

# PERSPECTIVES OSTRUM JUIN 2021

Conclusions du comité d'investissement stratégique  
mensuel

Amplifier votre  
pouvoir d'agir

# LA LETTRE DU CIO

## Le dilemme des banques centrales

Malgré la reprise, l'économie est loin de son potentiel et le chômage reste élevé. Il faut donc que les banques centrales continuent leur politique très accommodante pour accompagner le rebond de l'activité et la normalisation de l'économie. Les pressions inflationnistes se multiplient et se diffusent à de nombreux secteurs, les anticipations commencent même à atteindre des niveaux élevés, en même temps la production n'arrive pas à suivre le rebond de la demande et des situations de surchauffe apparaissent. Il faut donc que les banques centrales commencent à réduire leur soutien.

Dilemme très classique en phase de rebond de cycle pour les banques centrales : entre le risque de resserrer la politique monétaire trop tôt et, à l'inverse, risque d'être en retard et de générer bulles spéculatives ou surchauffe de l'activité. Ce qui n'est pas classique c'est l'ampleur colossal de l'assouplissement monétaire l'année dernière qui renforce les risques de ce dilemme. L'incertitude sur le chemin de la politique monétaire commence à générer de la volatilité sur les marchés sur fond de discussion de tapering aux Etats-Unis et de réduction du PEPP en Europe.

Les marchés auront beaucoup anticipé de bonnes nouvelles et nous semblent richement valorisés. Leur faible réaction à l'emballement des données économiques et à la très bonne saison des résultats valide cette vue. Avec une économie toujours en accélération, il faut rester optimiste, surtout à moyen terme. Mais à court terme il convient d'être beaucoup plus prudent et une respiration de marché nous semble plausible. Dans ce contexte un retrait prématuré du soutien des banques centrales pourrait être difficile à absorber.



**Ibrahima Kobar**  
CIO Ostrum

# VUES ÉCONOMIQUES

## TROIS THÉMATIQUES POUR LES MARCHÉS

### 1 VACCINATION

Sur le mois de juin une grande partie des pays développés devrait atteindre un niveau de vaccination important. Ce qui permettrait un déconfinement généralisé.

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 global.

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 un moindre activisme du PEPP, la réunion du 10 juin est à surveiller.

### 3 INFLATION

Le rebond de l'inflation, particulièrement spectaculaire aux États-Unis, est maintenant acté. Le débat porte sur sa viabilité, tandis que les banques centrales parlent d'effets transitoires.

Les signaux sur la durabilité resteront ambigus dans les prochains mois, alimentant la nervosité des marchés.

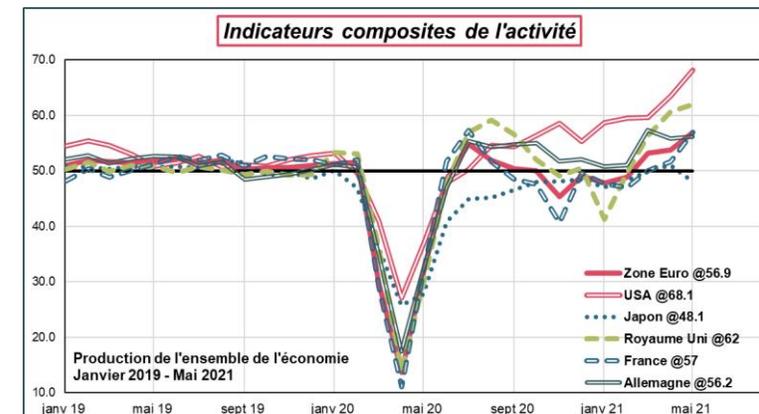
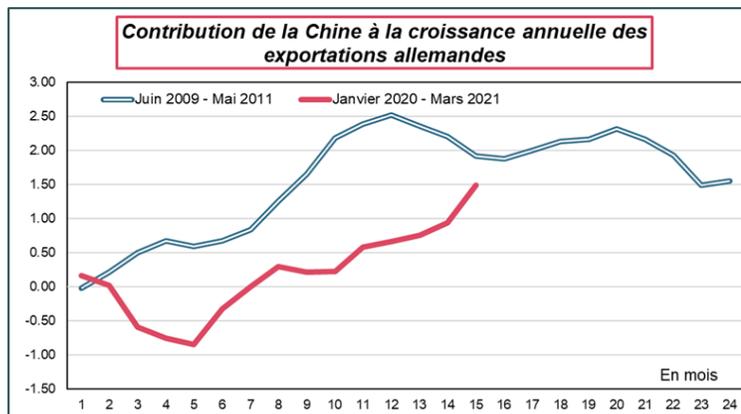
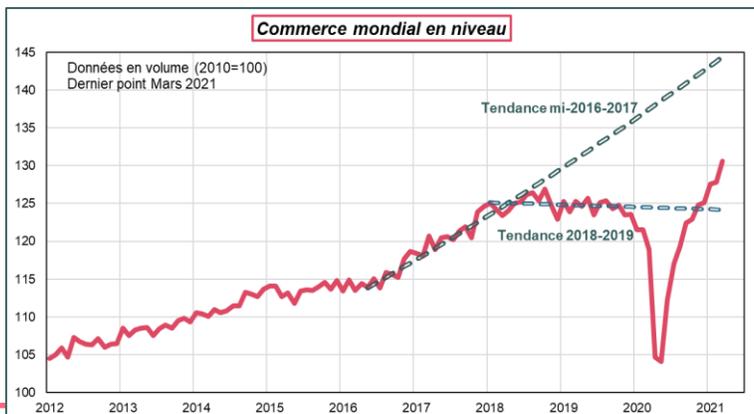
	Anticipations 2021										
	2020	Croissance (Moy. Annuelle)					Inflation (CPI)				
		Consensus Bloomberg		Ostrum			Consensus Bloomberg		Ostrum		
		Attentes	Variation sur 3 mois	Attentes	Ecart au consensus		Attentes	Variation sur 3 mois	Attentes	Ecart au consensus	
Monde	-3.8	6.0	0.6	↑	6.0	0.0	3.0	0.2	↑		
Etats-Unis	-3.5	6.5	1.6	↑	7.0	0.5	3.0	0.8	↑	2.5	-0.5
Zone Euro	-6.8	4.2	0.0	↓	4.4	0.3	1.7	0.4	↑	1.8	0.1
Royaume-Uni	-10.1	6.1	1.5	↑	6.0	-0.1	1.6	0.1	↑	2.0	0.4
Japon	-5.1	2.6	-0.1	↓	3.0	0.4	0.1	0.2	↑	0.4	0.3
Chine	2.3	8.5	0.1	↑	9.0	0.5	1.5	-0.1	↓	1.5	0.0

Source : Bloomberg & Ostrum

# Éco

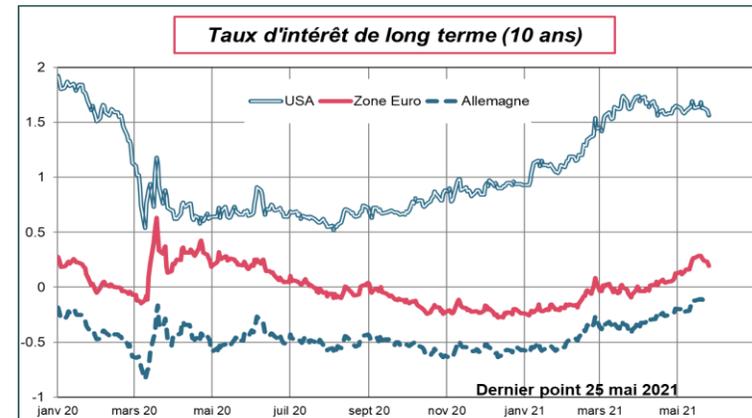
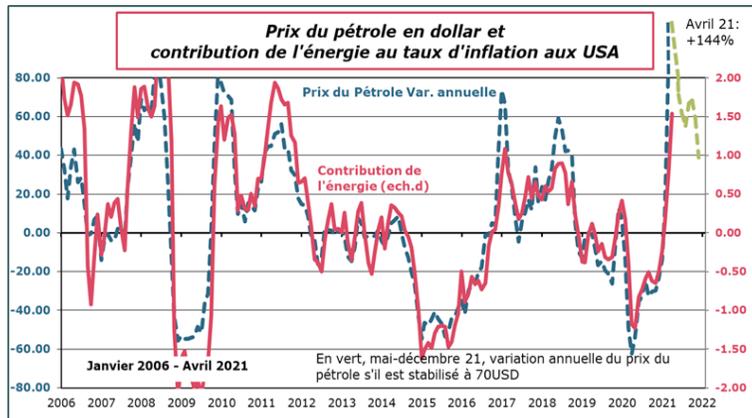
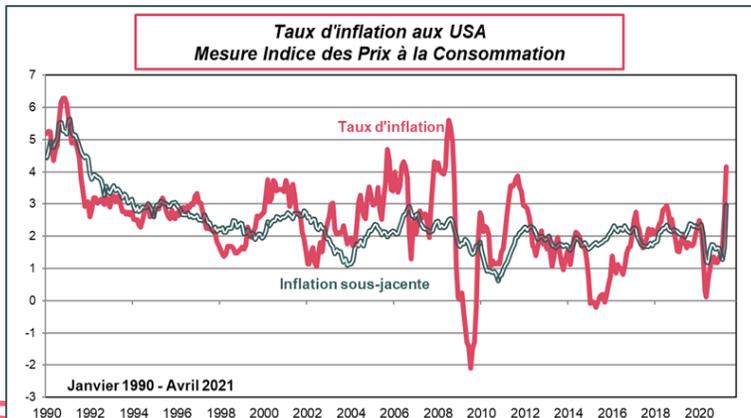
# PRINCIPAUX REPÈRES MACROÉCONOMIQUES

- Depuis le début de l'année la dynamique des échanges mondiaux s'est rapidement accrue. Au cours du premier trimestre, ces échanges ont augmenté de près de 7% par rapport aux trois premiers mois de 2020. C'est une allure qui n'avait pas été observé depuis la crise financière de 2008/2009.
- L'Asie et la Chine tirent fortement ces échanges à la hausse en attendant que la reprise américaine contribue davantage à la croissance du commerce mondial.
- En Europe, ce dynamisme chinois se lit dans l'évolution de la contribution de la Chine aux exportations allemandes. Très réduite jusqu'à la fin de l'année 2020, cette contribution s'est franchement accélérée se rapprochant de ce qui avait été observé lorsque la période post crise financière. Il faut voir dans cette impulsion, à laquelle s'ajoute celle du reste de l'Asie un facteur explicatif majeur de la reprise de la zone Euro. L'autre facteur est la sortie des situations de confinement. Cela a été brutal aux USA à travers les créations d'emplois, cela est aussi très perceptible en Europe. Il y a donc deux sources alimentant l'optimisme conjoncturel, le rattrapage après confinement et le soutien des plans de relance.
- Cette activité plus robuste en Asie et le plan de relance de Joe Biden associés au large plan de vaccination américain ont provoqué le retournement de conjoncture du printemps. L'attentisme a fait place à l'optimisme. C'est ce que l'on peut lire dans les enquêtes. Les progressions sont remarquables traduisant l'effet de la reprise du commerce mondial sur le secteur manufacturier et l'effet d'entraînement sur les services dont la croissance est rapide durant ce printemps. Les chiffres du PIB au printemps seront forts en zone Euro.



# PRINCIPAUX REPÈRES MACROÉCONOMIQUES

- La progression plus rapide qu'anticipé de l'activité économique provoque des interrogations quant à la possible résurgence de tensions inflationnistes. Cela n'est pas encore avéré en dépit de l'accélération brutale de l'inflation US en avril. Les prix à la consommation ont augmenté de 4.2% et le taux d'inflation sous-jacent de 3%. Ce chiffre peut être trompeur car il compare les prix actuels à ceux de l'an dernier alors que l'économie US était en confinement. Le prix du pétrole s'était alors effondré. On voit bien sur le deuxième graphe la correction de grande ampleur sur son prix en avril 2021. D'autres facteurs ont eu une incidence. C'est le cas par exemple des semi-conducteurs dont la production insuffisante s'est traduite par une hausse sans précédent du prix des voitures d'occasion (puisque les voitures neuves n'étaient pas disponibles). Il y a donc en avril des facteurs exceptionnels qu'il ne faut pas prolonger.
- En revanche, l'interrogation porte sur les pressions salariales qui pourraient s'intensifier dans les prochains mois. Les entreprises veulent créer de l'emploi mais le taux d'activité reste réduit. En d'autres termes, les personnes qui sont sorties du marché du travail pendant la crise sanitaire ne se pressent pas pour y revenir. Si le phénomène devait se prolonger cela se traduirait par des pressions à la hausse sur les salaires et le risque d'un taux d'inflation un peu plus fort. Ce phénomène observable aux USA sera perceptible rapidement en Europe.
- Pour les banques centrales, la question porte sur le caractère durable de la reprise et sur le risque inflationniste. Les réponses sont différenciées. Aux US, les membres de la Fed semblent s'accorder sur un retour à la normale avec des taux d'intérêt plus élevés pour faciliter l'équilibre des marchés de capitaux mais sans une attention particulière à l'inflation puisque ce n'est plus son objectif principal. En zone Euro, la BCE est plus prudente sur la pérennité de la reprise. Cela se traduira rapidement par une réduction des achats d'actifs par la Fed alors que la BCE n'a aucune raison d'accélérer le mouvement d'autant que les anticipations d'inflation sont toujours limitées.



# POLITIQUE BUDGÉTAIRE

## Les gouvernements ne doivent pas retirer leur soutien à l'économie

### RELANCE COLOSSALE AUX ÉTATS-UNIS

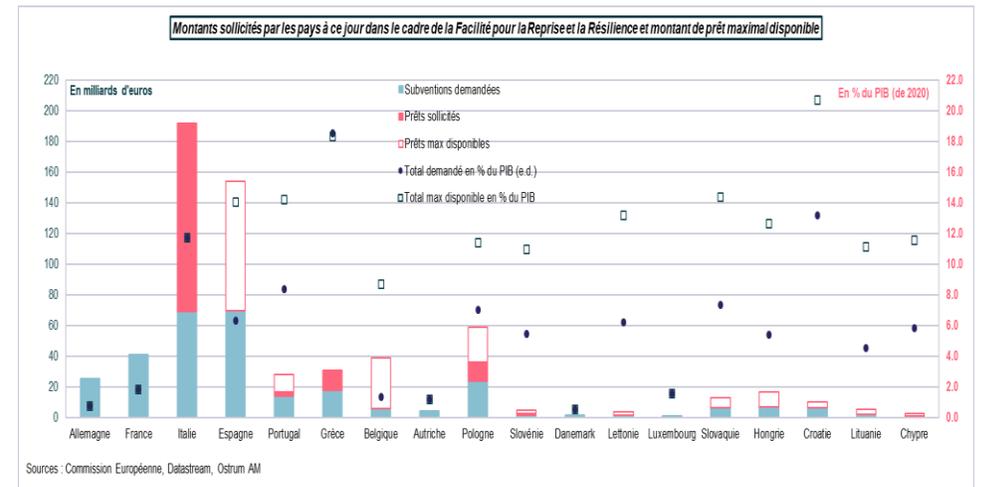
Le plan de relance massif à peine ratifié de 1 900 Mds de \$, comportant notamment des transferts directs aux ménages américains, a été suivi de l'annonce de deux vastes programmes destinés à dynamiser la croissance et l'emploi et à réduire les inégalités. Le plan d'infrastructures (de 2 300 Mds de \$) serait financé notamment par une hausse des impôts sur les entreprises et le plan pour les familles (de 1 800 Mds de \$) par des taxes sur les ménages les plus riches. Les discussions promettent d'être intenses au Congrès.

### PLAN DE RELANCE EUROPÉEN : PAS DANS L'IMMÉDIAT

A ce jour, 18 pays ont présenté leur plan de relance et de résilience définitif à la Commission européenne afin de bénéficier des premiers versements de l'Union Européenne au cours de l'été et ceci jusqu'en 2026. Ces derniers doivent remplir un certain nombre de critères en matière notamment de dépenses dans la transition énergétique, de transformation digitale et de réformes. Si l'ensemble des pays ont eu recours aux subventions, seules l'Italie et la Grèce ont sollicité l'ensemble des prêts disponibles. Le succès dépendra de la mise en œuvre effective des mesures.

### POLITIQUE FACILITÉE PAR LE MAINTIEN DE TAUX BAS

Les gouvernements ont dû prolonger les aides en faveur des ménages et des entreprises en raison de l'impact sur l'activité de la résurgence du Covid en début d'année. Il est essentiel qu'ils continuent de bénéficier de conditions de financement favorables pour financer leurs émissions et réduire le service de la dette. Cela est facilité par les achats d'obligations par les Banques centrales.



## Banques centrales très accommodantes dans les pays développés

### BCE : RÉUNION DU 10 JUIN TRÈS ATTENDUE

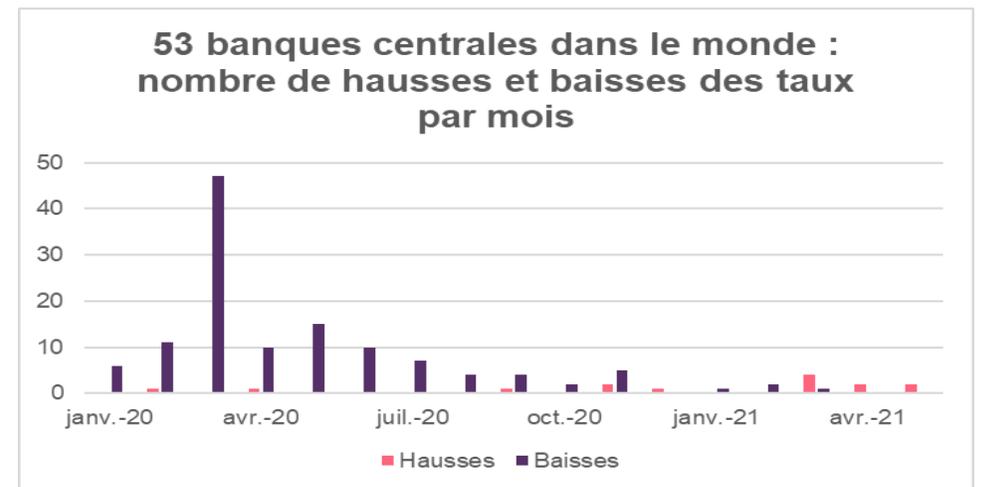
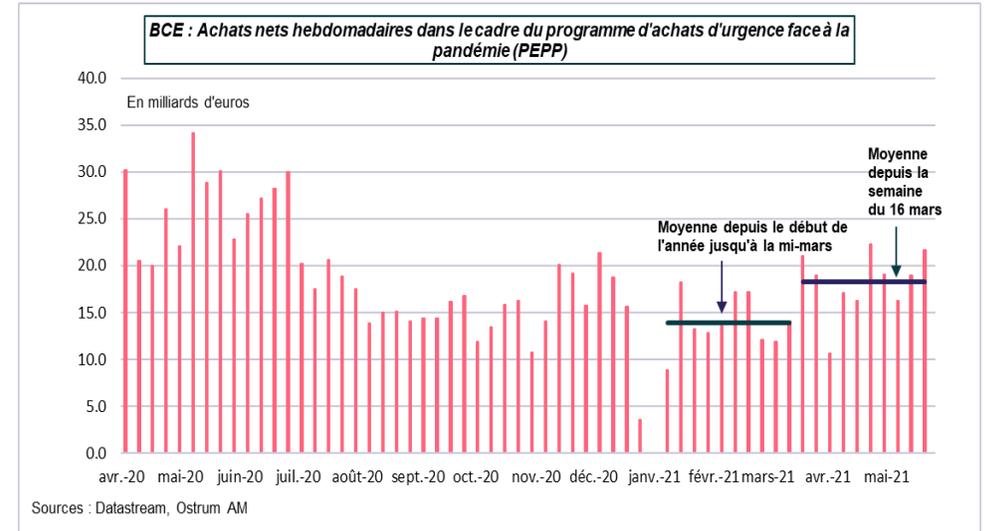
La réunion du 10 juin sera l'élément clé pour les marchés financiers. La BCE délivrera ses nouvelles perspectives de croissance et d'inflation et se prononcera sur le rythme de ses achats d'actifs financiers dans le cadre du plan d'urgence face à la pandémie (PEPP). Elle avait décidé en mars dernier de l'accélérer pendant 3 mois afin d'assurer le maintien de conditions de financement avantageuses. Depuis lors, les interventions verbales des banquiers centraux ont révélé une certaine divergence de vues au sein du conseil des Gouverneurs. Cette réunion sera l'occasion pour la BCE d'envoyer un message clair aux marchés financiers sur la nécessité de maintenir une politique monétaire durablement accommodante.

### LA FED : VERS L'ANNONCE PROCHAINE D'UN TAPERING

Les récentes déclarations des membres du Conseil de politique monétaire ont insisté sur le caractère temporaire de la nette accélération de l'inflation et sur le fait qu'un tapering, c'est-à-dire un ralentissement du rythme des achats d'actifs par la Fed, était à ce stade prématuré. Néanmoins, des discussions sur le sujet devraient probablement débuter, comme le laissent présager les Minutes de la Fed, avec une possible annonce lors de la réunion de Jackson Hole, à la fin août.

### POLITIQUE MONÉTAIRE AJUSTÉE DANS CERTAINS PAYS

Certaines banques centrales ont déjà commencé à ajuster leur politique monétaire avec la reprise de l'activité. La Banque du Canada et la Banque d'Angleterre ont notamment décidé de réduire le rythme de leurs achats d'actifs financiers.



## VUES STRATÉGIE

### La Fed freine les ardeurs des marchés

#### Vues de marché synthétiques : poursuite d'une consolidation horizontale

Les taux américains à 10 ans oscillent dans une fourchette allant d'1,55% à 1,70% dans l'attente d'un signal clair de la Réserve Fédérale. Les minutes du FOMC d'avril confirment une prochaine réduction des achats d'actifs mais les interventions des banquiers centraux parviennent à contenir la volatilité. La BCE tient un discours similaire avant sa réunion du mois de juin. Les marchés du crédit restent stables et on observe une consolidation horizontale sur les marchés actions qui digèrent une saison des résultats historique. Les prochaines décisions monétaires semblent prendre le pas sur les données économiques pourtant nettement plus favorables en Europe.

La réduction de la volatilité globale et les niveaux de valorisation des actifs risqués, dans l'attente d'une nouvelle orientation monétaire, n'incitent pas à prendre des positions marquées.

#### Recommandations d'allocation : discriminant

Les objectifs haussiers atteints sur le Bund nous ont incité à neutraliser notre exposition en sensibilité. Les spreads souverains ont diminué, mais restent soumis à la prochaine communication de la BCE. Le crédit IG, notamment le crossover, bénéficie des rehaussements de notation dans la reprise mais les valorisations restent globalement peu attrayantes. Les marchés d'actions profitent de la période post-publications sans tendance pour engager des rotations importantes.

## Taux G4

01

Le déni de l'inflation de la Fed contribue à maintenir le T-note sous 1,70%. La neutralité semble devoir prévaloir sur le 10 ans américain dans l'attente d'un signal de la Fed, probablement autour de Jackson Hole.

02

La BCE cherche à atténuer la pression haussière sur le Bund justifiée par l'amélioration des enquêtes conjoncturelles et la hausse de l'inflation. Nous cherchons des points de vente, sans doute proche des -0,20 %.

03

La BoE a communiqué une réduction graduelle de ses achats en ligne avec la réouverture de l'économie. Au Japon, la volatilité est minimale compte tenu de la politique de ciblage du 10 ans.

## Autres taux souverains

01

Les émissions nettes (post QE) augmentent quelque peu, à mesure que le soutien budgétaire se prolonge (France, Italie). La décision sur le PEPP sera cruciale pour le directionnel des spreads. Nous restons neutres sur les dettes périphériques.

02

La mise en œuvre du programme de relance européen pèsera sur les titres semi-core, notamment sur les maturités longues.

03

Les signaux de réduction du soutien monétaire se multiplient (Canada, Norvège, Nouvelle-Zélande). Ces mouvements sont toutefois bien intégrés par les marchés.

## Inflation

01

Les points morts intègrent une hausse cyclique de l'inflation liée aux matières premières industrielles et désormais agricoles. La neutralité prévaut sur les breakevens.

02

Le niveau des points morts 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 et au resserrement depuis le début de l'année. Le CSPP entretient un environnement de volatilité faible.

02

Les émissions financières sont en croissance par rapport à l'an dernier. Elles sont néanmoins bien reçues grâce aux intérêts finaux et au CSPP.

03

Nous sommes prudents sur le HY. Les spreads sont réduits après 50 pb de resserrement en 2021 d'autant que le volume d'émissions reste très important contrairement à l'IG..

## Actions

01

Les valorisations s'améliorent à la marge, les volumes réduits sont néanmoins un point d'attention, alors que les objectifs de performance annuels sont déjà atteints.

02

Les fondamentaux sont bons, les publications de résultats du T1 s'avèrent très bien orientées. Le marché va de nouveau se focaliser sur la macroéconomie et les décisions monétaires.

03

La thématique de croissance profite de tout retournement à la baisse des taux mais les flux indiquent que les investisseurs privilégient encore la value. Les rotations sectorielles sont brutales.

## Pays émergents

01

Nous anticipons un maintien du spread EMBIGD sur des niveaux compris entre 330 et 345 pb. La relative stabilité du T-note est favorable aux émergents.

02

Malgré le resserrement, le spread est toujours au-dessus confortablement du plus bas des 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

		27-mai-21	Prévisions	
			juin-21	déc.-21
<b>Souverain</b>				
Etats-Unis	Fed Funds	0.25	0.25	0.25
	10-ans	1.61	1.55 / 1,75	2.00
Grande-Bret.	10-ans	0.81	0.90	1.00
Japon	10-ans	0.08	0.08	0.10
Zone Euro	BCE, dépôts	-0.50	-0.50	-0.50
Allemagne	2-ans	-0.66		-0.50
	10-ans	-0.17	-0.15 / -0,05	0.00
	30-ans	0.39		0.50
France	10-ans	0.19		0.40
	Spread	36	34 / 40	40
Italie	10-ans	0.94		1.20
	Spread	111	110 / 120	120
Espagne	10-ans	0.48		0.65
	Spread	66	65	65
Portugal	10-ans	0.48		0.55
	Spread	65	65	55

		27-mai-21	Prévisions	
			juin-21	déc.-21
<b>Crédit / Spreads</b>				
Euro Inflation Swap 10-ans		1.50	1.60	
Libor OAS Spreads				
	IG	57	56	
	HY	275	285	
EMBI Spread		334	330-345	350
<b>Change</b>				
EUR/USD		1.22	1.22/1.23	1.25
<b>Actions</b>				
S&P 500		4201		3900
Euro Stoxx		4039	3950	4050
FTSE 100		7020		6800
<b>Matières premières / Volatilité</b>				
Brent Oil Prices		68.65	65.00	60.00
Or		1897	1800	1600
VIX		16.74		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](http://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 28/05/2021

## 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](http://www.ostrum.com)