

PERSPECTIVES OSTRUM AOÛT 2021

Conclusions du comité d'investissement stratégique
mensuel

Amplifier votre
pouvoir d'agir

LA LETTRE DU CIO

2

Trois incertitudes

Depuis plusieurs mois, nous étions plus prudents vis-à-vis de marchés très richement valorisés. Cette saison estivale nous conduit à adopter une attitude encore plus prudente et attentiste. En effet, nous sommes à la croisée des chemins sur trois sujets majeurs.

Premier sujet, la croissance. Une partie importante de la baisse des taux américains peut s'expliquer par des éléments techniques et des flux de liquidité. La persistance de la baisse, continue depuis début avril, fait toutefois craindre qu'elle ne soit aussi due à des craintes grandissantes sur la croissance économique ; les taux réels en particulier envoient un signal inquiétant. Historiquement, les marchés de taux ont souvent été prescients sur les perspectives cycliques... lorsqu'ils sont libres de leurs mouvements. L'avenir de la trajectoire économique pose question, alors qu'apparaissent déjà des signes de surchauffe.

Second sujet, l'inflation. Les chiffres restent aux États-Unis beaucoup plus élevés qu'attendus et les pressions inflationnistes se diffusent dans de plus en plus de secteurs. Bien sûr, une partie de l'évolution est due aux effets de base et l'inflation devrait se tasser dans les trimestres à venir. La question de la persistance et la possibilité que l'inflation se stabilise nettement au-dessus de 3 % ? Les deux tiers des membres du FOMC pensent d'ailleurs maintenant que les risques sont à la hausse. Cela pourrait avoir des implications majeures en termes de politique monétaire.

Troisième sujet, le virus. Si le variant delta se propage rapidement, il semble peu dangereux, les services de santé ne sont pas encombrés : il n'y a pas de nécessité de reconfiner. Mais l'évolution reste très imprévisible et c'est un sujet indiscutable d'attention.

Dans ce contexte, et avec des marchés qui perdent beaucoup en profondeur les mois d'été, il convient de ne pas prendre de risques inconsidérés avant d'avoir un peu plus de visibilité.



Ibrahima Kobar
CIO Ostrum

VUES ÉCONOMIQUES

TROIS THÉMATIQUES POUR LES MARCHÉS

1 VARIANT DELTA

Le niveau de vaccination progresse rapidement, mais le variant Delta est à surveiller. Sa progression est rapide, même si sa gravité reste limitée.

Les marchés sont très peu préparés à une mauvaise nouvelle sur la pandémie. Même si plus récemment une partie du risque a été prise en compte.

2 CROISSANCE

Les chiffres économiques restent très forts et continuent de surprendre le consensus à la hausse.

Des signes de surchauffe apparaissent toutefois et la pérennité de la croissance à moyen terme n'est pas assurée. Le marché de taux, en particulier, envoie un message inquiétant.

3 INFLATION

L'inflation est là, elle se diffuse dans beaucoup de secteurs. Les signes de persistance se multiplient également, même si les effets de base conduiront inévitablement à un ralentissement dans les mois qui viennent.

Les Banques centrales pourraient ne pas être indéfiniment attentistes.

	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	0.2	↑	6.0	0.0	3.4	0.6	↑		
Etats-Unis	-3.5	6.6	0.4	↑	7.0	0.4	3.8	1.2	↑	4.0	0.2
Zone Euro	-6.8	4.6	0.6	↑	4.6	0.0	1.9	0.3	↑	1.8	-0.1
Royaume-Uni	-10.1	6.9	1.4	↑	6.2	-0.6	1.8	0.3	↑	2.0	0.2
Japon	-5.1	2.6	-0.4	↓	2.0	-0.6	0.1	0.0	→	0.4	0.3
Chine	2.3	8.5	0.0	→	9.0	0.5	1.4	-0.2	↓	1.5	0.1

Source : Bloomberg & Ostrum

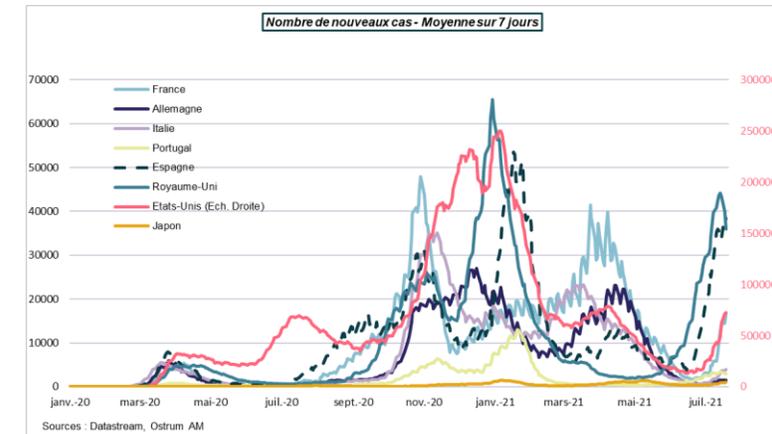
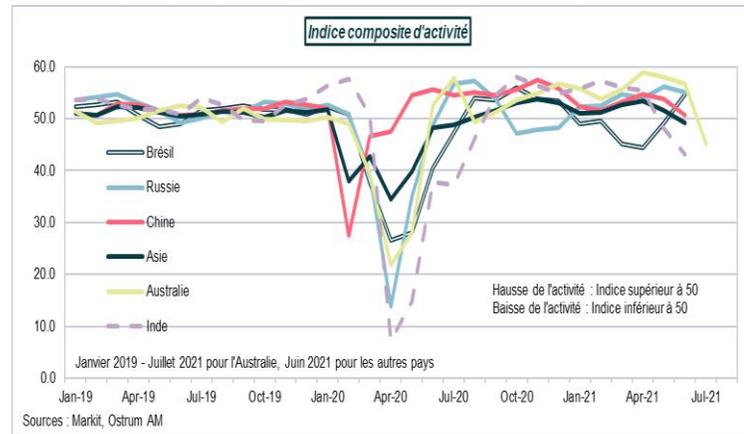
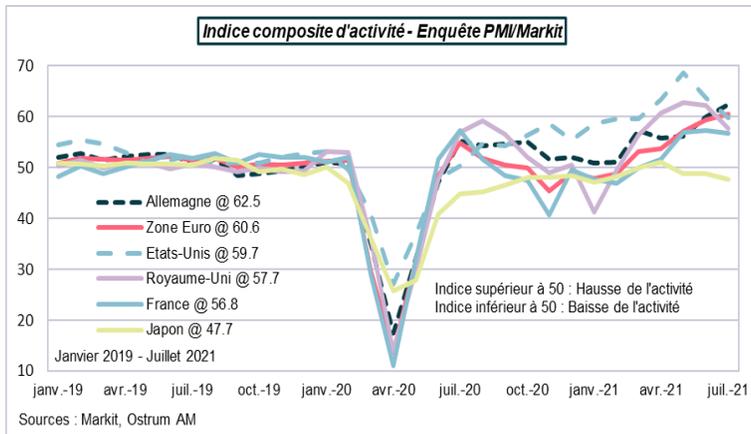
ÉCO

Activité forte dans les pays développés – Ralentissement en Asie

- Les enquêtes révèlent une progression toujours rapide de l'activité dans les pays développés – Indice PMI composite zone euro au plus haut depuis 21 ans.
- L'effet de rattrapage continue avec la poursuite de la levée des mesures de restrictions en juillet.
- À cela s'ajoutent des politiques budgétaires toujours expansionnistes et des politiques monétaires très accommodantes.
- Cela se traduit par une nouvelle accélération de l'activité dans le secteur des services - Elle se modère dans le secteur manufacturier pour rester robuste.
- L'offre ne parvient pas à s'ajuster rapidement à la forte augmentation de la demande ce qui se traduit par des tensions sur les prix de production.
- Les tensions sur les chaînes d'approvisionnement restent fortes pour certains produits et secteurs.
- Dans les pays asiatiques, l'activité est affectée par le durcissement des mesures de restrictions, afin de faire face à la résurgence de l'épidémie.

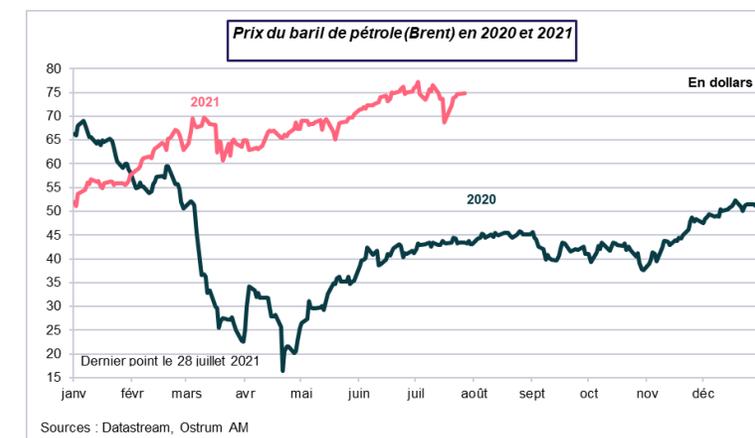
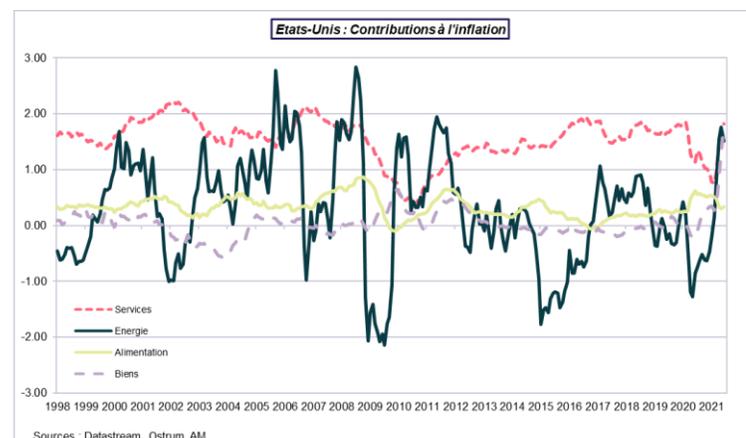
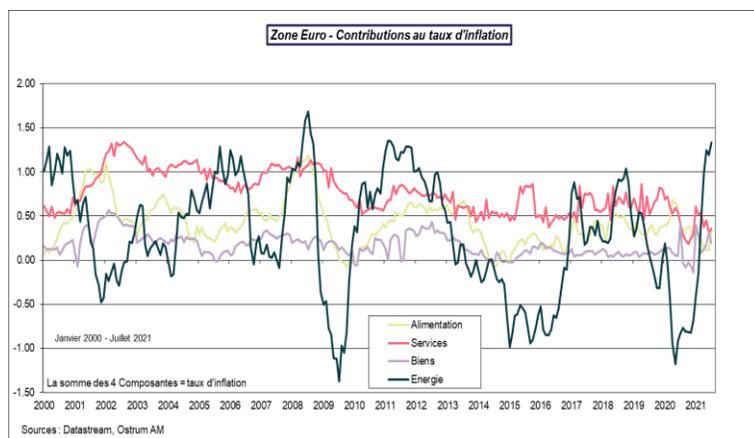
Le principal risque : le variant delta

- Le principal risque réside dans la forte hausse des nouvelles contaminations liées au variant delta.
- Le taux de vaccination élevé dans les pays développés (près de 50 %) permet d'éviter une forte augmentation des formes graves de Covid-19.
- C'est moins le cas des pays émergents où moins de 10 % de la population est totalement vaccinée, ainsi que dans d'autres pays comme l'Australie.
- Le durcissement des mesures de restrictions dans certains pays pèse sur leur activité (dans certains pays d'Asie pour le moment).
- Cela risque d'accentuer les tensions sur les chaînes d'approvisionnement et de peser sur le commerce mondial, l'activité et les prix des pays développés.
- Les perspectives des chefs d'entreprises sont affectées par la résurgence de l'épidémie, comme l'ont révélés les enquêtes Markit et l'IFO en Allemagne.



Accélération temporaire de l'inflation ?

- L'inflation s'est nettement accélérée avec la réouverture progressive des économies. Cela vient en grande partie de l'effet de base lié aux prix de l'énergie. Durant le confinement, le prix du pétrole a chuté suite à l'effondrement de la demande, pour progressivement augmenter avec la reprise de l'activité. Le prix du baril de Brent est ainsi aujourd'hui de l'ordre de 75 \$, à comparer à 43 \$ il y a un an, ce qui se traduit par une forte contribution des prix énergétiques à l'inflation. Celle-ci va rester élevée au cours des prochains mois.
- À cela s'ajoutent des facteurs temporaires plus récents liés à la levée graduelle des mesures de restrictions. Cela touche plus particulièrement les secteurs ayant été les plus affectés par celles-ci, comme les services dans l'hébergement et la restauration. Les pénuries de certaines matières premières et composants affectent par ailleurs la production de certains biens. C'est le cas spécifiquement des voitures souffrant d'un manque de semi-conducteurs.
- Ces tensions devraient progressivement se dissiper avec le rééquilibrage entre l'offre et la demande.
- Aux États-Unis, le taux d'inflation s'est établi à 5,4 % en juin, au plus haut depuis août 2008. L'indice sous-jacent (qui exclut l'alimentation et l'énergie) a atteint son plus haut depuis 1991 à 4,5 %. Le prix des voitures d'occasion a de nouveau fortement augmenté à la suite des difficultés de production de voitures neuves contribuant ainsi à hauteur de 1,1 point de pourcentage à l'inflation globale en juin.
- En zone euro, l'inflation s'est établie en juillet à 2,2 % et s'est modérée à 0,7 % pour l'indice sous-jacent.
- Le plan de relance massif de Joe Biden en faveur des ménages les plus affectés par la crise et la prise en compte des prix de l'immobilier expliquent en grande partie la plus forte inflation aux États-Unis comparativement à la zone euro.



POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Nécessité de politique budgétaires toujours actives

● AVANCÉES SUR L'ACCORD SUR LES INFRASTRUCTURES

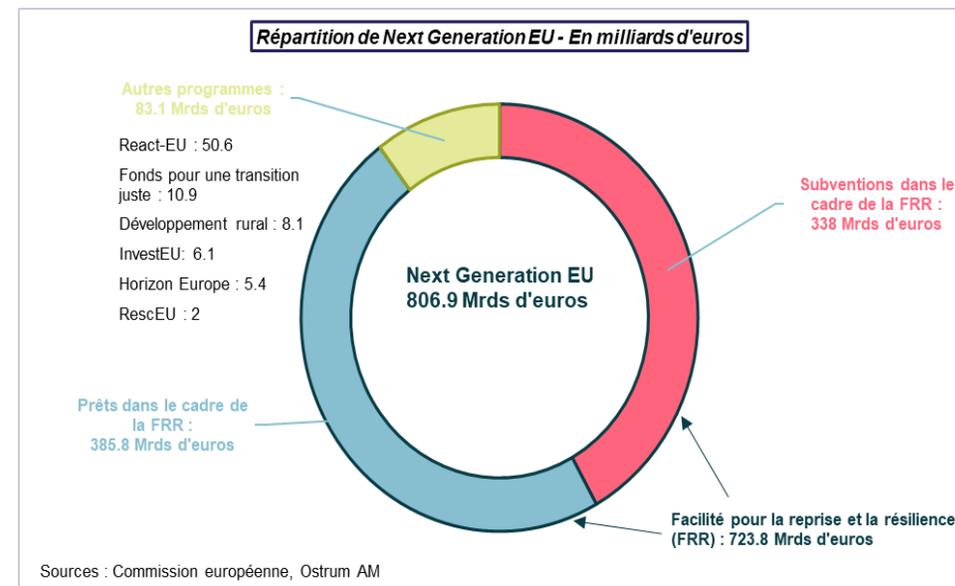
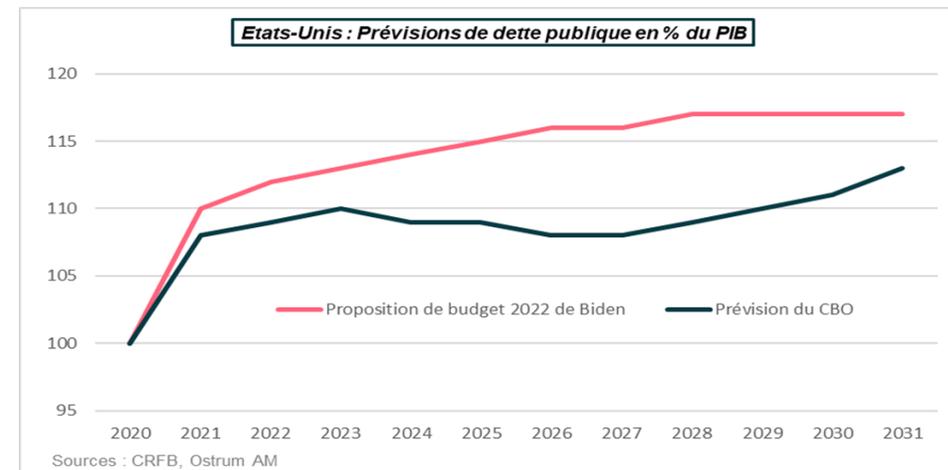
L'accord bipartisan sur les infrastructures trouvé entre Joe Biden et un groupe de sénateurs républicains et démocrates à la fin juin est en bonne voie. Le 28 juillet, il a franchi une 1^{ère} étape au Sénat lors d'un vote préliminaire soutenu par les Démocrates et une partie des Républicains. D'un montant total de 1 200 Mds \$ sur 8 ans, il comprend 550 Mds de \$ de dépenses nouvelles. Les Démocrates préparent en parallèle une procédure de réconciliation destinée à adopter le reste des mesures annoncées par Joe Biden sans le soutien des Républicains.

● PLAN DE RELANCE EUROPÉEN : NOUVELLE ÉTAPE

La Commission européenne a approuvé à ce jour 14 plans de relance et de résilience. Si les pays ont demandé la totalité des subventions disponibles, seules l'Italie, la Grèce et la Roumanie ont sollicité à ce jour l'enveloppe totale des prêts disponibles. L'Union européenne procède depuis la mi-juin aux 1^{ères} émissions dans le cadre de Next Generation EU. Elle a levé 45 Mds d'euros en 4 semaines. Un premier versement a été effectué à la fin juin dans le cadre de React-EU (800 millions d'euros). Les versements dans le cadre de la facilité pour la reprise et la résilience interviendront après l'approbation des plans nationaux par la Commission et la validation par le Conseil de la proposition de cette dernière.

● POLITIQUE FACILITÉE PAR LES BANQUES CENTRALES

Il est essentiel que les gouvernements 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 souveraines par les banques centrales.



TOUJOURS TRÈS ACCOMMODANTE DANS LES PAYS DÉVELOPPÉS

APPLICATION DE LA REVUE STRATÉGIQUE DE LA BCE

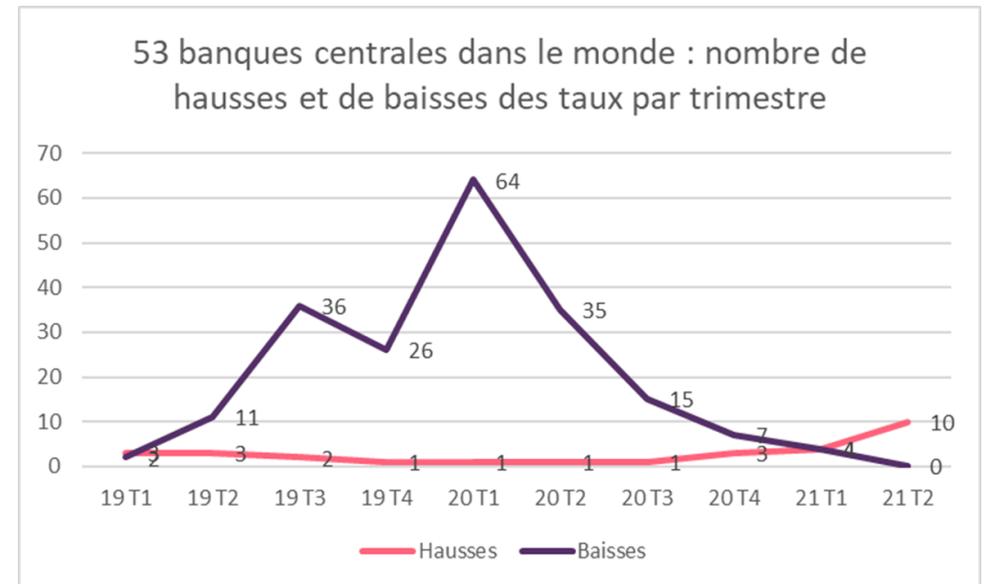
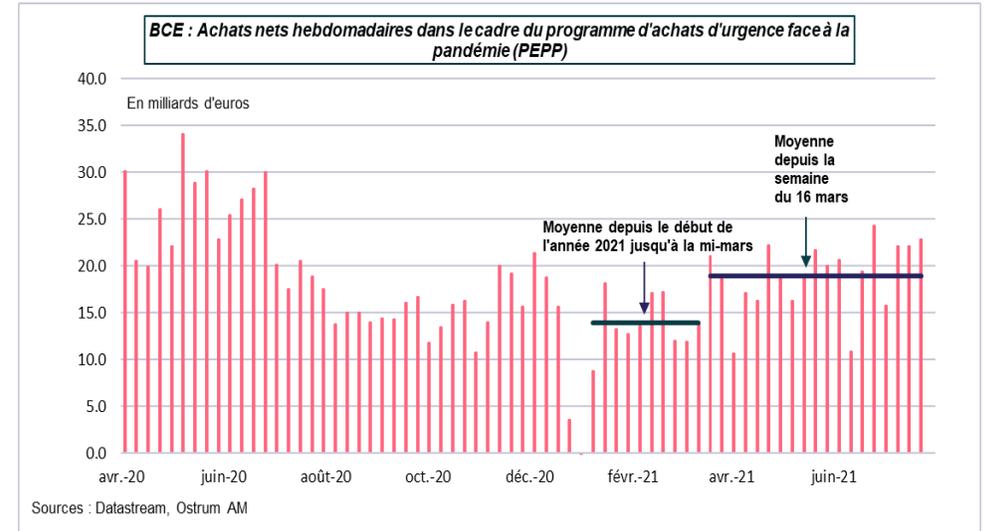
Lors de la réunion du 22 juillet, la BCE a mis en place les conclusions de sa revue stratégique. Cela s'est traduit par la prise en compte de la nouvelle définition de stabilité des prix : un objectif symétrique d'inflation de 2 % à moyen terme, et non plus un taux d'inflation proche, mais inférieur, à 2 %. Elle a ainsi changé sa communication avancée sur les taux directeurs. Les taux resteront à leurs niveaux actuels, voire plus bas, jusqu'à ce que la BCE constate que l'inflation atteint 2 %, bien avant la fin de la période de projection [3 ans], et de manière durable sur le reste de l'horizon de projection, et qu'elle juge les progrès sur l'inflation sous-jacente suffisants. Dans un contexte de taux proches de leurs planchers depuis un certain temps, la BCE tolérera une inflation légèrement plus élevée de manière transitoire. Elle poursuit ses achats d'actifs dans le cadre du PEPP à un rythme significativement plus élevé qu'en début d'année. La politique monétaire restera ainsi durablement accommodante.

LA FED PRÉPARE L'ANNONCE D'UN « TAPERING »

Lors de la réunion du 29 juillet, la Fed a indiqué que des progrès avaient été réalisés dans l'atteinte de ses objectifs de plein emploi et d'inflation moyenne de 2 %, mais qu'ils n'étaient pas encore suffisants pour justifier une modification de sa politique monétaire. Des discussions ont porté sur une modification éventuelle de la composition et du rythme des achats d'actifs, lorsque cela sera nécessaire.

RESSERREMENT DANS CERTAINS PAYS ÉMERGENTS

Face à l'accélération de l'inflation, certaines banques centrales des pays émergents n'ont pas d'autre choix que de relever leurs taux directeurs.



VUES STRATÉGIE

En attendant la rentrée

Vues de marché synthétiques : lorsque la visibilité est trop faible

Nous pensons que les marchés resteraient attentistes et prudents durant l'été, et effectivement les actifs risqués sont moins recherchés depuis juin. Dans un marché dont la profondeur est réduite en août, et avec des incertitudes importantes, l'environnement n'est pas favorable à une prise de risque. De plus, après une phase de rebond de l'optimisme, les nuages que nous avons identifiés (variant delta, craintes sur la pérennité de la croissance, inflation) constituent de plus en plus un débat pour le marché qui en conséquence a du mal à se positionner sur une direction claire. Il ne faut pas surestimer le degré de risque : la volatilité implicite ainsi que la volatilité réalisées restent à des niveaux faibles, même dans un contexte où l'incertitude reste importante.

L'arbitrage rentabilité espérée-risque est donc actuellement peu engageant et nous conduit à réduire nos positions, ainsi que notre budget de risque.

Recommandations d'allocation : réduction du budget de risque

Le Bund, tout comme le Treasury, devraient rester stables dans une fourchette réduite. Jackson Hole pourrait toutefois donner une tendance plus marquée. Les spreads périphériques se resserreraient très marginalement. Enfin, sur le crédit, nous sommes surtout sur un marché de portage avec des spreads en léger écartement. Sur les marchés actions l'attentisme est de mise, malgré une saison de résultats qui s'annonce très positive ; les valorisations tendues et le manque de visibilité à long terme nous conduisent à attendre une performance proche de zéro.

Taux G4

01

La forte baisse des rendements interroge. Le T-note cote autour d'1,25 % après la réunion du FOMC et un nouveau pas mesuré vers l'annonce du tapering au 4T. La neutralité prévaut entre 1,10 % et 1,35 %.

02

La BCE a accéléré ses achats en juillet. Le Bund s'échange sous - 0,45 %, le sentiment du marché étant affecté par l'apparition du variant delta, malgré la croissance et l'inflation en hausse. Nous conservons la neutralité.

03

La BoE semble désormais moins encline à réduire son soutien. Le Gilt s'échange sous 0,60 %. La BoJ voit le 10 ans japonais revenir vers 0 %, ce qui suggère un biais acheteur.

Autres taux souverains

01

Le PEPP s'est renforcé, avant une probable réduction saisonnière des achats en août. Le nouvel objectif de la BCE laisse présager une politique toujours plus accommodante. Les spreads devraient rester stables.

02

Le consensus acheteur se maintient sur les dettes périphériques, d'autant que l'Espagne réduira son programme de 20 Mds € cette année.

03

La RBA doit composer avec la reprise épidémique, malgré l'annonce préalable de l'arrêt du QE. La neutralité est généralement maintenue dans l'univers G10, malgré les hausses de taux prévues en Nouvelle-Zélande et en Norvège.

Inflation

01

Les points morts américains remontent avec les surprises successives sur les prix et l'attentisme de la Fed face à la hausse de l'inflation. Nous sommes neutres, considérant les niveaux de marché actuels relativement élevés.

02

En zone euro, la tolérance accrue pour une inflation plus forte soutient la classe d'actifs, mais les valorisations laissent peu de place à la performance. Les points morts devraient se stabiliser.

03

Au Royaume-Uni, l'écart entre le RPI et le CPI s'accroît au bénéfice des porteurs de linkers. Les points morts sont stables à un niveau élevé.

Crédit

01

Les spreads sur l'IG en euro évoluent peu depuis quelques mois autour de 85 pb contre Bund. Les valorisations restent préoccupantes, d'autant que la baisse des taux sans risque limite l'univers de crédit à rendement positif.

02

Les émissions financières dépassent les montants de 2020. À l'opposé, le primaire est beaucoup plus réduit pour le segment non-financier soutenu par ailleurs par le CSPP. Les flux techniques restent très favorables.

03

Nous sommes prudents sur le HY. Les taux de défaut (1,8 % en juin) et la thématique des *rising stars (BB)* atténuent néanmoins l'argument négatif des valorisations.

Actions

01

La majorité des publications de résultats au 2T 2021 bat le consensus avec une marge de 20 % en moyenne en zone euro. Une attention particulière est prêtée aux marges parfois comprimées par la hausse des coûts.

02

Les flux se sont quelque peu taris au mois de juillet. Les performances du 1S 2021 motivent des réallocations vers les taux, mais la dynamique microéconomique reste très favorable et améliore les valorisations.

03

La qualité reste privilégiée alors que l'essoufflement de la thématique de reflation a pesé sur la « value ». Le retour à l'actionnaire s'améliore avec les annonces de rachats d'actions et les hausses/retour des dividendes.

Pays émergents

01

Les spreads émergents en USD se sont dégradés, principalement sous l'effet du rally du T-note. Le spread de l'MEBIG devrait évoluer entre 350 pb et 360 pb.

02

Les valorisations sont attrayantes, les spreads évoluant proches des hauts de fourchette récemment. L'appétit pour le HY contre IG se confirme. Le positionnement des investisseurs est modérément acheteur.

03

Les flux vers la classe d'actifs résistent en juillet, malgré l'écartement des spreads. Les émissions nettes représentent déjà 57 % du total prévu cette année.

NOS ATTENTES DE MARCHÉ

Classes d'actifs

		29-juil.-21	Prévisions	
			août-21	déc.-21
Souverain				
Etats-Unis	Fed Funds	0.25	0.25	0.25
	10-ans	1.27	1.10 / 1,35	2.00
Grande-Bret.	10-ans	0.57	0.50 / 0,65	1.00
Japon	10-ans	0.02	0.00	0.10
Zone Euro	BCE, dépôts	-0.50	-0.50	-0.50
Allemagne	2-ans	-0.76		-0.50
	10-ans	-0.45	-0.37	0.00
	30-ans	0.04		0.50
France	10-ans	-0.10	-0.03	0.40
	Spread	35	34	40
Italie	10-ans	0.63	0.63	1.20
	Spread	108	100	120
Espagne	10-ans	0.27	0.30	0.65
	Spread	72	67	65
Portugal	10-ans	0.18	0.23	0.55
	Spread	63	60	55

		29-juil.-21	Prévisions	
			août-21	déc.-21
Crédit / Spreads				
Euro Inflation Swap 10-ans		1.63	1.52	
Libor OAS Spreads				
	IG	45	48	
	HY	248	258	
EMBI Spread		357	350-360	350

Change				
EUR/USD		1.19	1.18/1.20	1.25

Actions				
S&P 500		4419		
Euro Stoxx		4117	4100	
FTSE 100		7078		

Matières premières / Volatilité				
Brent Oil Prices		75.04	75.00	60.00
Or		1828	1800	1600
VIX		17.70		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 30/07/2021

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