

PERSPECTIVES OSTRUM MAI 2021

Conclusions du comité d'investissement stratégique
mensuel

Amplifier votre
pouvoir d'agir

LA LETTRE DU CIO

Les bonnes nouvelles déjà dans les cours

Les données économiques récentes ont été robustes et de manière très récurrente au-dessus des attentes du consensus. De même, la saison des résultats en cours s'annonce plutôt encourageante. Ce constat, paradoxalement, nous entraîne à plus de prudence. D'une part le réservoir de bonnes nouvelles semble s'épuiser. D'autre part, les progrès de la vaccination, largement connus et anticipés, ne devraient pas constituer une surprise additionnelle dans le futur proche. Plus important pour l'investisseur, toutes ces bonnes nouvelles fondamentales semblent déjà être incluses dans les prix des actifs financiers. Il est donc difficile, dans un scénario central de réouverture et de normalisation de l'économie, de trouver beaucoup de potentiel de hausse à bon nombre de classes d'actifs.

De plus la politique monétaire, qui a été extraordinairement accommodante l'année dernière, amorce un lent virage. Plusieurs Banques centrales de pays émergents ont déjà monté leurs taux directeurs, la Banque du Canada a réduit la voilure de son QE. Mais surtout la Fed commence à suggérer qu'un tapering pourrait être annoncé sur la deuxième moitié de l'année, alors que les chamailleries au sein de la BCE montrent que l'unité sur la politique actuelle se fissure. Les Banques centrales risquent donc, petit à petit, de moins soutenir le marché.

Dans ce contexte, avec une économie toujours en reprise, il faut rester optimiste, surtout à moyen terme. Mais il n'est pas impossible qu'une grande partie de l'amélioration des valorisations de cette année soit déjà derrière nous. C'est en tout cas notre vue.



Ibrahim Kobar
CIO Ostrum

VUES ÉCONOMIQUES

TROIS THÉMATIQUES POUR LES MARCHÉS

1 VACCINATION

L'accélération de la vaccination se généralise et constitue une excellente nouvelle. Elle permet d'anticiper une reprise pérenne cette fois-ci.

Le retard dans certains pays émergents reste un problème qui peut peser sur la reprise.

2 BANQUES CENTRALES

La tendance globale est à un lent resserrement monétaire.

La Fed devrait annoncer un tapering après cet été, et le mettre en place l'année prochaine.

Les divergences de vues à la BCE peuvent conduire à une réduction du QE.

3 POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Le plan pour les familles annoncé par Biden constitue un élément fondamental de la dynamique de reprise.

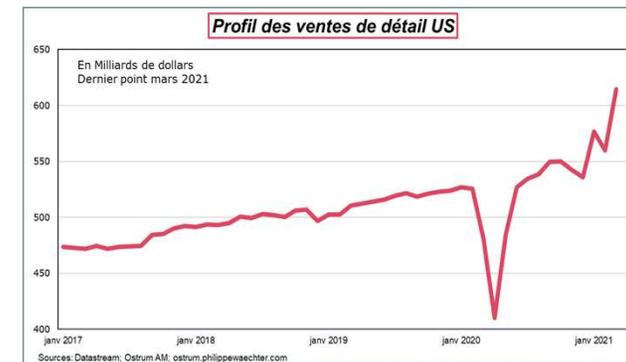
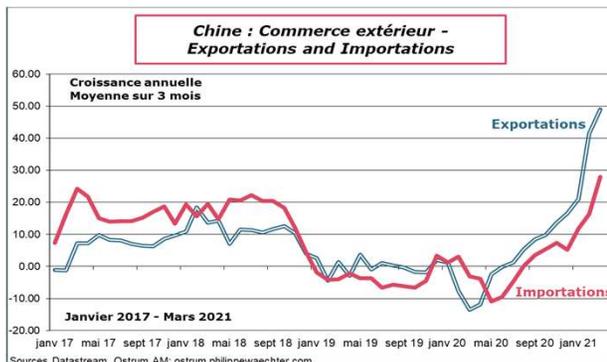
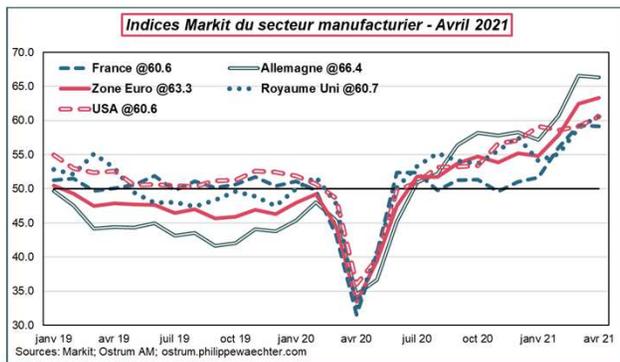
Le rapport de la BCE montre le risque systémique que fait courir une forte hausse des faillites, si les politiques de soutien des gouvernements étaient retirées.

	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	5.8	0.6	↑	5.7	-0.1	2.9	0.2	↑		
Etats-Unis	-3.5	6.3	2.2	↑	6.0	-0.3	2.6	0.5	↑	2.4	-0.2
Zone Euro	-6.8	4.1	-0.3	↓	4.4	0.4	1.6	0.7	↑	1.4	-0.2
Royaume-Uni	-10.1	5.5	0.8	↑	3.5	-2.0	1.5	0.0	→	2.0	0.5
Japon	-5.1	2.9	0.3	↑	3.0	0.1	0.1	0.1	↑	0.0	-0.1
Chine	2.3	8.5	0.1	↑	8.5	0.0	1.6	0.0	→	1.8	0.2

Source : Bloomberg & Ostrum

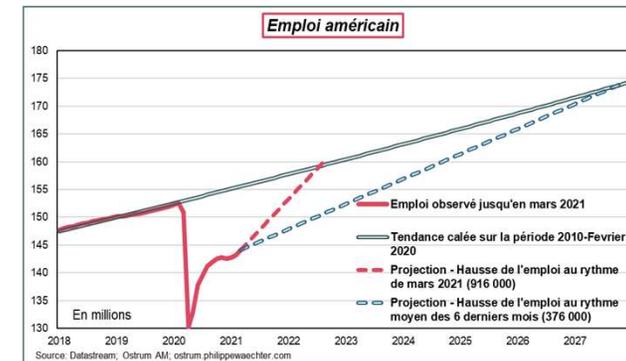
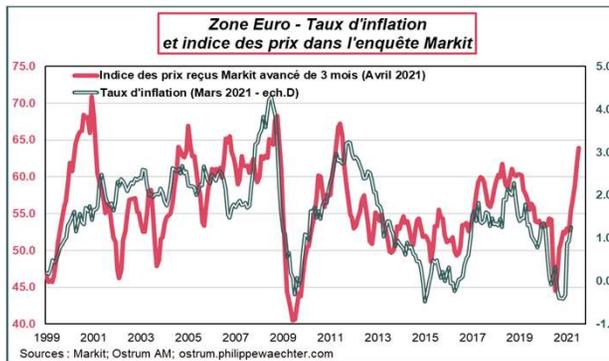
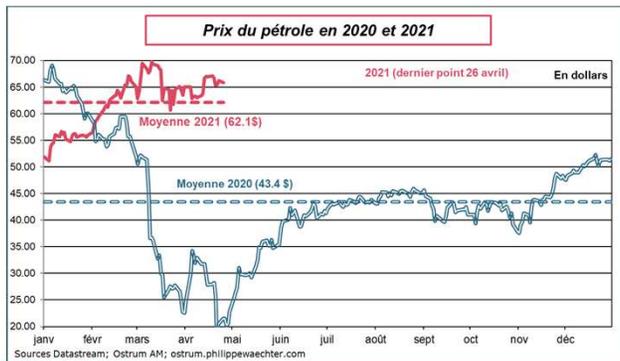
PRINCIPAUX REPÈRES MACROÉCONOMIQUES

- La reprise de l'activité économique est manifeste. Dans le secteur manufacturier, les enquêtes suggèrent une accélération rapide de l'activité à partir du mois de mars. Cette dynamique a des effets positifs sur le secteur des services, pour ceux notamment qui sont liés au cycle économique, mais non touchés par les contraintes sanitaires. En France, l'indice des services dans l'enquête mensuelle de l'Insee avait chuté de 11 points lors du confinement de novembre ; ce recul n'est que de 3 points en avril 2021.
- La raison de cette reprise est à chercher du côté de l'Asie et de la Chine. Là-bas, l'activité a progressé rapidement depuis plusieurs mois mais sans impact fort sur l'expansion du reste du monde, puisque les importations chinoises, notamment, évoluaient peu. Ce n'est plus le cas ; la croissance rapide en Chine est désormais associée à une vive hausse des importations. Cela se traduit par une accélération des commandes aux industriels. Chez ces derniers, les stocks avaient été réduits ces derniers mois. De la sorte, la production est en phase de reprise. En zone Euro, l'activité au premier trimestre a eu une allure mitigée, elle sera beaucoup plus robuste sur les mois du printemps.
- L'Europe va aussi bénéficier de la relance US. Avec la distribution des chèques de 1400 dollars depuis la mi-mars, la consommation des ménages a vivement progressé. Dans le même temps, les ménages ont une vue très optimiste du marché du travail et de leurs revenus. Ils vont donc dépenser ces chèques et permettre à l'activité de s'inscrire dans la durée. Ce changement de tempo résulte aussi de l'accélération des vaccinations. Cela permet de nombreuses réouvertures de magasins, restaurants,...créant autant d'emplois. On perçoit aux USA, l'importance de la vitesse de la vaccination dans la réduction d'incertitude. L'Europe est toujours pénalisée sur ce plan.



PRINCIPAUX REPÈRES MACROÉCONOMIQUES

- Cette phase de plus grande robustesse de la demande interne sera porteuse pour les importations, ce qui profitera aussi à la croissance mondiale et à l'Europe en particulier.
Ce sera un support supplémentaire pour le Vieux Continent dont le plan de relance est davantage un plan structurel qu'un plan visant à infléchir rapidement le cycle économique. Il faut donc des impulsions externes pour retrouver une tendance solide.
- L'autre point important est le changement de la fiscalité américaine sur les entreprises, telle que souhaitée par Joe Biden. L'objectif est une contribution équitable de chaque acteur de l'économie au financement des besoins collectifs. Cela passerait par un mécanisme permettant de réduire fortement la situation d'optimisation fiscale. L'Europe a vite emboîté le pas des USA sur ce point car c'est une réforme souhaitée depuis longtemps au sein de l'OCDE.
- L'inflation va continuer d'accélérer au cours des prochains mois, reflet de la hausse du prix du pétrole. Les Banques centrales n'interviendront pas sur ce mouvement haussier des prix. D'abord parce que ce serait contreproductif, puisque la hausse du prix du pétrole ne se transmet pas aux salaires. Ensuite, un durcissement de la politique monétaire pèserait sur l'activité dans un futur proche alors que l'impact sur le pouvoir d'achat est actuel. Il y aurait donc un double effet contracyclique. Enfin, parce que la Fed est beaucoup moins tatillonne sur la cible d'inflation. Celle-ci est désormais de 2% dans le long terme.
- Le rôle de la politique économique s'inscrit dans le long terme. Le retour vers la tendance de l'emploi d'avant crise prendra plusieurs années même aux USA, même si les plans de relance sont efficaces.



POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Nécessité de politiques budgétaires toujours très actives

RELANCE COLOSSALE AUX ÉTATS-UNIS

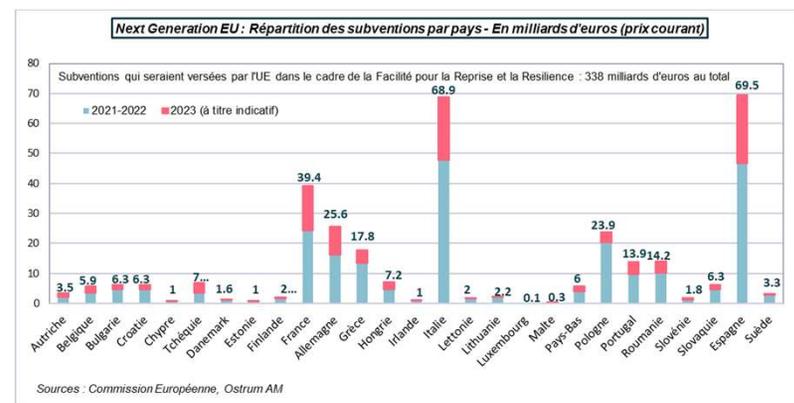
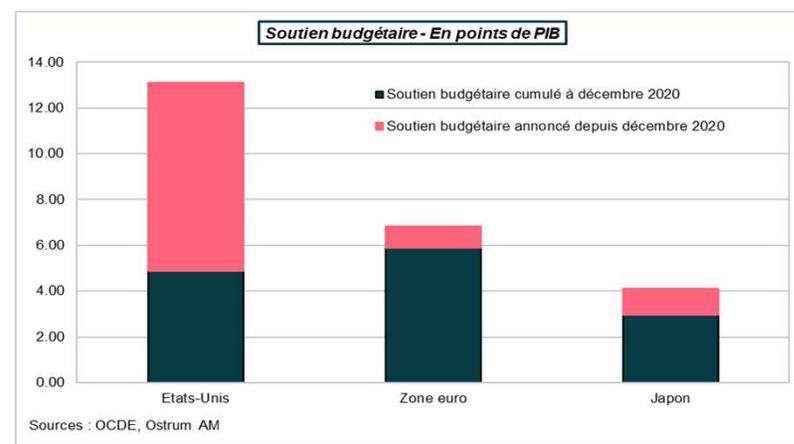
À peine le plan de relance de 1 900 Mds de \$ ratifié, Joe Biden a annoncé deux nouveaux vastes programmes destinés à dynamiser la croissance et l'emploi et à réduire les inégalités. Le plan d'infrastructure, d'un montant de 2 300 Mds de \$, sera notamment financé par une hausse de l'impôt sur les sociétés. Le plan pour les familles, d'un montant de 1 800 Mds de \$, sera financé par une hausse de la fiscalité sur les ménages les plus riches. Les discussions promettent d'être intenses entre les Républicains et les Démocrates.

MESURES BEAUCOUP PLUS RÉDUITES EN EUROPE

Face à la situation sanitaire toujours dégradée, les gouvernements prolongent les mesures de soutien à l'économie à l'instar de l'Italie. Ils présentent par ailleurs leur plan de relance et de résilience définitif à la Commission européenne, afin de bénéficier des premiers versements dans le cadre de Next Generation EU. Il est essentiel que ces derniers ne prennent pas de retard. À cette fin, l'ensemble des gouvernements doit accepter le relèvement du plafond de ressources propres.

POLITIQUE FACILITÉE PAR LE MAINTIEN DE TAUX BAS

Il est essentiel que les gouvernements continuent de bénéficier de taux d'intérêt à un bas niveau, afin de financer leurs émissions et réduire le service de la dette. Cela est facilité par la poursuite des achats massifs d'obligations par les Banques centrales.



POLITIQUE MONÉTAIRE

Banques centrales très accommodantes dans les pays développés

BCE : POURSUITE DE L'ACCÉLÉRATION DE SES ACHATS

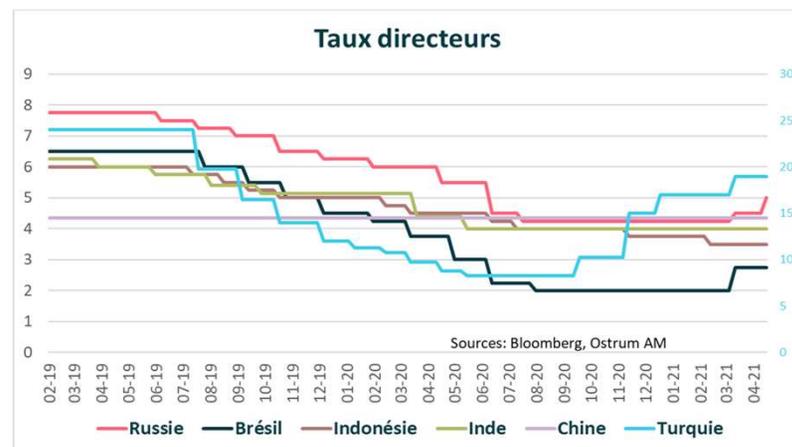
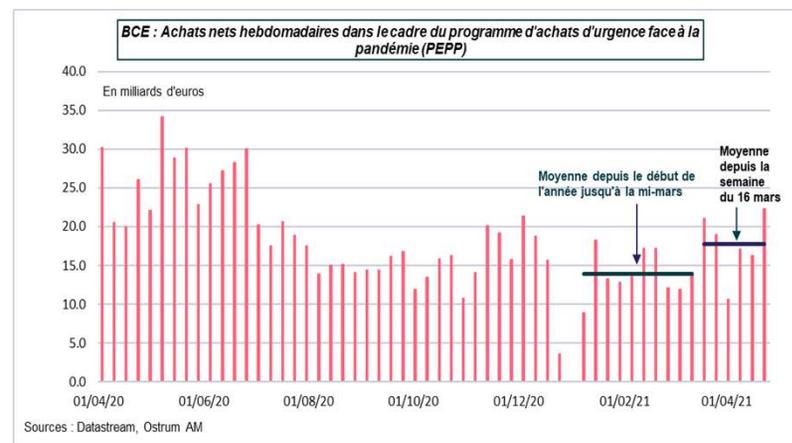
Lors de la réunion du 22 avril, la BCE a réaffirmé la nécessité de maintenir une politique monétaire très accommodante et de poursuivre ainsi à un rythme significativement plus élevé ses achats d'actifs financiers durant le trimestre en cours, dans le cadre du plan d'urgence face à la pandémie (PEPP). Christine Lagarde a indiqué qu'une réduction des achats d'actifs (« tapering ») était à ce stade prématurée et que cette question n'avait pas été abordée lors de la réunion. Elle a souligné qu'une telle décision n'était pas liée à une date précise, mais dépendrait de l'évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation.

LA FED DEMEURE PATIENTE

Lors de la réunion des 27 et 28 avril, la Fed a indiqué que si la reprise s'opérait à un rythme plus rapide qu'attendu, en raison notamment de la campagne de vaccination et de l'important soutien budgétaire, celle-ci restait inégale et loin d'être complète. La Fed va ainsi poursuivre ses achats d'actifs, au rythme de 120 milliards de \$ par mois, pendant encore un certain temps jusqu'à ce que davantage de progrès significatifs soient réalisés dans l'atteinte de ses objectifs de plein emploi et d'inflation.

POLITIQUE MONÉTAIRE AJUSTÉE DANS CERTAINS PAYS

La Banque du Canada a décidé de réduire le rythme de ses achats d'actifs, en raison de l'amélioration de la croissance et des perspectives. La Banque centrale russe a relevé à nouveau ses taux directeurs en raison des pressions inflationnistes.



VUES STRATÉGIE

En attendant Jay

Vues de marché synthétiques : consolidations ?

Les taux longs américains se sont stabilisés, permettant aux marchés actions de poursuivre leur hausse, notamment les valeurs de croissance. Après avoir atteint un pic à 1,74 % fin mars, le taux d'intérêt à 10 ans américain a consolidé et est revenu sous les 1,60 % sans explications claires. Le repli des taux d'intérêt réels US a affaibli le billet vert, mais les cours des matières premières ont été propulsés sur des plus hauts. En fin de mois, les investisseurs actions ont pris leurs profits, malgré une bonne saison des résultats pour le premier trimestre. Les marchés à spread ont continué de rallier.

Nous réduisons légèrement la voilure du risque sur nos portefeuilles, à cause des valorisations qui restent tendues sur les actifs à spread et actions.

Recommandations d'allocation : discriminant

La dégradation des déficits, notamment en Italie, nous conduit à être prudents sur les périphériques. Pour le crédit, nous restons prudents sur le HY mais continuons à privilégier l'IG. Sur le marché actions, malgré des valorisations tendues, l'attrait des investisseurs est toujours présent, notamment pour les valeurs de croissance. Sur les émergents, la valorisation du spread a atteint notre cible du mois dernier, mais continue d'offrir un portage attrayant.

Taux G4

01

L'accalmie sur les taux américains devrait s'avérer de courte durée. La reprise de la hausse des rendements est probable, compte tenu du contexte de croissance et d'inflation et des perspectives à terme de tapering.

02

L'accélération du QE de la BCE s'est confirmée. Cela étant, les PMI meilleurs que prévu en avril et la progression de la vaccination font pression sur le Bund.

03

La tendance est haussière au Royaume-Uni où le déconfinement est entamé. La BoE ne prolongera pas le QE. La stabilité prévaudra au Japon.

Autres taux souverains

01

Les émissions nettes (post QE) seront globalement négatives, mais les déficits se dégradent en Italie. Cela conduit à davantage de prudence sur les dettes périphériques.

02

La mise en œuvre, certes tardive, du programme de relance européen engendra des émissions entrant en concurrence avec les titres semi-core.

03

Une grande partie de la hausse des taux hors G4 semble faite. Nous attendons même une détente des taux en Norvège en Australie et Nouvelle Zélande.

Inflation

01

Les points morts intègrent une hausse cyclique de l'inflation liée aux matières premières industrielles et désormais agricoles.

02

Le niveau des points paraît cohérent avec la dynamique de reprise et le potentiel de consommation, compte tenu de l'épargne disponible.

03

À court terme, les surprises d'inflation devraient rester à la hausse aux États-Unis. Le retrait graduel du soutien monétaire s'accompagnera ensuite d'une hausse des taux réels.

Crédit

01

Les spreads sur l'IG européen évoluent dans une fourchette étroite depuis le début de l'année. Le CSPP entretient un environnement de volatilité faible.

02

Les facteurs techniques constituent un soutien important sur l'IG. Les émissions nettes restent limitées, surtout après la prise en compte du QE. Les flux finaux se redressent dernièrement.

03

Nous sommes un peu plus prudents sur le HY, où les valorisations apparaissent tendues après 50 pb de resserrement sur l'année d'autant que le volume d'émissions est très important.

Actions

01

Les valorisations se sont renchériées, le recul des volumes et de la volatilité en avril laissent planer le risque de complaisance des intervenants, alors que les objectifs annuels sont atteints.

02

Les fondamentaux sont bons, les premières publications de résultats du T1 confirment le redressement de la profitabilité.

03

L'accalmie sur les taux a favorisé le retour de la thématique de croissance. La qualité est également recherchée.

Pays émergents

01

Nous attendons un léger resserrement du spread EMBIGD de 345 à 340 pb. Nous considérons que le spread a atteint sa valorisation à 345 pb, qui était notre objectif le mois dernier.

02

Malgré le resserrement, le spread est toujours au-dessus confortablement au-dessus du plus bas dernières années (de près de 100 pb).

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

		30-avr.-21	Prévisions	
			mai-21	déc.-21
Souverain				
Etats-Unis	Fed Funds	0.25	0.25	0.25
	10-ans	1.63	1.75	2.00
Grande-Bret.	10-ans	0.84	0.80	1.00
Japon	10-ans	0.10	0.06	0.10
Zone Euro	BCE, dépôts	-0.50	-0.50	-0.50
Allemagne	2-ans	-0.68		-0.50
	10-ans	-0.20	-0.15	0.00
	30-ans	0.36		0.50
France	10-ans	0.16	0.18	0.40
	Spread	36	33	40
Italie	10-ans	0.90	0.95	1.20
	Spread	111	110	120
Espagne	10-ans	0.48	0.50	0.65
	Spread	68	65	65
Portugal	10-ans	0.48	0.50	0.55
	Spread	68	65	55

		30-avr.-21	Prévisions	
			mai-21	déc.-21
Crédit / Spreads				
Euro Inflation Swap 10-ans		1.43	1.40	
Libor OAS Spreads				
	IG	55	55	
	HY	240	255	
EMBI Spread		339	345	350
Change				
EUR/USD		1.20	1.20	1.25
Actions				
S&P 500		4181		3900
Euro Stoxx		3975	4030	4050
FTSE 100		6970		6800
Matières premières / Volatilité				
Brent Oil Prices		66.53	65.00	60.00
Or		1769	1800	1600
VIX		18.61		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 30/04/2021

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