

# PERSPECTIVES OSTRUM JUILLET 2021

Conclusions du comité d'investissement stratégique  
mensuel

Amplifier votre  
pouvoir d'agir

# LA LETTRE DU CIO

## Inflation, variant delta : nuages estivaux ?



**Ibrahima Kobar**  
CIO Ostrum

La Fed a surpris les marchés avec une communication plus appuyée sur l'inflation : prévisions en augmentation et surtout une très grande majorité des intervenants qui parlent de risques haussiers. La Banque centrale du Canada avait déjà réduit son QE, plusieurs Banques centrales de pays émergents ont monté leurs taux directeurs. La Fed s'inscrit donc dans une tendance plus globale. Mais la réaction du marché a été très sévère, avec une forte baisse des taux longs, ce qui suggère qu'une sortie de politique monétaire très accommodante est interprétée comme un risque majeur de mettre la reprise à risque. La normalisation de politique monétaire, au vu de son ampleur, devrait être encore plus risquée que lors des précédentes reprises. L'approche de cette échéance et les discussions sur le sujet vont constituer un risque grandissant pour les marchés et peuvent accroître la volatilité. Le très grand calme récent des marchés pourrait donc être mis en danger.

Il faut aussi s'inquiéter du variant delta. Pour l'instant il semble virulent, mais peu létal, avec un nombre de cas qui progresse rapidement, mais peu d'hospitalisations. Le déconfinement et le retour à la normale restent donc le scénario central. C'est le pari que fait le marché, comme si ce scénario était maintenant certain. Le passé a montré à quel point l'évolution de la pandémie était difficile à prévoir ; en cas de mauvaise surprise, le retour de bâton sur les marchés pourrait être violent.

# VUES ÉCONOMIQUES

## TROIS THÉMATIQUES POUR LES MARCHÉS

### 1 VARIANT DELTA

Alors que le niveau de vaccination progresse rapidement, l'apparition du variant Delta est à surveiller. Sa progression est rapide, même si sa gravité est pour l'instant limitée.

Les marchés sont très peu préparés à une mauvaise nouvelle sur la pandémie.

### 2 BANQUES CENTRALES

La tendance globale est à un lent resserrement monétaire global.

La Fed a surpris avec un discours plus appuyé sur l'inflation. L'incertitude sur la politique actuelle devrait progresser.

Malgré les divergences de vues à la BCE, la politique actuelle a été reconduite.

### 3 INFLATION

Le débat sur l'inflation porte sur sa pérennité. Les tensions sur le marché de l'emploi aux États-Unis ne se sont pas encore traduites par des hausses de salaires significatives.

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	0.4	↑	6.0	0.0	3.3	0.5	↑		
Etats-Unis	-3.5	6.6	0.9	↑	7.0	0.4	3.5	1.1	↑	4.0	0.5
Zone Euro	-6.8	4.5	0.3	↑	4.6	0.1	1.9	0.4	↑	1.8	-0.1
Royaume-Uni	-10.1	6.7	1.8	↑	6.2	-0.5	1.6	0.0	→	2.0	0.4
Japon	-5.1	2.5	-0.3	↓	2.0	-0.5	0.1	0.1	↑	0.4	0.3
Chine	2.3	8.5	0.0	→	9.0	0.5	1.5	-0.1	↓	1.5	0.0

Source : Bloomberg & Ostrum

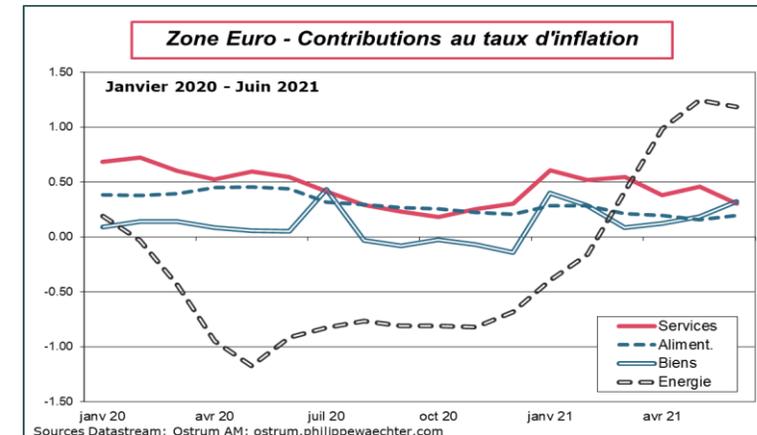
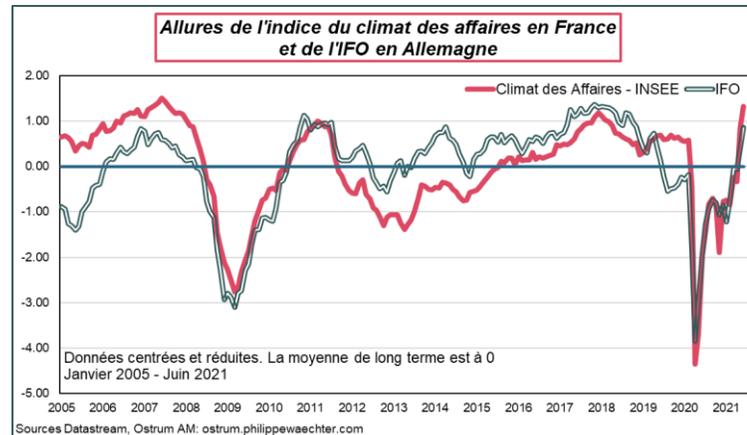
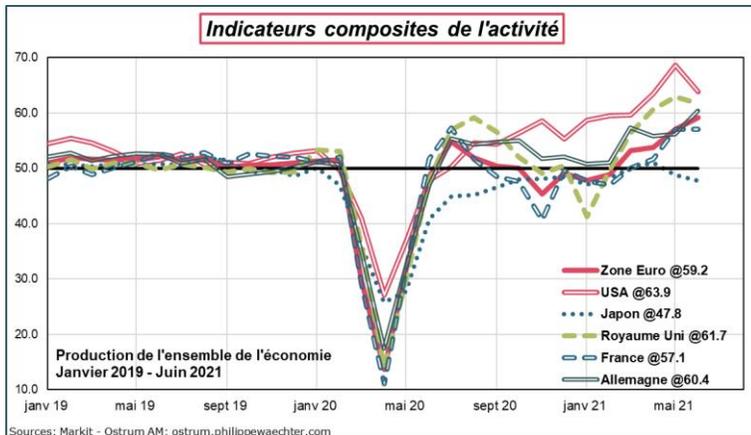
# PRINCIPAUX REPÈRES MACROÉCONOMIQUES

## L'activité continue de progresser rapidement.

- La demande est telle que la production devrait être solide jusqu'à la fin de l'année [sauf 4<sup>ème</sup> vague]
- Le relâchement des contraintes provoque un rattrapage.
- Avec la perception d'un moindre risque sanitaire, l'équilibre entre épargne et consommation se normalise
- Les politiques budgétaires sont procycliques, notamment aux USA alors que les politiques monétaires sont toujours très accommodantes
- En Europe, l'impulsion vient de l'extérieur provoquant un effet boule de neige sur l'activité

## Quel risque sur l'inflation ?

- L'inflation accélère [1.9% en zone Euro, 5% aux US] mais environ la moitié provient du prix du pétrole
- Le taux d'inflation sous-jacent est stable en zone Euro mais en forte progression aux US
- La divergence entre US et zone Euro vient de la politique budgétaire. Très volontariste aux USA en ciblant une hausse brutale du revenu de la classe moyenne, nettement moins en zone Euro où la politique économique vise à limiter le risque sur l'emploi de la classe moyenne. Cela provoque des goulots d'étranglement aux US, moins en zone Euro.
- On constate sur le prix des biens hors énergies l'effet des déséquilibres de la reprise. Aux US, la pénurie de semi-conducteurs limite la construction automobile. Les ménages se ruent sur les voitures d'occasion dont les prix explosent. En zone Euro, on observe une tension qui pourrait résulter de la hausse sensible du prix des matières premières.

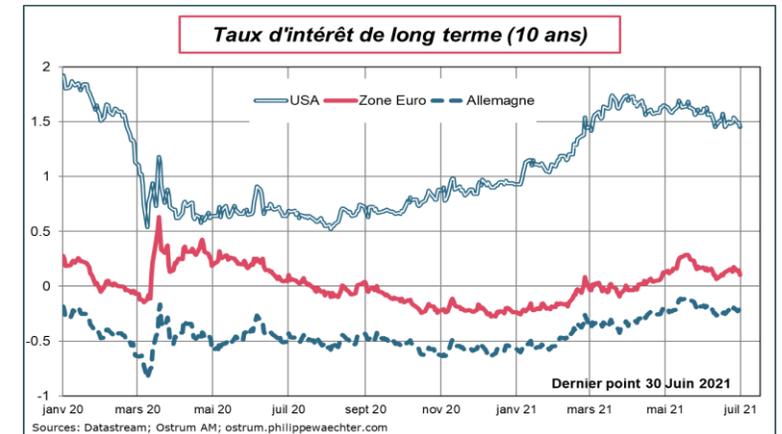
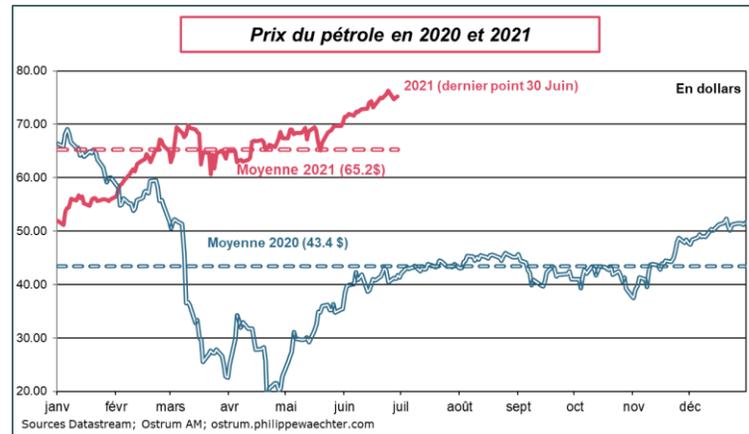
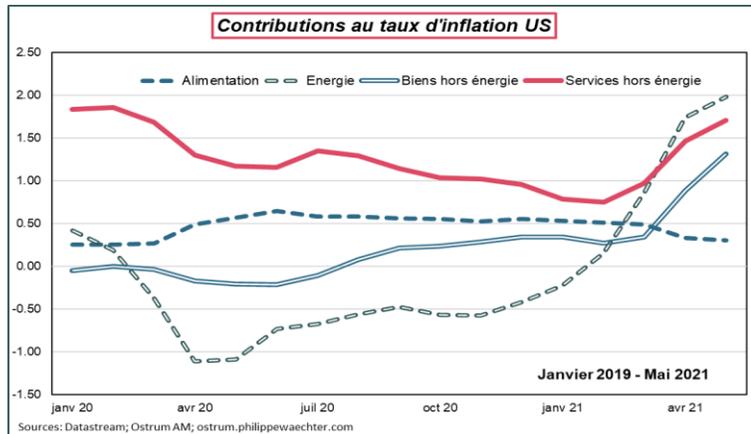


## Les banques centrales

- La question pour les banques centrales est de savoir ce qui se passera après l'euphorie du rattrapage.
- Avant la crise, les politiques monétaires étaient accommodantes. La croissance et l'inflation seraient elles suffisamment fortes dans la durée pour justifier un durcissement monétaire ?
- A moins que les mesures visant à lutter contre le changement climatique ne pénalisent durablement l'expansion en définissant un nouvel équilibre vers lequel il faudrait converger ?
- Les banques centrales ne savent pas l'allure de l'activité après le rattrapage. Elles doivent rester accommodante surtout si le risque d'une 4<sup>ème</sup> vague ne peut pas être écartée..

## Les banques centrales et le changement climatique

- Les banques centrales n'appréhendent pas le changement climatique de la même façon.
- Si la BCE veut l'inscrire dans son ADN, la Federal Reserve américaine est beaucoup plus réservée, comme l'est la Banque Centrale de Chine
- La prise en compte du changement climatique par une banque centrale oblige à un changement du cadre d'analyse, la mise en place d'outils très puissants pour infléchir les comportements et la capacité à tenir compte des engagements passés pour garantir la stabilité financière.
- La régulation mise en place par la BCE servira de cadre aux autres banques centrales qui ne pourront pas échapper à la prise en compte du changement climatique.



## Les États-Unis avancent, la zone euro commence à peine

### « AMERICAN JOB ACT » : UN ÉQUILIBRE DÉLICAT

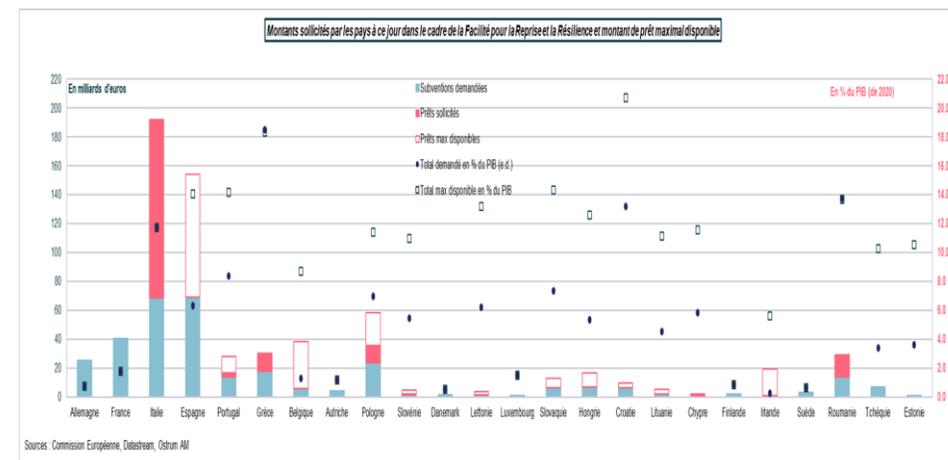
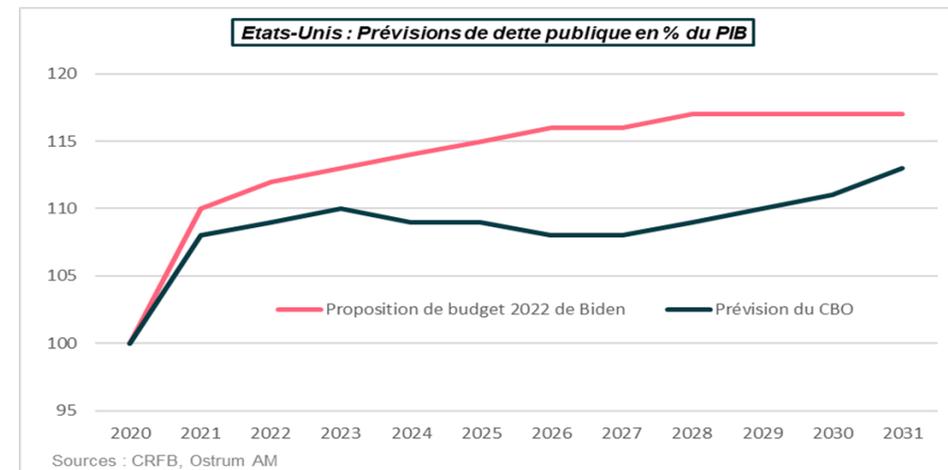
J. Biden a réussi à trouver un accord avec un groupe de sénateurs républicains et démocrates sur son plan d'investissements massifs dans les infrastructures, « American Job Act », avant la remise en vigueur du plafond de la dette le 1<sup>er</sup> août prochain. Initialement prévu à 2 000-3 000 Mds \$ sur 8 ans, le montant total serait de 1 200 Mds \$ sur 8 ans, dont 973 Mds \$ sur 5 ans et 579 Mds \$ de nouvelles dépenses. Cependant, cet accord ne marque pas la fin des discussions, car il doit être validé par le Congrès et aller de pair avec le développement d'un autre projet de loi.

### PLAN DE RELANCE EUROPÉEN : NOUVELLE ÉTAPE

La Commission européenne a approuvé à ce jour 11 plans de relance et de résilience. Les pays ont demandé la totalité des subventions disponibles. Seules l'Italie, la Grèce et la Roumanie ont demandé l'enveloppe totale des prêts disponibles. L'Italie a sollicité 191 Mds €, soit 11,7 % du PIB et 30,5 Mds € pour la Grèce, soit 18,3 % du PIB. À ce jour, le plan de relance n'est sollicité qu'à hauteur de 495 Mds €, soit 62 % du total. Le Conseil doit maintenant valider la proposition de la Commission, afin de débloquer les fonds qui pourraient intervenir au plus tôt en juillet.

### LA RÉVOLUTION DE LA TAXE SUR LES SOCIÉTÉS

130 pays se sont engagés sur l'objectif d'une taxe mondiale sur les bénéficiaires de 15%. Au-delà des implications triviales sur l'optimisation fiscale, la réforme pourrait avoir un impact indirect sur les flux internationaux et sur les déséquilibres extérieurs. Enfin l'équilibre des marchés serait perturbé : demande de Treasury, pression sur le dollar et des rotations sectorielles complexes.



## LE VENT COMMENCE À SE LEVER

### BCE : « MAIN FERME »

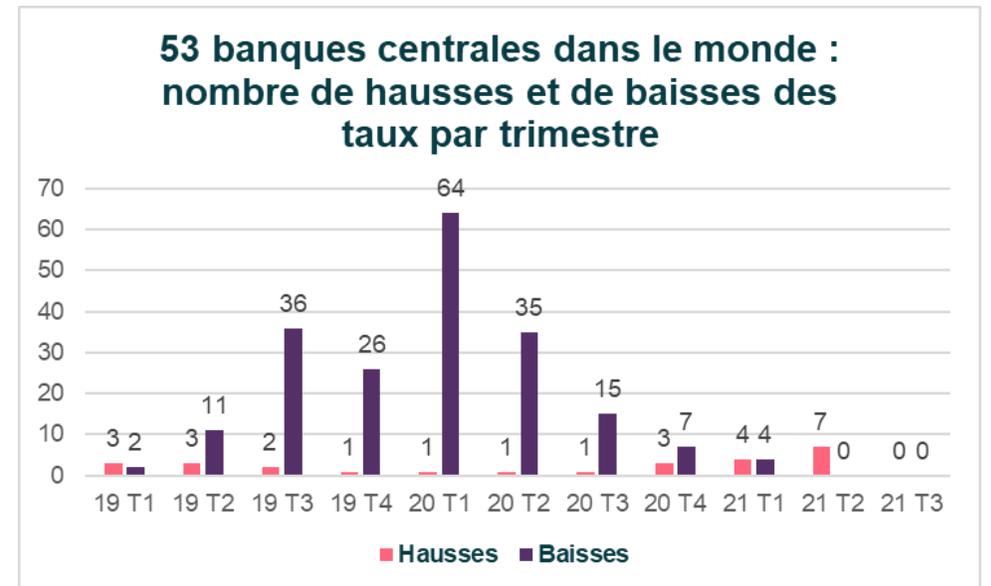
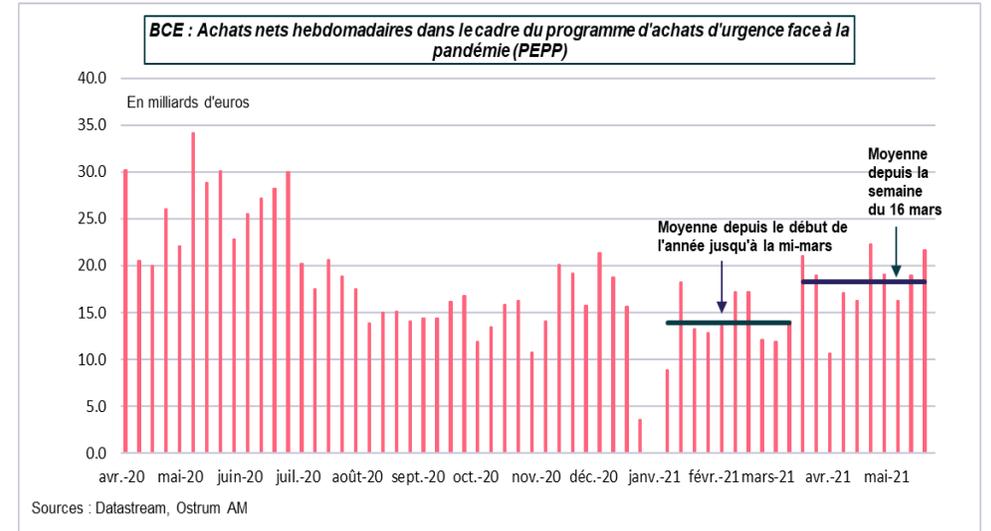
Lors de sa réunion du 10 juin, la BCE a indiqué maintenir de « main ferme » son soutien monétaire à l'activité de la zone euro. Les dissensions internes n'ont pas eu d'incidence. La BCE est plus optimiste sur les perspectives de croissance de la zone euro, à l'image de sa prévision de PIB qui a été revue à 4,6 % pour cette année. Elle a également réitéré que le rythme de ses achats d'actifs financiers dans le cadre du PEPP sera « significativement plus élevé ». Celui-ci était passé d'environ 17 Mds à 20 Mds € par semaine. L'enveloppe totale est de 1 850 Mds €, dont 1 170 Mds ont désormais été dépensés.

### LA FED CRÉE LA SURPRISE...

La reprise robuste de l'activité américaine a amené la Fed à changer sa communication lors du FOMC du 15-16 juin, tout en gardant ses taux Fed funds inchangés (à 0-0,25 %). Ses projections indiquent deux hausses des taux Fed fund en 2023. La Fed a également corrigé les distorsions sur le marché monétaire en relevant le taux de sa facilité de RRP à 0,05 %, ainsi que celui sur les réserves excédentaires à 0,15 %. Prochain rendez-vous attendu à Jackson Hole (fin août).

### ... ET FORCE LA MAIN AUX PAYS ÉMERGENTS

L'accélération de l'inflation et la normalisation des taux réels de la Fed ont forcé la main des Banques centrales émergentes qui ont relevé leurs taux directeurs. Leur principal défi est de préserver leur crédibilité, afin de garantir la stabilité financière.



## VUES STRATÉGIE

### Lorsque tout est cher

#### Vues de marché synthétiques : lorsque tout est cher

Alors que les valorisations restent très tendues sur l'ensemble des actifs financiers, les questions de la Fed sur la trajectoire de l'inflation font craindre que le soutien des Banques centrales soit moins volontariste dans l'avenir. En tout état de cause, le débat sur la sortie de politique extrêmement laxiste est lancé à la Fed et plusieurs Banques centrales, notamment dans les émergents, ont commencé un resserrement. En contrepartie, les fondamentaux restent solides et très bien orientés. Et devraient justifier une orientation « risk on » des marchés sur la seconde partie de l'année.

Il s'agit donc d'une situation qui n'est pas propice à prendre des paris directionnels forts. À court terme, les marchés devraient rester attentistes et prudents durant l'été.

#### Recommandations d'allocation : prudence

Nous conservons un objectif légèrement haussier sur le Bund, alors que les Treasuries devraient rester dans leur fourchette d'évolution récente. Avec une politique de la BCE inchangée et peu de nouvelles à attendre, les spreads périphériques se stabiliseraient. Enfin, sur le crédit, nous sommes surtout sur un marché de portage avec des spreads stables, là aussi, et des distorsions marquées à cause du QE de la BCE. Les marchés actions, après une performance remarquable sur la première moitié de l'année ont un potentiel de hausse limité.

## Taux G4

01

Le changement de ton de la Fed consécutif à la hausse de l'inflation s'est traduit par un aplatissement de la courbe. La neutralité semble prévaloir sur le 10 ans américain dans l'attente de Jackson Hole.

02

La BCE maintient un rythme d'achats relativement élevé, malgré l'embellie économique et l'inflation proche de 2 %. Le Bund devrait évoluer autour de - 0,15 %.

03

La BoE renoue avec un discours plus prudent en raison de l'apparition du variant delta. Au Japon, la volatilité est minimale, compte tenu de la politique de ciblage du 10 ans à 0 %.

## Autres taux souverains

01

Le PEPP se renforce, avant une probable réduction saisonnière en août. Les investisseurs sont surexposés en dettes périphériques. Les spreads italiens et espagnols devraient se resserrer.

02

L'Union européenne a entamé son programme d'émissions NGEU (80 Mds € en 2021) qui rentre en concurrence des emprunts semi-core.

03

Les messages de réduction du soutien monétaire se multiplient. Nous sommes neutres, avec toutefois une légère préférence pour l'Australie au détriment de la Norvège ou de Nouvelle Zélande.

## Inflation

01

Les points morts américains à terme ont baissé suite au dernier FOMC mais nous maintenons la neutralité sur les points morts de TIPS. L'annonce prochaine du tapering est défavorable.

02

La pente des breakevens intègre un peu de persistance de l'inflation élevée avec la réouverture des économies et la diffusion de la hausse des matières premières.

03

En zone euro, la neutralité prévaut également sur les points morts malgré des valorisations moins tenues qu'aux Etats-Unis .

## Crédit

01

Les spreads sur l'IG européen évoluent dans une fourchette étroite autour de 82 pb contre Bund. Le CSPP s'est montré plus actif sur le marché primaire au cours des dernières semaines.

02

Les émissions financières sont en nette hausse par rapport à l'an dernier. Les émissions sont néanmoins bien reçues grâce aux intérêts finaux et au CSPP, concernant le secteur non-financier.

03

Nous sommes prudents sur le HY. La compression des spreads se poursuit. Les émissions demeurent extrêmement importantes, comparativement à l'IG..

## Actions

01

Le redressement de la profitabilité devrait se traduire par une saison des résultats très favorable pour le 2T. La croissance attendue sur 2021 devrait atteindre 50 %.

02

Les flux vers les fonds d'actions de la zone euro alimentent la tendance haussière. Paradoxalement, les volumes d'échange sont réduits.

03

La thématique de croissance profite des taux longs toujours faibles. La qualité est privilégiée, alors que les cycliques ont largement intégré la reprise économique.

## Pays émergents

01

Nous anticipons un maintien du spread EMBIGD sur des niveaux compris entre 330 pb 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). Le rendement moyen en USD approche les 5 %.

03

Rotation en faveur de l'Amérique Latine liée à la hausse des prix des matières premières au détriment de l'Asie.

# NOS ATTENTES DE MARCHÉ

## Classes d'actifs

		30-juin-21	Prévisions	
			juil.-21	déc.-21
<b>Souverain</b>				
Etats-Unis	Fed Funds	0.25	0.25	0.25
	10-ans	1.47	1.35 / 1,55	2.00
Grande-Bret.	10-ans	0.72	0.85	1.00
Japon	10-ans	0.06	0.02	0.10
Zone Euro	BCE, dépôts	-0.50	-0.50	-0.50
Allemagne	2-ans	-0.66		-0.50
	10-ans	-0.21	-0.15	0.00
	30-ans	0.29		0.50
France	10-ans	0.13	0.20	0.40
	Spread	33	35	40
Italie	10-ans	0.82	0.80	1.20
	Spread	103	95	120
Espagne	10-ans	0.41	0.50	0.65
	Spread	62	65	65
Portugal	10-ans	0.39	0.50	0.55
	Spread	60	65	55

		30-juin-21	Prévisions	
			juil.-21	déc.-21
<b>Crédit / Spreads</b>				
Euro Inflation Swap 10-ans		1.54	1.53	
Libor OAS Spreads				
	IG	53	53	
	HY	267	277	
EMBI Spread		340	330-345	350
<b>Change</b>				
EUR/USD		1.19	1.18/1.20	1.25
<b>Actions</b>				
S&P 500		4298		
Euro Stoxx		4064	4200	
FTSE 100		7037		
<b>Matières premières / Volatilité</b>				
Brent Oil Prices		75.12	75.00	60.00
Or		1770	1800	1600
VIX		15.83		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.

Achevé de rédiger le 01/07/2021

## 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)