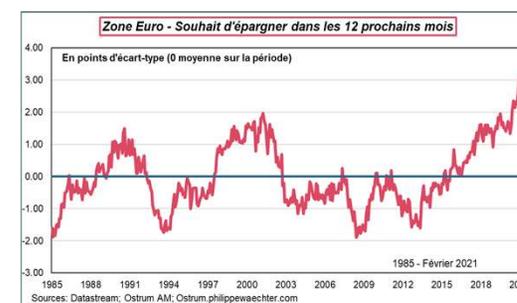
- L'inflation va accélérer au cours des prochains mois en raison de la hausse du prix du pétrole. Les indicateurs conditionnant l'allure de l'inflation sous-jacente, le marché du travail essentiellement, ne suggèrent pas une accélération rapide. Le plan Biden peut modifier cet équilibre.
- La politique économique active obligera les banques centrales à rester très accommodantes et très interventionnistes afin de maintenir des taux d'intérêt bas afin de garantir la soutenabilité des dettes.
- Le point important portera sur la relance américaine. L'idée de Joe Biden est de ne laisser personne sur le bord de la route. La classe moyenne a été affectée par la globalisation mais aussi par la pandémie. Cette politique de grande ampleur pourrait avoir des effets sur l'ensemble de l'économie mondiale. La demande interne va s'accélérer outre-Atlantique et accroître les importations.
- Les européens peuvent en profiter comme ils en avaient profiter après la relance Reagan au début des années 1980. La situation n'est pas directement comparable car les instruments ne sont pas les mêmes et aussi parce que la politique de Reagan faisait entrer le monde dans la globalisation financière. Cela avait été une source d'accélération des échanges. Ce n'est pas ce schéma qui fonctionne actuellement.
- L'Europe doit tout faire pour profiter de cette impulsion afin de sortir de cette crise rapidement.



Hausse du prix du pétrole, c'est un effet Biden



Qui accélèrera le taux d'inflation US ou celui de la ZE?



Les ménages inquiets veulent épargner à tout prix

POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Il ne faut pas abuser des bonnes choses

LE DÉBAT AMÉRICAIN

Le plan de relance Biden ajouterait 1900 milliards de stimulus. Ceci porterait le déficit à près de 4000 milliards et constituerait donc un stimulus hors norme. Il faut aussi noter que le déficit ne disparaît pas par la suite, il reste de presque 1 000 milliards par an en moyenne sur les cinq années qui suivent. Au total c'est donc 9 000 milliards de déficit cumulé sur 6 ans. Des chiffres fous, pour donner un ordre de grandeur rappelons que le PIB des Etats-Unis en 2020 était de 21 000 milliards.

Le risque est donc, aussi de pousser l'économie en surchauffe.

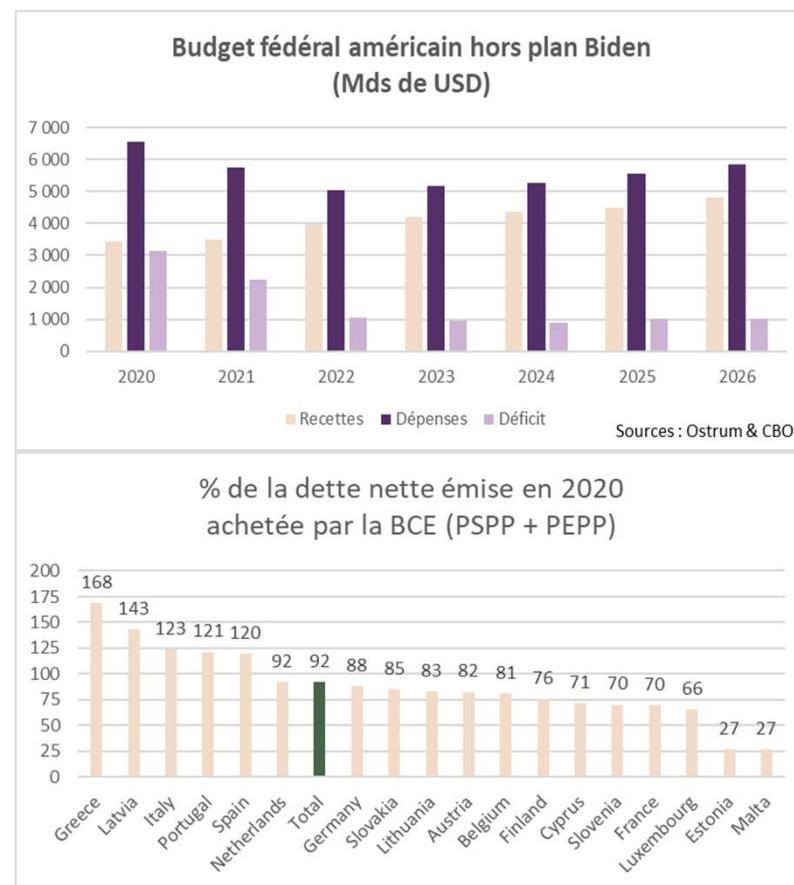
L'EUROPE PLUS « RAISONNABLE »

En zone Euro, les gouvernements adoptent de nouvelles mesures de soutien (32 Mds d'euros en Italie notamment) et présentent des plans de relance et de résilience à la Commission Européenne dans le but de bénéficier des 1ers versements du plan de relance européen (2^{ème} semestre).

Il est de plus en plus clair que le déficit ne se résorbera pas l'année prochaine. Le débat se concentre de plus en plus sur le report *sine die* de la consolidation fiscale.

POLITIQUE FACILITÉE PAR DES TAUX TRÈS BAS

Le maintien de taux d'intérêt très bas, accentué par les achats massifs d'obligations par les banques centrales, permet aux pays de bénéficier d'une nette baisse du service de la dette et réduire ainsi les craintes sur la soutenabilité.



POLITIQUE MONÉTAIRE

Les banques centrales restent très accommodantes

BCE : QE ET TLTRO RENFORCÉS

Le rythme actuel des achats est cohérent avec l'augmentation du PEPP de 500 Mrds d'euros, à 1 850 Mrds, et son prolongement jusqu'à la fin mars 2022. La BCE a aussi rappelé sans ambiguïté sa volonté de maintenir des conditions financières très favorables pour longtemps. Le QE cette année est d'ailleurs d'une taille supérieure à l'émission nette de papier souverain attendue.

Les TLTRO offertes aux banques à des conditions très avantageuses ont été prolongées d'un an, jusqu'à juin 2022 au moins, pour les inciter à prêter.

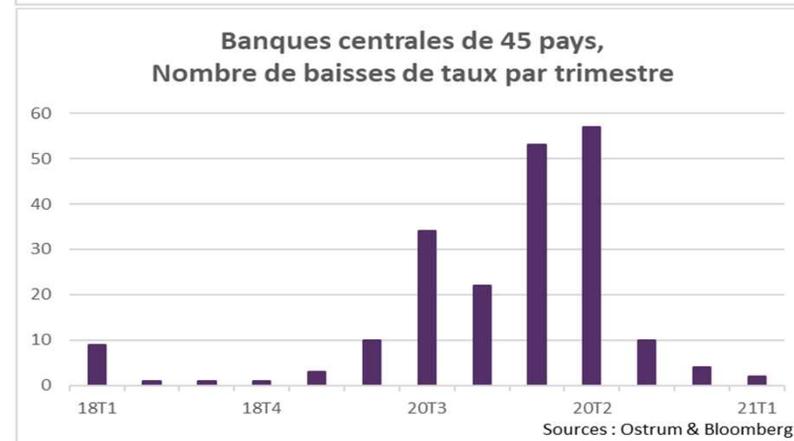
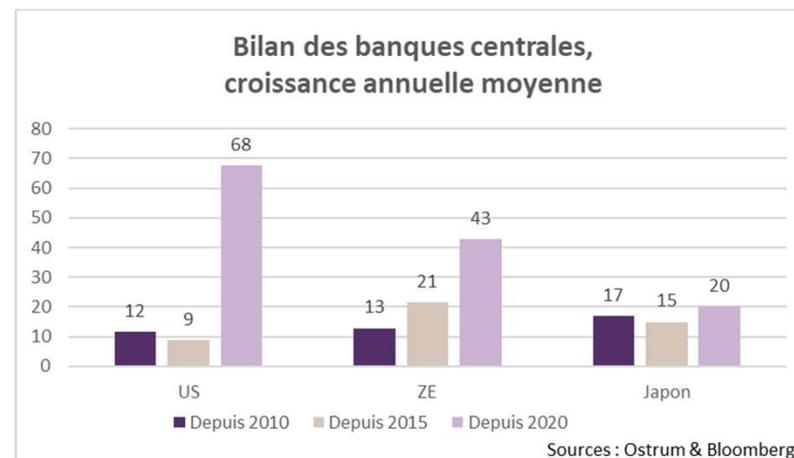
FED : COMMUNICATION AVANCÉE RENFORCÉE

La Fed s'est une fois de plus engagée à maintenir dans la durée une politique monétaire très accommodante malgré des signes encourageants sur la reprise et un plan de relance budgétaire colossal.

L'ampleur du déficit à venir et donc les besoins de financement très élevés suggèrent que le QE devra être augmenté, il est très plausible qu'il soit prolongé après 2021.

POINT D'INFLEXION

Dans le reste du monde, les banques centrales maintiennent une politique très laxiste. On commence toutefois à voir des débats sur une sortie de cette politique, même si ceci est pour l'instant très prématuré.



VUES STRATÉGIE

Exubérance

Vues de marché synthétiques : un marché qui donne le bénéfice du doute

L'annonce de vaccins et l'élection américaine début novembre ont éclairci l'horizon. Le plan de relance américain de Biden et la politique extrêmement accommodante des banques centrales, qui s'engagent pour longtemps, ont donné un coup de fouet aux marchés. Le scénario anticipé est très positif, malgré des chiffres de croissance, qui restent médiocres. Si le momentum est indéniable, il nous semble que le niveau des marchés appelle à une pause et sur un certain nombre de classes d'actifs nos attentes pour la fin mars sont proches des cours actuels.

Nous maintenons un biais risqué sur nos portefeuilles (momentum oblige) mais une performance en mars similaire à celle vue depuis le début de l'année, placerait les marchés sur des valorisations déraisonnables. Nous attendons une tendance qui se prolonge mais qui se calme.

Recommandations d'allocation : choisir ses risques

Avec des marchés qui paraissent très optimistes, nous restons prudent sur les allocations. Les périphériques devraient se resserrer, surtout sur les maturités longues. Pour le crédit, nous favorisons l'IG ainsi que les ABS et craignons un écartement du HY. Le marché actions devrait se stabiliser, il faut donc revenir sur certains thèmes porteurs à long terme. Sur les émergents, la stabilisation de l'EMBIGD à 350 pb offre un portage attrayant, même avec un risque de change couvert.

VUES STRATÉGIE - CLASSES D'ACTIFS - 1/2

Taux G4

01

Après la très rapide remontée des taux simultanée de tous les pays OCDE, les banques centrales ont commencé à donner de la voix. La hausse devrait s'estomper.

02

L'action des banques centrales devrait aussi jouer sur les prix. En Europe en particulier où, après deux mois d'émission nettes positives, le reste de l'année sera négatif si on compte le QE.

03

Nous attendons donc des progressions beaucoup plus faibles sur mars. Et une pentification de la courbe avec des maturités intermédiaires à risque

Autres taux souverains

01

L'émission nette (post QE) sera négative en Europe pour le reste de l'année. Les périphériques devraient donc être bien soutenus. Les spreads devraient se resserrer.

02

La mise en place du programme de relance européen au cours de l'année devrait également être un élément de support.

03

Une grande partie de la hausse sur les taux CAD, AUD, NZD, SEK, NOK et CHF semble derrière nous après le fort mouvement enregistré. Nous sommes globalement neutres.

Inflation

01

La hausse rapide des matières premières va pousser l'inflation, fusse de manière temporaire, à des niveaux plus élevés. Le choc peut être d'une taille conséquente.

02

La courbe d'inflation s'est donc considérablement aplatie (elle est inversée en Europe et aux Etats-Unis) et ce mouvement pourrait se poursuivre.

03

Le pétrole peut continuer à progresser à court terme. La forte hausse des autres matières premières, notamment métaux soutiendra aussi la classe d'actifs.

Crédit

01

Les fondamentaux s'améliorent sur le crédit avec la reprise économique. Les taux de défauts sont, pour l'instant, plus faibles qu'attendus. Attention, cependant à la reprise des M&A qui est souvent néfaste aux obligataires crédit.

02

Les facteurs techniques constituent aussi un support important avec en particulier un volume d'émissions nettes qui devrait rester très limité, surtout après prise en compte du QE.

03

Prudence sur le high yield, où les valorisations apparaissent tendues après deux mois de resserrement en 2021.

Actions

01

Perspectives immédiates peu encourageantes. Les valorisations sont très tendues. Le marché a déjà commencé à marquer le pas à cause de la vitesse de la hausse des taux.

02

Les fondamentaux restent bons, la saison des résultats a été de bonne facture. Elle est aussi encourageante pour le futur même si les attentes des analystes semblent trop hautes.

03

Avec des valorisations que nous pensons rester stables, le marché suivra surtout l'évolution des bénéfices. Nous attendons une performance de 0% à 3 mois, et de 5% à horizon de fin d'année.

Pays émergents

01

Nous attendons la stabilisation de l'EMBI à un niveau de 350 pb. Cela constitue un portage intéressant pour l'investisseur, alors que le profil de risque nous semble modéré.

02

Il faut aussi noter que la couverture de change est beaucoup moins coûteuse qu'elle ne l'était. Nous l'estimons à l'heure actuelle proche de 90pb, ce qui laisse un portage conséquent.

03

Il convient néanmoins d'être discriminants en termes d'investissements. Nous sommes particulièrement positifs sur l'Asie où le rebond économique est plus marqué.

NOS ATTENTES DE MARCHÉ

Classes d'actifs

11

		24-févr.-21	Prévisions	
			mars-21	déc.-21
Souverain				
Etats-Unis	Fed Funds	0.25	0.25	0.25
	10-ans	1.53	1.50	1.30
Grande-Bret.	10-ans	0.78	0.80	0.10
Japon	10-ans	0.15	0.13	0.00
Zone Euro	BCE, dépôts	-0.50	-0.50	-0.50
Allemagne	2-ans	-0.65		-0.60
	10-ans	-0.23	-0.27	-0.30
	30-ans	0.24		0.20
France	10-ans	0.03	0.03	-0.05
	Spread	23	30	25
Italie	10-ans	0.80	0.63	0.60
	Spread	118	90	90
Espagne	10-ans	0.48	0.38	0.25
	Spread	61	65	55
Portugal	10-ans	0.37	0.28	0.20
	Spread	56	55	50

		24-févr.-21	Prévisions	
			mars-21	déc.-21
Crédit / Spreads				
Euro Inflation Swap 10-ans		1.32	1.25	1.21
Libor OAS Spreads				
	IG	59	57	60
	HY	287	302	300
EMBI Spread		350		350
Change				
EUR/USD		1.22		1.25
Actions				
S&P 500		3830		3850
Euro Stoxx		411		430
FTSE 100		6652		6300
Matières premières / Volatilité				
Brent Oil Prices		65.89	65.00	50.00
Or		1770	1850	1900
VIX		29.92		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.

Achévé de rédiger le 26/02/2021

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, 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 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



Un affilié de  NATIXIS
INVESTMENT MANAGERS