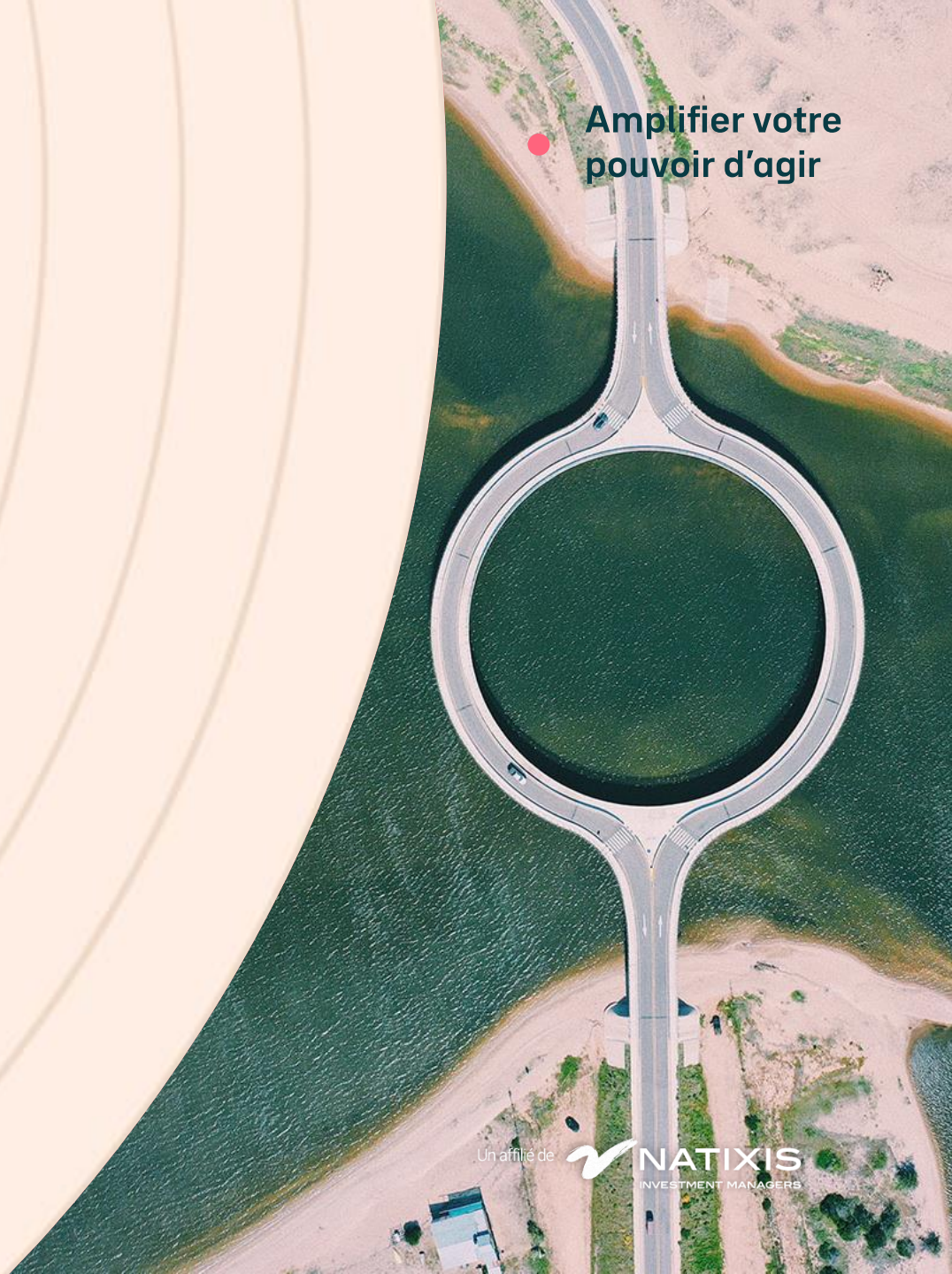
Ostrum
ASSET MANAGEMENT

Amplifier votre
pouvoir d'agir

MyStratWeekly

30 novembre 2021



Un affilié de NATIXIS INVESTMENT MANAGERS

Document destiné exclusivement aux clients professionnels

Sommaire

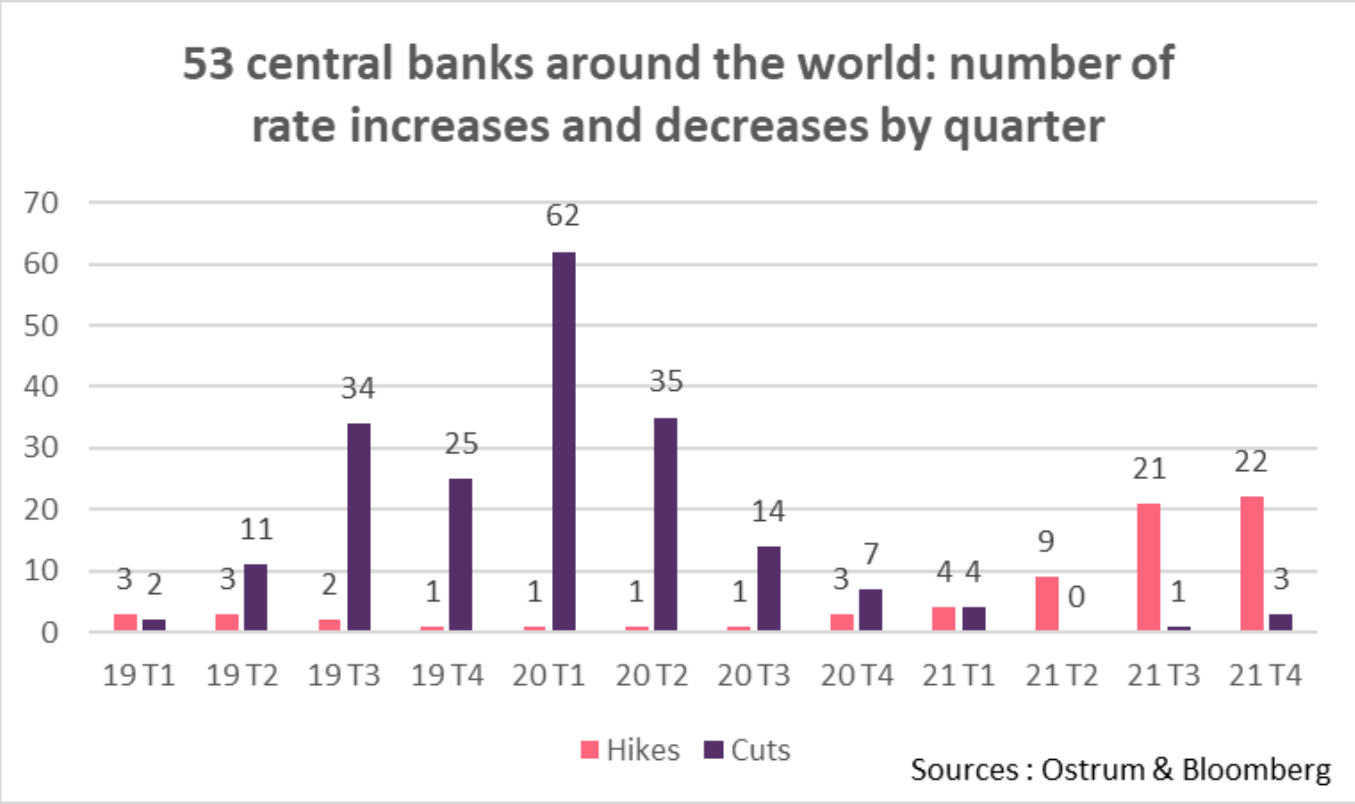
- Vues 2022
- Banques centrales / Inflation / croissance
- Thème
  - Afrique, la covid et les vieux démons

Ostrum ASSET MANAGEMENT

Document destiné exclusivement aux clients professionnels

THÈME #1 : LES BANQUES CENTRALES

Un revirement global, avec une tendance nette au resserrement monétaire



Augmentation des taux en 2021

Pays	Taux	Hausse (bp)
Brésil	7.75%	575
Russie	7.50%	325
Vénézuela	11.97%	293
Ukraine	8.50%	250
République Tchèque	2.75%	250
Chili	2.75%	225
Pérou	2.00%	175
Pakistan	9.75%	175
Hongrie	2.10%	150
Islande	2.00%	125
Pologne	1.25%	115
Mexique	5.00%	75
Colombie	2.50%	75
Corée du Sud	1.00%	50
Nouvelle Zélande	0.75%	50
Afrique du Sud	3.75%	25
Roumanie	1.75%	25
Norvège	0.25%	25
Singapour	0.08%	5

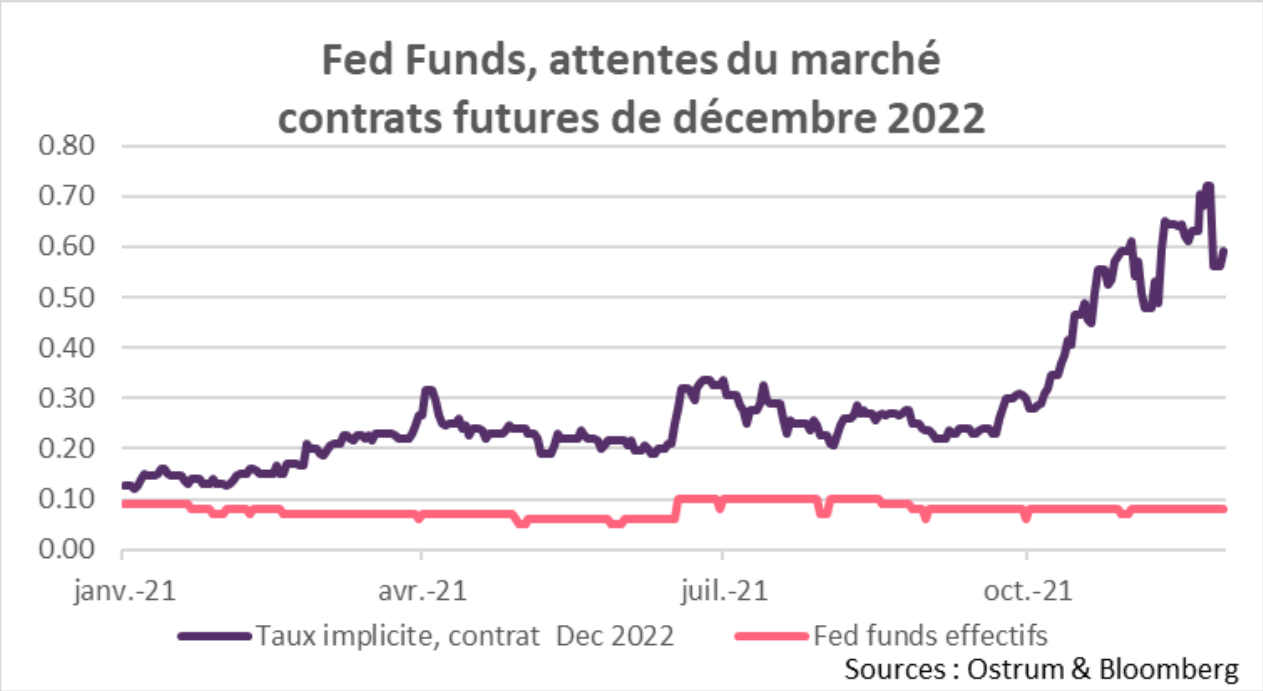
La thèse de l'inflation transitoire de la Fed, qui sous-tend la politique monétaire actuelle, est de plus en plus en contradiction avec les données d'enquête et les indices de prix. Les pressions inflationnistes se généralisent et sont imputables aux contraintes d'offre plutôt qu'au rebond de la demande plus forte. La croissance des salaires s'est aussi accélérée. Les anticipations d'inflation des ménages se situent à des niveaux potentiellement incompatibles avec l'objectif de stabilité des prix de la Fed. Enfin, l'hypothèse d'un retour des pressions désinflationnistes liées à la mondialisation se heurtera à la problématique de la transition énergétique.

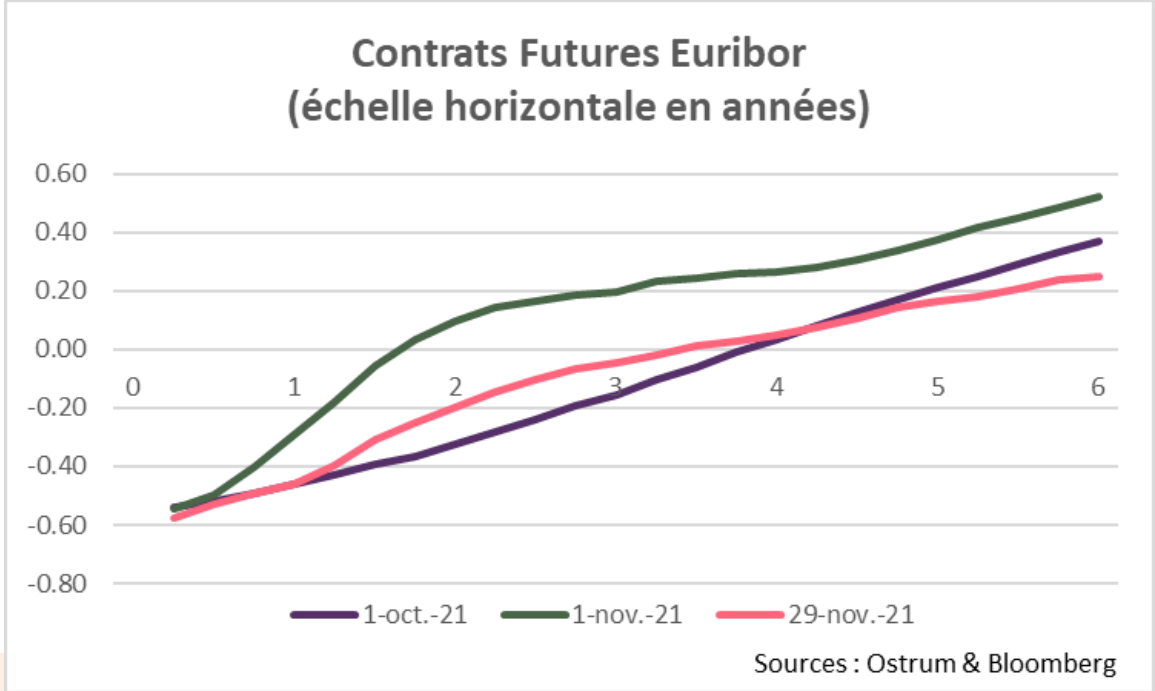
Plus de détails sur le MyStratWeekly du 9 septembre « Une critique de la thèse de l'inflation transitoire de la Fed »

Source : Ostrum AM & Bloomberg

THÈME #1 : LES BANQUES CENTRALES

Une très forte incertitude ....





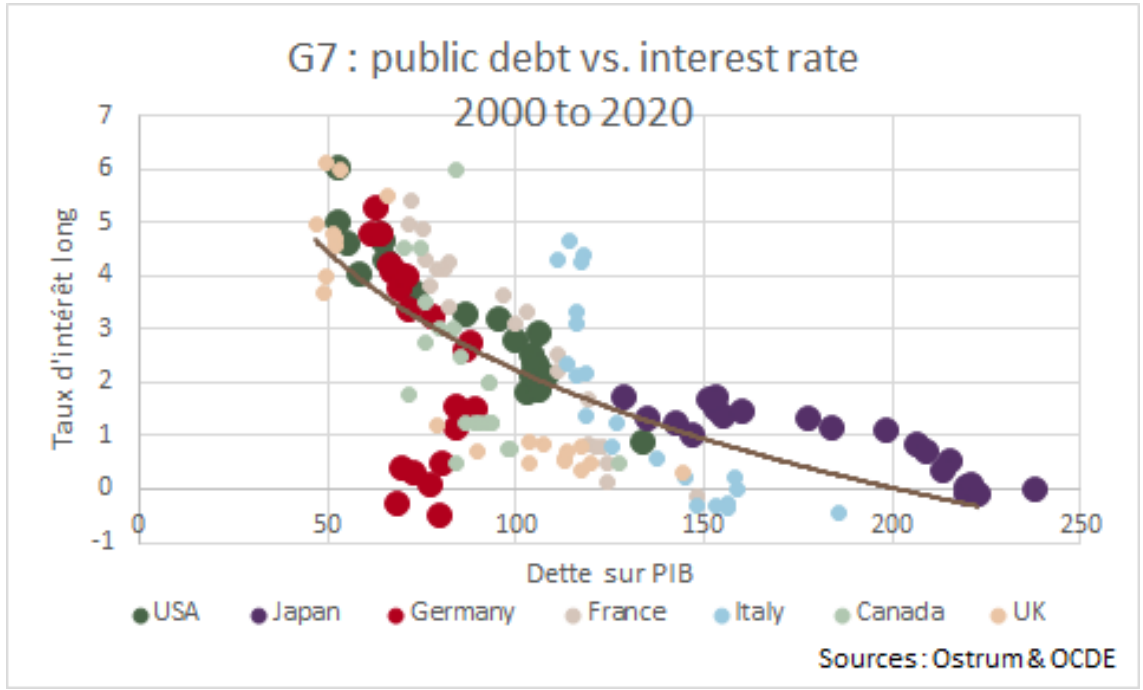
BANQUE D'ANGLETERRE ET BANQUE DU CANADA CREENT LA SURPRISE

La banque centrale d'Angleterre (BOE) et celle du Canada (BOC) ont crée la surprise ce mois-ci. La BOE a gardé ses taux inchangés allant à l'encontre de ses propres propos, reflétant probablement son inquiétude sur le Brexit. La BOC à l'opposé a arrêté subitement son QE.

Malgré ces très forts mouvements de courbe, il reste une partie étrange. Les marchés s'attendent à une hausse des taux, en particulier de la Fed, mais aussi de la BoE, assez rapide. Deux hausses de taux en 2022, peut-être trois dans le cas de la Fed, alors que le QE ne s'achèvera qu'au milieu de l'année prochaine, c'est aller un peu vite en besogne. En revanche la Fed ne monterait que très peu ses taux. Par exemple, les taux Treasury à 1 an dans 3 ans sont proches d'1,5 %. On est donc bien plus bas que les 2,5 % atteints sur les Fed funds lors du dernier cycle de hausse des taux.

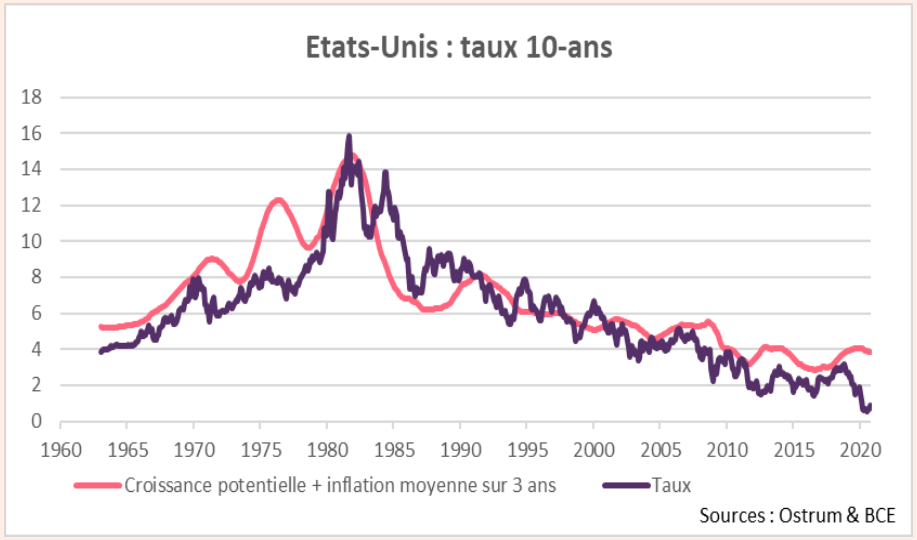
THÈME #1 : LES BANQUES CENTRALES

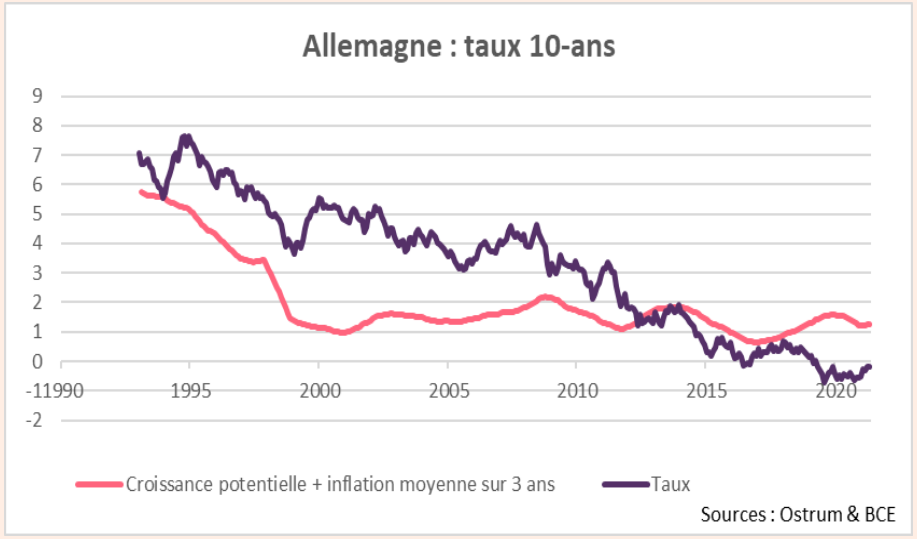
Des taux qui montent modérément



Nos prévisions de taux : 0,25 % sur le Bund en fin d'année prochaine, 2,25 % sur le Treasury. La remontée des taux reste très limitée.

Divergence forte à la règle d'or





Ostrum ASSET MANAGEMENT

Document destiné exclusivement aux investisseurs professionnels

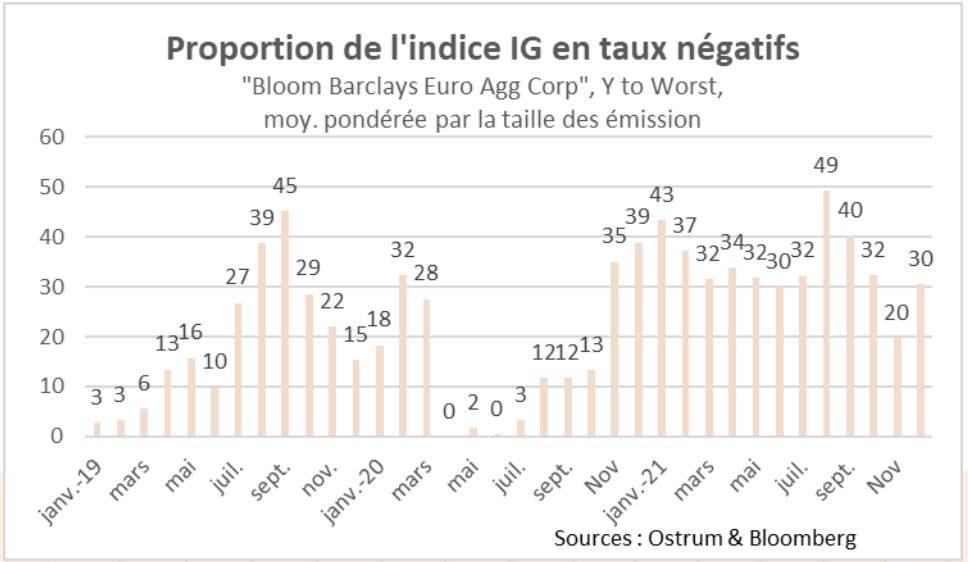
THÈME #2 : DES FONDAMENTAUX QUI RESTENT TRÈS BONS

Le rendement sur le crédit est faible : 1/3 de l'indice IG est toujours en taux négatifs

	Maturités							
29-nov.-21	[0;2[	[2;3[	[3;4[	[4;5[	[5;7[	[7;10[	[10;15[	Toutes maturités
AAA		-0.28			0.07	0.11	0.62	0.24
AA+	-0.41	-0.28	-0.03	0.15	0.20	0.40		0.06
AA	-0.36	-0.19	-0.06	0.08	0.26	0.34	0.92	0.00
AA-	-0.21	-0.02	0.10	0.25	0.40	0.62	0.89	0.34
A+	-0.32	-0.11	0.02	0.11	0.28	0.44	0.73	0.12
A	-0.26	-0.05	0.07	0.25	0.41	0.71	0.92	0.34
A-	-0.21	-0.02	0.10	0.25	0.40	0.62	0.89	0.34
BBB+	-0.14	0.02	0.18	0.29	0.48	0.74	1.04	0.52
BBB	-0.12	0.05	0.24	0.44	0.58	0.90	1.21	0.56
BBB-	-0.01	0.17	0.40	0.55	0.82	1.14	1.48	0.89
BB+	0.19	0.31	0.69	0.81	1.06	1.29		1.25
Toutes notes	-0.19	0.00	0.18	0.32	0.51	0.77	1.03	1.30

Source : Ostrum & Bloomberg

*Indice "Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate", Yield to Worst, moyenne pondérée par la taille des émission.



Les taux sur le crédit sont extrêmement bas pour deux raisons.

D'une part les fondamentaux sont très porteurs avec un taux de défaut très bas ce qui a tendance à comprimer la prime de risque.

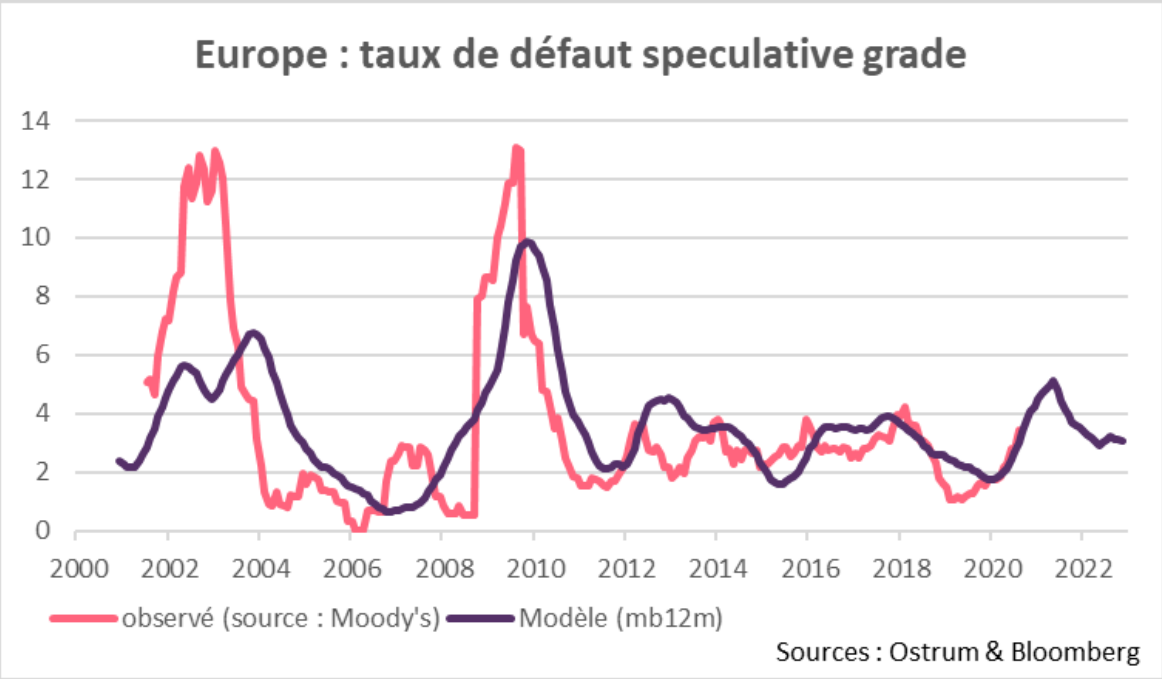
D'autre part la BCE reste très présente avec son QE et absorbe plus que l'équivalent de l'offre nette de crédit IG.

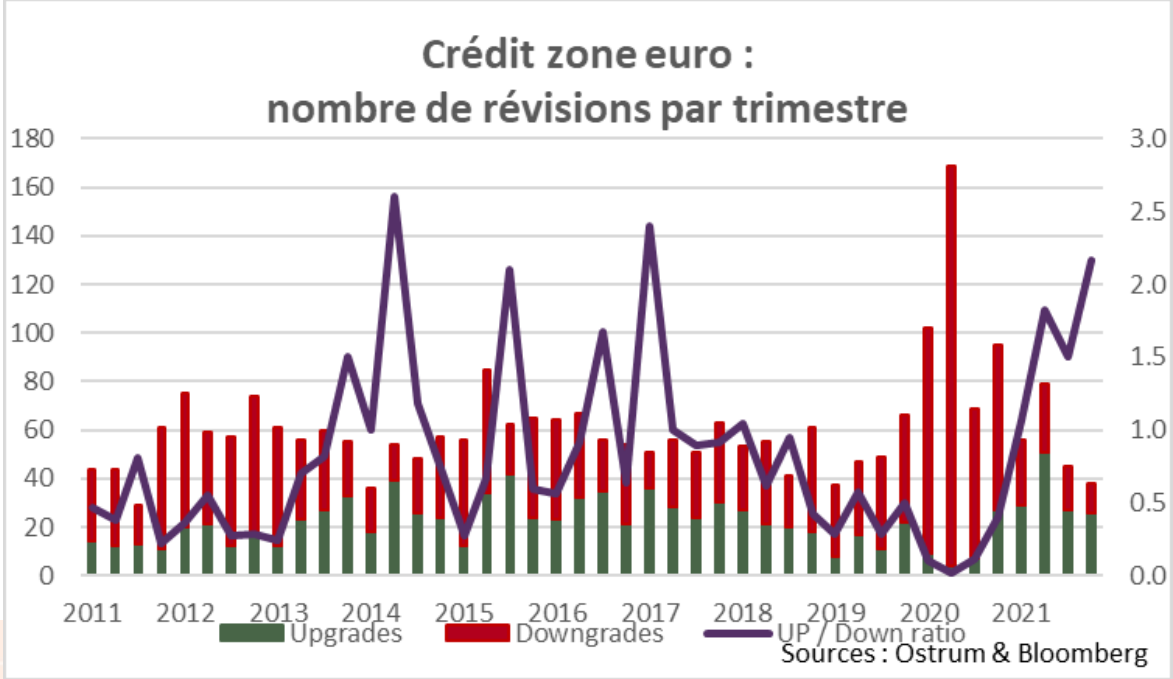
Ostrum ASSET MANAGEMENT

Document destiné exclusivement aux investisseurs professionnels

THÈME #2 : DES FONDAMENTAUX QUI RESTENT TRÈS BONS

Mais le risque est très limité





Les fondamentaux restent très positifs pour le marché du crédit. Le taux de défaut était de 13 % sur l'univers high yield en 2009, il est resté inférieur à 4 % en 2020. Les variables macroéconomiques suggèrent un niveau de défaut proche de 3 % l'année prochaine, une analyse par émetteur (bottom up) placerait le niveau encore plus bas, proche de 2 %. Plusieurs raisons :

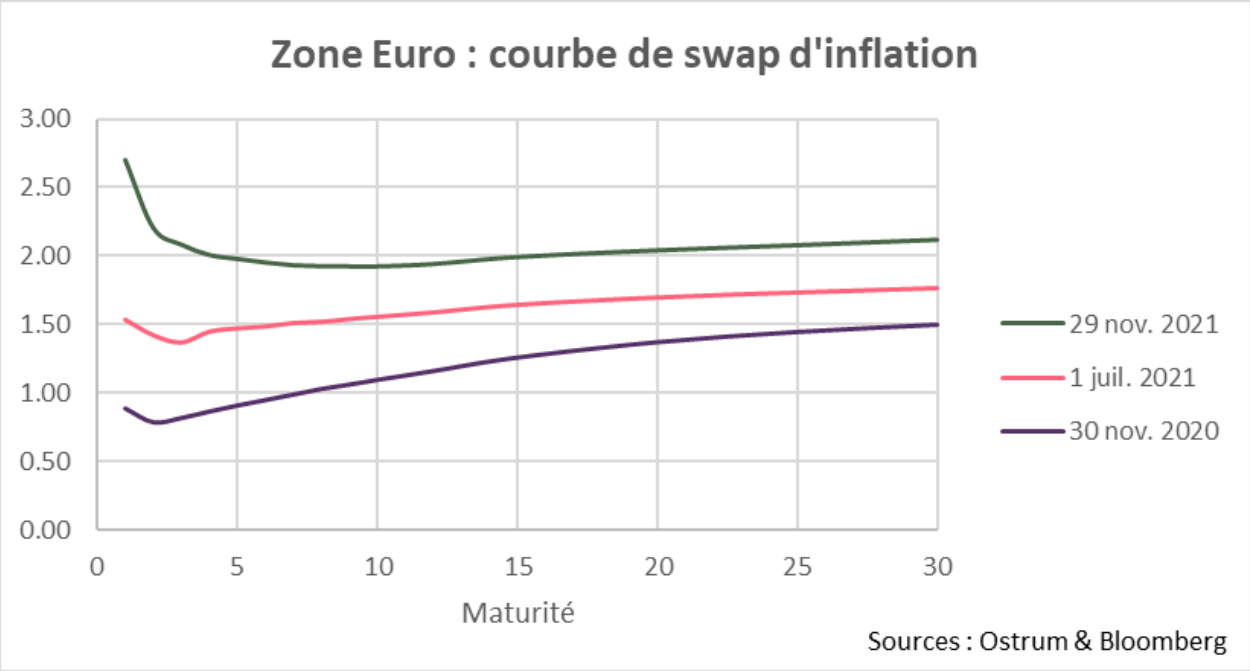
- Les taux restent très bas et donc les capacités d'emprunt sont très favorables.
- Les entreprises ont restauré leurs marges ainsi que leurs flux de trésorerie qui sont revenues au niveau pré-crise.
- La situation bilancielle, en particulier la position en liquidité est très solide.

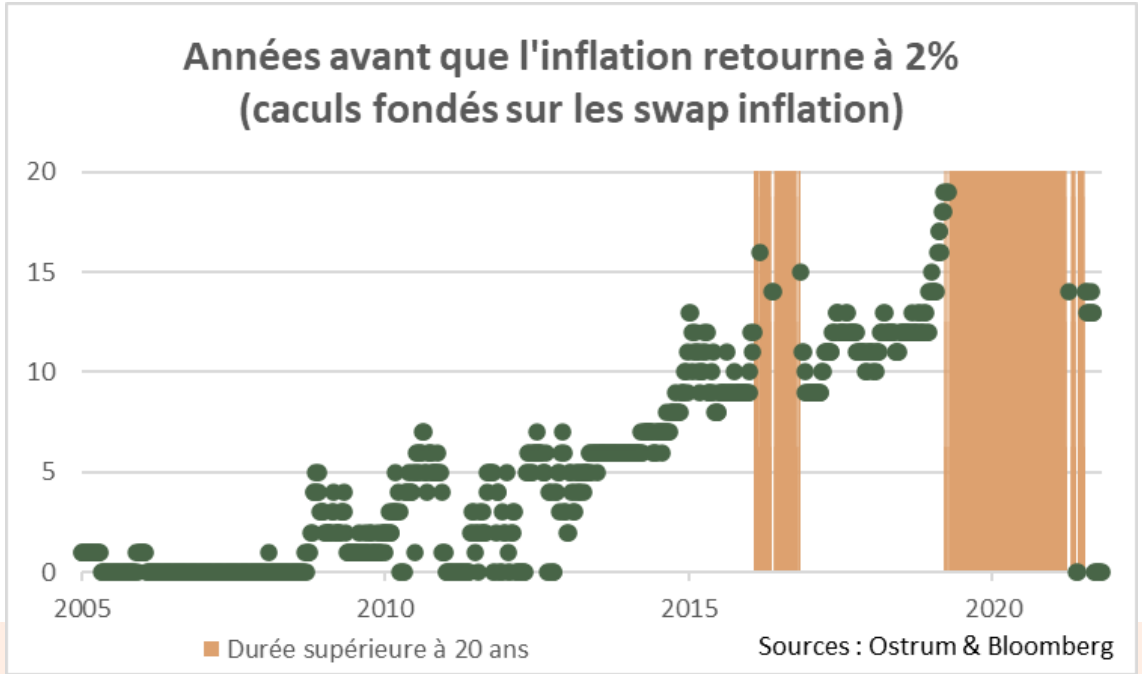
Ostrum ASSET MANAGEMENT

Document destiné exclusivement aux investisseurs professionnels

THÈME #3 : INFLATION

Les marchés changent d'avis





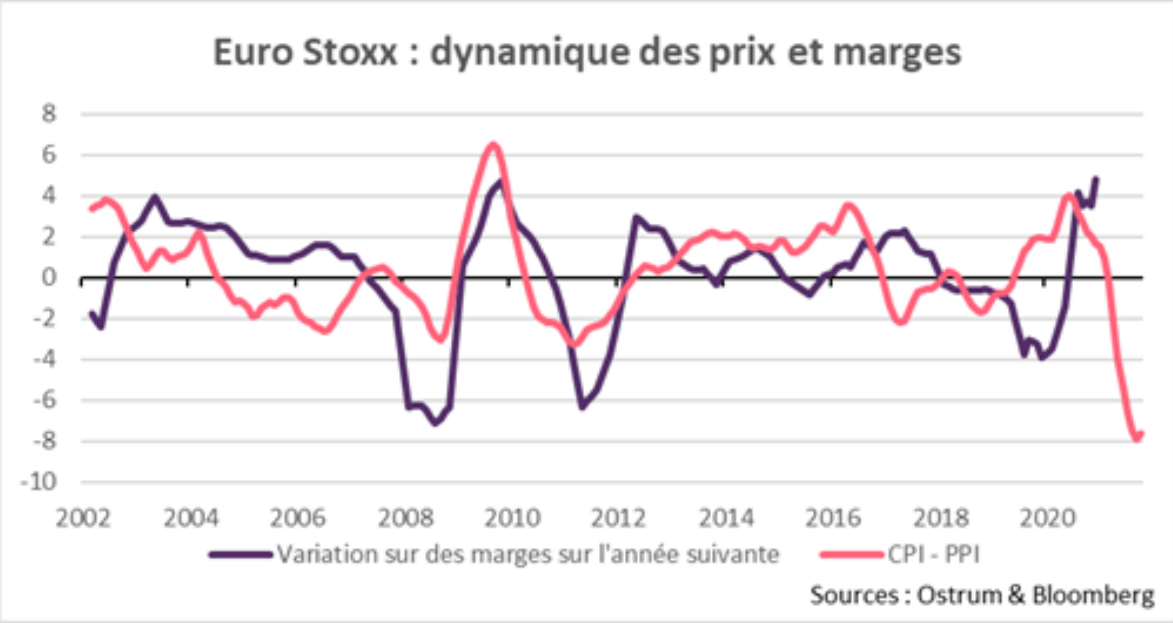
La vue des marchés sur l'inflation a changé de manière assez nette depuis cet été, en continuation certes de la tendance depuis un an. Résultat : les attentes d'inflation sont finalement assez similaires aux États-Unis et en Europe :

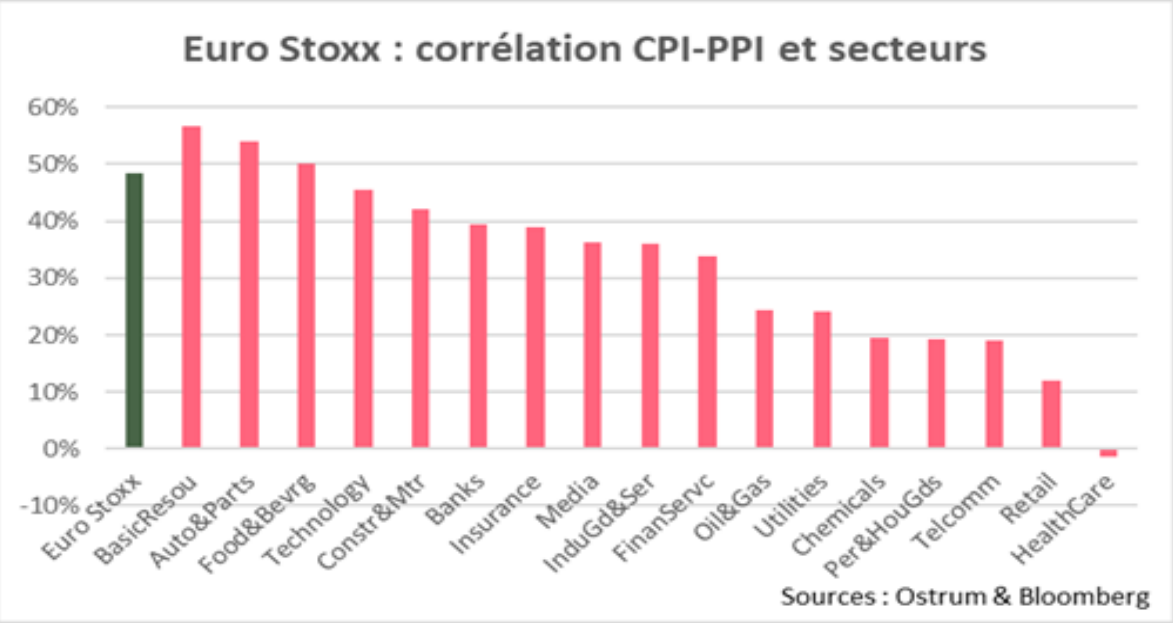
- Une inflation largement au-dessus de 2 % dans l'immédiat (presque 3% en Europe, presque 4 % aux États-Unis)
- Une baisse rapide par la suite : l'inflation est donc vue comme transitoire par les marchés
- Puis des chiffres qui se stabilisent à un niveau proche de 2 % (plutôt 2,5 % dans le cas des États-Unis), l'objectif des deux Banques Centrales

D'après les marchés, après le choc inflationniste actuel, purement temporaire, tout rentrerait dans l'ordre.

THÈME #3 : INFLATION

Un risque pour les actions





L'inflation de l'ICP (indice des prix à la consommation) est un proxy de la hausse des prix de vente des entreprises, l'IPI (indice des prix industriels) est un proxy du coût de production pour ces mêmes entreprises. La différence entre les deux doit donc nous raconter une histoire sur la dynamique des marges. Et effectivement, la différence entre les deux est, comme le montre le graphique, bien corrélée avec l'évolution des marges sur les trimestres qui suivent.

L'évolution observée des prix est très largement suffisante pour avoir un impact significatif sur les marges des entreprises.

Au-delà donc du risque agrégé sur l'indice que fait peser la variation des prix, le sujet principal semble plutôt être la rotation sectorielle potentielle. La divergence des réactions peut effectivement entraîner une dispersion des performances très marquée.

Plus de détails sur le MyStratWeekly du 8 novembre « Pourquoi ce niveau d'inflation est préoccupe

MyStratWeekly
Analyse et stratégie des marchés

Ostrum ASSET MANAGEMENT

Document destiné exclusivement aux investisseurs professionnels

PERSPECTIVE 2022 : PRÉVISIONS SUR LES CLASSES D'ACTIFS

Souverain		18/11/2021	Prévisions fin 2022
Etats-Unis	Fed Funds	0.25	0.25
	10 ans	1.59	2.25
Zone Euro	BCE, dépôts	-0.50	-0.50
Allemagne	10 ans	-0.28	0.25
France	10 ans	0.07	0.65
	Spread	35	40
Italie	10 ans	0.92	1.45
	Spread	120	120
Espagne	10 ans	0.44	0.90
	Spread	71	65
Portugal	10 ans	0.35	0.80
	Spread	62	55

Crédit / Spreads	18/11/2021	Prévisions fin 2022
Libor OAS Spread		
Investment grade	51	52
High Yield	256	295
EMBI Spread	358	350

Change	18/11/2021	Prévisions fin 2022
EUR/USD	1.14	1.25

Actions	18/11/2021	Prévisions fin 2022
Euro Stoxx	4384	4550

Matières premières /Volatilité	18/11/2021	Prévisions fin 2022
Brent Oil Price	81.74	60

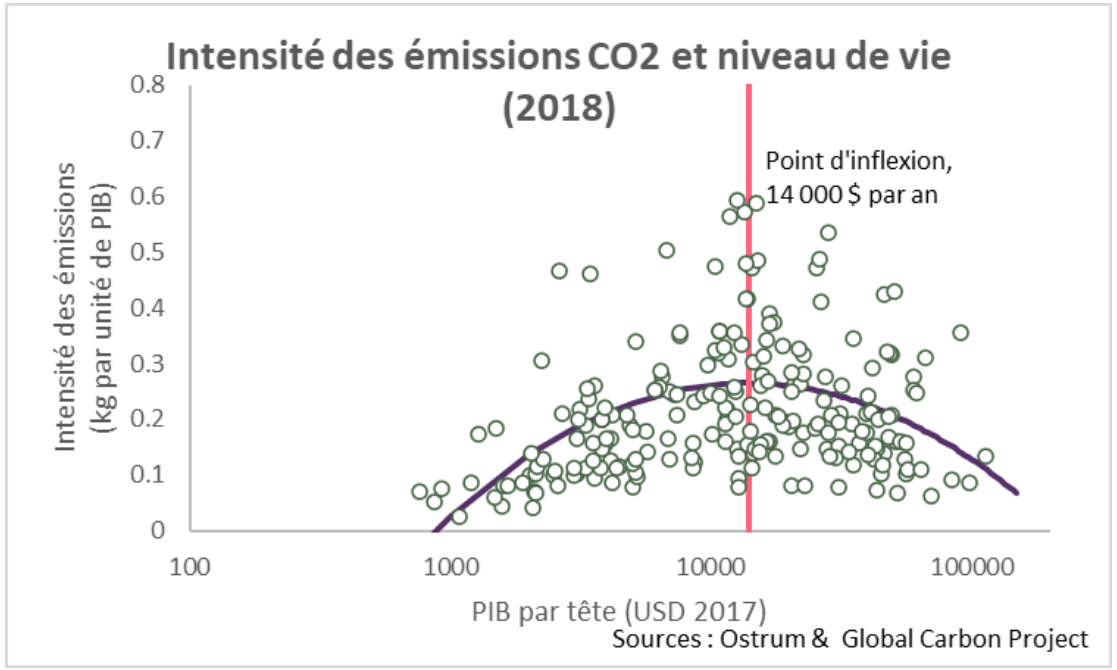
Ostrum ASSET MANAGEMENT

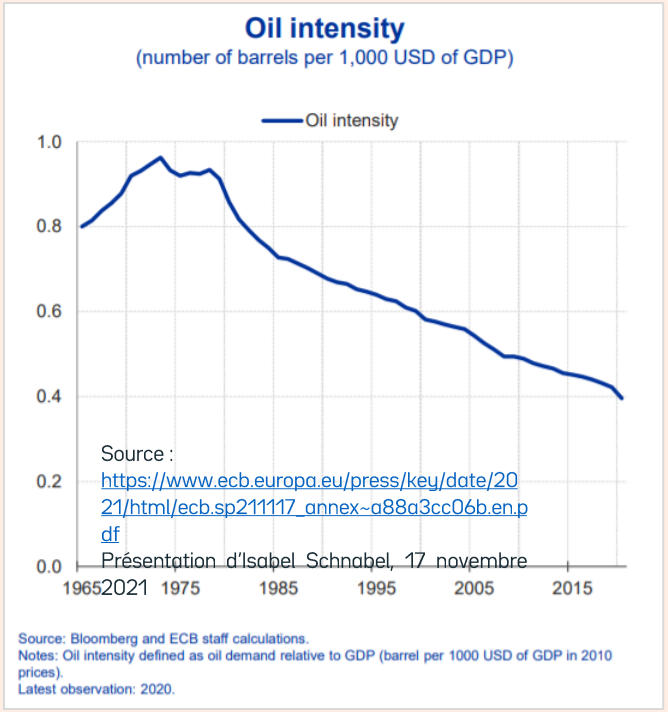
Source : Ostrum AM & Bloomberg, novembre 2021. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Document destiné exclusivement aux investisseurs professionnels

LA RELATION CROISSANCE / ÉMISSION EST TOUT SAUF LINÉAIRE

La « courbe de Kuznets environnementale » montre qu'au-delà d'un certain niveau de développement, les émissions baissent.





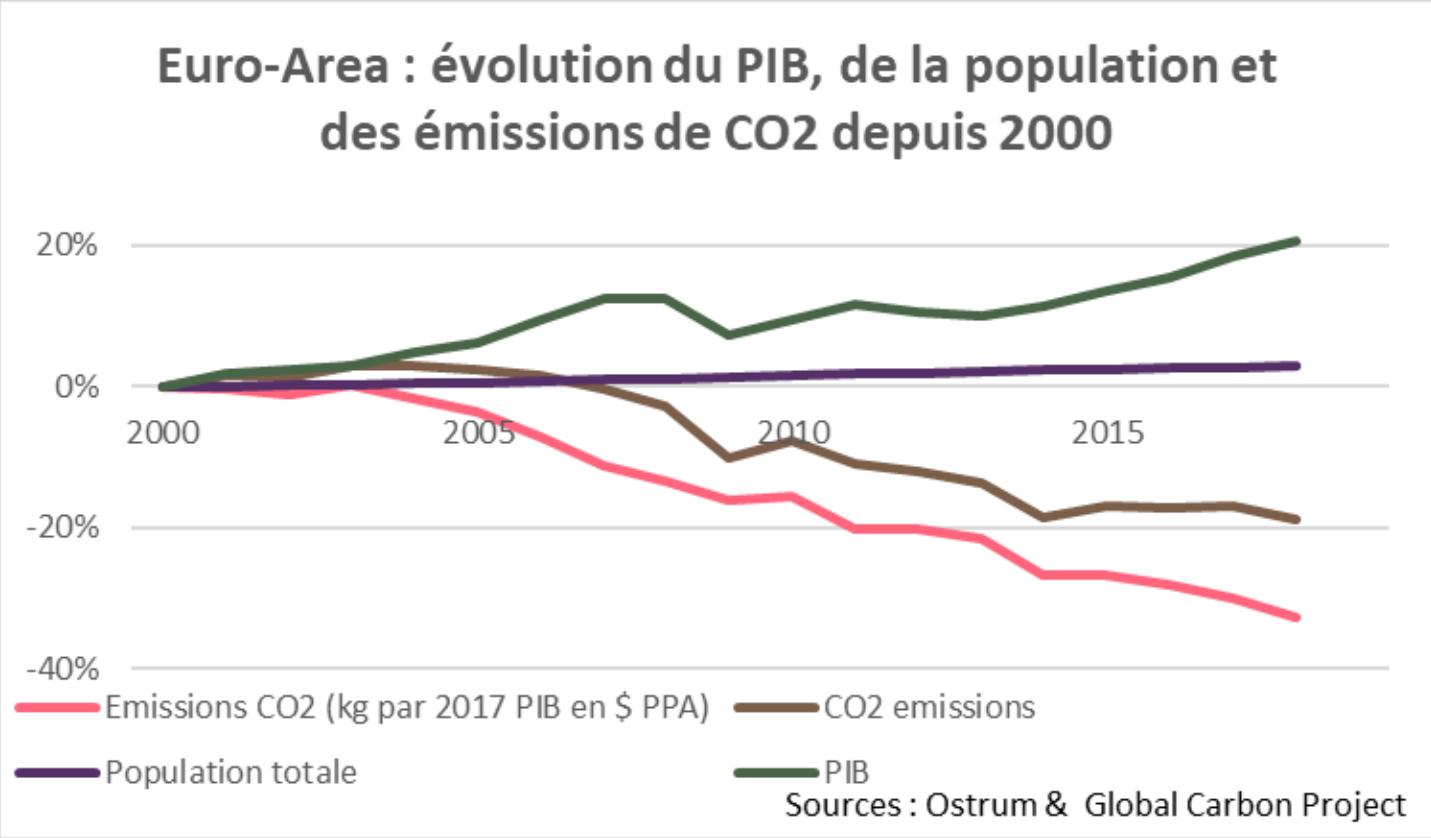
La courbe de Kuznets montre la relation entre le niveau de développement d'un pays et son niveau d'inégalité. La courbe est « en cloche » : les inégalités croissent avec le développement économique, puis décroissent lorsqu'un certain niveau est atteint et qu'une classe moyenne émerge. Par analogie, la courbe de Kuznets environnementale fait de même avec l'intensité des émissions et on obtient bien, là aussi, une courbe en cloche. Ceci peut se comprendre pour plusieurs raisons :

- Les pays les plus développés ont un taux de croissance plutôt tiré par les services et se désindustrialisent. Leur croissance est donc tirée par des secteurs moins consommateurs en énergie.
- Le coût de technologies bas carbone a certes baissé (Cf. plus bas), mais reste élevé dans de nombreux cas. Seuls les pays riches peuvent alors se permettre une décarbonisation. Les préoccupations climatiques ou environnementales sont plus prégnantes dans les pays développés.
- Une partie des émissions a été « exportée » vers les pays pauvres : les productions l calisées dans ces pays.

Plus de détails sur le MyStratWeekly du 27 septembre « Le risque climat et le marché souve

APPLICATION : LE CAS EUROPÉEN

Depuis le début du siècle il y a eu croissance économique ET diminution des émissions.



La morale de l'histoire est que la croissance n'est pas forcément génératrice de plus de gaz à effets de serre. Au contraire, au-delà d'un certain niveau de développement, les données empiriques semblent montrer que l'émission se réduit, en particulier grâce à l'adoption de technologies plus efficaces. La décroissance n'est donc pas forcément non plus la solution idéale. La réalité est plus complexe qu'une analyse malthusienne simple ne le suggère.

UN *VERT* À MOITIÉ VIDE : QUELLE PROGRESSION L'ANNÉE PROCHAINE ?

La progression ralentit mais reste positive. Les pays émergents sont les principaux contributeurs à l'accélération.

Croissance des émissions de CO2 l'année prochaine

$$= \frac{CO2_{2022}}{CO2_{2021}}$$

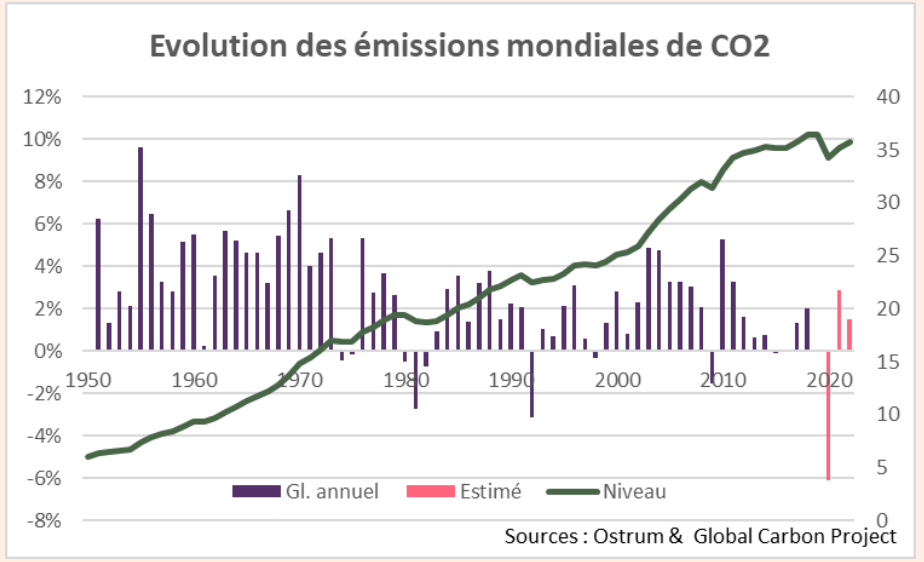
$$= \frac{PIB_{2022}}{PIB_{2021}} \frac{{CO2_{2022}}/{PIB_{2022}}}{{CO2_{2021}}/{PIB_{2021}}}$$

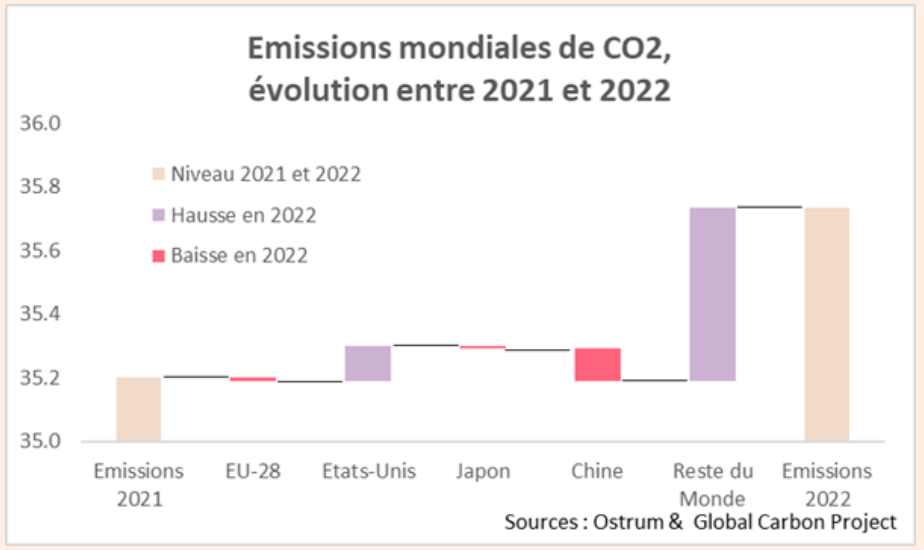
$$= \frac{PIB_{2022}}{PIB_{2021}} \frac{Intensité\ carbone_{2022}}{Intensité\ carbone_{2021}}$$

= Croissance du PIB . Croissance de l'intensité carbone

Résultats :

- Une croissance des émissions de l'ordre de 1,1/2 % l'année prochaine.
- Une stabilisation dans les pays développés
- La Chine en baisse à cause du ralentissement économique qui devient donc inférieure aux gains de « productivité environnementale »
- Les autres pays en développement expliquent la hausse.





Ostrum ASSET MANAGEMENT

Document destiné exclusivement aux investisseurs professionnels

L'AFRIQUE ; LA COVID-19 A RÉVEILLÉ SES VIEUX DÉMONS.

MyStratWeekly
Analyse et stratégie des marchés

Ostrum ASSET MANAGEMENT

Document destiné exclusivement aux clients professionnels
N° 047 // 29 novembre 2021

- **Le thème de la semaine : L'Afrique ; la Covid-19 a réveillé ses vieux démons.**
  - Les dernières décennies de stabilité avaient favorisé la plus forte croissance africaine du siècle et avait permis la réduction de la pauvreté.
  - La pandémie Covid-19 est une force déstabilisatrice pour le continent. Le risque d'instabilité est aggravé par la hausse des prix alimentaires et les effets du changement climatique.
  - En termes de choix d'investissement, nous privilégions les pays qui ont une gouvernance stable dans la région et nous restons à l'écart sur les pays importateurs de produits agricoles.

- **La revue des marchés : Retour vers l'inconnu**
  - Le variant sud-africain jette un froid sur les marchés financiers ;
  - Les actions plongent dans des marchés creux ;
  - Repli vers l'actif sans risque (Bund, T-note) ;
  - Débouclement de positions sur le yen.

- **Le graphique de la semaine**

Prix de l'électricité en France
(EPEX Spot Day-Ahead Baseload Electricity Average Price/France)

L'un des aspects de la crise énergétique actuelle est la hausse des prix de l'électricité. Le prix en France à bondi (EPEX Spot Day-Ahead Electricity Average Price/France) il a augmenté de 399% par rapport à l'année dernière et de 434% par rapport au début de l'année.

Bien que cela n'ait eu que peu d'impact jusqu'à présent sur l'IPC, cela aura certainement un impact à un moment donné dans l'avenir. Cela signifie également que les coûts de production d'un certain nombre de secteurs ont considérablement augmenté, ce qui constituera un autre problème pour les marges.

- **Le chiffre de la semaine**

6
Source : Ostrum AM

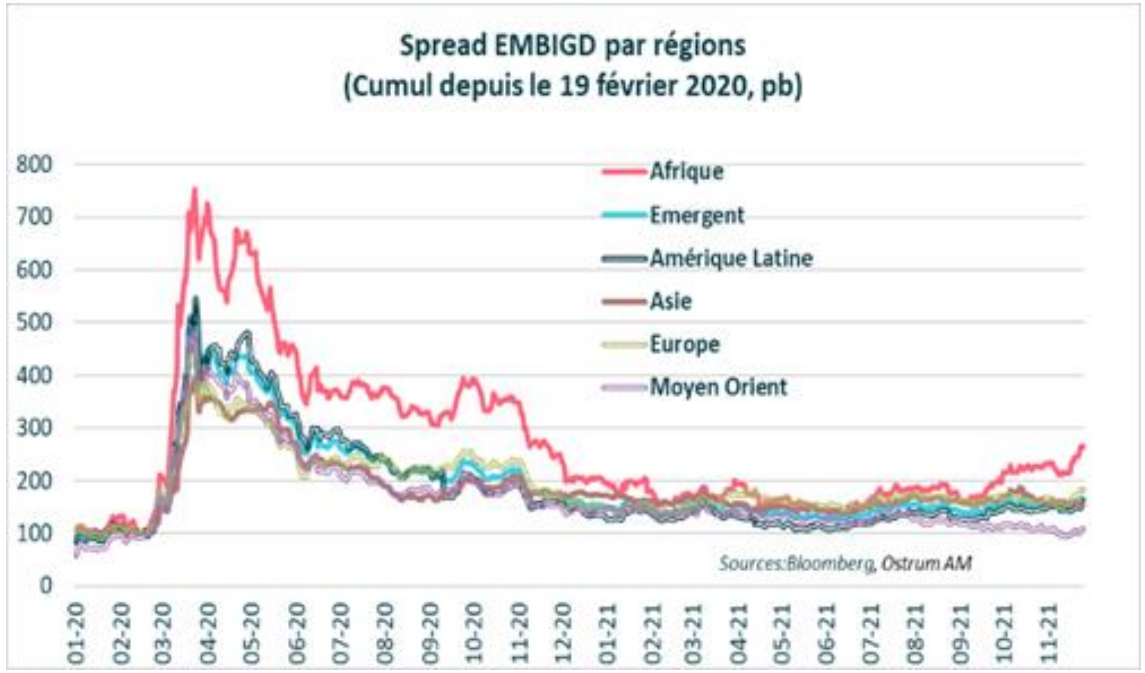
Le niveau d'inflation en Allemagne selon la définition harmonisée. Du jamais vu : jusqu'à l'année dernière le niveau n'avait pas dépassé 3,5 %. C'est très certainement le pic mais cela va inévitablement générer un débat.

Stéphane Déo
Directeur stratégie marchés
stephane.deo@ostrum.com

Axel Botte
Stratégiste international
axel.botte@ostrum.com

Zouhoure Bousbih
Stratégiste pays émergents
zouhoure.bousbih@ostrum.com

Aline Goupil-Raguénès
Stratégiste pays développés
aline.goupil-raguenes@ostrum.com



Document destiné exclusivement aux clients professionnels

MENTIONS LÉGALES

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018 – Société anonyme au capital de 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris - TVA : FR 93 525 192 753 – Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France - 75013 Paris - www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite d'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 notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part d'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 perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie.

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.

Ostrum
ASSET MANAGEMENT

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