



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 : Des retards de paiement plus élevés aux États-Unis, mais pas de stress pour le moment**
par Axel Botte

- La hausse des retards de paiement et la contraction de l'encours des cartes de crédit au premier trimestre aux États-Unis sont notables ;
- Les défauts de paiement sur cartes de crédit sont plus élevés parmi les ménages dont les encours de cartes de crédit sont proches de leur limite ;
- Les retards de paiement sur les autres dettes des ménages restent très faibles ;
- Les normes de crédit sur les prêts sur cartes de crédit ont été resserrées par les banques ;
- Les pertes sur cartes de crédit restent très faibles dans les grandes banques, les petites institutions étant les plus touchées par cette détérioration.

- **La revue des marchés : Nvidia, l'arbre qui cache la forêt ?**
par Axel Botte

- Nvidia porte le secteur de la technologie, mais les marchés d'actions subissent la remontée des taux ;
- Les minutes de la Fed montrent que des participants au FOMC considèrent la politique peu restrictive ;
- Le PMI des services plus fort aux États-Unis provoque une hausse des taux longs avec un Bund à 2,60 %;
- Poursuite de la stabilité des spreads souverains et de crédit.

- **Le graphique de la semaine**



Le prix du cuivre s'établit au plus haut historique. La tonne de métal se négocie à plus de 10 400 \$.

Le métal de la transition énergétique par excellence est confronté à la fois à une forte demande et des problèmes récurrents de production, d'autant que la productivité des gisements décroît depuis plusieurs années.

- **Le chiffre de la semaine**

1,8

1,8 billion de dollars, soit le montant des investissements mondiaux en énergie propre en 2023 qui progressent de 17 % en 2023.

Source : Bloomberg

- **Le thème de la semaine**

Des retards de paiement plus élevés, mais pas de stress pour le moment

Le consommateur américain est la principale source de demande mondiale. La santé financière des ménages américains est un élément déterminant des perspectives économiques. L'augmentation notable des retards de paiement et la contraction des prêts par carte de crédit au premier trimestre pourraient présager un affaiblissement de la consommation.

La dette ou la vie

La consommation des ménages américains va-t-elle enfin ralentir ?

Le consommateur est le socle de l'économie américaine. La consommation des ménages est dynamique depuis plusieurs années. L'utilisation du matelas d'épargne constitué durant la pandémie a été très rapide aux États-Unis par rapport à l'Europe. Le dernier chiffre de ventes au détail suggère que la consommation privée a calé en avril. La série des ventes au détail excluant les éléments volatils et les matériaux de construction a même diminué de 0,3 % le mois dernier. Bien que d'autres indicateurs de ventes au détail, dont les données de Redbook, dressent un tableau plus nuancé, cette modération des dépenses des ménages était attendue depuis longtemps. Compte tenu de la vigueur du marché du travail, les signes éventuels de fléchissement de la demande peuvent provenir du marché du crédit à la consommation, et en particulier sur les cartes de crédit.

Nette augmentation des retards de paiement par carte de crédit

Le consommateur américain est accro à la dette. L'encours de prêts immobiliers a augmenté de 206 milliards de dollars au premier trimestre, selon la Réserve fédérale de New York. La dette hypothécaire s'élevait à 12,44 billions de dollars à la fin de mars (+190 milliards de dollars). Le montant des lignes de crédit hypothécaire (HELOC) s'élève désormais à 376 milliards de dollars, après une nouvelle hausse de 16 milliards de dollars au trimestre dernier. La monétisation de la richesse immobilière pour financer les dépenses des ménages semble être de retour.

Ainsi, l'encours des autres dettes (non-adossées au logement) a diminué de 22 milliards de dollars pour s'établir à 4,87 billions de dollars. L'encours des cartes de crédit, qui totalise 1,12 billion de dollars, a reflué de 14 milliards de dollars au premier trimestre, mais reste en hausse de 13,1 % sur un an. La baisse du premier trimestre est principalement due au recul saisonnier après les achats de fin d'année. Les prêts automobiles augmentent encore régulièrement de 9 milliards de dollars pour atteindre 1,62 billion de dollars. Les autres crédits à la consommation, qui incluent les cartes de crédit de détaillants et d'autres prêts à la consommation, ont baissé de 11 milliards de dollars. La dette étudiante a baissé modestement de 6 milliards de dollars pour s'établir à 1,6 billion de dollars.

DETTES ET CRDITS AUX MENAGES (EVOLUTION AU T1 2024)			
CATEGORIE	VARIATION TRIM.* (MDS \$)	VARIATION ANNUELLE** (MDS \$)	TOTAL AA T1 2024 (BILLIONS \$)
DETTE IMMOBILIERE	(+) \$190	(+) \$398	\$12.442
LIGNES DE CREDIT HYPOTHECAIRES	(+) \$16	(+) \$37	\$0.376
DETTE ETUDIANTE	(-) \$6	(-) \$9	\$1.595
PRÊTS AUTOMOBILES	(+) \$9	(+) \$54	\$1.616
CARTES DE CREDIT	(-) \$14	(+) \$129	\$1.115
AUTRES	(-) \$11	(+) \$31	\$0.543
TOTAL	(+) \$184	(+) \$640	\$17.69

*Variation entre T4 2023 et T1 2024

** Variation entre T1 2023 et T1 2024

Source: New York Fed

Comprendre les retards de paiement plus élevés sur les cartes de crédit

Le taux de retard de paiement plus élevé sur la dette des ménages dans son ensemble a attiré l'attention des investisseurs à la recherche de signes avant-coureurs d'un ralentissement des dépenses des consommateurs. La situation est la plus aiguë pour les cartes de crédit.

Un nombre croissant d'emprunteurs ont, en effet, pris du retard sur les remboursements des cartes de crédit. Le taux de retards de paiement global dépasse désormais le seuil de 10 %, bien au-delà de la moyenne pré-covid d'environ 7 %. Environ 7 % de l'encours total des cartes de crédit accusent un retard de paiement de 90 jours au premier trimestre.

Les retards de paiement par carte de crédit ont commencé à augmenter en 2021, à partir, il est vrai, de niveaux historiquement très bas. L'ajustement des dépenses de consommation pendant les confinements liés au covid-19 (entraînant une moindre utilisation des cartes de crédit), l'activité sans précédent de refinancement hypothécaire et les transferts du gouvernement fédéral a facilité le désendettement des ménages.

Transition en défaut sévère (retards de plus de 90j)			
CATEGORIE	T1 2023	T1 2024	VARIATION SUR UN AN
DETTE IMMOBILIERE	0.59%	0.92%	0.33%
LIGNES DE CREDIT HYPOTHECAIRES	0.48%	0.52%	0.04%
DETTE ETUDIANTE	0.94%	0.80%	-0.14%
PRÊTS AUTOMOBILES	2.33%	2.78%	0.45%
CARTES DE CREDIT	4.57%	6.86%	2.29%
AUTRES	4.35%	5.43%	1.08%
TOTAL	1.08%	1.54%	0.46%

Source: New York Fed

Les données microéconomiques de la Fed de New York révèlent qu'une plus forte proportion d'emprunteurs ayant atteint leur limite de crédit sont en retard de paiement au premier trimestre 2024. Ce groupe d'emprunteurs est caractérisé par une utilisation de la limite de crédit à hauteur de 90 % à 100 %. Le taux de retard de paiement est proche de 33 % pour ce groupe, qui représente moins de 10 % des emprunteurs et 16 % de l'encours de la dette sur les

cartes de crédit. Par ailleurs, la génération Z (entre 1995 et 2011) est surreprésentée dans la catégorie des emprunteurs ayant atteint cette limite d'endettement. Leur limite de crédit médiane se situe à seulement 4,5 k \$ en raison de leur court historique de crédit et de revenus inférieurs à la moyenne.

En résumé, les nouveaux retards de paiement sur les cartes de crédit semblent principalement imputables aux emprunteurs proches de leur limite de crédit. L'impact sur la consommation (par le biais de remboursements anticipés, soit une épargne forcée) devrait être réduit.

Prêts par carte de crédit : les enseignements de l'enquête SLOOS

La Réserve fédérale réalise une enquête trimestrielle sur les conditions de prêt bancaire. La majorité des banques signalent un resserrement généralisé des normes de crédit depuis 2023. Les banques ont augmenté le score de crédit requis pour obtenir un prêt, réduit la limite de crédit et augmenté les spreads appliqués à leur coût de financement au premier trimestre. La seule mesure de resserrement qui n'a pas été modifiée est le solde minimum à rembourser chaque mois.

Les conditions de prêt bancaire plus strictes doivent être considérées dans le contexte de taux et de marges d'intérêt élevés. Les données de la Réserve fédérale montrent que les taux d'intérêt moyens sur les cartes de crédit sont passés d'environ 14,5 %, au début du cycle de hausses des taux de la Fed, à près de 22 % actuellement. Les tarifs des cartes de crédit ont donc surréagi significativement à la hausse des taux de la Fed.

Compte tenu des taux d'intérêt élevés sur les cartes de crédit, les ménages pourraient faire le choix rationnel de rembourser leurs encours coûteux de cartes de crédit en leur substituant une dette moins chère adossée à leur richesse immobilière. Les lignes de crédit immobilier (HELOC) améliorent ainsi la solvabilité des ménages américains, tant que les prix des logements continuent de progresser. Cela étant, les jeunes emprunteurs, moins nombreux à posséder leur logement, n'ont pas cette possibilité. Les retards de paiement pour cette catégorie d'emprunteurs vont probablement encore se dégrader. En outre, le retour à une situation d'excès d'endettement immobilier comme en 2006 ne serait évidemment pas souhaitable.

Par ailleurs, les grandes banques semblent moins exposées à la dégradation des retards de paiement. Comme le montre le graphique suivant, les principaux établissements bancaires rapportent des retards de paiement encore très faibles. Sur notre échantillon de 5 grandes banques américaines, les taux de retard de paiement à 90 jours sur les cartes de crédit s'établissent entre 0,4 % et 0,8 %. De plus, les pertes nettes restent faibles, autour de 2,5 % à 3 % de l'encours au premier trimestre de 2024, ce qui laisse encore une marge significative par rapport au coût de financement actuel des banques. Ainsi, les spreads contre swap sur les ABS de cartes de crédit notées AAA s'échangent sous 50 points de base.

À l'inverse, les estimations de la Fed suggèrent que les institutions ne figurant pas parmi les 100 plus grandes banques aux États-Unis enregistrent des retards de paiement beaucoup plus élevés sur leurs activités de cartes de crédit. Le taux de délinquance de 7,79 % au premier trimestre est sans précédent. La crise de 2008 avait engendré la faillite de Wall Street ; la prochaine crise bancaire pourrait davantage toucher les institutions financières régionales de

plus petite taille.

Conclusion

L'augmentation des retards de paiement sur les cartes de crédit aux États-Unis au cours des deux dernières années n'est pas passée inaperçue. La détérioration de la qualité du crédit des ménages pourrait laisser présager un ralentissement de la consommation. Cependant, les retards de paiement plus élevés semblent être concentrés chez les jeunes et les personnes à faible revenu. Le tableau global de la qualité du crédit des ménages américains est plus rassurant. Les taux de défaut restent historiquement faibles sur la dette immobilière et les aides gouvernementales ont réduit les retards de paiement sur les prêts étudiants à pratiquement zéro.

Axel Botte

- **La revue des marchés**

Nvidia, l'arbre qui cache la forêt?

Les résultats de Nvidia n'ont pas déçu, mais les marchés d'actions s'inquiètent d'une prolongation du statu quo monétaire.

Il est rare que les résultats d'une entreprise prennent l'ascendant sur une publication de la Fed. C'était pourtant le cas la semaine passée avec la publication de Nvidia qui a occulté les minutes du FOMC du 1^{er} mai. Le rebond du PMI américain ramène toutefois la politique monétaire au centre du jeu. La pression haussière resurgit sur les rendements obligataires, en particulier sur le 2 ans qui approche de nouveau le seuil de 5 %. Les hausses de salaires en zone euro (4,7 % au T1 2024) compliqueront aussi, le 6 juin prochain, la communication de la BCE après avoir claironné une baisse de taux. Les spreads, tant sur la dette souveraine que sur le crédit, sont stables à des niveaux proches des plus bas de l'année. Le high yield bénéficie encore de la recherche de rendement. L'effet Nvidia, dont le cours a triplé en un an, s'estompe et les petites capitalisations comme le S&P reculent sur la semaine. La bourse européenne est en retrait.

Les premières enquêtes du mois de mai décrivent une amélioration après l'inflexion de l'activité en fin de 1^{er} trimestre aux États-Unis. Le PMI des services (54,2) préfigure en effet un rebond après un début de trimestre marqué par la faiblesse de la construction résidentielle et des ventes au détail. Cette embellie espérée repose la question de l'allègement monétaire, alors que l'inflation peine à rejoindre l'objectif de 2 %. Les minutes du dernier FOMC attestent d'ailleurs les inquiétudes de ses participants sur les prix. En outre, les économistes de la Fed jugent que les valorisations des actifs présentent désormais un risque « élevé ». Ces éléments justifieraient une politique monétaire préventivement restrictive, mais Jerome Powell excluait une nouvelle hausse en début de mois. En zone euro, la BCE devra composer avec les signaux de reprise cyclique et une hausse des salaires encore trop élevée pour assurer un retour pérenne de l'inflation à 2 %. Bref, la méthode Coué prévaudra en juin.

Sur les marchés financiers, le Bund à 10 ans a rejoint le niveau de 2,60 % (+8 pb en cinq séances) alors que le T-note oscille encore autour de 4,50 %. Le marché européen semble même surréagir au PMI des services américain. Le Schatz remonte à 3,10 %. C'est sans doute le signe que le marché doute d'un découplage des politiques monétaires si la Fed laissait plus longtemps son taux à 5,50 %. L'inversion des courbes de taux s'accroît à mesure que les rendements réels remontent. Le spread 2-10 ans se traite sous - 50 pb en zone euro et - 46 pb aux États-Unis. Les spreads des emprunts souverains sont inchangés, malgré les mouvements des taux sans risque. Les nouvelles émissions (18 Mds € placés) rencontrent toujours une demande élevée, avec des primes réduites, comme sur le 30 ans portugais souscrit 3 fois (4 pb, à 115 pb contre swap). Les swap spreads à 10 ans diminuent sous 30 pb. Quant au crédit, les spreads contre swap sur l'IG sont stables à 77 pb. Les financières ont tendance à surperformer, grâce aux subordonnées. Par extension, les dettes plus risquées notées high yield se resserrent face à l'investment grade. Les dérivés de crédit confirment le retour à la compression avec un Crossover autour de 290 pb.

Les marchés d'actions sont en repli en Europe (- 1 %). Les facteurs qualité et croissance battent le marché au détriment des petites capitalisations (- 1,5 %). Aux États-Unis, les secteurs sensibles aux taux à long terme ont réagi comme attendu, malgré l'exception Nvidia qui entraîne la technologie dans son sillage.

Axel Botte

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	27-mai-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Bunds 2a	3.09%	+9	+10	+68
EUR Bunds 10a	2.58%	+5	+1	+56
EUR Bunds 2s10s	-50.6bp	-4	-9	-12
USD Treasuries 2a	4.95%	+12	+2	+70
USD Treasuries 10a	4.47%	+5	-18	+59
USD Treasuries 2s10s	-48.5bp	-8	-20	-11
GBP Gilt 10a	4.26%	+13	-7	+72
JPY JGB 10a	1.03%	+4	+0	-25
EUR Spreads Souverains (10a)	27-mai-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
France	47bp	+0	+0	-7
Italie	129bp	+1	-4	-38
Espagne	76bp	+0	-1	-21
Inflation Points-morts (10a)	27-mai-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.23%	-2	-5	+10
USD 10a Inflation Swap	2.57%	-2	-7	+16
GBP 10y Inflation Swap	3.74%	-2	-4	+20
EUR Indices Crédit	27-mai-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Credit IG OAS	109bp	-1	-3	-29
EUR Agences OAS	56bp	-1	-4	-14
EUR Obligations sécurisées OAS	59bp	-1	-6	-20
EUR High Yield Pan-européen OAS	335bp	-9	-33	-64
EUR/USD Indices CDS 5a	27-mai-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
iTraxx IG	51bp	+1	-4	-7
iTraxx Crossover	289bp	+2	-23	-24
CDX IG	49bp	+1	-2	-7
CDX High Yield	328bp	+3	-17	-28
Marchés émergents	27-mai-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	372bp	+8	+30	-12
Devises	27-mai-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
EUR/USD	\$1.085	-0.166	1.137	-1.7
GBP/USD	\$1.274	0.189	1.425	0.1
USD/JPY	JPY 157	-0.472	-0.631	-10.1
Matières Premières	27-mai-24	-1sem (\$)	-1m(\$)	2024 (%)
Brent	\$82.3	-\$1.4	-\$5.9	7.7
Or	\$2 340.8	-\$85.9	-\$2.1	13.5
Indices Actions	27-mai-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
S&P 500	5 305	0.03	4.01	11.2
EuroStoxx 50	5 035	-0.77	0.57	11.4
CAC 40	8 095	-1.23	0.08	7.3
Nikkei 225	38 900	-0.43	2.54	16.2
Shanghai Composite	3 125	-1.45	1.18	5.0
VIX - Volatilité implicite	11.93	-0.50	-20.63	-4.2

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 ...27/05/2024

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

Ostrum
ASSET MANAGEMENT

Un affilié de  **NATIXIS**
INVESTMENT MANAGERS