



Document destiné exclusivement aux investisseurs professionnels
Achévé de rédiger le 18/12/2023

DÉCEMBRE 2023

LA LETTRE DU CIO



Ibrahima Kobar, CFA

Directeur des gestions taux et des recherches

Powell en Père Noël

On a rarement vu une telle accélération baissière sur les marchés de taux hors des périodes de crise financière. Le message de Jerome Powell, à l'issue du FOMC du 13 décembre, a semblé valider les anticipations de baisses des taux déjà bien ancrées dans les marchés. La situation conjoncturelle des États-Unis reste pourtant enviable et les prévisions de la Fed le confirment. Les blocages politiques au Congrès ont peut-être pesé dans la balance alors que des tensions sont réapparues sur le marché du repo américain comme un signe avant-coureur du risque de refinancement du Trésor pour l'année 2024. La désinflation seule ne saurait expliquer une telle détente du 10 ans qui passe sous le seuil des 4%. En zone euro, l'heure est encore au resserrement monétaire malgré une croissance atone, sans gains de productivité, qui fait craindre un épisode de stagflation. Le PEPP sera réduit de 7,5 Mds € par mois à compter de juillet prochain. Cela retarde peut-être la capacité de la BCE à agir sur les taux même si la Fed a clairement ouvert la porte à un cycle d'allègement.

La perspective de baisses des taux a fait s'envoler les marchés d'actifs risqués. La baisse du dollar, baromètre de l'aversion pour le risque, a alimenté ce rebond généralisé. Les actions, notamment les segments délaissés de la cote depuis le début de 2023, ont fortement rebondi. Les investisseurs semblent se repositionner sur l'Europe et les petites valeurs. Le T-note a plongé sous 4% alors que le Bund tutoie les 2%. Les spreads souverains, notamment le BTP italien, ont aussi bien accueilli l'annonce d'un amortissement progressif du PEPP. Le crédit participe également à l'embellie notamment le high yield dont le resserrement depuis le point haut d'octobre dépasse les 100 pb. Il reste à espérer que l'année 2024 ne viendra pas invalider les espoirs des marchés financiers.

VUES ECONOMIQUES

Trois thématiques pour les marchés

1- Politique monétaire

Le biais accommodant de la Fed s'est renforcé à l'issue du FOMC de décembre. Jerome Powell ne s'est pas opposé aux anticipations de marché et les projections du FOMC préfigurent trois baisses de taux en 2024. Les risques d'inflation sont jugés équilibrés.

En zone euro, la BCE doit composer avec l'environnement créé par la Fed et la pression des marchés. Cependant, elle procédera à la réduction du PEPP à partir de juillet 2024.

La BoE a laissé son taux inchangé compte tenu du niveau encore élevé de l'inflation.

2- Inflation

L'inflation américaine se modère à 3,1% en novembre. L'inflation des biens est revenue à zéro, mais les prix des services, notamment le logement, restent incompatibles avec un retour pérenne de l'inflation à 2%.

En zone euro, l'inflation est tombée à 2,4% en novembre. Les prix de l'énergie y contribuent grandement. L'inflation sous-jacente est à 3,6%. Les mesures de plafonnement du coût de l'énergie vont toutefois subir un coup de rabot en 2024.

En Chine, les surcapacités industrielles et la baisse des prix alimentaires maintiennent l'inflation proche de 0%.

3- Croissance

La croissance américaine ralentira à 1,4%, au T4, après un solide T3 (+5,2%). Le soutien budgétaire devrait se réduire l'an prochain mais l'atterrissage en douceur du cycle reste le scénario central.

La stagnation perdure en zone euro après une contraction de 0,1 % au T3. Le resserrement des conditions financières et le manque d'impulsion budgétaire pèsent sur la demande interne européenne.

En Chine, le gouvernement privilégie pour 2024 l'industrie au détriment de la demande interne.

POINTS MACROECONOMIQUES

Etats-Unis

Etats-Unis	2023				2024				2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
PIB (gl. trim annualisé)										
Ostrum	2.2	2.1	5.2	1.4	1.0	1.0	2.3	2.5	2.5	1.9
Consensus				1.1	0.4	0.2	1.0	1.6	2.4	1.3
Inflation										
Ostrum	5.8	4.1	3.6	3.3	3.0	2.7	2.5	2.8	4.2	2.8
Consensus				3.3	3.0	2.8	2.6	2.4	4.4	2.7
Inflation sous jacente										
Ostrum	5.6	5.2	4.4	4.0	3.4	2.7	2.6	2.6	4.8	2.8

- L'économie américaine devrait connaître un ralentissement jusqu'au T2 2024. En revanche, la récession ne fait pas partie de notre scénario central. La consommation au 4^{ème} trimestre devrait décélérer par rapport au 3^{ème} trimestre. Les stocks réduiront la croissance de près d'1pp. Le solde extérieur est un peu moins favorable à court terme. En revanche, l'investissement devrait s'améliorer.
- Le déficit fédéral va se réduire l'an prochain avec la taxation plus forte des ménages au T2 notamment. La remontée des marchés engendre des plus-values taxables. Toutefois, il n'a pas de réduction volontariste du déficit. La hausse des taxes sur les ménages devrait transitoirement peser sur la consommation.
- Les risques de crise financière apparaissent contenus. Le bilan des ménages reste sain. Attention toutefois au secteur non-bancaire peu régulé.
- Le taux de chômage devrait remonter à mesure que les créations d'emploi se modèrent. La Fed « aimerait » sans doute voir le chômage remonter vers 4,5% pour atténuer les pressions internes sur les prix. La hausse de la population active est toutefois bénéfique.
- La désinflation se poursuit. L'inflation sous-jacente diminuerait vers 2,6% fin 2024. Le poste des coûts du logement reste clé pour la politique monétaire. Les chocs d'inflation potentiels pour 2024 sont une politique plus restrictive de l'OPEP (baisse plus forte des quotas au T1), effet climatique sur les prix alimentaires.

Zone euro

Zone Euro	2023				2024				2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
PIB (gl. trim)										
Ostrum	0.0	0.2	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
Consensus				0.0	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
Inflation										
Ostrum	8.0	6.2	5.0	2.9	2.9	2.8	2.6	2.5	5.5	2.7
Consensus				3.2	3.0	2.9	2.5	2.2	5.8	2.6
Inflation sous jacente										
Ostrum	5.5	5.5	5.2	3.8	3.5	3.2	2.8	2.5	5.0	3.0

- La croissance est atone en zone Euro. La demande interne est affectée par l'impact de plus en plus important du fort resserrement monétaire de la BCE et le maintien d'une inflation élevée tandis que le commerce extérieur pâtit de la faible demande mondiale.
- Les enquêtes réalisées auprès des chefs d'entreprises ne montrent pas d'amélioration et ne permettent pas d'exclure une légère contraction du PIB en T4 (après -0,1% en T3) et ainsi une récession technique au 2^{ème} semestre 2023.
- Si le taux de chômage reste sur des plus bas historiques (6.5% en octobre) en zone Euro, les créations d'emplois ralentissent et le taux de chômage commence à augmenter dans certains pays. La composante emploi des enquêtes réalisées auprès des chefs d'entreprises s'est nettement infléchie. Face à la baisse de leurs commandes, les chefs d'entreprises deviennent plus prudents en matière d'embauche.
- Les salaires devraient ralentir plus lentement que l'inflation ce qui permettra de compenser en partie l'impact de la moindre dynamique du marché de l'emploi. Les salaires négociés progressaient encore de 4.7% en T3 sur un an contre 4.4% en T2.
- L'investissement des entreprises devrait néanmoins continuer de bénéficier des fonds de NextGeneration EU et de la nécessité d'investir dans les énergies renouvelables.
- Une lente reprise devrait s'amorcer en 2024 et plus particulièrement au 2^{ème} semestre en raison d'un impact moins important du resserrement monétaire opéré par la BCE, d'une hausse des revenus réels et d'un raffermissement du commerce mondial.

- L'inflation va ralentir mais demeurer encore élevée. Elle ne bénéficiera plus de la forte contribution négative de l'énergie, les gouvernements vont arrêter les mesures visant à contenir la hausse des prix énergétiques et les salaires devraient se modérer que lentement.

Chine

Chine	2023				2024				2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
PIB (gl. trim)										
Ostrum	2.3	0.5	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	5.3	5.0
Consensus				1.0	1.2	1.2	1.2	1.1	5.2	4.5
Inflation										
Ostrum	1.3	0.6	0.0	0.8	1.4	1.6	1.9	1.9	0.7	1.7
Consensus				0.4	0.9	1.2	1.4	1.8	0.8	1.3

- Nous avons été plus optimistes que le consensus sur la croissance chinoise et nous avons eu raison. Nos prévisions de croissance sont restées inchangées tout au long de l'année, contrairement aux nombreuses révisions haussières du consensus, qui désormais convergent vers notre prévision de 5,2 % pour 2023. La nouvelle cible de croissance pour 2024 fixée par les autorités déterminera l'ampleur du soutien budgétaire et monétaire à l'économie. C'est un point sur lequel il faudra être vigilant, notamment à cause des élections présidentielles à Taiwan l'année prochaine.
- Pour 2024, nous tablons sur une croissance autour de 5 %, supérieure à la prévision du consensus. En effet, l'activité chinoise montre des signaux de stabilisation en cette fin d'année. La reprise reste tirée par la consommation des services. L'investissement manufacturier et en infrastructures se raffermissent, se substituant à l'investissement immobilier.
- L'immobilier constitue toujours un frein à la reprise mais le récent revirement des autorités chinoises, privilégiant désormais un soutien financier aux promoteurs immobiliers, devrait permettre de limiter son impact négatif sur la croissance.
- Les politiques économiques seront également un soutien à l'activité. Les 3 priorités d'actions du gouvernement sont désormais: le secteur immobilier, le secteur privé et celui des investissements directs à l'étranger.
- Un environnement de taux d'intérêt bas se profile afin de soutenir le secteur privé. Les injections de liquidités pour éviter les épisodes de cash squeeze liés aux importantes émissions de dette du gouvernement central devraient également permettre de maintenir les taux bas.
- Une grande partie des dépenses budgétaires (seulement 75 % du budget utilisé pour 2023) devrait continuer à se diffuser en 2024 constituant un important soutien à l'activité. Le déficit budgétaire, devrait atteindre 6,8 % du PIB en 2024.

POLITIQUE MONETAIRE

Divergence entre la Fed et la BCE

1- La Fed commence à évoquer des baisses de taux

Le 13 décembre, la Fed a laissé ses taux inchangés pour la 3^{ème} fois consécutive. Le point marquant a résidé dans le changement de ton significatif de la banque centrale suite au ralentissement plus fort qu'attendu de l'inflation. Les anticipations médianes d'inflation des membres du FOMC ont été revues en baisse en 2023 et dans une moindre mesure en 2024 et 2025 (à 2,8%, 2.4% et 2.1% respectivement). Les membres du FOMC anticipent en moyenne 3 baisses de taux en 2024 alors qu'en septembre ils prévoyaient une nouvelle hausse fin 2023 (qui n'a pas eu lieu) et 2 baisses de taux en 2024. Jerome Powell a été plus loin dans la conférence de presse en signalant que des discussions avaient porté sur le moment où il serait approprié de baisser les taux. Nous attendons désormais 4 baisses de taux des Fed funds en 2024, la 1^{ère} ayant probablement lieu au 2^{ème} trimestre.

Dates FOMC	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	5.50		5.5	0
31-janv.-24	5.50	0	5.31	19
20-mars-24	5.50	0	5.14	36
1-mai-24	5.25	-25	4.92	33
12-juin-24	5.25	0	4.69	56
31-juil.-24	5.00	-25	4.49	51
Source: Bloomberg, Ostrum AM				

2- La BCE ne baisse pas la garde

La BCE a laissé ses taux inchangés pour la 2^{ème} fois consécutive en décembre. Elle a revu en baisse ses anticipations d'inflation en 2023 et 2024 (à 5,4% et 2,7% respectivement) et dans une moindre mesure celles concernant l'inflation sous-jacente (5% et 2,7%). L'inflation sous-jacente en 2025 a été révisée en hausse à 2,3%. Les perspectives de croissance ont également été revues en baisse (0,6% en 2023 et 0,8% en 2024). Christine Lagarde a été très claire : le travail n'est pas encore terminé en matière de lutte contre l'inflation et ce n'est pas du tout le moment de baisser la garde. La banque centrale suivra avec attention les données concernant les salaires et les profits unitaire au cours du 1^{er} semestre 2024. Des baisses de taux n'ont pas été discutées. La BCE a annoncé des changements sur le PEPP. Alors que les réinvestissements des tombées devaient se poursuivre jusqu'à la fin 2024 au moins, la Banque centrale a décidé de ne réinvestir que la moitié au 2^{ème} semestre (au rythme de 7,5 Mds d'euros en moyenne par mois) et d'y mettre un terme fin 2024. Nous anticipons 3 baisses de taux de la BCE en 2024, la 1^{ère} ayant probablement lieu au 2^{ème} trimestre, après la Fed.

Dates BCE	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	4.00		3.90	10
25-janv.-23	4.00	0	3.88	12
7-mars-24	4.00	0	3.79	21
11-avr.-24	4.00	0	3.55	45
6-juin-24	3.75	-25	3.25	50
18-juil.-24	3.75	0	2.95	80
Source: Bloomberg, Ostrum AM				

NOS ATTENTES DE MARCHE

Previsions Ostrum	19-déc.-23	T1 24	T4 24
Fed funds	5.5 %	5.50	4.50
Etats-Unis T-note 10 ans	3.91 %	3.80	3.75
Etats-Unis T-note 2 ans	4.44 %	4.25	3.00
Courbe 2 - 10 ans (pb)	-53 pb	-45	75
BCE Taux de dépôt	4 %	4.00	3.25
Allemagne Bund 10 ans	2.03 %	2.25	2.30
Allemagne Schatz 2 ans	2.53 %	2.50	2.00
Courbe 2 - 10 ans (pb)	-50 pb	-25	30
France OAT 10 ans	52 pb	60	55
Italie BTP 10 ans	164 pb	175	190
Inflation Zone euro 10 ans (swap)	213 pb	220	220

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Taux américains : la Fed va entamer un cycle d'assouplissement en 2024. Les taux d'intérêt devraient tendre vers 3,75% en fin d'année 2024 malgré une tension probable en raison du refinancement du trésor.
- Taux européens : le Bund devrait se normaliser quelque peu au premier trimestre, la BCE étant réticente à agir aussi rapidement qu'anticipé par les marchés.
- Spreads souverains : une réduction plus tardive qu'anticipé du PEPP et la perspective de baisse des taux atténuent la pression liée aux finances publiques dégradées.
- Inflation zone euro : les points morts semblent ancrés à des niveaux légèrement supérieurs aux cibles des Banques centrales.

Previsions Ostrum	18-déc.-23	T1 24	T4 24
Euro Swap Spread 10 ans	49.7 pb	50	45
Euro Investment Grade (spread contre Bund)	138 pb	145	145
Euro High Yield (spread contre Bund)	401 pb	450	475
Euro High Yield BB (spread contre Bund)	270 pb	300	325
Euro-dollar	1.093	1.10	1.10
Euro Stoxx 50	4 521	4 352	4 516
Dette souveraine émergente (spread contre Treasuries)	389 pb	380	425

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Crédit euro: les spreads de crédit devraient rester stables. Le high yield devrait être marqué par une tendance à la décompression.
- Change : l'euro devrait se maintenir autour d'1,10 \$ en raison de la faible croissance en zone euro.
- Actions : les marges en baisse seront compensées par des multiples plus élevés.
- Dette émergente : les spreads bénéficient de l'allègement monétaire de la Fed.

Source : Ostrum AM. Les analyses et les opinions mentionnées 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.

Achévé de rédiger le 18/12/2023

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, un label 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.

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.

Pour obtenir un résumé des droits des investisseurs dans la langue officielle de votre juridiction, veuillez consulter la section de documentation légale du site web (im.natixis.com/intl/intl-fund-documents)

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, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique

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.

Natixis Investment managers peut décider de cesser la commercialisation de ce fonds conformément à la législation applicable



www.ostrum.com

 Ostrum
ASSET MANAGEMENT

Un affilié de  NATIXIS
INVESTMENT MANAGERS