

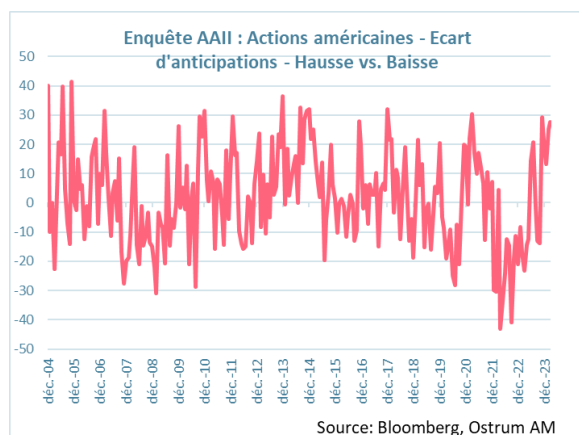
● Le thème de la semaine : La nouvelle ruée vers l'or

- Les cours de l'or ont battu des records historiques ;
- Les conditions financières sont des déterminants pour les prix sur le court terme ;
- Cependant, la demande, notamment celle des Banques centrales est un déterminant important sur le long terme ;
- Depuis 2008, la demande d'or des banques centrales des pays émergents a plus que doublé ;
- Cela reflète une volonté de se diversifier du dollar pour des raisons économiques et géopolitiques ;
- Le précieux métal jaune constitue également un moyen de contourner les sanctions internationales.

● La revue des marchés : Le retour du risque spécifique

- Etats-Unis : croissance au 4T révisée à 3,4% ;
- Les actions mondiales en hausse de 8,8% au 1^{er} trimestre ;
- Le déficit budgétaire pèse sur le spread de l'OAT ;
- Le risque spécifique revient sur le high yield.

● Le graphique de la semaine



L'Association américaine des investisseurs individuels (AAIL) produit une enquête auprès des investisseurs pour évaluer le sentiment des intervenants sur les marchés financiers.

Le graphique ci-contre reflète le degré d'optimisme des investisseurs concernant les marchés boursiers américains. Le solde d'opinions des investisseurs se situe à + 27,6 % en faveur de la hausse, ce qui indique un niveau élevé d'optimisme parmi les investisseurs en bourse aux Etats-Unis.

Un optimisme excessif préfigure parfois une correction du marché.

● Le chiffre de la semaine

5,5

Source : Bloomberg

Il s'agit du déficit budgétaire en France en points de PIB. Les données révisées sont ressorties bien au-dessus des attentes en raison d'une baisse des recettes fiscales de l'ordre de 20 Mds d'euros.



Axel Botte
Directeur Stratégie Marchés
axel.botte@ostrum.com



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



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

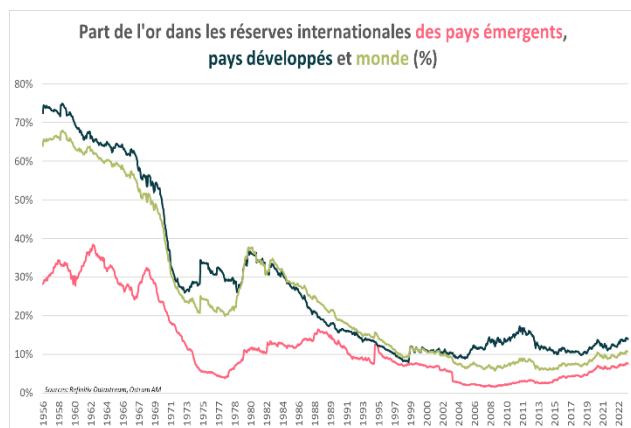
● **Thème de la semaine**
La nouvelle ruée vers l'or

Les cours de l'or ont battu un record historique en dépassant les 2 250 dollars l'once à la suite du dernier conseil de politique monétaire de la Fed. Sur un an, les cours de l'or ont bondi de 12 %. Si les conditions financières déterminent les perspectives de court terme du précieux métal jaune, l'augmentation de la demande par les Banques centrales des pays émergents est un déterminant important pour sa tendance de long terme.

L'or dans les réserves des Banques centrales

L'or a des caractéristiques qui lui sont propres : aucun risque de défaut et une valeur réelle. Ces propriétés lui ont valu un rôle central durant le développement des devises « papier ». Ces dernières étaient basées sur l'ancrage à l'or, c'est-à-dire que les devises étaient échangeables contre un certain poids du précieux métal jaune. Les Banques centrales occidentales détenaient alors d'importants stocks d'or, afin d'assurer la valeur de leurs monnaies, jusqu'à la fin du système de Bretton Woods en 1971, mettant fin au rôle de garant du précieux métal jaune dans la valeur des devises mondiales.

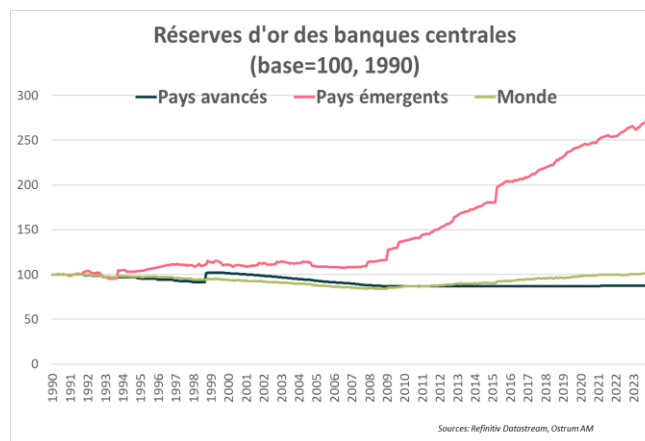
Depuis, la part de l'or dans les réserves des Banques centrales occidentales n'a cessé de baisser passant de près de 72 % en 1956 à 20 % dans le début des années 1990, comme le montre le graphique ci-dessous.



Cela s'explique par le succès des Banques centrales dans la maîtrise de l'inflation après les années 1980. L'or qui servait à lever rapidement des capitaux pour les interventions sur le marché des changes, afin de défendre les devises, apparaissait de moins en moins nécessaire. Cependant, l'or représente aujourd'hui 10 % des réserves des Banques centrales, ce qui est loin d'être négligeable.

L'année 2008 a marqué un tournant dans le comportement des Banques centrales émergentes

Si le précieux métal jaune ne représente aujourd'hui que 7 % des réserves des Banques centrales des pays émergents, leurs réserves d'or ont plus que doublé depuis 2008, comme le montre le graphique ci-après.



La Chine, la Russie, l'Inde et la Turquie sont les principaux contributeurs. La rapide augmentation des réserves en or des Banques centrales des pays émergents exprime une volonté de se diversifier par rapport au dollar qui représente toujours 2/3 des réserves des Banques centrales au niveau mondial.

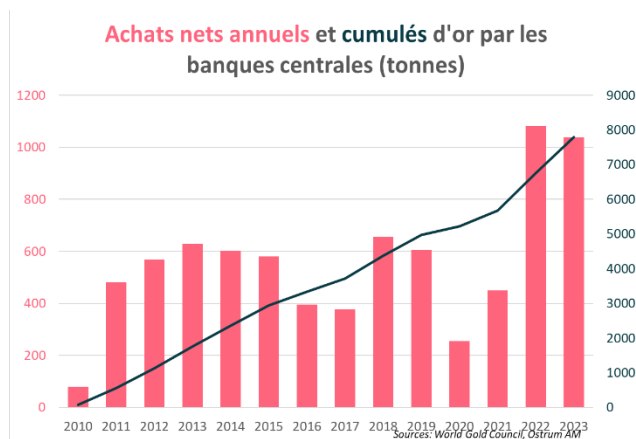
La baisse de confiance des pays émergents envers le billet vert est liée à la fois à des considérations économique et géopolitique. En effet, la crise financière de 2008 a mis en évidence le risque de liquidité du dollar érodant la confiance dans la solidité du système financier américain. La même année, la Chine avait lancé son système de swap de change en yuans, afin de fournir des liquidités aux Banques centrales émergentes, faisant face à une pénurie de dollars.

L'endettement colossal des États-Unis fait également craindre une perte de confiance dans le billet vert pouvant soutenir la demande pour l'or. D'après les dernières projections du CBO, la dette publique américaine pourrait atteindre 107 % du PIB en 2029, dépassant le pic de 105 % atteint pendant la seconde guerre mondiale.

Quel substitut alors au dollar ? La devise chinoise n'est pas encore prête pour rivaliser avec le billet vert, car la croissance de ses marchés financiers ne suit pas son expansion économique. L'euro comporte un risque politique, comme l'a montré l'épisode du Brexit. C'est donc vers la relique barbare que se sont tournées les Banques centrales émergentes, afin de diversifier leurs réserves.

La guerre en Ukraine a ravivé l'appétit pour le précieux métal jaune

La décision du G7 de geler les 300 milliards de dollars d'avoirs de la Banque centrale de Russie a soulevé la question de savoir si les réserves pouvaient être mieux conservées sous une autre forme, à l'abri des sanctions. Depuis l'éclatement de la guerre en Ukraine, les achats nets d'or par les Banques centrales ont considérablement augmenté, comme le montre le graphique ci-dessous.



Depuis 2010, les Banques centrales ont accumulé 7 800 tonnes d'or, dont plus d'un quart a été acheté au cours des deux dernières années. La grande majorité des achats provient des pays émergents. La Chine est le plus gros acheteur d'or. L'année dernière, la PBoC a reporté une augmentation totale de 225 tonnes de ses réserves d'or, soit la plus forte

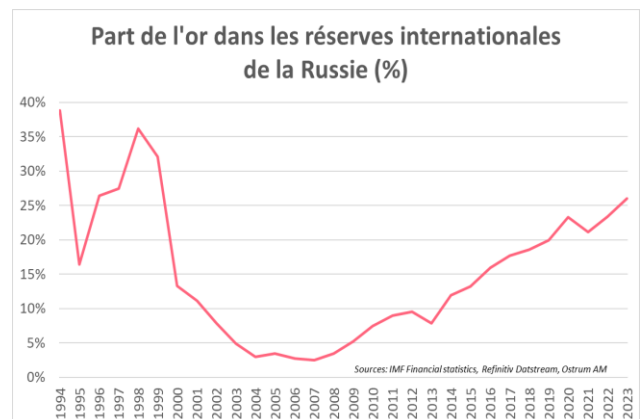
augmentation depuis 1977 ! Ses réserves d'or ont atteint 2 235 tonnes, mais représentent seulement 4 % de ses réserves totales.

La Pologne est le second plus gros acheteur. Cela s'explique par la proximité du pays avec le conflit ukrainien. Entre avril et novembre, la Banque centrale polonaise a acheté 130 tonnes d'or, augmentant ses avoirs en or de 57 % à 359 tonnes. C'est également un volume d'achat record de la part de la Banque centrale polonaise. Le gouverneur de cette dernière avait indiqué qu'il souhaiterait que la part de l'or dans les réserves internationales du pays passe de 12 % (niveau actuel) à 20 %.

L'année 2024 devrait également être une année de forte demande pour l'or, en raison du contexte géopolitique – guerre en Ukraine, tensions en Mer Rouge et conflit au Moyen-Orient –, mais également à cause du calendrier électoral chargé. La plupart des élections, notamment l'élection présidentielle américaine, ont des ramifications à travers le monde, reflétant le chevauchement entre le politique et la géopolitique.

L'or comme moyen de contourner les sanctions : l'exemple de la Russie

Les transactions en or présentent des avantages pour contourner les sanctions : anonymat, faible traçabilité, alternatives aux centres financiers occidentaux, où les États-Unis et leurs alliés peuvent restreindre les flux commerciaux. Après les sanctions américaines et européennes à la suite de l'annexion de la Crimée en 2014, la Russie a effectué des achats massifs d'or. Le graphique ci-dessous représente la part de l'or dans les réserves de la Banque centrale russe.



La part du métal jaune dans les réserves est passée de 10 % en 2013 à 26 % en 2023.

Depuis 2013, la Russie s'était donc préparée aux sanctions. Sa stratégie d'accumulation de l'or lui a permis de résister, car le marché de l'or est resté isolé des sanctions. En effet, les sanctions de l'OTAN ne concernaient que le transport maritime et le commerce vers la Russie.

Après les sanctions britanniques interdisant les importations d'or de Russie, les Émirats arabes unis sont rapidement devenus une plaque tournante des transactions russes d'or, permettant à la Russie d'échanger son or en dollars, ce qui lui a permis de contourner les sanctions de l'OTAN. Les Émirats arabes unis ont importé 96,4 tonnes (6,2 milliards de dollars) d'or russe en 2022, à comparer avec les 1,3 tonnes importés en 2021.

Conclusion

L'engouement des Banques centrales pour l'or a commencé après la crise financière de 2008 qui a révélé le risque de liquidité du dollar. En 2022, le gel des 300 milliards de réserves de la Russie par les pays du G7 à la suite de l'invasion de l'Ukraine a été un électrochoc pour les pays émergents. Faute d'alternative au dollar, l'or est rapidement devenu le moyen de conserver ses réserves à l'abri des sanctions américaines. La demande des Banques centrales des pays émergents pour le précieux métal jaune devrait rester élevée à cause du contexte géopolitique : guerre en Ukraine, tensions en Mer Rouge et conflit au Moyen-Orient. C'est un facteur déterminant pour la tendance des prix à long terme.

Zouhoure Bousbih

● La revue des marchés

Le retour du risque spécifique

Le 1^{er} trimestre s'achève sur une note très positive sur les actions et de crédit. Attention toutefois au risque spécifique sur le high yield et les emprunts d'états.

La semaine précédant le weekend pascal est d'autant plus calme cette année qu'elle coïncide avec la clôture trimestrielle. L'activité sur le marché obligataire primaire est ralentie par l'habillage des bilans bancaires en fin d'exercice comptable. Dans ce contexte, les investisseurs ont tendance à prendre des profits sur leurs expositions gagnantes. Le resserrement des spreads souverains s'estompe d'autant que les fondamentaux budgétaires reviennent sur le front de l'actualité. Le premier trimestre reste néanmoins de bonne facture pour les actifs risqués. Les actions mondiales (MSCI World) s'affichent en hausse de 8,8 % à la clôture de mars. Les rendements à 10 ans ont rebondi de 27 pb (Bund à 2,30%) à 40 pb (Gilt) malgré la perspective d'un allègement des taux. Le T-note se situe à 4,20 %. La persistance de l'inflation suscite encore des interrogations sur le début du cycle monétaire. Les spreads de crédit se maintiennent autour de 80 pb contre swap. La force du billet vert contraste avec la faiblesse inhabituelle du yen en fin d'année fiscale. La réunion de la BoJ et du MoF préfigure peut-être une intervention autour de 152 sur le dollar-yen.

L'économie américaine connaît un premier trimestre conforme à son potentiel de croissance après un 4^{ème} trimestre solide (révisé à 3,4 % en rythme annualisé). Les dépenses des ménages restent un moteur essentiel à la croissance (+3,3 %). L'investissement en structures productives continue de progresser à un rythme soutenu (+10,9 %), ce qui devrait entraîner un redressement des dépenses d'équipement étonnamment faibles au second semestre (-2,5 %). La recherche-développement accélère à 4,3% sur les trois derniers mois de 2023. Les données de février préfigurent une hausse de la consommation proche de 2,5 %. La diminution de l'inflation est plus progressive qu'espéré. Le déflateur remonte de 0,1 pp à 2,5 % en février. En zone euro, les enquêtes dépeignent une reprise graduelle mais inégale au sein de l'union monétaire. L'Allemagne reste à la traîne. En France,

les finances publiques requièrent des mesures correctives. La consommation sans relief tardera à s'améliorer. La désinflation (2,4 % selon l'IPCH français de février) n'aura pas eu l'effet escompté de relance des dépenses. Le retrait des mesures de plafonnement du coût de la vie, nécessaire à la consolidation budgétaire, fait en revanche remonter l'inflation en Espagne (3,2 %) ou en Italie (1,3 %). Le crédit au secteur privé s'améliore lentement (+0,6 % sur un an) après le coup d'arrêt consécutif aux hausses de taux d'intérêt.

Le marché des Treasuries s'équilibre à 4,20% en clôture sur le 10 ans. Le discours de Christopher Waller, qui reprend son costume de faucon, engendre une légère pression haussière sur le 2 ans (4,62 %). Le plafond sur les taux longs s'abaisse régulièrement malgré un profil d'inflation heurté. En zone euro, le Bund s'échange autour de 2,30 % avant le long weekend de Pâques. L'attention des investisseurs se porte de nouveau sur les déficits budgétaires. Le dérapage français, à 5,5 % du PIB en 2023, est révélateur de l'effet de la désinflation sur les recettes fiscales (20 Mds € manquants) et de l'inertie de la dépense publique. Dans ce contexte par ailleurs favorable aux prises de profit, le spread sur l'OAT à 10 ans est repassé au-dessus du seuil de 50 pb. Les décisions de Fitch et Moody's le 26 avril puis S&P fin mai pourraient accentuer la sous-performance de la dette française. Le mouvement de l'OAT fait tache d'huile sur l'ensemble des emprunts d'états de la zone euro.

Le crédit en euro résiste. Le spread moyen contre swap s'avère stable autour de 80 pb. L'activité réduite sur le marché primaire en fin de trimestre a compensé le ralentissement des flux. L'écartement modéré des swap spreads pourrait néanmoins engendrer un élargissement au cours des prochaines semaines. Le swap spread tend en effet à préfigurer la direction des asset swap spreads. Le risque spécifique est de retour sur le segment du high yield. La décompression attendue des spreads sur les notations les plus basses semble se confirmer.

Les actions mondiales s'affichent en hausse de 8,8% sur les trois premiers mois de l'année. En Europe, les bancaires mènent la danse avec une hausse de 14% en mars. Aux Etats-Unis, l'énergie, les matériaux de base et les services publics prennent le relais de la technologie.

Axel Botte

• Marchés financiers

Emprunts d'Etats	2-avr.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Bunds 2a	2.87%	0	-2	+47
EUR Bunds 10a	2.36%	+1	-5	+34
EUR Bunds 2s10s	-50.9bp	+1	-3	-12
USD Treasuries 2a	4.7%	+11	+17	+45
USD Treasuries 10a	4.32%	+9	+14	+44
USD Treasuries 2s10s	-38bp	-2	-3	-1
GBP Gilt 10a	4.02%	+5	-9	+49
JPY JGB 10a	0.75%	+1	-9	-26
EUR Spreads Souverains (10a)	2-avr.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
France	51bp	+2	0	-3
Italie	138bp	+8	+0	-29
Espagne	84bp	+1	-2	-12
Inflation Points-morts (10a)	2-avr.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.2%	-4	-3	+7
USD 10a Inflation Swap	2.57%	+2	+3	+16
GBP 10y Inflation Swap	3.67%	-2	+3	+14
EUR Indices Crédit	2-avr.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Credit IG OAS	114bp	+0	-7	-24
EUR Agences OAS	61bp	+1	-2	-9
EUR Obligations sécurisées OAS	64bp	-1	-5	-14
EUR High Yield Pan-européen OAS	364bp	+9	+13	-35
EUR/USD Indices CDS 5a	2-avr.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
iTraxx IG	55bp	-1	+0	-4
iTraxx Crossover	299bp	-1	+1	-14
CDX IG	52bp	0	+1	-4
CDX High Yield	334bp	+16	+3	-22
Marchés émergents	2-avr.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	336bp	-8	-33	-48
Devises	2-avr.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
EUR/USD	\$1.073	-0.933	-1.179	-2.8
GBP/USD	\$1.256	-0.562	-1.103	-1.4
USD/JPY	JPY 152	-0.106	-0.791	-7.0
Matières Premières	2-avr.-24	-1sem (\$)	-1m(\$)	2024 (%)
Brent	\$88.1	\$2.0	\$5.4	14.9
Or	\$2 255.4	\$78.5	\$138.8	9.3
Indices Actions	2-avr.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
S&P 500	5 244	0.18	2.08	9.9
EuroStoxx 50	5 083	1.04	4.22	12.4
CAC 40	8 206	0.66	3.51	8.8
Nikkei 225	39 839	-1.38	-0.18	19.0
Shanghai Composite	3 075	1.43	1.58	3.4
VIX - Volatilité implicite	13.65	4.52	4.12	9.6

Source: Bloomberg, Ostrum AM

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 50 938 997 € – 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.

Achevé de rédiger le ...02/04/2024

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, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

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.



www.ostrum.com