

MyStratWeekly

21 décembre 2021



Amplifier votre
pouvoir d'agir

PERSPECTIVES OSTRUM DÉCEMBRE 2021

Spécial banques centrales

Conclusions du comité d'investissement stratégique
mensuel

FED - ACCÉLÉRATION

Décision :

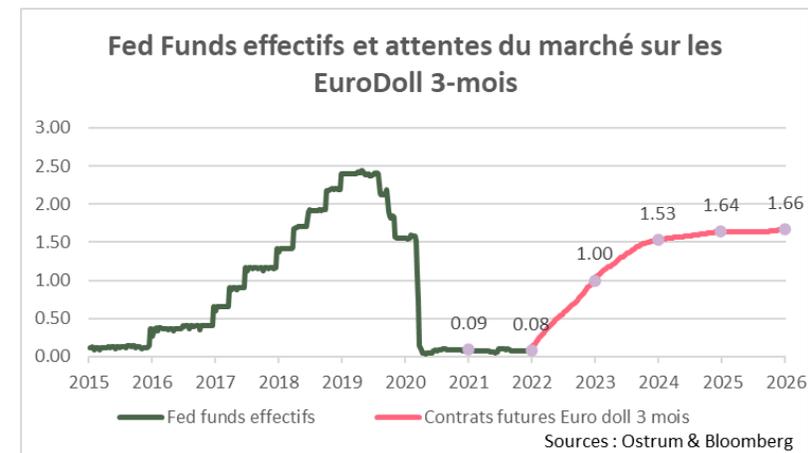
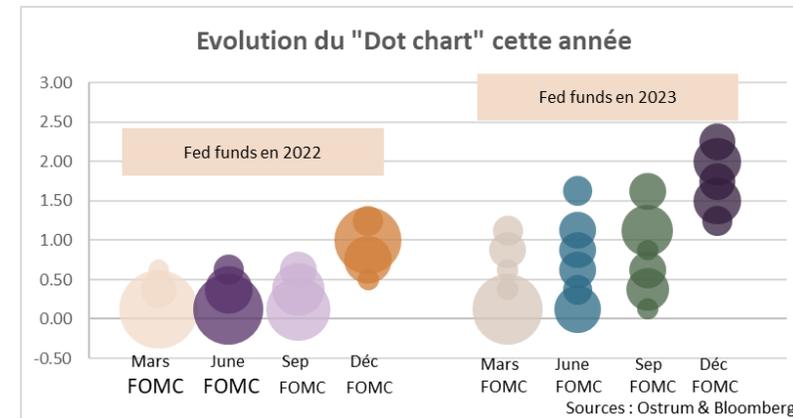
- Accélération du « tapering » qui passe de 15 Mds de \$ par mois à 30 Mds. Le QE s'achèvera donc en mars.
- Le « dot-chart » montre trois hausses de taux en 2022, et 3 additionnelles en 2023.

Notre vue :

- Cette décision n'est **pas vraiment une surprise**, la Fed avait, à son habitude, laissé s'ébruiter en avance les changements annoncés. La décision ne représente donc pas une surprise majeure pour les marchés.
- Cette accélération est toutefois dans la lignée **d'un changement graduel, mais continue de communication de la Fed depuis 6 mois** : un FOMC plus restrictif en juin et septembre, Powell qui reconnaît que l'inflation n'est pas « temporaire », les « dots » qui migrent vers le haut, etc.
- Début deuxième trimestre, la Fed aura donc fini son QE, l'inflation sera toujours proche, voire supérieure à 6 %, le chômage sera revenu à 3,5 %, le niveau le plus bas pré-Covid. Dans ces conditions, une hausse des taux avant l'été est très plausible, ce qui laisse effectivement la possibilité de **trois hausses avant fin 2022**.

Implications pour la gestion :

- La hausse des taux devrait avoir également un impact sur la partie longue de la courbe, ce qui est en ligne avec notre objectif de Treasury à 2,00 % à la fin de l'année. **L'aplatissement de la courbe** devrait donc continuer, une dynamique typique de cette phase du cycle monétaire.
- Le différentiel de taux d'intérêt a contribué à l'appréciation récente du **dollar**. Cette tendance devrait continuer.
- Le resserrement monétaire peut également avoir un impact sur les **marchés actions**, en particulier les secteurs sensibles aux taux d'intérêt.
- **Les émergents** ont très bien résisté aux hausses de taux récentes : l'indice EMBIG par exemple s'est très peu écarté. Si nous attendons que cette tendance se poursuive, l'effet cumulatif des décisions de la Fed pourrait devenir problématique.



Décisions :

Face aux progrès réalisés en matière de croissance et d'inflation, la BCE réduit graduellement ses achats d'actifs

Arrêt des achats nets du PEPP fin mars – Réinvestissements prolongés jusqu'à fin 2024, au moins

- Ralentissement des achats nets du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) au premier trimestre 2022, arrêt à la fin mars 2022.
- La période de réinvestissement des tombées du PEPP a été prolongée d'un an jusqu'à fin 2024, au moins. La flexibilité, en cas de période de tensions, (notamment liée à la pandémie) se fera à travers des réinvestissements qui pourront s'ajuster dans le temps, entre classes d'actifs et de pays.
- Il est explicitement mentionné dans le communiqué que la BCE pourra réaliser des achats de titres grecs supérieurs aux renouvellement des remboursements, pour éviter une interruption brutale de ses achats.
- Les achats nets dans le cadre du PEPP pourront reprendre, si nécessaire, pour contrer les chocs négatifs liés à l'épidémie.

Pour éviter une forte réduction des achats d'actifs, l'APP est provisoirement augmenté

- A partir du deuxième trimestre 2022, les achats nets d'actifs dans le cadre de l'APP sont doublés pour atteindre 40 milliards d'euros : ils passeront à 30 milliards au troisième trimestre, puis reviendront à 20 milliards à partir d'octobre 2022.
- Les achats se poursuivront aussi longtemps que nécessaire pour renforcer l'impact accommodant de la politique monétaire. Ils se termineront peu avant de relever les taux.

Les taux restent inchangés

- 0 % pour le taux de refinancement, 0,25 % pour la facilité de prêt marginal et - 0,50 % pour le taux de dépôt.
- Christine Lagarde a réitéré qu'une hausse des taux en 2022 était très improbable.

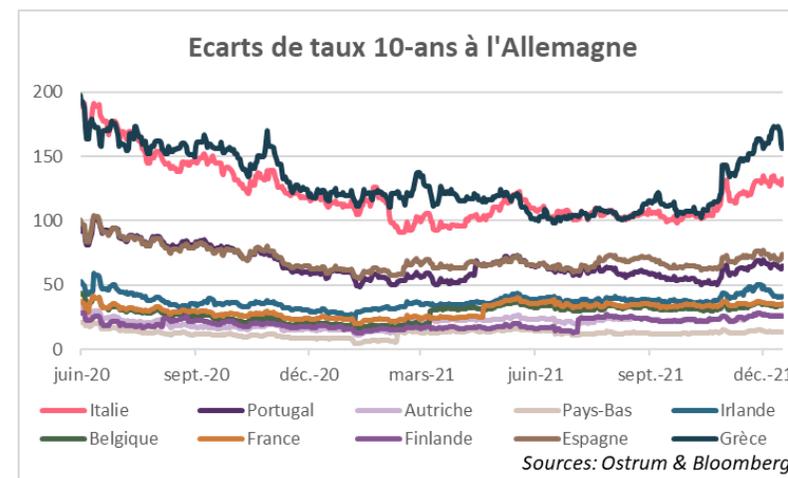
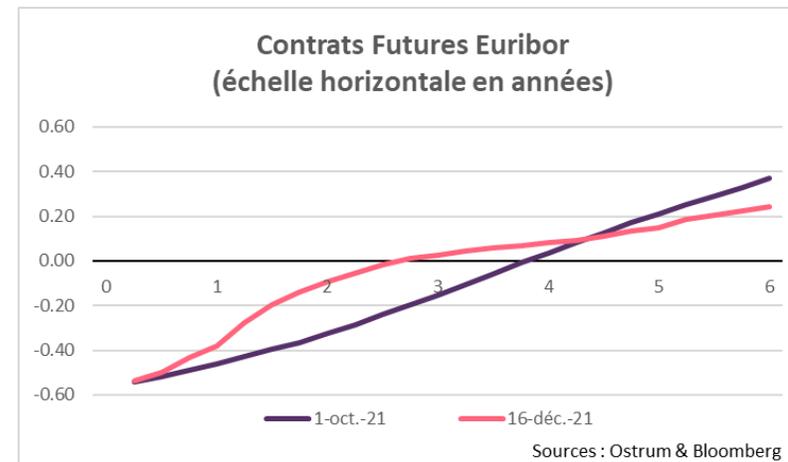
Pas de décision sur le TLTRO – La BCE surveille les conditions de financement des banques. Il existe aussi la possibilité de modifier le multiple de tiering, actuellement à 6, pour compenser la fin du taux bonifié.

Prévisions de croissance et d'inflation de la BCE

- PIB : 5,1 % en 2021 [5 % annoncé en septembre], 4,2 % en 2022 [4.6 %], 2,9 % en 2023 [2,1 %] et 1,6 % en 2024.
- Inflation : 2,6 % en 2021 [2,2 % en septembre], 3,2 % en 2022 [1,7 % en septembre], 1,8 % en 2023 [1,5 %] et 1,8 % en 2024. Inflation sous-jacente : 1,4 % en 2021 [1,3 %], 1,9 % en 2022 [1,4 %], 1,7 % en 2023 [1.5 %], 1.8 % en 2024.
- Les prévisions d'inflation ont été significativement revues en hausse. Les 2/3 de la révision des perspectives d'inflation en 2022 sont liés à la contribution de l'énergie.
- L'inflation se rapproche de son objectif symétrique de 2 % en 2024, mais reste en dessous, justifiant le maintien d'une politique monétaire accommodante.

Notre vue :

- La BCE évite une réduction brutale de ses achats d'actifs par la hausse temporaire de l'APP, tout en offrant de la flexibilité en cas de tensions. Une surprise est la visibilité fournie, la BCE ayant décrit avec précision le chemin du QE sur l'ensemble de 2022.
- Ces achats permettront d'absorber les émissions nettes des États en 2022, estimées à 480 Mds. Le QE de la BCE est de l'ordre de 1 088 Mds d'euros en 2021, dont 1 020 de souverain. Il passerait à 480 Mds dont 420 de souverain.
- De facto, la BCE met en place un « tapering » beaucoup plus lent que la Fed et insiste sur la nécessité de maintenir les taux directeurs à un niveau historiquement bas, contrairement à la Fed. Il y a donc une divergence de cycle monétaire qui s'accroît. La BCE va ainsi limiter les tensions sur les taux souverains et les spreads.



BANK OF ENGLAND - SURPRISE

Décision : Hausse de Novembre Décembre

- Le repo passe de 0,1% à 0,25% (vote 8-1).
- L'APF reste inchangé (9-0)

Notre vue :

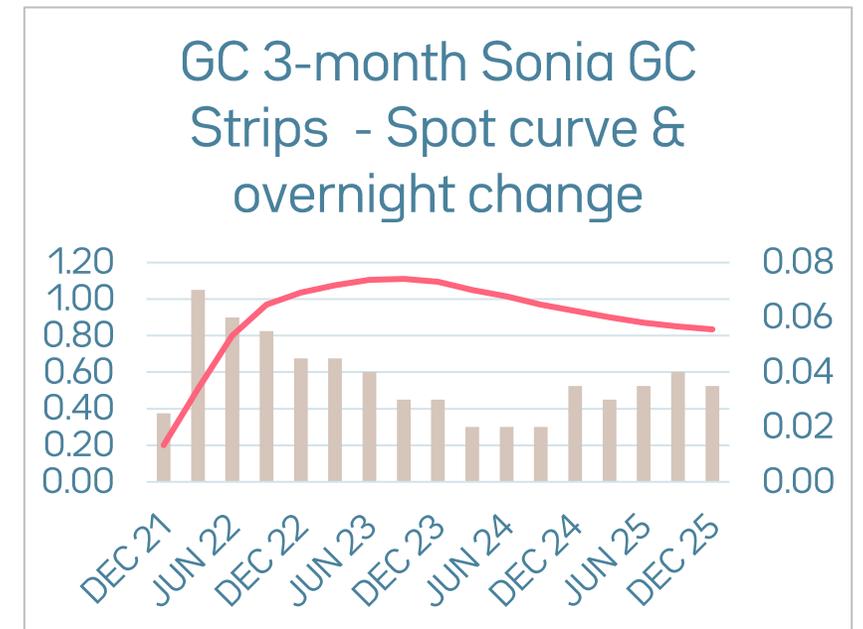
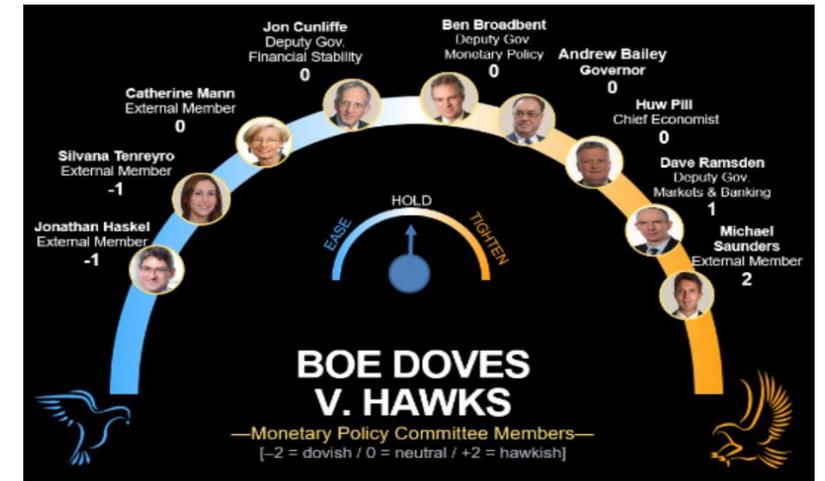
- La banque d'Angleterre fait face à un dilemme entre des chiffres économiques qui nécessitent un resserrement de la politique monétaire et des craintes liées à la Covid.
- Marché de l'emploi : chômage à 4,2% avec 149k emplois créés en trois mois. Inflation (nov) : RPI 7,1%, CPI 5,1%, PPI output 9,1%. Activité : PMI Service 53,2 en déc, Manufacturing 57,6
- Covid « Le variant Omicron présente des risques baissiers pour l'activité au début de 2022, bien que l'effet net (...) sur les pressions inflationnistes globales à moyen terme ne soit pas clair. Les pressions mondiales sur les coûts sont restées fortes. »
- **Le GBP LIBOR 3m (ou SONIA) atteindra 1,25% (1%) en 2023, ce qui signifie qu'il n'y aura pas de hausse après 2022.**
- **Selon les prévisions de la BoE, les taux réels resteront donc négatifs pour toujours.**

BoE Forecast	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Real GDP (yoy%)	2.13	1.65	1.70	-9.70	7.00	5.00	1.50
CPI (yoy%)	2.68	2.48	1.79	0.85	4.25	3.50	2.25
Unemployment (%)	4.42	4.11	3.83	4.42	4.50	4.00	4.25

Source: Bloomberg, Ostrum AM

Meeting	#Hikes/Cuts	%Hike/Cut	Imp. Rate Δ	Implied Rate	A.R.M.
12/16/2021	0.2	24	0.06	0.11	0.25
02/03/2022	1.4	139	0.35	0.54	0.25
03/17/2022	1.2	-20	0.30	0.49	0.25
05/05/2022	2.1	87	0.51	0.71	0.25
06/16/2022	2.4	30	0.59	0.78	0.25
08/04/2022	3.0	65	0.75	0.95	0.25
09/15/2022	3.2	17	0.79	0.99	0.25
11/03/2022	3.5	34	0.88	1.07	0.25

Source: Bloomberg, Ostrum AM



PERSPECTIVE 2022 : PRÉVISIONS SUR LES CLASSES D'ACTIFS

8

		16-déc.-21	Prévisions fin 2022			16-déc.-21	Prévisions fin 2022
Souverain				Crédit / Spreads			
Etats-Unis	Fed fds (b. haute)	0.25	1.00	Euro Inflation Swap 10-ans		1.95	2.00
	10-ans	1.41	2.00	Libor OAS Spreads			
Grande-Bret.	10-ans	0.76	1.00	Euro IG		51	52
Japon	10-ans	0.05	0.10	Euro HY		256	295
Zone Euro	BCE, dépôts	-0.50	-0.50	EMBI Spread		374	370
Allemagne	2-ans	-0.69					
	10-ans	-0.35	0.25				
	30-ans	-0.01					
France	10-ans	0.01	0.65	Change			
	Spread	36	40	EUR/USD		1.13	1.15
Italie	10-ans	0.97	1.45	Actions			
	Spread	132	130	S&P 500		4669	
Espagne	10-ans	0.39	0.90	Euro Stoxx		4202	4550
	Spread	74	75	FTSE 100		7261	
Portugal	10-ans	0.30	0.80	Matières premières / Volatilité			
	Spread	65	55	Brent Oil Prices		74.10	60
				Or		1799	1800
				VIX		20.57	20/35

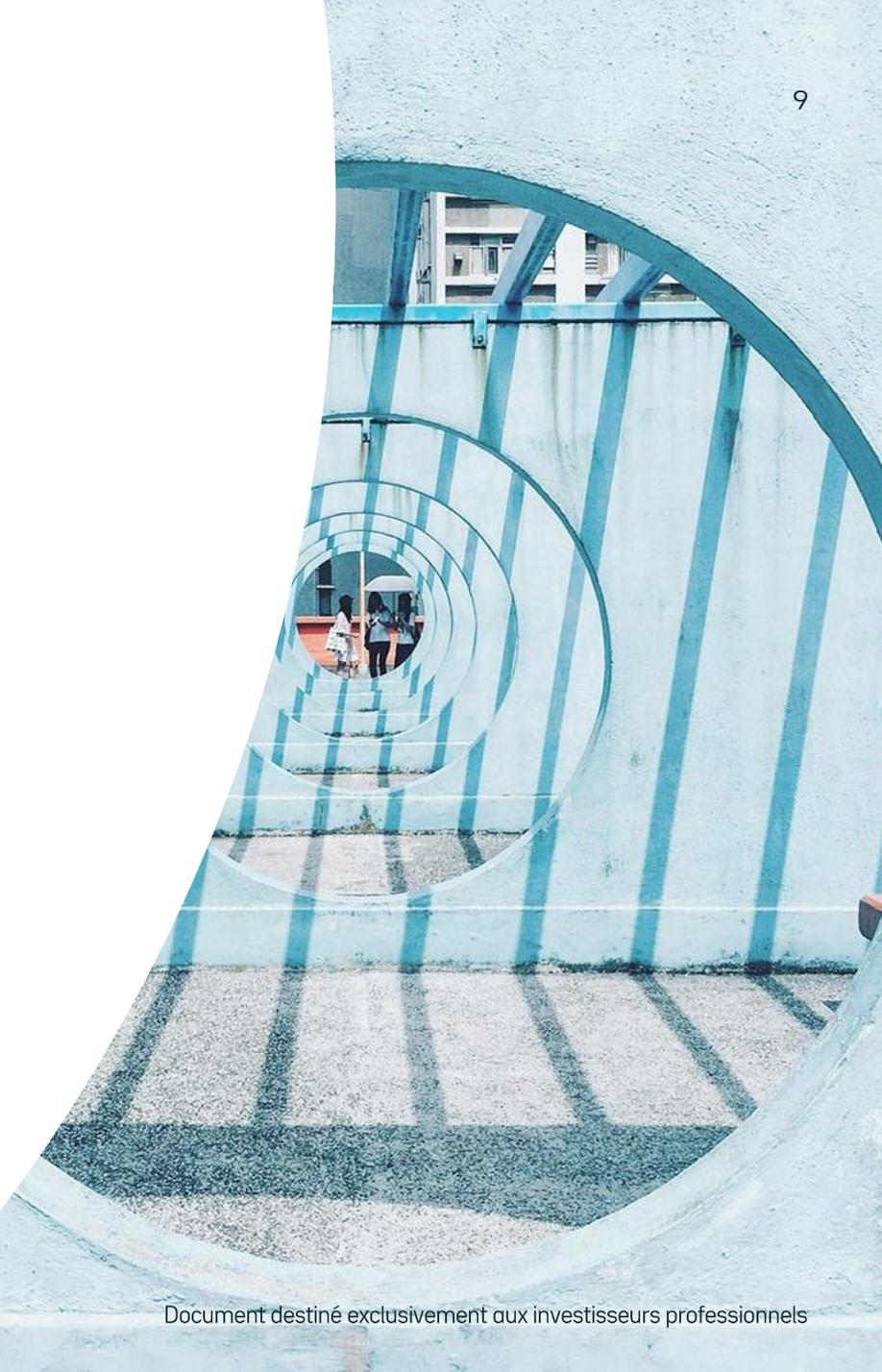
Source : Ostrum AM & Bloomberg, novembre 2021. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur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

LE MARCHÉ DES SOUVERAINS

L'inflation devrait rester un thème majeur, au moins sur la première moitié de l'année. Le marché a une vue très optimiste d'un retour rapide à 2 % pour l'inflation européenne.

Investir le marché des obligations durables : près de 900 milliards d'émissions en 2021, bénéficiant de l'évolution de la « greenium » et accompagner les émetteurs souverains à réaliser leur transition énergétique et sociale.

Les pays émergents ont souffert cette année avec la hausse des taux Treasury et celle du dollar. En 2022 les conditions devraient être plus favorables. La classe d'actifs offre un portage intéressant avec une résilience au risque améliorée.



LE MARCHÉ DU CRÉDIT

Poursuite de l'amélioration des fondamentaux.

Nous anticipons plus de « rising stars » que de « falling angels » en 2022.

Investment Grade, les valorisations nous semblent excessives.

Préférence pour la recherche de rendement en prenant du risque de crédit (crossover, high yield) qu'en augmentant la durée des titres. Le risque de crédit est mieux rémunéré que le risque de duration.

Point critique : la **gestion du risque de taux** constituera une source importante de performance.

US High Yield nous paraît trop cher en comparaison de l'Europe.



LE MARCHÉ DES ACTIONS

La croissance économique devrait favoriser la progression des marges, la hausse des prix constitue un risque.

Nous favorisons les secteurs qui, malgré le rebond de 2021, ont **encore des perspectives de croissance intéressante** : financières (taux en hausse, qualité d'actifs), media (secteur en reprise), technologie (mega trend digitalisation) et voyages & loisirs (hors Airlines).

La hausse de l'inflation, donc des coûts peut avoir un large impact sur les marges. Nous favorisons la santé (résistance à l'inflation), l'énergie et les ressources de base (exposées aux matières premières), luxe/haut de gamme (pricing power élevé). Nous restons à l'écart du secteur automobile, du transport aérien, du secteur alimentaire (en dehors des spiritueux) et de la conso discrétionnaire.



MyStratWeekly
Analyse et stratégie des marchés

Ostrum
ASSET MANAGEMENT

Document destiné exclusivement aux clients professionnels
N° 050 // 20 décembre 2021

Le thème de la semaine : Relâche !

- Ceci est notre dernier hebdo de l'année, nous faisons relâche jusqu'à l'année prochaine ;
- Nous avons publié vendredi matin dans notre mensuel « Perspectives » les vues Ostrum sur les décisions récentes de la Fed, BoE, BCE et de la PBoC ;
- Ce dernier MyStratWeekly contient simplement un quiz. Pour remercier nos lecteurs assidus, le premier qui trouve toutes les bonnes réponses gagne une bouteille de champagne ;
- Pour le reste, qui est le plus important, l'équipe de stratégie vous souhaite de très bonnes fêtes de fin d'année avec vos familles.
- À l'année prochaine !

Le graphique de la semaine
Population mondiale par régime politique

L'année fut rude. En attendant Noël, faisons avec quelques bonnes nouvelles.

La part de la population mondiale qui vit en démocratie a beaucoup progressé sur le siècle dernier. Plus de la moitié de la population mondiale vit maintenant en démocratie.

En 2019, on comptait 99 démocraties et 80 autocraties.

Autre bonne nouvelle, (CI ci-dessous) l'espérance de vie.

Le chiffre de la semaine

72,4
L'espérance de vie dans le monde en 2019. Elle était de 45,7 ans en 1950. Sur les 80 dernières années, l'espérance de vie a progressé chaque année de plus de 4 mois et demi en moyenne.

Source : Ostrum AM

Stéphane Déo
Directeur stratégie marchés

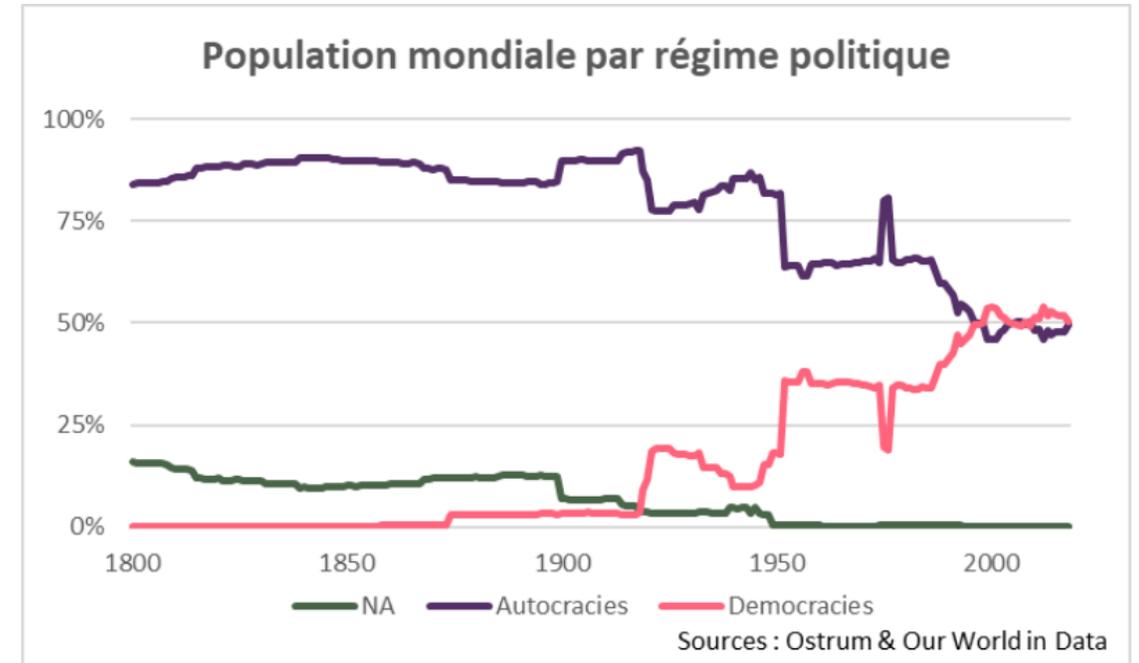
Axel Botte
Stratège international

Zouhoure Bousbih
Stratège pays émergents

Aline Goupil-Raguénès
Stratège pays développés

MyStatWeekly - 20/12/21 - 1

PROGRESSION DE LA DÉMOCRATIE



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.



48 518 602 €

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

