



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

Le thème de la semaine : Xi Jinping prend le virage du secteur privé comme réponse aux défis internes et externes

par Zouhoure Bousbih

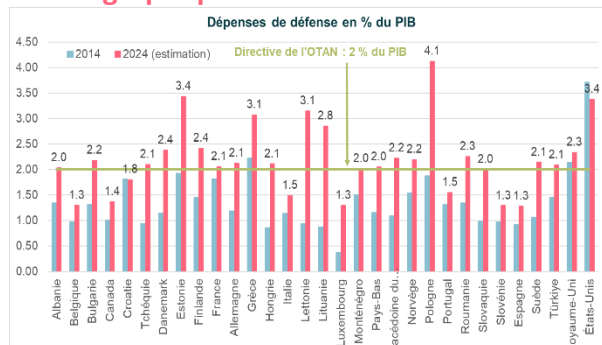
- Quatre ans après la politique de répression, le secteur privé chinois n'a pas réussi à se redresser malgré les nombreuses déclarations et gestes en sa faveur de la part du gouvernement ;
- Plutôt que de privilégier un plan de relance budgétaire qui aurait eu des effets à court terme sur la croissance chinoise, Xi Jinping a préféré encourager le secteur privé innovant et autonome pour assurer un succès économique à long terme ;
- Cette démarche s'inscrit pleinement dans le plan « Les nouvelles forces productives et de qualité », visant à augmenter la productivité de la Chine, stable depuis la crise financière de 2008, tout en répondant aux problématiques structurelles du pays ;
- Le secteur de technologie de pointe est désormais le pilier de la compétitivité nationale de la Chine afin de faire face aux pressions externes ;
- Le cadre réglementaire devrait être rapidement assoupli pour mettre aux entreprises privées de jouer un rôle essentiel dans la stratégie nationale.

La revue des marchés : Trump tend les marchés obligataires souverains européens

par Aline Goupil-Raguénès

- Craintes d'une hausse des émissions obligataires en Europe pour financer les investissements militaires ;
- Tensions sur les taux longs européens et japonais contrastant avec la détente des taux américains ;
- Le Yen sous les 150 par rapport au dollar dans la perspective de hausses des taux de la BoJ ;
- Marchés actions en légère baisse à la suite de résultats mitigés.

Le graphique de la semaine



Les récents commentaires de la part de la nouvelle administration américaine au sujet de la guerre en Ukraine suggèrent un engagement réduit des Etats-Unis envers l'OTAN, incitant les Européens à augmenter considérablement leurs dépenses de défense. Actuellement, seuls la France et l'Allemagne devraient atteindre l'objectif des 2% du PIB fixés par l'OTAN. Plusieurs options de financement ont été évoquées lors du sommet de défense de Paris, notamment l'exclusion des dépenses de défense des règles fiscales de l'UE, l'utilisation des fonds et des facilités existants de l'UE, et la création d'un nouveau fonds de défense de l'UE financé par une émission de dette commune. L'impact a été significatif : les rendements obligataires souverains européens de long terme sont plus élevés traduisant une hausse des primes de terme.

Le chiffre de la semaine

85

85 % des exportations d'or de la Suisse sont destinées aux Etats-Unis ! Le pays a vu une hausse des transferts vers les Etats-Unis au cours des derniers mois liée à la crainte que les tarifs douaniers affectent également le métal précieux.

Source : Bloomberg

- Le thème de la semaine

Xi Jinping prend le virage du secteur privé comme réponse aux défis internes et externes

Quatre ans après avoir mené une campagne de répression contre le secteur technologique, pénalisant le secteur privé, le président chinois a récemment tenu un sommet avec les dirigeants du secteur. Le secteur privé joue un rôle crucial dans l'économie chinoise car il représente 60% du PIB et génère 80% des emplois dans le pays. Malgré son importance, le secteur a dû relever plusieurs défis notamment des difficultés d'accès au crédit ainsi que celles pour obtenir les autorisations nécessaires pour opérer. Quelles sont les motivations de Xi Jinping derrière ce revirement ?

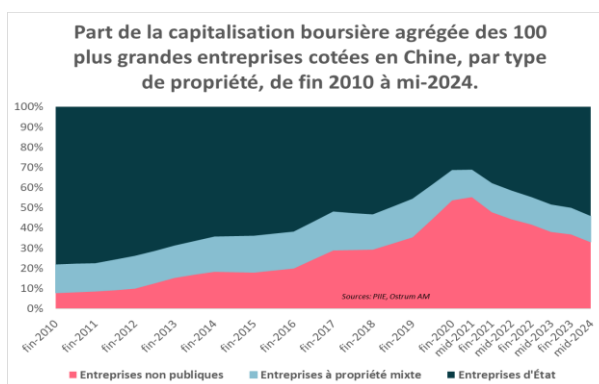
Le Covid long du secteur privé chinois

Les politiques agressives des autorités chinoises mises en place depuis 2020 ont affligé des dommages qui semblent durables pour le secteur privé dont le dynamisme avait permis l'essor économique rapide du pays.

Le durcissement de la réglementation et la politique zéro-Covid ont infligé des dommages qui semblent durables au secteur privé ...

Quatre ans plus tard, le secteur privé n'a pas réussi à se redresser malgré les nombreuses déclarations et gestes en faveur des entreprises privées de la part des dirigeants chinois. Le graphique ci-contre basé sur les données de la PIEE, montre que le secteur privé a perdu du terrain depuis 2021, au profit des entreprises publiques chinoises.

En effet, celles-ci représentent à mi-2024, 54 % de la capitalisation boursière des 100 premières entreprises chinoises, soit exactement la part des entreprises privées à la fin de l'année 2020 !



« Les nouvelles forces productives et de qualité » : la nouvelle évolution du modèle économique chinois

Priorité dans l'agenda économique de Xi Jinping, le programme « nouvelles forces productives et de qualité » fait référence aux nouveaux moteurs de croissance de l'économie chinoise et de défenses basés sur les technologies innovantes dans les secteurs de l'informatique, de la biotechnologie, de l'intelligence artificielle, des nouvelles énergies et des nouveaux matériaux.

... Qui a perdu du terrain par rapport aux entreprises publiques.

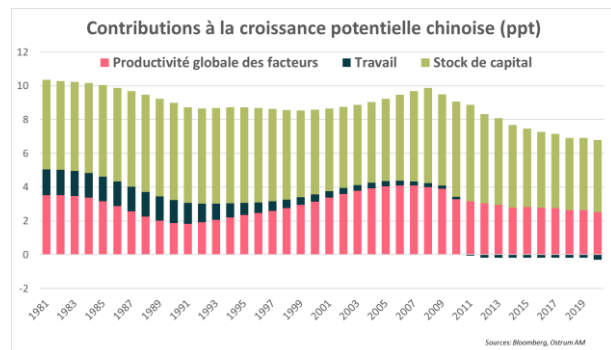
La Chine doit impérativement augmenter sa productivité afin de faire face au défi démographique ...

... Et pour ne pas tomber dans le piège de revenu intermédiaire !

Ce programme répond à trois objectifs : l'auto-dépendance technologique, l'adaptation industrielle rapide ainsi que l'automatisation de la défense. Plus encore, « les nouvelles forces productives et de qualité » révèlent l'approche multifactorielle de la politique économique chinoise qui a pour but d'effectuer la transformation économique de la Chine vers un modèle de « croissance de haute qualité » tout en répondant aux défis structurels à long terme.

Cette transition implique également un changement dans le modèle économique du pays basé initialement sur l'accumulation du capital et du travail vers un modèle essentiellement fondé sur la productivité globale des facteurs (PGF). Ce concept tiré des théories sur la croissance économique évalue l'efficacité avec laquelle une économie utilise l'ensemble de ses ressources (travail, capital, ...) pour produire des biens et des services.

Le graphique ci-contre montre la contribution du travail, du capital et de la PGF dans la croissance potentielle de l'économie chinoise, tirées des séries de données de Bloomberg. Au cours des quarante dernières années, le capital et le travail étaient des facteurs importants



permettant l'essor économique de la Chine comme puissance économique mondiale. Les réformes des années 1978 avaient permis d'augmenter la productivité en Chine, or celle-ci a commencé à stagner depuis la crise financière de 2008. Les autorités chinoises avaient alors soutenu massivement le secteur immobilier et l'investissement en infrastructures qui n'ont pas eu d'effets durables sur la croissance.

Cependant, face au défi démographique, la Chine doit donc impérativement renouer avec la croissance de sa productivité afin d'atteindre une croissance durable et plus inclusive. C'est dans cette perspective que s'inscrit le symposium de Xi Jinping avec les dirigeants du secteur privé, notamment ceux du secteur technologique.

Le secteur des technologies de pointe : pilier de la compétitivité mondiale de la Chine face aux pressions externes

Xi Jinping a préféré encourager un secteur privé innovant et autonome, plutôt que de mettre en place un plan de relance budgétaire.

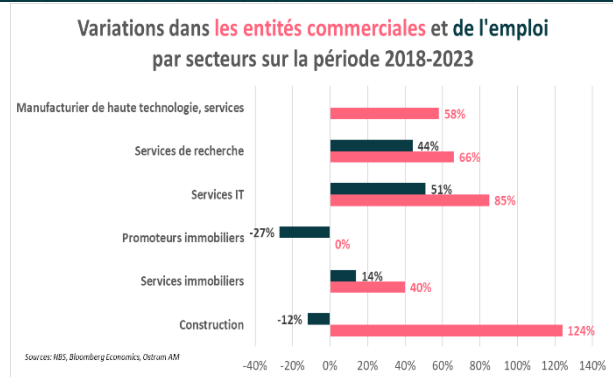
Plutôt que de privilégier un plan relance budgétaire qui aurait des effets à court terme sur la croissance chinoise, Xi Jinping a préféré encourager un secteur privé innovant et autonome pour assurer un succès économique à long terme.

DeepSeek reflète les progrès technologiques rapides réalisés par la Chine depuis l'introduction des sanctions commerciales américaines lui interdisant l'accès aux puces et circuits intégrés sophistiqués dans le but de freiner son essor technologique. Cela a forcé la Chine à devenir plus innovante avec des ressources limitées. L'intelligence artificielle s'inscrit donc pleinement dans le projet « nouvelles forces productives et de qualité » car elle utilise peu de ressources. Ainsi, le gouvernement chinois souhaite accélérer la transition vers une croissance tirée par le secteur technologique et non plus par le secteur immobilier.

Le gouvernement chinois souhaite accélérer la transition du modèle de croissance vers le secteur des technologies de pointe.

Les obstacles réglementaires au secteur privé vont être levés afin de lui donner un rôle actif dans la stratégie nationale.

Le graphique ci-contre montre les changements dans les entités commerciales et l'emploi dans les différents secteurs économiques sur la période 2018-2023. Les secteurs relatifs à l'immobilier sont ceux qui ont connu la plus forte contraction de l'emploi de -13 % sur les cinq dernières années, alors que le secteur des services technologique a enregistré la plus rapide progression de 51 % par rapport à 2018. Cette tendance devrait s'accélérer et se renforcer.



Durant le symposium de dirigeants du secteur de la technologie chinoise, le président Xi Jinping s'est engagé à fournir un soutien solide et constant au secteur privé, tout en incitant les entrepreneurs à valoriser leurs compétences et à apporter des contributions significatives. Les autorités devraient mettre en place des mesures ciblées, pour résoudre les problèmes rencontrés par les entreprises privées et créer un environnement d'affaires favorable afin de renforcer la confiance du secteur.

Plusieurs mesures ont été évoquées afin de soutenir le développement du secteur privé. La Chine prévoit d'accélérer la révision de sa liste négative afin d'éliminer les barrières d'accès au marché pour les entreprises privées. Le gouvernement souhaite également donner un rôle actif aux entreprises privées dans la mise en œuvre de la stratégie nationale et dans les programmes d'amélioration des équipements. La législation en faveur du secteur privé devrait également se renforcer notamment dans la protection légale des entreprises.

Conclusion

Face aux pressions externes, Xi Jinping a pris le virage du secteur privé pour en faire le pilier de la compétitivité nationale chinoise. Cette stratégie s'inscrit dans le cadre de son plan « nouvelles forces productives et de qualité » visant à relancer la productivité du pays, stable depuis la crise financière de 2008. Cette approche permet également de faire face aux problèmes structurels comme le défi démographique et éviter le piège du revenu intermédiaire. Le gouvernement chinois souhaite donc accélérer la transition de son économie vers le secteur de la technologie de pointe, notamment l'intelligence artificielle, rompant avec son ancien modèle de croissance basé sur l'immobilier. Les autorités chinoises envisagent d'accélérer la levée des barrières financières et celles de l'accès au marché pour que les entreprises privées jouent un rôle actif dans la mise en œuvre de la stratégie nationale.

Zouhoure Bousbih

- **La revue des marchés**

Trump tend les marchés souverains euros

La perspective de plus fortes émissions obligataires, pour financer la hausse des dépenses militaires, a pesé sur les marchés de taux européens

La semaine a été une nouvelle fois marquée par les déclarations de Trump et les 1ères discussions entre les Etats-Unis et la Russie pour un cessez le feu, en mettant à l'écart l'UE et l'Ukraine. Alors que le marché américain était fermé lundi, les taux souverains européens se sont nettement tendus en réaction à la conférence de Munich. L'UE a brutalement pris conscience qu'elle ne pouvait plus dépendre des Etats-Unis pour assurer sa défense. La perspective d'une hausse des émissions obligataires pour financer les dépenses militaires a ainsi pesé sur les taux européens. La CE a dans ce contexte proposé de suspendre les règles du pacte de stabilité et de croissance pour les investissements dans la défense, pour les pays en faisant la demande. Des discussions sont à l'œuvre pour trouver des sources de financements européens, comme les fonds inutilisés de NextGeneration EU, en revanche, les désaccords perdurent sur un éventuel nouveau financement européen. Dans ce contexte, le taux 10 ans allemand s'est tendu pour clôturer à 2,56 %, mercredi, avant de se détendre sur le reste de la semaine et s'inscrire en hausse de 4 pb sur la semaine, à 2,47 %. Cette détente en fin de semaine a été en partie liée à l'enquête S&P globale, révélant une stabilité de l'activité de la zone euro pour le 2^{ème} mois consécutif en février. Le spread français est resté relativement inchangé en dépit du rapport de la Cour des comptes révélant une nette dégradation de la situation financière du système de retraite au cours des 20 prochaines années. Le spread italien s'est resserré de 2 pb profitant du succès de l'émission BTP Valore Piu, destinée aux ménages (demande de 14,9 Mds d'euros). Les tensions ont été plus fortes sur les taux britanniques et japonais (+7 pb). Cela a notamment conduit le Gouverneur Ueda à déclarer que la Banque centrale pourrait intervenir en cas de trop fortes tensions sur les taux. La croissance plus forte que prévu et l'inflation au plus haut depuis 2 ans (4 % en février) ont présagé une nouvelle hausse des taux de la Banque centrale nipponne. La Banque d'Australie a pour sa part baissé ses taux de 25 pb, pour la 1^{ère} fois depuis plus de 4 ans, tout en se révélant prudente sur les rythmes de baisse à venir en raison d'un marché du travail tendu. Les taux américains ont en revanche légèrement baissé sur la semaine : -2 pb pour le taux 10 ans, à 4,46 %, après avoir connu des tensions mardi. Les Minutes de la Fed ont indiqué qu'elle n'était pas pressée de baisser ses taux à nouveau, compte tenu d'une inflation un peu élevée et des risques liés aux mesures à venir de la nouvelle administration.

Le dollar a légèrement baissé sur la semaine en dépit de la menace de nouveaux tarifs douaniers de la part de Trump : + 25 % sur les voitures, les semi-conducteurs et les produits pharmaceutiques. Il se laisse jusqu'au 2 avril pour se décider. Le yen a profité des perspectives de hausses de taux de la BoJ, pour revenir sous les 150 par rapport au \$.

Les marchés actions se sont inscrits en légère baisse sur la semaine : -0,50 % pour le S&P 500 et -0,7 % pour le Nasdaq. Les perspectives plus faibles que prévues de Walmart ont notamment généré des craintes sur la robustesse de la consommation des ménages américains. En Europe, l'Eurostoxx 50 a baissé de 0,3 % tout comme le CAC 40. Ces derniers sont en nette hausse depuis le début de l'année (près de 12 % et un peu plus de 10 % respectivement), rattrapant leur retard sur les Etats-Unis. Enfin, en Chine, l'indice Hang Seng a augmenté de 3,8 % porté par les perspectives de bénéfice d'Alibaba.

Aline Goupil-Raguénès

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	24-févr.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR Bunds 2a	2.09%	-6	-21	+0
EUR Bunds 10a	2.46%	-3	-11	+9
EUR Bunds 2s10s	37 bp	+2	+9	+9
USD Treasuries 2a	4.21%	-5	-5	-3
USD Treasuries 10a	4.42%	-6	-20	-15
USD Treasuries 2s10s	20.5 bp	-1	-15	-12
GBP Gilt 10a	4.56%	+3	-7	-1
JPY JGB 10a	1.43%	+7	+14	+13
EUR Spreads Souverains (10a)	24-févr.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
France	75 bp	+3	+1	-8
Italie	107 bp	+1	-2	-8
Espagne	63 bp	+2	+2	-6
Inflation Points-morts (10a)	24-févr.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	1.99%	+1	-5	+6
USD 10a Inflation Swap	2.56%	-3	+2	+9
GBP 10y Inflation Swap	3.53%	-1	-6	+1
EUR Indices Crédit	24-févr.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR Credit IG OAS	87 bp	-2	-10	-15
EUR Agences OAS	52 bp	-1	-5	-10
EUR Obligations sécurisées OAS	48 bp	-3	-4	-9
EUR High Yield Pan-européen OAS	294 bp	-2	-21	-24
EUR/USD Indices CDS 5a	24-févr.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
iTraxx IG	52 bp	+1	-1	-5
iTraxx Crossover	285 bp	+6	-4	-29
CDX IG	48 bp	+2	+1	-1
CDX High Yield	303 bp	+11	+7	-9
Marchés émergents	24-févr.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	320 bp	+7	0	-6
Devises	24-févr.-25	-1sem (%)	-1m(%)	2025 (%)
EUR/USD	\$1.048	-0.048	-0.172	1.2
GBP/USD	\$1.264	0.135	1.266	1.0
USD/JPY	JPY 149	1.467	4.474	5.3
Matières Premières	24-févr.-25	-1sem (\$)	-1m(\$)	2025 (%)
Brent	\$74.2	-\$1.1	-\$3.4	-0.1
Or	\$2 941.1	\$44.5	\$170.5	12.1
Indices Actions	24-févr.-25	-1sem (%)	-1m(%)	2025 (%)
S&P 500	6 013	-1.67	-1.44	2.2
EuroStoxx 50	5 461	-1.07	4.62	11.5
CAC 40	8 117	-0.88	2.39	10.0
Nikkei 225	38 777	-0.95	-2.89	-2.8
Shanghai Composite	3 373	0.51	3.70	0.6
VIX - Volatilité implicite	18.21	23.29	22.63	5.0
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 ...24/02/2025

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