

● Le thème de la semaine : La Chine a franchi le cap de la montée en gamme !

- La Chine a obtenu la première place de puissance manufacturière mondiale ;
- Cependant, c'est dans les produits sophistiqués et technologiques que la Chine est devenue désormais compétitive ;
- La Chine a gagné des parts de marché dans le secteur de l'automobile, notamment véhicules électriques ;
- C'est grâce, notamment, à l'intégration de l'ASEAN dans sa chaîne de valeur ;
- Les chaînes de production à forte intensité de main-d'œuvre se délocalisent hors de Chine vers l'ASEAN, alors que celles à forte valeur ajoutée restent en Chine ;
- La Chine continue de renforcer son intégration dans la chaîne de valeur mondiale en multipliant les accords de libre-échange.

● La revue des marchés : Volte-face

- Les Banques centrales toujours plus prudentes face à l'inflation;
- Les courbes de taux s'aplatissent, le T-note proche de 4,30 %;
- Les résultats de Nvidia engendrent une nouvelle hausse des actions;
- L'environnement de marché reste très favorable au risque.

● Le graphique de la semaine



L'indice Nikkei 225 a clôturé jeudi à 39 098,68 points, en hausse de 2,2 %. Il s'agit d'un record historique qui efface enfin le sommet de la bulle spéculative enregistré fin 1989.

La croissance nippone des années 1980 avait engendré des anticipations démesurées quant à la valeur des titres. L'éclatement de cette bulle spéculative, boursière mais surtout immobilière, est l'élément déclencheur de la longue période de stagnation qui a marqué le Japon depuis le milieu des années 1990.

Ce signal boursier valide peut-être la fin du purgatoire pour l'économie japonaise.

● Le chiffre de la semaine

3,3

Il s'agit du nombre de baisses de taux de la Fed anticipées désormais par les marchés. Ces trois ou quatre gestes se comparent à presque sept réductions prévues le 12 janvier derniers par les marchés monétaires.



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**

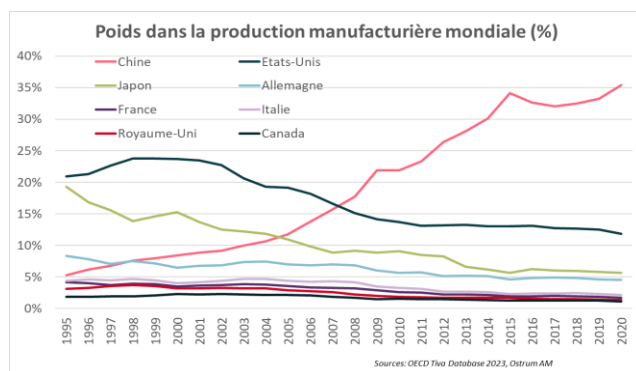
La Chine a franchi le cap de la montée en gamme !

Les États-Unis et l'Union européenne ont multiplié les hostilités envers la Chine, notamment sur les produits de ses « 3 nouvelles industries » : véhicules électriques, batteries et énergie solaire. Jusqu'en 2018, la Chine était une source de déflation pour le monde, étant concurrentielle dans les biens manufacturiers à faible valeur ajoutée concurrençant les autres pays émergents. La Chine a désormais émergé comme l'unique super puissance industrielle mondiale et est devenue plus compétitive que les pays développés, comme les États-Unis.

Une première place incontestée dans l'industrie manufacturière mondiale...

Malgré les efforts des États-Unis pour contrecarrer l'essor industriel de la Chine, sa prédominance dans les chaînes d'approvisionnement, ainsi que sa position de leader dans l'activité manufacturière mondiale n'ont pas reculé, mais se sont consolidées grâce à la forte volonté du gouvernement chinois de renforcer son autonomie technologique.

L'essor industriel de la Chine est impressionnant, son poids dans la production manufacturière mondiale est désormais de 35 %, surpassant les pays du G7, comme le montre le graphique ci-dessous.



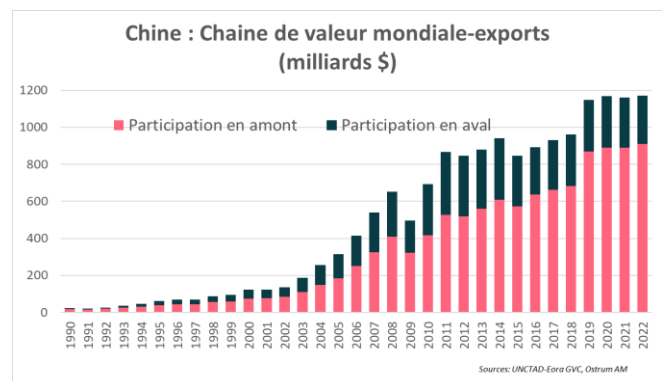
Depuis 2008, sa part dans la production manufacturière mondiale a plus que doublé, alors que celle des pays du G7 a baissé. Le poids des États-Unis a baissé de 3 points de pourcentage. C'est un sujet de vives

tensions, notamment avec les États-Unis qui ont investi massivement dans leur industrie d'énergie propre, en particulier les véhicules électriques, dans le cadre de l'Inflation Reduction Act et se voient concurrencés par les produits chinois qui sont devenus sophistiqués et moins chers.

... Mais désormais dans le très haut de gamme !

Du statut d'assembleur à producteur dans la chaîne de valeur mondiale

Les efforts des autorités chinoises pour promouvoir la modernisation du secteur manufacturier et soutenir l'ouverture ont renforcé le statut de la Chine dans les chaînes d'approvisionnement mondiales. Le graphique ci-après montre le type d'exportations chinoises participant au processus des chaînes de valeurs mondiales.

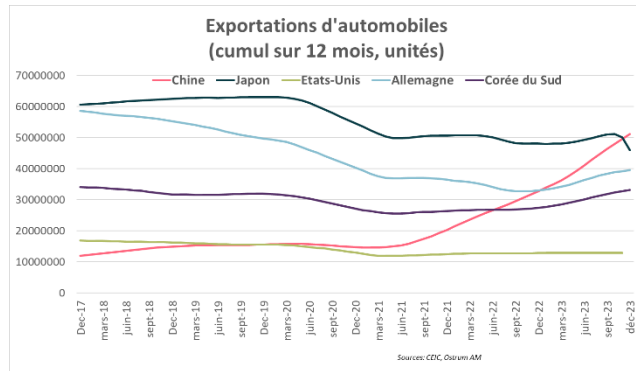


Les exportations participant en aval du processus des chaînes de valeur mondiales sont les exportations de la Chine qui utilisent des intrants d'autres pays. Par exemple, la Chine achète des composants à la Corée du Sud pour ses exportations. Celles-ci, après avoir atteint un pic en 2014, ont diminué, notamment depuis 2019. En revanche, les exportations participant en amont de la chaîne de valeur mondiale, c'est-à-dire qui servent à d'autres chaînes de production dans d'autres pays et sont utilisées dans le processus d'assemblage final, ont significativement augmenté après 2019.

La tendance s'est donc clairement inversée après la crise du Covid-19, indiquant que la Chine est devenue un plus grand exportateur dans l'offre en amont des chaînes de valeurs mondiales. Ces exportations entrent désormais dans les chaînes de production d'autres pays dans le processus d'assemblage final.

La Chine gagne des parts de marché dans les produits plus sophistiqués et technologiques

La Chine est clairement devenue l'assembleur final dans les produits à forte valeur ajoutée et technologique, comme les automobiles. Le graphique ci-dessous montre les exportations de véhicules par les principaux pays constructeurs.



En 2021, la Chine exportait en moyenne 1 million de véhicules. En seulement deux ans et demi, la Chine a dépassé l'Allemagne, la Corée du Sud et le Japon en multipliant par 4 ses exportations de véhicules. L'année dernière, la Chine a dépassé le Japon (4,42 millions de véhicules), exportant 5,1 millions de véhicules. L'essor rapide du secteur automobile sur ces dernières années est lié aux investissements massifs dans les véhicules électriques.

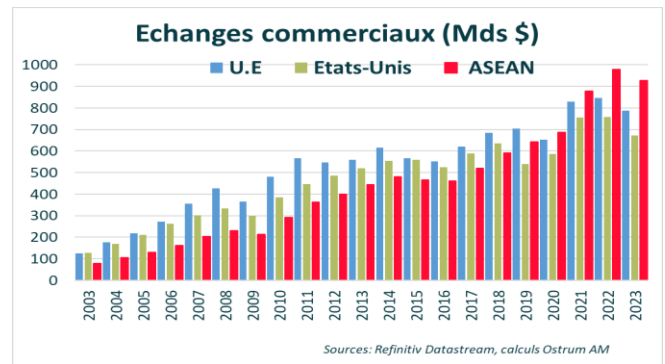
Après la crise du Covid-19, les autorités chinoises ont cherché d'autres moteurs de croissance, afin de remplacer le secteur de l'immobilier en crise et contribuant à ¼ du PIB. La Chine a choisi de substituer à l'investissement dans le secteur immobilier, son industrie d'énergie propre, notamment dans les « 3 nouvelles industries » : véhicules électriques, batteries et énergie solaire. 890 milliards de dollars ont été ainsi investis, soit l'équivalent des investissements mondiaux dans les énergies fossiles et aux PIB de la Suisse et de la Turquie !

Sans ces investissements, la croissance chinoise aurait été de 3 % au lieu des 5,2 % officiels, d'après le CREA (Centre for Research on Energy and Clean Air). Les autorités chinoises auraient alors manqué leur cible de croissance de 5 %, sur fond de crise immobilière et déclin démographique, ravivant les craintes liées aux perspectives économiques du pays.

La politique économique, notamment monétaire en soutien au secteur manufacturier, a permis de livrer des résultats rapides sur la croissance chinoise.

La Chine au cœur de la chaîne de valeur d'Asie

Les 10 États-membres de l'ASEAN sont devenus les principaux partenaires commerciaux de la Chine, détrônant depuis 2020 l'Union européenne, comme le montre le graphique qui suit.

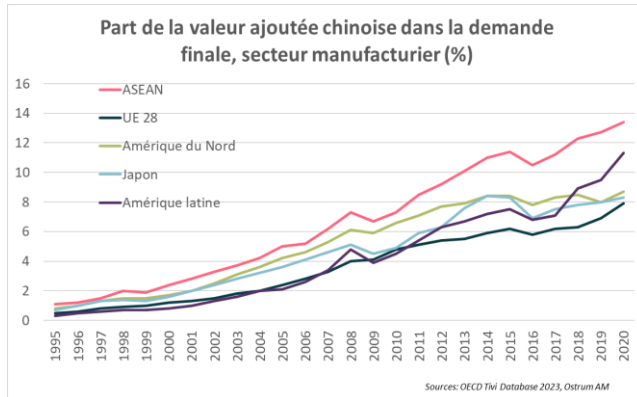


En 2023, les échanges commerciaux entre la Chine et l'ASEAN ont atteint plus de 900 milliards de dollars, soit un montant qui a triplé par rapport à 2009. On peut noter la baisse des échanges avec les États-Unis de 11 % par rapport à 2021, correspondant au pic des échanges commerciaux avec la Chine en pleine crise Covid-19.

La progression rapide des échanges de la Chine avec l'ASEAN est liée à la baisse des tarifs douaniers entre les deux blocs régionaux, permettant l'accélération de l'intégration de l'ASEAN dans sa chaîne d'approvisionnement. Ainsi, les tarifs douaniers de l'ASEAN sur les produits chinois sont passés de 12,8 % à 0,6 %, tandis que la Chine a presque éliminé tous les droits de douanes sur les produits en provenance de l'ASEAN vendus sur son sol, le taux moyen passant de 9,8 % à 0,1 %. L'accord de libre échange, signé en novembre 2020, le partenariat économique régional global, a également permis une baisse des tarifs douaniers pour les pays membres, contribuant à la transformation des chaînes d'approvisionnement de la région.

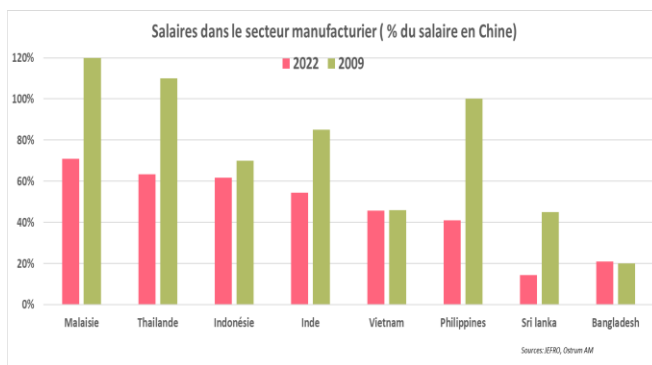
La Chine a construit une nouvelle dépendance vis-à-vis de ses produits dans les pays de l'ASEAN qui

important une part croissante de ses biens intermédiaires. Le graphique ci-dessous montre la part de la valeur ajoutée de la Chine dans la demande finale de l'industrie manufacturière.



On peut noter qu'une dépendance à la Chine commence à se construire également en Amérique latine, dont la part de la valeur ajoutée chinoise dans la demande finale est supérieure à 11 % en 2020, convergeant vers celle de l'ASEAN.

Certaines industries à forte intensité de main-d'œuvre délocalisent leur production hors de Chine, car le pays améliore sa structure industrielle et remonte dans les chaînes de valeur. Ainsi, certaines entreprises chinoises et plusieurs entreprises internationales ont délocalisé leur production de la Chine vers l'Asie du Sud-Est et du Sud, comme le Vietnam, la Thaïlande, la Malaisie et l'Inde. Le graphique ci-dessous montre les salaires du secteur manufacturier dans ces pays en relatif par rapport à la Chine, entre 2009 et 2022.



Les salaires dans la région ont baissé en relatif par rapport à la Chine entre 2009 et 2022. Cela reflète la forte hausse des salaires chinois sur la période. Cependant, des pays comme la Malaisie, dont le

salaire moyen dans le secteur manufacturier représentait 120 % du salaire chinois il y a 13 ans, sont devenus compétitifs, comme les Philippines et le Sri Lanka, dont le salaire est le plus faible en relatif. C'est donc également une raison économique qui explique le transfert d'une partie des chaînes de production vers l'Asie du Sud-Est et du Sud. Les chaînes de production à haute valeur ajoutée restent en Chine.

Conclusion

La Chine est devenue compétitive dans des produits sophistiqués à forte valeur technologique, la rendant incontournable dans les processus de production d'autres pays. La Chine possède actuellement la meilleure technologie de fabrication des batteries au monde, ainsi que d'autres matériaux et accessoires dont ont besoin les fabricants de véhicules électriques étrangers. Alors que les États-Unis et l'Europe se tournent vers le protectionnisme, les autorités chinoises multiplient les accords de libre-échange, afin de renforcer l'intégration de la Chine dans la chaîne de valeur mondiale, à travers la « Belt and Road Initiative », mais également en incitant ses entreprises à s'installer dans d'autres pays, comme le Mexique, la Thaïlande et l'Europe. Le rôle de la Chine dans les chaînes de valeur mondiale devrait continuer à croître, augmentant la dépendance du monde.

Zouhoure Bousbih

• La revue des marchés

Volte-face

Les Banquiers centraux, plus prudents face à l'inflation, révisent leur communication. Les actifs risqués semblent ignorer la remontée des taux d'intérêt.

La communication des Banques centrales s'est de nouveau durcie depuis la publication de l'inflation américaine en janvier. Les comptes-rendus des dernières réunions de la Fed et de la BCE traduisent en effet la prudence des Banquiers centraux face aux risques résiduels d'inflation. La diminution de l'inflation constatée depuis le sommet de 2022 tient essentiellement à la normalisation des chaînes de production mondiales et à la baisse des prix de l'énergie. La politique monétaire influe uniquement sur la demande mais les autorités sont démunies face à la répétition des chocs d'offre. La crédibilité des Banques centrales serait une nouvelle fois attaquée en cas de dérapage des prix. Les marchés révisent à la hausse la trajectoire des taux directeurs. L'aplatissement des courbes s'accompagne d'une légère diminution de l'inflation anticipée à terme. Les actifs risqués continuent de résister à la hausse conjointe des taux (T-note à 4,33%). La performance stellaire des actions en 2024 s'explique encore par la trajectoire des valeurs de la technologie américaine. Les résultats de Nvidia ont rapidement effacé la prudence du début de semaine. Les indices occidentaux gagnent entre 1 et 2% sur la semaine écoulée. Le Nikkei (+16% cette année) surfe sur la vague baissière du yen (150) et efface le sommet historique de 1989.

Le discours des membres du FOMC (relayé cette semaine par Cook, Waller, Jefferson, Harker) tranche avec l'engagement, voire l'empressement, à vouloir réduire les taux d'intérêt qui prévalait depuis octobre dernier. Cette prudence retrouvée n'est pas incompatible avec un ralentissement du rythme de contraction du bilan dès le mois de mars. Une réduction de moitié du QT donnerait des marges de manœuvre au Trésor américain tout en poursuivant l'effort de resserrement. Le marché intègre désormais une trajectoire de taux proche de la médiane des projections du FOMC. L'hypothèse d'un statu quo apparaît même dans les prix des options sur les contrats courts. Sur le plan conjoncturel, les ventes

de maisons se redressent à la marge comme annoncé par l'amélioration de la demande de prêts en fin d'année. Cela devrait retenir l'attention de la Fed compte tenu de l'importance du logement dans l'inflation. En zone euro, les enquêtes poursuivent le rebond entrevu depuis l'automne à l'exception du secteur manufacturier allemand en retrait de 3 points à 42,3 en février. Cette faiblesse conjoncturelle s'accompagne d'un excès d'inflation Outre-Rhin susceptible de durcir la position de Schnabel ou Nagel au sein du Conseil. Cette situation à l'opposé de l'Italie laisse présager d'une certaine inertie dans les décisions de la BCE.

Les actifs risqués résistent à la révision de la trajectoire monétaire. Les actions sont bien orientées, la prudence du début de semaine étant balayée par la publication de Nvidia, devenue le baromètre du marché directeur. Cette concentration extrême de la performance couplée à une volatilité réduite fait craindre une certaine complaisance vis-à-vis de la classe d'actifs. Le rebond initié en octobre ne tient peut-être qu'à un fil. Le S&P 500 dépasse le seuil des 5000 avec l'Euro Stoxx 50 dans son sillage vers les 4900 points. On retiendra le retour en grâce de la chimie et le rebond des banques. Le Nikkei retrouve ses sommets 35 ans après l'éclatement de la bulle financière. Le revers de la médaille est la faiblesse chronique du yen.

Sur les marchés de taux, le T-note s'équilibre en fin de semaine autour de 4,30 %. Le relèvement des perspectives de taux courts aplatit la courbe des taux tout en pesant sur les points morts d'inflation à long terme (-2 pb à 251 pb). L'écartement des spreads de MBS détonnent dans le climat résolument favorable aux actifs risqués. La demande de produits d'assurance-vie aux Etats-Unis contribue à atténuer la pression haussière sur les taux longs. En zone euro, le Bund touche brièvement 2,50 % avant de revenir vers 2,40 %. Le rendement du Schatz se tend vers 2,88 %. Cette remontée du taux sans risque resserre les swap spreads et apparaît sans effet sur les spreads souverains, d'autant que l'activité du marché primaire s'est ralentie. Le BTP italien s'échange à 145 pb contre Bund. Le crédit poursuit son resserrement. Le niveau des spreads contre swap est tombé vers 83 pb. Le high yield reste très bien orienté. L'iTraxx XO tangente désormais le niveau de 300 pb.

Axel Botte

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	26-févr.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Bunds 2a	2.88%	+7	+25	+48
EUR Bunds 10a	2.38%	-3	+8	+36
EUR Bunds 2s10s	-50.4bp	-10	-17	-12
USD Treasuries 2a	4.68%	+4	+33	+43
USD Treasuries 10a	4.23%	-4	+10	+36
USD Treasuries 2s10s	-45.2bp	-9	-24	-8
GBP Gilt 10a	4.11%	0	+14	+57
JPY JGB 10a	0.69%	-5	-12	-18
EUR Spreads Souverains (10a)	26-févr.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
France	47bp	-1	-3	-7
Italie	144bp	-4	-11	-22
Espagne	89bp	-1	-3	-7
Inflation Points-morts (10a)	26-févr.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.16%	-3	+4	+3
USD 10a Inflation Swap	2.49%	-4	0	+7
GBP 10y Inflation Swap	3.58%	0	+3	+4
EUR Indices Crédit	26-févr.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Credit IG OAS	118bp	-7	-16	-20
EUR Agences OAS	62bp	-2	-6	-8
EUR Obligations sécurisées OAS	69bp	-2	-7	-10
EUR High Yield Pan-européen OAS	345bp	-8	-20	-54
EUR/USD Indices CDS 5a	26-févr.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
iTraxx IG	55bp	-1	-3	-4
iTraxx Crossover	304bp	-6	-11	-9
CDX IG	52bp	-1	-3	-5
CDX High Yield	339bp	-8	-11	-17
Marchés émergents	26-févr.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	374bp	-9	-29	-10
Devises	26-févr.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
EUR/USD	\$1.086	0.742	0.055	-1.6
GBP/USD	\$1.269	0.778	-0.087	-0.3
USD/JPY	JPY 151	-0.272	-1.588	-6.3
Matières Premières	26-févr.-24	-1sem (\$)	-1m(\$)	2024 (%)
Brent	\$81.2	-\$2.4	-\$1.8	5.5
Or	\$2 034.1	\$16.9	\$15.6	-1.4
Indices Actions	26-févr.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
S&P 500	5 089	1.17	4.04	6.7
EuroStoxx 50	4 863	2.11	4.92	7.6
CAC 40	7 937	2.17	3.97	5.2
Nikkei 225	39 234	1.94	9.74	17.2
Shanghai Composite	2 977	2.28	2.30	0.1
VIX - Volatilité implicite	14.06	-1.26	6.03	12.9

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 ...27/02/2024

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