Ostrum
ASSET MANAGEMENT

PERSPECTIVES OSTRUM AVRIL 2021

Conclusions du comité d'investissement stratégique mensuel

Document destiné exclusivement aux clients professionnels

Ibrahima Kobar

CIO Ostrum

Ostrum ASSET MANAGEMENT

LA LETTRE DU CIO

Décalage transatlantique

Une fois de plus, l'évolution de la pandémie dicte celle des marchés et de l'économie. Les rythmes de vaccinations, différents d'une zone à l'autre, expliquent l'écart grandissant entre la reprise américaine et celle de l'Europe continentale. Le problème de court terme est celui d'un décalage des cycles entre pays avec les États-Unis qui sortent de la pandémie alors que plusieurs pays d'Europe reconfinent. Le problème est aussi de moyen terme : plus la crise dure, plus les séquelles seront importantes et donc la reprise difficile. Cette divergence est bien entendu exacerbée par la politique budgétaire très ambitieuse aux États-Unis avec la relance Biden, alors que les efforts sont plus mesurés en Europe. Le retard ne se rattrapera qu'en partie.

Ce décalage se retrouve sur les marchés financiers, en particulier avec la divergence des courbes de taux américaines et européennes. Le débat sur la sortie de la politique actuelle de la Fed est lancé : même si Powell s'escrime à expliquer que le statut quo perdurera jusqu'en 2023, le marché commence de plus en plus à jouer avec l'idée d'une hausse des Fed funds en 2023, voire même dès 2022.

Ce contexte est typique d'une sortie de crise : taux en hausse, spreads qui se contractent et actifs risqués, notamment les actions, bien orientés. Au-delà de ce portrait général, les divergences de rapidité de reprise par pays et par secteurs rendent l'environnement de marché très compliqué. Témoins les indices actions qui progressent avec peu de volatilité alors que la rotation sectorielle est une des plus fortes enregistrée. La situation est donc une opportunité pour la gestion car cette différentiation permet de générer de la performance.

Document destiné exclusivement aux clients professionnels

ÉCO

VUES ÉCONOMIQUES

TROIS THÉMATIQUES POUR LES MARCHÉS

1 VACCINATION

L'accélération de la vaccination dans certains pays est une excellente nouvelle. Elle permet d'anticiper une reprise pérenne cette fois-ci.

Le retard dans d'autres explique la divergence croissance de performances.

2 BANQUES CENTRALES

Nous avons passé un point d'inflexion ; la tendance globale est à un resserrement monétaire, certes lent.

La BCE tout comme la Fed restent extrêmement accommodantes même si cette dernière est de plus en plus testée par le marché.

3 SURCHAUFFE

L'ampleur de la relance Biden fait craindre une surchauffe déjà présente sur certains secteurs (immobilier). Dans ce cas les politiques monétaires pourraient se retourner plus tôt.

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

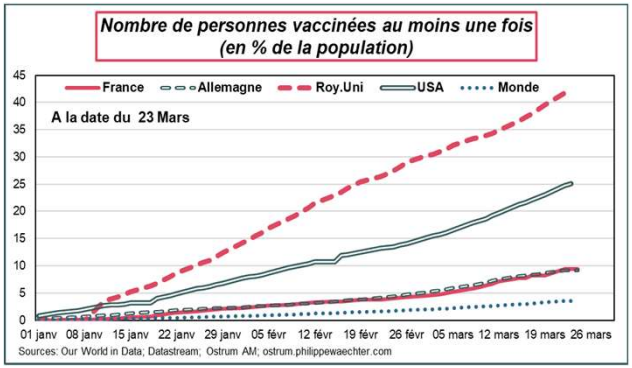
		Anticipations 2021							
		Croissance (Moy. Annuelle)				Inflation (CPI)			
	2020	Consensus Bloomberg		Ostrum		Consensus Bloomberg		Ostrum	
		Attentes	Variation sur 3 mois	Attentes	Ecart au consensus	Attentes	Variation sur 3 mois	Attentes	Ecart au consensus
Monde	-3.8	5.6	0.4 ↑	5.7	0.1	2.8	0.1 ↑		
Etats-Unis	-3.5	5.7	1.8 ↑	6.0	0.4	2.4	0.4 ↑	2.4	0.0
Zone Euro	-6.8	4.2	-0.4 ↓	4.4	0.2	1.5	0.6 ↑	1.4	-0.1
Royaume-Uni	-10.1	4.7	-0.6 ↓	3.5	-1.2	1.6	0.1 ↑	2.0	0.4
Japon	-5.1	2.8	0.1 ↑	3.0	0.2	0.1	-0.1 ↓	0.0	-0.1
Chine	2.3	8.5	0.3 ↑	8.5	0.0	1.6	0.0 ↓	1.8	0.2

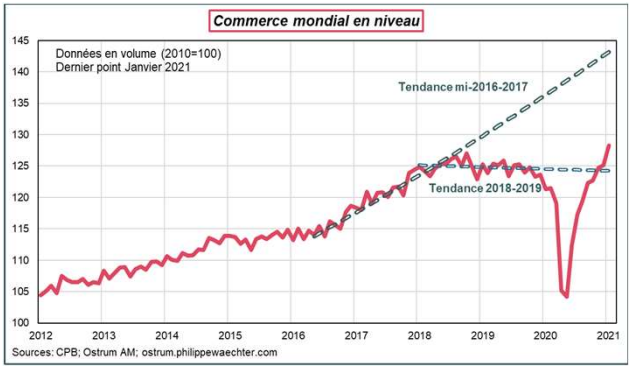
Source : Bloomberg & Ostrum

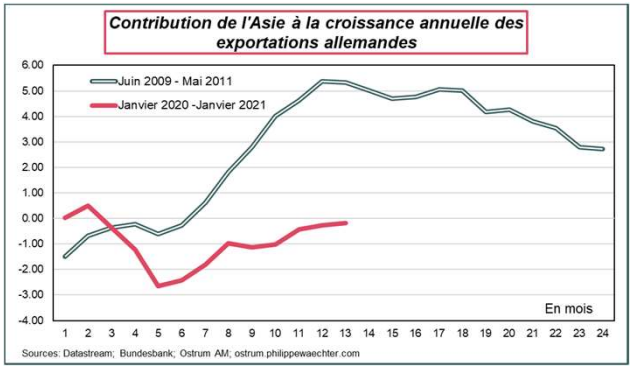
Document destiné exclusivement aux clients professionnels

PRINCIPAUX REPÈRES MACROÉCONOMIQUES

- La dynamique de la vaccination conditionne toujours la phase de reprise de l'activité. Cela doit permettre de réduire l'incertitude dans les comportements qui sont encore trop prudents, de limiter les risques sur les systèmes de santé et d'abaisser la probabilité de propagation du virus. Les pays anglo-saxons ont des taux de vaccination élevés, ce n'est pas le cas de l'Europe qui reste à la merci d'une reprise des malades contaminés comme c'est le cas en France.
  L'autre fragilité actuelle est le faible taux de vaccination à l'échelle globale. Cela limitera forcément la coopération internationale au risque d'accentuer une croissance auto-centrée dans les grandes régions.
- Le commerce mondial a néanmoins rebondi fortement en janvier 2021. Il est près de 6% au-dessus du chiffre observé un an auparavant. Il est désormais très au-delà de la tendance constatée en 2018-2019 lors du différend commercial entre la Chine et les États-Unis.
- Ne nous réjouissons pas trop vite car c'est la Chine et l'Asie qui contribuent majoritairement à l'amélioration des échanges. Les États-Unis et l'Europe ont des apports très réduits. La dynamique de l'Asie s'auto-entretient avec des apports limités du reste du monde. C'est une grande différence avec ce qui avait été observé en 2010 après la crise financière.
- Pour s'en convaincre on peut comparer la contribution de l'Asie dans la croissance des exportations allemandes lors de la sortie de cette crise financière et maintenant. On constate que l'effet d'entrainement est bien moindre, obligeant l'Europe à définir sa propre source de croissance. La relance américaine, en raison de son ampleur, pourrait cependant avoir un impact significatif sur l'allure du PIB de la zone Euro





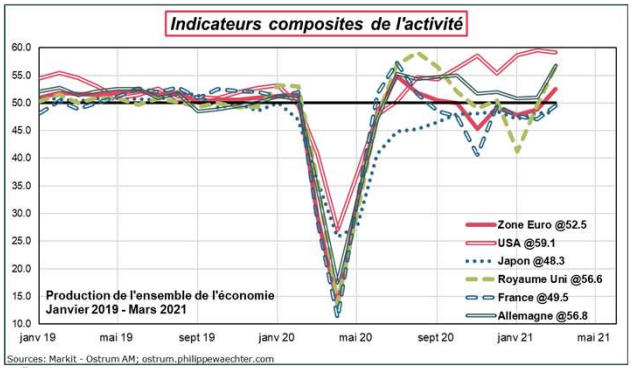


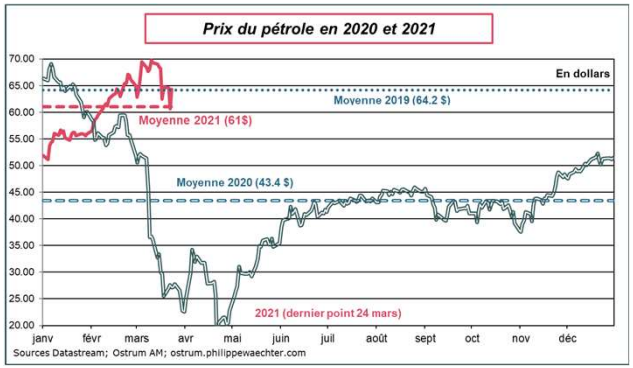
Les analyses et les opinions mentionnées représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s).
Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.
26/03/2021

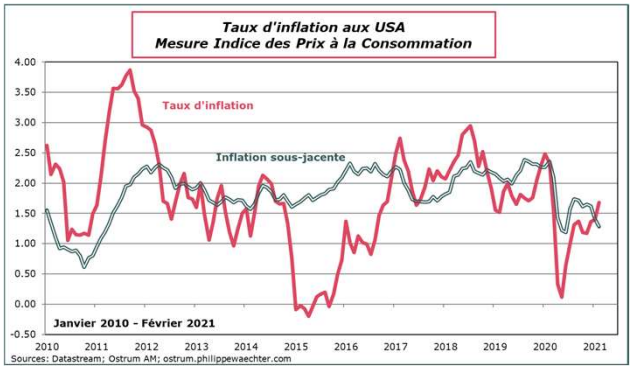
PHILIPPE WAECHTER-00/00/00
Document destiné exclusivement aux clients professionnels

PRINCIPAUX REPÈRES MACROÉCONOMIQUES

- La dynamique de court terme mesurée par les enquêtes auprès des chefs d'entreprise est haussière. Cette expansion commençait à être perceptible en février, elle se confirme en mars. On peut néanmoins être un peu surpris par la vigueur du secteur manufacturier qui en Allemagne, et selon l'enquête Markit, est au plus haut. L'amélioration conjoncturelle américaine et le dynamisme asiatique ont peut être déferlés sur l'économie allemande et européenne au cours des deux derniers mois (les chiffres du commerce mondial s'arrête en janvier).
- On constate en Europe une plus grande vigueur du secteur des services en dépit des mesures sanitaires. Les secteurs non contraints ont une activité qui tendrait à compenser celle des secteurs contraints. Cela peut résulter de la robustesse du secteur manufacturier.
- Le prix du pétrole continue de refléter les anticipations d'une croissance plus forte dans la durée. Le prix moyen depuis le début de l'année est de 61 dollars le baril contre un peu plus de 40 en 2020. Cela se traduira forcément par une hausse du taux d'inflation avec une contribution positive de l'énergie (elle était négative en 2020). La partie sous jacente devrait peu évoluer au cours des prochains mois en raison des déséquilibres qui persistent sur le marché du travail. Cela n'incitera pas les banques centrales à changer de stratégie. Elles ne réagissent pas aux mouvements brutaux sur le prix du pétrole car la transmission aux salaires et à l'inflation sous–jacente est réduite;
- Cette accélération des anticipations d'inflation se retrouvent pour partie dans l'évolution des taux d'intérêt de long terme. Ceux-ci, notamment aux USA sont aussi portés par l'amélioration des perspectives de croissance associée au plan Biden. La BCE restant très active, l'écart de taux entre les US et la zone Euro va s'accroître et favoriser la hausse de la monnaie américaine. L'Europe profitera de la relance via davantage d'importations mais aussi par un effet compétitivité.





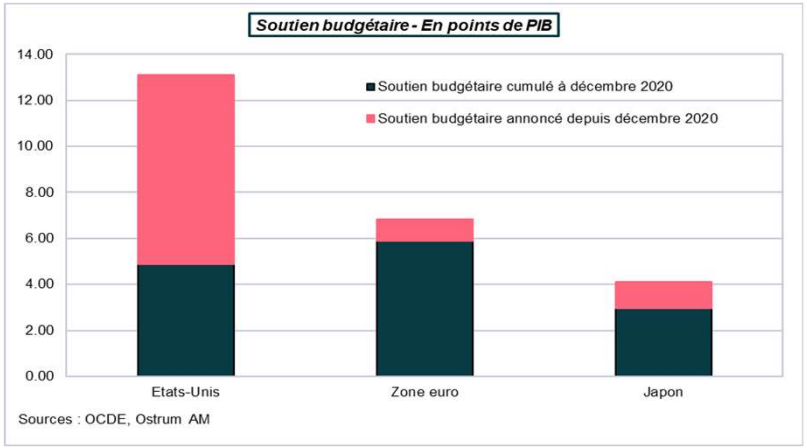


POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Nécessité de politiques budgétaires toujours très actives

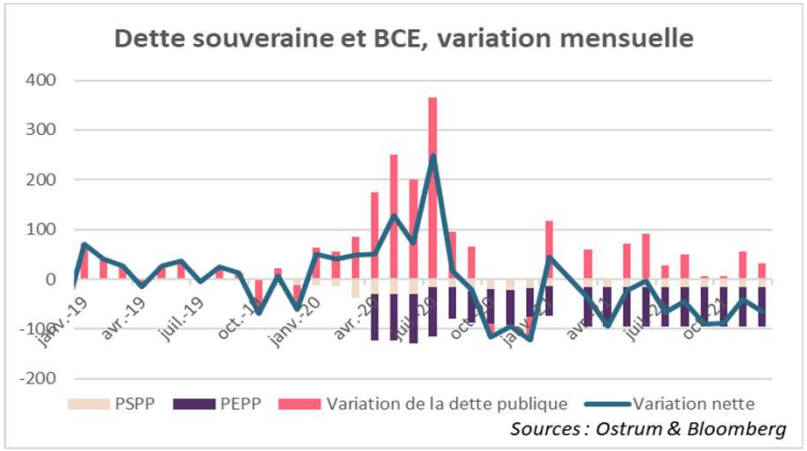
RELANCE MASSIVE AUX ÉTATS-UNIS

Le plan Biden de 1 900 Mds de $ est centré sur les ménages américains afin de créer les conditions d'une accélération de la demande et permettre un retour vers le plein emploi. L'attention se porte maintenant sur le prochain programme qui devrait atteindre 3000 Mds de $ et comprendre des investissements en infrastructure, pour la transition énergétique et l'éducation. Il devrait être en partie financé par des hausses d'impôts notamment sur les entreprises et les ménages les plus riches. Les discussions promettent d'être intenses entre les Républicains et les Démocrates.



MESURES PLUS TIMIDES EN EUROPE

Face à l'aggravation de la situation sanitaire, les gouvernements prolongent les mesures de soutien pour faire face à la crise. Le gouvernement italien a annoncé prendre de nouvelles mesures, entre 20 et 30 Mds d'euros, après une rallonge budgétaire tout juste votée de 32 Mds. Les premiers versements dans le cadre de Next Generation EU n'interviendront pas avant l'été et seront conditionnés à la validation des plans de relance et de résilience présentés par les États membres.



POLITIQUE FACILITÉE PAR DES TAUX BAS

Il est essentiel que les gouvernements continuent de bénéficier de faibles taux d'intérêt pour financer leurs émissions et réduire le service de la dette. Cela est facilité par les achats massifs d'obligations des Banques centrales.

Ostrum ASSET MANAGEMENT

Les analyses et les opinions mentionnées 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.
26/03/2021

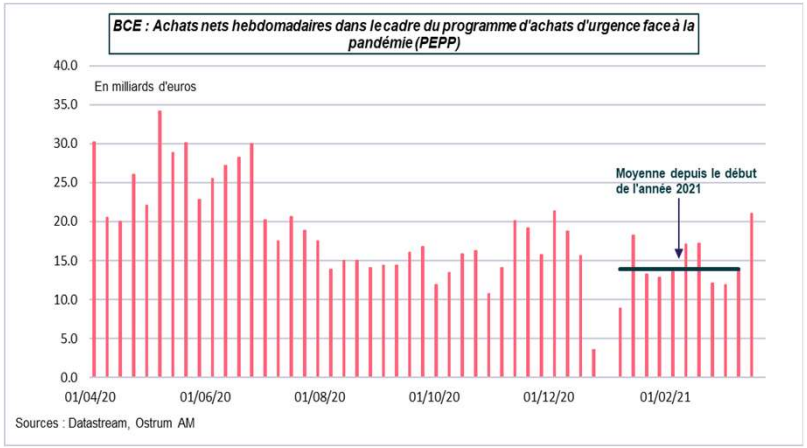
Document destiné exclusivement aux clients professionnels

POLITIQUE MONÉTAIRE

Banques centrales très accommodantes dans les pays développés

BCE : ACCÉLÉRATION DES ACHATS LIÉS AU PEPP

Face à la contagion de la hausse des taux américains sur les taux de la zone euro, la BCE a annoncé une accélération significative du rythme de ses achats d'actifs au cours du trimestre à venir dans le cadre de son programme d'urgence face à la pandémie (PEPP). Ses achats nets hebdomadaires dans le cadre de ce programme ont ainsi fortement augmenté la semaine suivant sa réunion : 21,1 Mds d'euros contre 13,9 Mds en moyenne depuis le début de l'année. L'opération TLTRO 3 de mars a par ailleurs, rencontré une demande solide de la part des banques désireuses de bénéficier de conditions de refinancement très attrayantes : 330,5 Mds d'euros.

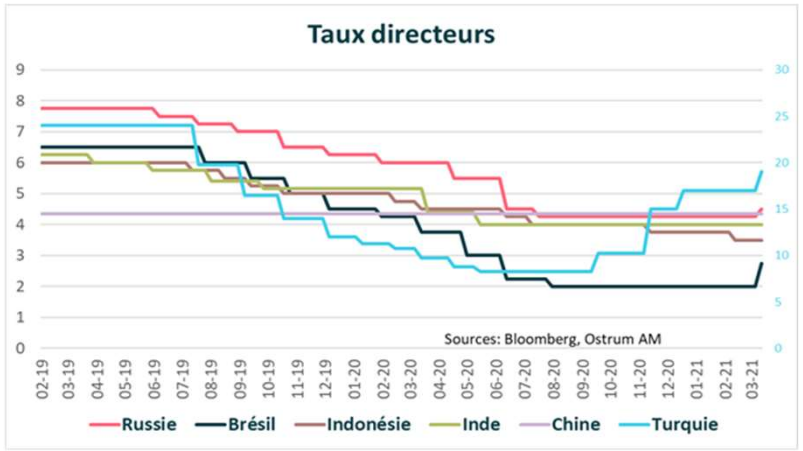


LA FED RESTE PRUDENTE

À l'issue de sa réunion, la Fed a insisté sur la nécessité de maintenir une politique monétaire très accommodante dans la durée, l'économie américaine restant loin du plein emploi et l'inflation demeurant inférieure à la cible de 2% à moyen terme. Selon la médiane des anticipations des participants, les taux sont attendus comme devant rester proches de zéro jusqu'à 2023 au moins. La Fed va également poursuivre ses achats d'actifs à hauteur de 120 milliards de $ par mois.

HAUSSE DES TAUX DANS CERTAINS PAYS ÉMERGENTS

La hausse des taux obligataires américains contraint certains pays émergents à relever leurs taux directeurs (comme le Brésil, la Russie et la Turquie), afin de soutenir leur devise fragilisée par des sorties de capitaux.



Ostrum ASSET MANAGEMENT

Les analyses et les opinions mentionnées 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.
26/03/2021

Document destiné exclusivement aux clients professionnels

Strat

VUES STRATÉGIE

Entre deux eaux

Vues de marché synthétiques : le marché est-il trop en avance ?

Le marché est entre deux eaux : après une tendance forte depuis le début de l'année (taux et bourses en hausse), les valorisations des marchés incluent déjà beaucoup de bonne nouvelles et la situation actuelle est cohérente avec une reprise globale rapide sur la deuxième moitié de l'année. Pour trouver un second souffle, il faudrait alors que l'économie accélère plus qu'attendu ou que les attentes de bénéfices soient de nouveaux révisés à la hausse. Tout ceci nous laisse un peu perplexes.

Nous maintenons un léger biais risqué sur nos portefeuilles, mais en réduisant considérablement la voilure et en diminuant l'exposition sur certaines parties trop risquées. D'ailleurs, nos objectifs de fin d'année sont relativement proches de nos objectifs à fin avril, le potentiel des marchés est donc limité.

Recommandations d'allocation : discriminant

Les périphériques devraient se resserrer, augmentation du PEPP oblige. Pour le crédit, nous privilégions l'IG, ainsi que les ABS, et craignons un écartement du HY qui nous semble cher. Le marché actions devrait se stabiliser : il faut donc revenir sur certains thèmes porteurs à long terme. En revanche, les émergents offrent des perspectives intéressantes, avec l'EMBIGD qui se resserre tout en offrant un portage attrayant, même avec un risque de change couvert.

Ostrum ASSET MANAGEMENT

Les analyses et les opinions mentionnées 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.
26/03/2021

Document destiné exclusivement aux clients professionnels

VUES STRATÉGIE – CLASSES D'ACTIFS – 1/2

Taux G4

01

La remonté des taux aux États-Unis devrait se poursuivre. L'amélioration du cycle, le volume des émissions et le laissez faire de la Fed devraient pousser les Treasury vers 1,8%.

02

L'accélération du QE de la BCE a permis de découpler le Bund du Treasury. Cette tendance devrait continuer et le Bund ne pourrait pas alors dépasser les -0,3%.

03

La tendance est plutôt haussière dans les autres pays même si l'ajustement devrait être plus limité que sur les mois précédents.

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 hors G4 semble faite. Un potentiel de hausse demeure sur le CAD et le NOK et un potentiel de baisse sur le AUD et le NZD.

Inflation

01

Le marché a ajusté de manière très marquée ses anticipations. La courbe d'inflation s'est également aplatie avec la hausse des matières premières.

02

Nous sommes à un point où les anticipations du marché nous semblent cohérentes avec le scénario économique attendu. Le potentiel de mouvement de la courbe est maintenant faible.

03

La hausse des taux, en particulier du Treasury, se ferait donc surtout par le bias les taux réels.

Source : Ostrum . Les analyses et les opinions mentionnées 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.
26/03/2021

Document destiné exclusivement aux clients professionnels

VUES STRATÉGIE – CLASSES D'ACTIFS – 2/2

Crédit

01

Le niveau faible des spreads sur l'IG nous conduit à être prudents sur les perspectives, même si le QE de la BCE a tué toute volatilité.

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

Nous restons prudents sur le high yield, où les valorisations apparaissent tendues après environ 30 pb de resserrement depuis le début de l'année..

Actions

01

Les valorisations restent tendues, même si le marché s'accommode plutôt bien des hausses de 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 optimistes.

03

Si les indices sont peu volatils il faut néanmoins noter une rotation sectorielle et stylistique très violente, car le marché reprice le scénario économique.

Pays émergents

01

Nous attendons plus de contraction de l'EMBI de 356 à 345. 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 de l'ordre de 100pb, 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.

Source : Ostrum . Les analyses et les opinions mentionnées 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.
26/03/2021

Document destiné exclusivement aux clients professionnels

NOS ATTENTES DE MARCHÉ

Classes d'actifs

Souverain		25-mars-21	Prévisions avr.-21	Prévisions déc.-21
Etats-Unis	Fed Funds	0.25	0.25	0.25
	10-ans	1.62	1.80	2.00
Grande-Bret.	10-ans	0.74	0.85	1.00
Japon	10-ans	0.09	0.12	0.10
Zone Euro	BCE, dépôts	-0.50	-0.50	-0.50
Allemagne	2-ans	-0.72		-0.60
	10-ans	-0.38	-0.30	-0.30
	30-ans	0.18		0.20
France	10-ans	-0.13	-0.07	-0.05
	Spread	23	23	25
Italie	10-ans	0.59	0.60	0.60
	Spread	118	90	90
Espagne	10-ans	0.27	0.27	0.25
	Spread	61	57	55
Portugal	10-ans	0.16	0.21	0.20
	Spread	56	51	50

Crédit / Spreads	25-mars-21	Prévisions avr.-21	Prévisions déc.-21
Euro Inflation Swap 10-ans	1.46	1.40	
Libor OAS Spreads			
IG	59	58	60
HY	287	310	300
EMBI Spread	356	345	350

Change			
EUR/USD	1.18		1.25

Actions			
S&P 500	3866		3900
Euro Stoxx	421		440
FTSE 100	6645		6800

Matiéres premières / Volatilité			
Brent Oil Prices	60.94	65.00	60.00
Or	1734	1800	1600
VIX	22.77		20/35

Ostrum ASSET MANAGEMENT

Les analyses et les opinions mentionnées 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.
26/03/2021

Document destiné exclusivement aux clients professionnels

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 26/03/2021

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, 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

Un affilié de NATIXIS INVESTMENT MANAGERS

Ostrum ASSET MANAGEMENT