



**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

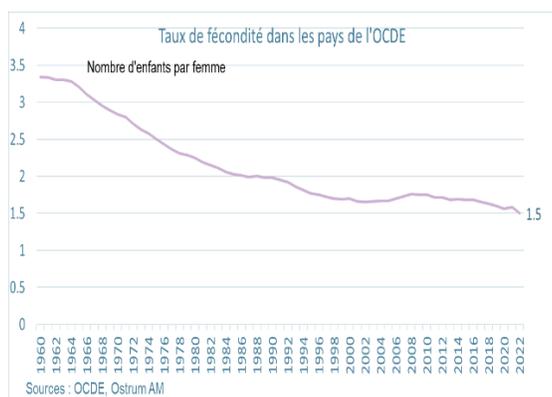
• **Le thème de la semaine : Les devises du G4 : la tectonique des plaques**  
par Axel Botte

- Le dollar reste la pierre angulaire des marchés financiers et une source de stabilité malgré les déficits jumeaux et les échéances électorales à venir.
- Le yen reste largement sous-valorisé, plombé par un portage très négatif et une politique monétaire encore expansionniste qui inhibe les interventions sur le marché des changes ;
- Le renminbi subi les pressions externes par le biais des politiques tarifaires européenne et américaine ainsi que la faiblesse de la demande interne qui oblige la PBoC à assouplir sa politique. Le spectre de la dévaluation de l'été 2015 resurgit ;
- Le risque politique pèse sur l'euro rappelant les crises précédentes. La BCE a les moyens de limiter les risques de contagion mais la monnaie unique restera sous pression.

• **La revue des marchés : Un calme précaire sur les marchés**  
par Axel Botte

- L'AFT assure ses adjudications, détente sur les spreads souverains ;
- Les enquêtes fléchissent sous le poids de la situation politique française ;
- Publications mitigées aux États-Unis et en Chine;
- Les actions européennes en rebond de 2 % sur la semaine.

• **Le graphique de la semaine**



Selon un nouveau rapport de l'OCDE, le taux de fertilité dans les pays développés a baissé de moitié depuis 1960 pour passer de 3,3 enfants par femme à seulement 1,5 en 2022. Ce taux est même descendu à 1,2 en Espagne et en Italie et à 0,7 en Corée. Cela traduit notamment le fait que l'âge moyen des femmes pour avoir un enfant a reculé [pour passer de 28,5 ans en 2000 à 30,9 en 2022] et que le nombre de femmes sans enfant a augmenté. Le taux de fertilité est ainsi très en-dessous du seuil de renouvellement de la population qui s'établit à 2,1. Cela constitue un risque de déclin démographique avec pour conséquence une baisse de la population active et un vieillissement de la population de nature à rendre encore plus difficile pour les gouvernements le

• **Le chiffre de la semaine**

**12,7**

Soit le montant emprunté en milliards d'euros par le Trésor français lors des adjudications d'ÔAT nominales et indexées sur l'inflation la semaine passée. Il s'agit du montant maximum indiqué en amont de l'opération par l'AFT, ce qui traduit une demande forte des investisseurs.

- Le thème de la semaine

## Les devises du G4 : la tectonique des plaques

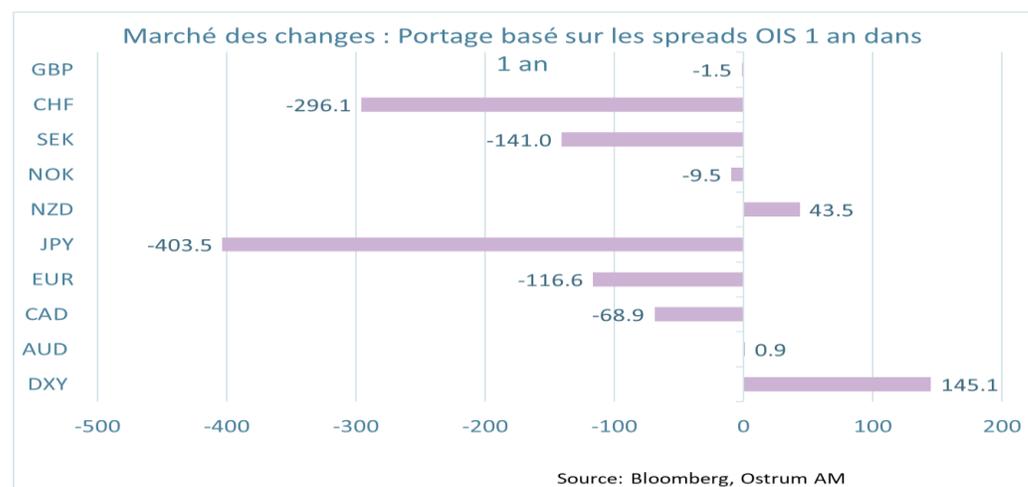
Le marché des changes s'anime avec le retour du risque politique en Europe, le protectionnisme américain et européen, et les politiques divergentes des Banques centrales. Préparons-nous à la tectonique des plaques, en espérant le meilleur.

### Le roi Dollar règne

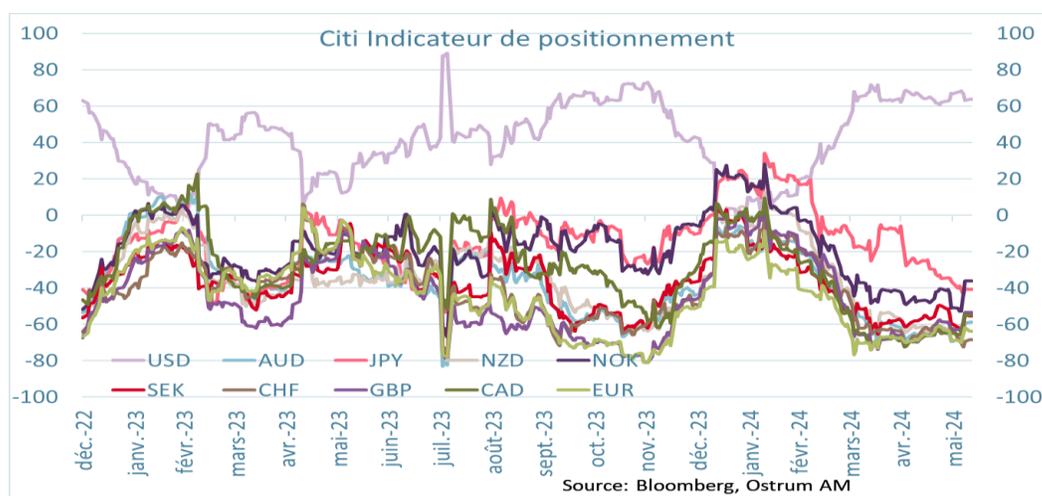
La valeur du dollar américain est le prix relatif le plus important sur les marchés financiers mondiaux. Malgré l'utilisation croissante du yuan chinois pour le règlement des échanges, la domination du dollar est incontestée sur les marchés financiers. Une croissance solide et un marché boursier de premier plan ont éclipsé les risques associés aux déficits jumeaux des États-Unis.

*Le dollar reste la référence sur les marchés financiers mondiaux*

L'offre de dollars américains est contrôlée par la Réserve fédérale. Le resserrement quantitatif de la Fed (qui réduit l'offre de dollars) apporte un soutien au billet vert. En outre, le contexte des taux d'intérêt est favorable. Le dollar américain offre un rendement supérieur à la plupart des autres marchés développés. Sur le graphique ci-dessous, nous mesurons le portage sur le panier DXY au moyen du spread OIS forward 1 an sur 1 an pour prendre en compte les attentes du marché concernant les taux directeurs mondiaux. Le portage sur le panier DXY (fortement pondéré en euro) se situe à 151 points de base. Le marché des changes donne une autre mesure implicite des rendements sur les devises (à travers les taux de change à terme). En effet, le taux de dépôt implicite sur le dollar américain s'élève à 5,56 % sur une base overnight et demeurent supérieurs à 5,30 % à un an, même si la Fed prévoit de réduire les taux d'intérêt en fin d'année.



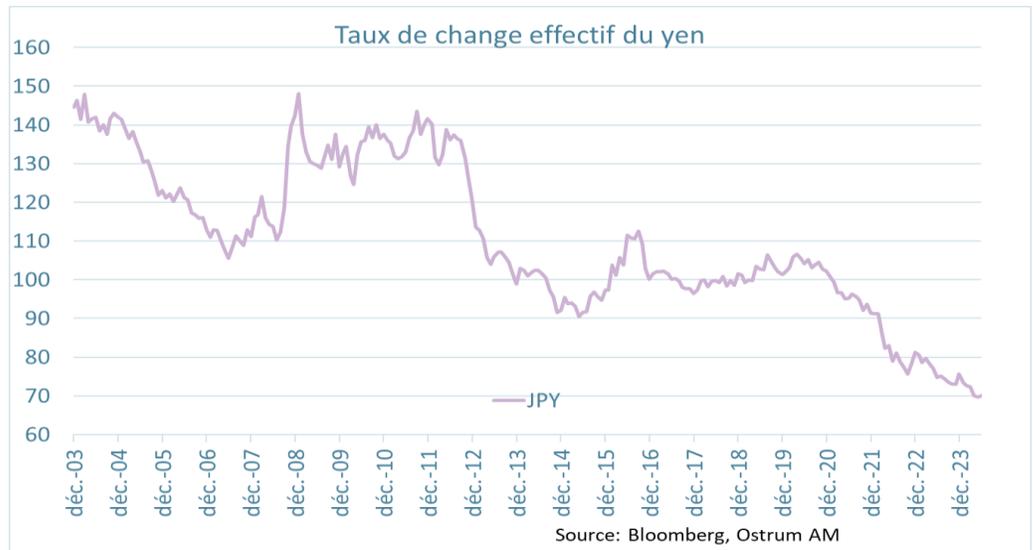
Parallèlement, la position actuelle sur les marchés des changes semble particulièrement unilatérale, avec une exposition dominante à la hausse du dollar. Les indicateurs d'alerte de positionnement FX de Citi infèrent le positionnement des traders de devises actifs à partir des relations entre les taux de change et les rendements des gestionnaires de devises. Une lecture positive (respectivement négative) suggère que les traders de devises ont été nettement à l'achat (à la vente) de la devise. Dans le graphique ci-dessous, la position longue sur le dollar américain semble éclipser tous les autres échanges. Le positionnement est en effet similaire sur l'ensemble des paires de devises. Il s'agit d'un marché des changes binaire. Cela dit, les données de positionnement de la CFTC offrent une image plus nuancée, mais les acteurs sous levier maintiennent une position longue sur le dollar.



## Yen : le plancher est instable

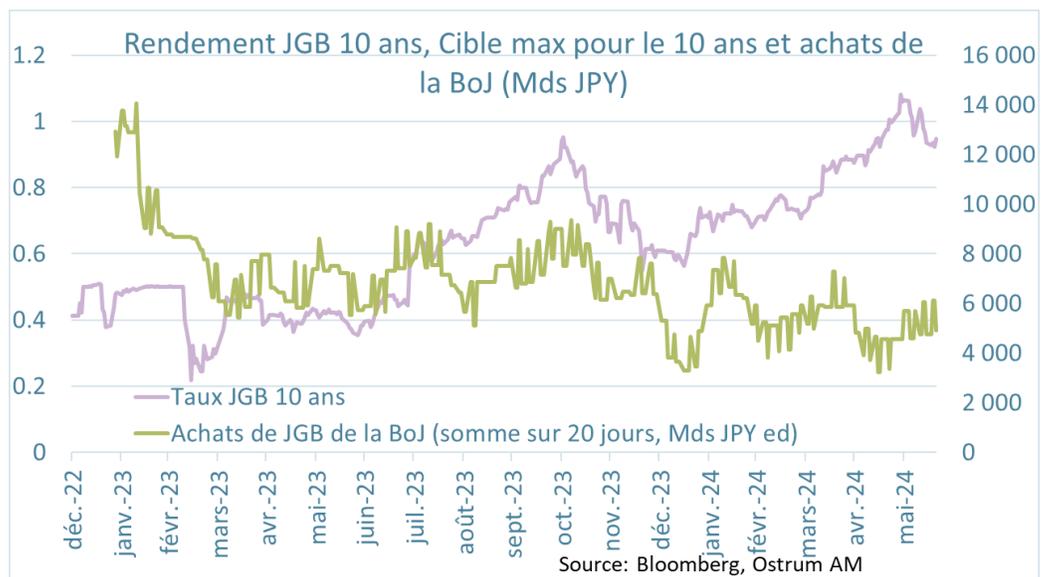
*Trouver un plancher pour le yen*

La faiblesse du yen est allée bien au-delà ce que le consensus, et nous-même, avions prévu. Le taux de change effectif réel du yen se situe toujours environ 25 à 30 % en dessous de la moyenne à long terme. Une sous-évaluation profonde sous-tend un consensus haussier sur le yen qui a constamment été pris au dépourvu par une Banque du Japon lente à réagir. Le choc sur les termes de l'échange causé par la flambée des prix de l'énergie en 2022 n'a jamais été corrigé par un resserrement monétaire. Pendant ce temps, d'autres Banques centrales ont effectivement augmenté les taux d'intérêt et poursuivi un resserrement quantitatif. L'inertie de la politique de la BoJ a transformé le yen japonais en une monnaie de financement profond pour les opérations de carry trade mondiales. La pression de vente qui en a résulté a été telle que le yen a perdu son statut de refuge mondial.



*La BoJ doit mettre un terme au QE pour offrir un soutien durable à sa devise*

Une limite a maintenant été tracée autour de 162 sur le taux de change dollar-yen lorsque le MoF et la BoJ ont décidé d'intervenir en achetant jusqu'à 9 billions de yens (ou vendant environ 60 milliards de dollars) pour stopper la spirale baissière de la monnaie japonaise. Cependant, une intervention sur le marché des changes est toujours périlleuse, d'autant plus qu'il n'y a eu aucune coordination avec les institutions étrangères, notamment le département du Trésor américain. En effet, la secrétaire au Trésor, Janet Yellen, a clairement indiqué qu'elle n'avait pas été avertie de l'intervention. Il n'est pas impossible que les marchés testent à nouveau cette limite supérieure à 162. L'autre problème réside dans le maintien du programme d'achats d'actifs à grande échelle de la Banque du Japon. L'assouplissement quantitatif accroît l'offre de monnaie à hauteur de 6 billions de yens par mois. En d'autres termes, les achats de JGB ont rapidement annulé le bénéfice de l'intervention sur le marché des changes.



Il y a toutefois un espoir pour le yen japonais. Les rendements des emprunts JGB à 10 ans ont grimpé à 1 % avec des taux à court terme encore proches de 0 %. Le portage sur les avoirs en JGB est maintenant beaucoup plus attrayant pour les institutions japonaises que les obligations étrangères, où les courbes de rendement inversées signifient que la couverture des devises étrangères est assez coûteuse. Les investissements sortants devraient diminuer.

## Yuan : souvenons-nous de l'été 2015

En lien avec la dépréciation du yen, le yuan chinois s'est affaibli par rapport au dollar américain et cote sur ses points bas pluriannuels (autour de 7,25). Les sorties de capitaux de Chine (estimées à partir des variations des réserves et de la balance commerciale) se situent entre 50 et 100 milliards de dollars par mois. Le yuan se négocie à la limite inférieure de sa fourchette cible (2 % en dessous du taux de change officiel de 7,11 le 20 juin). La PBoC doit défendre sa valeur en vendant des bons du Trésor américain. Cependant, les avoirs officiels de la Chine en obligations gouvernementales américaines sont passés à 767 milliards de dollars en mai, contre plus de 1,1 billion de dollars il y a trois ans. Les marges de manœuvre pour défendre le renminbi face au dollar sont réduites. La devise chinoise reste néanmoins plus stable par rapport aux monnaies de ses partenaires commerciaux.

La faiblesse du renminbi s'explique à la fois par des facteurs internes et externes. Sur le plan intérieur, l'inflation est proche de zéro, en raison d'une consommation des ménages en berne. De plus, la contraction du secteur immobilier oblige la PBoC à poursuivre l'assouplissement monétaire. Avec des taux d'intérêt à 2,50 %, il reste de la marge pour une baisse supplémentaire. La PBoC envisage désormais des changements dans son cadre opérationnel, y compris une intervention directe sur les marchés obligataires secondaires, probablement sous la forme d'un programme d'achat d'actifs ou d'une politique de contrôle de la courbe des rendements.

Sur le plan extérieur, les États-Unis et l'Europe ont érigé des barrières commerciales en relevant les tarifs douaniers. Les capacités de production de véhicules électriques et l'avantage technologique de la Chine représentent une menace existentielle pour les constructeurs automobiles européens et américains. Les entreprises chinoises ont également acquis un avantage dans de nombreux secteurs liés à la transition énergétique. Le soutien tacite de la Chine à la Russie ne fera qu'exacerber les tensions commerciales, avec de nouvelles sanctions dont les droits de douane et des restrictions commerciales.

Cette situation pourrait déboucher sur une dévaluation du CNY, si la croissance chinoise, stimulée par les exportations, ralentit en dessous de 5%. Il y a un

précédent en août 2015. La PBoC avait décidé de réduire de 3 % la parité du CNY sans préavis. La dévaluation avait engendré une chute des marchés boursiers et la présidente de la Fed de l'époque, Yellen, avait décidé de reporter la hausse des taux tant attendue en septembre jusqu'en décembre 2015.

## L'euro affaibli par la politique

La monnaie unique a souvent été soumise au risque politique. Les crises souveraine et bancaire au début des années 2010 avaient suscité des craintes d'éclatement de l'union monétaire. En 2018, l'issue inattendue des élections générales italiennes a pesé sur l'euro. Le risque actuel n'est pas de la même ampleur que le risque d'éclatement de l'UEM, mais il n'en demeure pas moins significatif. Les élections anticipées décidées par le Président Emmanuel Macron en France ont engendré une nouvelle vague de volatilité sur le marché des changes. Le taux de change euro-dollar a chuté brièvement sous 1,07 \$ quelques jours après l'annonce. Outre le dollar américain, le franc suisse a souvent été la devise refuge de choix. Cela reste le cas aujourd'hui. La pression à la hausse sur le franc devrait probablement persister, même si la BNS vient de réduire les taux d'intérêt pour la deuxième fois en 2024.

Le sort de l'euro dépendra finalement de la réponse monétaire de la BCE, si les tensions persistent sur le marché des obligations souveraines. La première ligne de défense réside dans la flexibilité des réinvestissements du PEPP (en termes de calendrier, de montant et d'allocation par pays), bien que la BCE prévoie de moins réinvestir à partir de juillet. L'activation de l'Instrument de protection de la transmission (TPI), pour atténuer le risque de contagion entre les marchés obligataires, devrait contenir la volatilité, mais cela reviendrait à engager un assouplissement quantitatif temporaire, à l'inverse des politiques actuelles visant à réduire le bilan. Quoi qu'il en soit, tout assouplissement devrait limiter le potentiel haussier de l'euro.

## Conclusion

Une digue va peut-être céder sur les marchés des changes. Le dollar américain fort offre un rendement élevé et constitue une valeur refuge, mais l'économie américaine présente des déséquilibres sous la forme de déficits jumeaux significatifs. Le yen japonais est extrêmement faible par rapport aux fondamentaux économiques. La Banque du Japon, d'une prudence absolue, est réticente, sinon incapable de resserrer suffisamment sa politique monétaire pour maintenir une valeur plancher sur le yen japonais, même dans le contexte d'une inflation proche de sa cible. En ce

qui concerne le renminbi, la forte dépendance aux exportations met la croissance chinoise à risque. Les sorties de capitaux et le protectionnisme des États-Unis et de l'Europe pourraient forcer une dévaluation du CNY, car la PBoC continuera à assouplir sa politique monétaire pour des raisons domestiques. L'euro est confronté à une incertitude politique renouvelée qui alimente les rachats sur les marchés européens. La réponse de la BCE sera déterminante. Tout cela concourt à une surperformance continue du dollar jusqu'à la rupture.

Axel Botte

- **La revue des marchés**

## Un calme précaire sur les marchés

Une semaine d'accalmie sur les marchés malgré l'incertitude politique pesant sur la confiance des entreprises en France et en Europe et les signaux de ralentissement économique aux Etats-Unis.

Le spread de l'OAT [77 pb] continue de cristalliser l'attention des intervenants avant les échéances législatives du 30 juin et du 7 juillet. Le risque de contagion est toutefois contenu de sorte que les tensions s'apaisent sur les dettes européennes. Les swap spreads effacent en partie les tensions de la semaine précédente. Le crédit européen s'est ajusté, sans excès, aux tensions sur la dette souveraine. Le réflexe acheteur de Franc suisse reste d'actualité face au risque politique français malgré une deuxième baisse des taux de la BNS. L'or s'adjuge 1 % sur la semaine. Le T-note américain plafonne autour de 4,25 % compte tenu d'une conjoncture moins porteuse dans le secteur du logement. Les anticipations d'inflation remontent dans le sillage des prix du Brent [85 \$]. Le dollar voire les actions américaines font figure de valeurs refuge.

Les enquêtes conjoncturelles commencent à intégrer l'incertitude politique en France. Les PMI refluent et le sondage de l'INSEE est sans relief. La reprise en zone euro pourrait ainsi marquer le pas au 2<sup>ème</sup> trimestre après le rebond entrevu entre janvier et mars. Parallèlement, l'alternance se dessine au Royaume-Uni malgré un regain de confiance des ménages et le redressement de la consommation. Aux Etats-Unis, la croissance devrait avoisiner 2 % au 2<sup>ème</sup> trimestre mais le secteur du logement fait face à de sérieux vents contraires. La confiance des promoteurs en berne [NAHB à 47] s'accompagne d'un nouveau repli des mises en chantier, tombées sous le seuil d'1,3 mn en mai. Le manque de logements disponibles continuera d'alimenter la hausse des prix au moment où la Fed cherche une fenêtre pour entamer un cycle de baisses des taux. Les publications chinoises font état d'un léger rééquilibrage de la croissance. Les ventes au détail accélèrent à 3,7% sur un an alors que la production industrielle ralentit à 5,6 % en mai. La situation du logement reste catastrophique. La baisse des prix immobiliers s'amplifie. L'investissement résidentiel se contracte invariablement au rythme de 10 % l'an depuis 18 mois.

Sur les marchés financiers, l'adjudication d'OAT revêtait une importance particulière cette semaine. L'AFT a emprunté le maximum indiqué, soit 10,5 Mds € sur les nominaux à moyen terme et plus de 2 Mds € sur les titres indexés. Les prochaines émissions auront lieu entre les deux tours de la législative. Les spreads français se stabilisent sous le seuil de 80 pb. L'accalmie des tensions est perceptible sur les swap spreads, les autres souverains et à un degré moindre sur le crédit. Les Treasuries, proches de 4,25 % à 10 ans, constituent la valeur refuge d'autant que les publications dépeignent une croissance moins vive. La hausse du brut a toutefois ravivé les anticipations d'inflation [+10 pb sur le swap 2 ans].

Le crédit s'est élargi de façon modérée, par suite du mouvement des swap spreads. Le réflexe de compression des spreads high yield relativement à l'IG s'estompe désormais. C'est un signe d'accalmie sur les marchés comme la volatilité des actions européennes qui reflue. L'Euro Stoxx 50 reprend 2 % sur la semaine effaçant une partie de son retard vis-à-vis du S&P 500 (+1 %) une nouvelle fois tiré par ses mega-caps technologiques. Les financières européennes respirent (+3,4 %).

**Axel Botte**

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	24-juin-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Bunds 2a	2.79 %	-2	-30	+39
EUR Bunds 10a	2.40%	-1	-18	+38
EUR Bunds 2s10s	-39 bp	+1	+12	-1
USD Treasuries 2a	4.73 %	-4	-22	+48
USD Treasuries 10a	4.25 %	-4	-22	+37
USD Treasuries 2s10s	-48 bp	+0	0	-11
GBP Gilt 10a	4.06 %	-5	-20	+53
JPY JGB 10a	1 %	+6	-1	+38
EUR Spreads Souverains (10a)	24-juin-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
France	78 bp	-1	+31	+24
Italie	150 bp	-3	+20	-17
Espagne	86 bp	-4	+9	-11
Inflation Points-morts (10a)	24-juin-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR OATi	202 bp	-8	-15	-
USD TIPS	224 bp	+1	-9	+6
GBP Gilt Indexés	359 bp	-3	-14	+11
EUR Indices Crédit	24-juin-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Credit IG OAS	121 bp	-1	+11	-17
EUR Agences OAS	72 bp	-1	+15	+2
EUR Obligations sécurisées OAS	69 bp	-1	+9	-10
EUR High Yield Pan-européen OAS	371 bp	-7	+28	-28
EUR/USD Indices CDS 5a	24-juin-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
iTraxx IG	61 bp	-2	+10	+3
iTraxx Crossover	322 bp	-7	+33	+9
CDX IG	53 bp	0	+4	-3
CDX High Yield	342 bp	-2	+14	-14
Marchés émergents	24-juin-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	395 bp	+0	+30	+11
Devises	24-juin-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
EUR/USD	\$1.072	-0.08	-1.21	-2.93
GBP/USD	\$1.266	-0.27	-0.59	-0.54
USD/JPY	¥159.76	-1.23	-1.73	-11.72
Matières Premières	24-juin-24	-1sem (\$)	-1m(\$)	2024 (\$)
Brent	\$85.4	\$1.2	\$3.6	\$9.3
Or	\$2 329.6	\$12.6	-\$4.2	\$266.7
Indices Actions	24-juin-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
S&P 500	5 465	0.57	3.01	14.57
EuroStoxx 50	4 939	1.20	-1.91	9.24
CAC 40	7 670	1.30	-5.25	1.68
Nikkei 225	38 805	1.84	0.41	15.96
Shanghai Composite	2 963	-1.75	-4.07	-0.40
VIX - Volatilité implicite	13.76	8.69	15.34	10.52

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management

## 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](http://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 ...24/06/2024

### 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](http://www.ostrum.com)

**Ostrum**  
ASSET MANAGEMENT

Un affilié de  **NATIXIS**  
INVESTMENT MANAGERS