



LA LETTRE DU CIO



Ibrahima Kobar, CFA

Directeur des gestions, Ostrum Asset Management

Le dollar fort comme un défi à l'expansion des BRICS

En cette fin d'été, l'économie américaine semble faire cavalier seul, alors que les enquêtes pointent à la baisse en Europe et que la Chine reste confrontée aux conséquences durables de l'effondrement de son secteur immobilier. Cette situation se traduit par un dollar toujours plus fort. La force du billet vert peut sembler paradoxale à l'heure où l'élargissement des BRICS à 11 pays vise une plus grande intégration de cette partie du monde et une moindre dépendance au dollar. De fait, les sorties de capitaux de Chine s'intensifient et le yuan plonge.

La période de septembre-octobre a souvent été marquée par des turbulences financières. Les Banques centrales, à l'exception de la Chine, restent confrontées à une inflation bien plus élevée que leurs cibles. Les risques sur la stabilité des prix se sont accrus avec le rebond du pétrole à 90 \$ le baril de Brent et la pression climatique sur les prix alimentaires. Les conflits sociaux (automobile aux États-Unis, GNL en Australie) nous rappellent l'inertie des revendications salariales. L'inflation n'est pas encore maîtrisée. Ainsi, les Banques centrales maintiendront des taux d'intérêt élevés jusqu'au milieu de 2024.

La remontée des taux est plus forte aux États-Unis (4,20 % sur le 10 ans). La posture de la Fed et les besoins de refinancement de l'État pèsent sur le marché des Treasuries. Le Bund (autour de 2,60 %) reste plombé par une conjoncture médiocre en zone euro. Le marché obligataire devra toutefois digérer la contraction du bilan de la BCE. Les spreads de crédit risquent d'être affectés par la conjoncture et le durcissement monétaire, alors que les actions européennes, sans tendance depuis février, restent suspendues à la capacité des entreprises à maintenir leurs marges bénéficiaires.

VUES ECONOMIQUES

Trois thématiques pour les marchés

1- Politique monétaire

Jackson Hole, la Fed et la BCE ont confirmé leur biais restrictif.

La Fed devrait procéder à une dernière hausse de taux cette année, malgré des divergences de vues au sein du FOMC.

La BCE a procédé à une dernière hausse à 4 % et maintiendra un statu quo durable pour infléchir l'inflation.

À contre courant, la Chine a baissé plusieurs de ses principaux taux d'intérêt, ainsi que le taux de réserves obligatoires, afin de soutenir son secteur de l'immobilier.

2- Inflation

Cet été a été marqué par un regain d'inflation, lié au rebond des prix de l'énergie.

Aux États-Unis, l'inflation a augmenté à 3,2 % en juillet, inversant sa tendance baissière qui prévalait depuis juin 2022.

En zone euro, l'inflation est restée au-dessus de 5 %. L'inertie des salaires en zone euro devrait maintenir l'inflation sous-jacente à un niveau élevé.

En Chine, l'inflation reste très faible à 0,1 % pour le mois d'août. En Asie, la hausse des prix du riz est notable.

3- Croissance

Le différentiel de croissance reste en faveur des États-Unis, expliquant la force du dollar.

La croissance américaine reste tirée par la consommation, soutenue par la résilience du marché du travail.

Si la zone euro a évité la récession en première partie de l'année, la détérioration des perspectives d'emploi rend la dynamique plus incertaine.

En Chine, les derniers indicateurs conjoncturels du mois d'août indiquent une stabilisation de l'activité. Toutefois, le secteur immobilier reste un frein à la reprise.

POINTS MACROECONOMIQUES

Zone euro

Zone Euro	2023				2024				2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
PIB (gl. trim)										
Ostrum	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.6	1.1
Consensus			0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.6	0.9
Inflation										
Ostrum	8.0	6.2	5.2	4.0	3.8	3.5	3.3	3.0	5.8	3.4
Consensus			5.0	3.3	3.0	2.9	2.5	2.4	5.6	2.7
Inflation sous jacente										
Ostrum	5.5	5.5	5.4	4.3	4.0	3.5	3.3	3.0	5.2	3.5

- La zone euro s'est révélée résiliente face au choc énergétique. Elle n'a pas connu de récession, la croissance est restée atone au tournant de l'année. Cela résulte des mesures prises par les gouvernements et du rebond de la demande post-covid dans les services. La croissance est restée faible au 2^e trimestre (0,1 %), les ménages restent affectés par le maintien d'une inflation élevée.
- Les performances sont contrastées. La croissance allemande a été atone en T2 après avoir connu une récession. Elle pâtit de sa plus grande dépendance à l'énergie russe avant la guerre en Ukraine, du poids plus important du secteur manufacturier dans son économie et de sa plus forte dépendance au commerce extérieur, plus spécifiquement avec la Chine dont la croissance est décevante.
- La demande interne reste affectée par les pertes de pouvoir d'achat et l'impact progressif du fort resserrement monétaire de la BCE. Parmi les plus grandes économies de la zone euro, seule l'Espagne a vu sa demande interne rebondir en T2.
- L'ensemble des enquêtes se sont détériorées cet été, révélant une diffusion de la faiblesse du secteur manufacturier à celui des services. La production et les nouvelles commandes se contractent. Dans ce contexte, les chefs d'entreprises deviennent plus prudents et cessent d'accroître leurs effectifs selon les enquêtes. Le marché du travail, qui restait robuste, devrait ainsi perdre de l'allant.
- L'investissement des entreprises devrait continuer de bénéficier des fonds de NextGeneration EU et de la nécessité d'investir dans les énergies renouvelables.
- Dans ce contexte, nous révisons à la baisse nos prévisions pour T3 et T4. La croissance devrait de nouveau se contracter en Allemagne et ralentir dans les autres pays.

Etats-Unis

Etats-Unis	2023				2024				2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
PIB (gl. trim annualisé)										
Ostrum	2.0	2.1	3.0	0.9	1.0	2.0	2.3	2.5	2.2	1.8
Consensus			2.0	0.4	0.1	0.9	1.4	1.8	2.0	0.9
Inflation										
Ostrum	5.8	4.0	3.0	2.9	2.7	2.3	2.4	2.6	3.9	2.5
Consensus			3.5	3.2	2.7	2.6	2.5	2.4	4.1	2.5
Inflation sous jacente										
Ostrum	5.6	5.2	4.2	3.9	3.2	2.5	2.5	2.4	4.7	2.7

- L'économie américaine connaît une croissance étonnamment forte depuis le début de l'année. L'emploi ralentit plus graduellement qu'attendu et le soutien fédéral est plus fort.

- Le 3T 2023 s'annonce solide après les ventes au détail de juillet. La désinflation soutient la demande, d'autant que les hausses de salaires sont plus inertes. Un contrecoup est probable au 4T 2023 avec la reprise des remboursements de dette étudiante (- 0,2/0,3 pp de revenu disponible affectant 43 millions d'Américains). Les taux de défauts sur les prêts à la consommation se normalisent aussi.
- L'investissement logement reprend après une longue période de contraction. Cela crée des besoins de consommation (équipement, meubles).
- Le déficit public s'accroît avec la baisse de la collecte des impôts des ménages (moindres plus-values réalisées en 2022). Le déploiement du CHIPS Act induit aussi une hausse des dépenses fédérales. Les dépenses en équipement des entreprises stagnent, à l'exception de la technologie. L'accélération des investissements dans l'IA devrait se traduire par davantage d'investissements en R&D.
- Le commerce extérieur devrait pâtir de la vigueur de la consommation, mais les exportations de produits énergétiques constituent une source de croissance.

Chine

China	2023				2024				2023	2024
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4		
GDP (QoQ ar)										
Ostrum	2.2	0.8	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	5.2	4.9
Consensus			1.0	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	5.1	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			0.0	0.7	1.3	1.6	1.8	1.8	0.6	1.6

- L'activité économique chinoise a ralenti cet été. La crise immobilière et le manque de visibilité sur les perspectives du marché du travail ont pénalisé le moral et les dépenses des ménages chinois.
- La crise immobilière s'est propagée à l'ensemble de l'économie et des marchés financiers, détériorant le sentiment des investisseurs.
- Ainsi, la Chine a décidé de baisser le taux d'emprunt de la majorité des 38,6 trillions CNY de prêts immobiliers. Cette mesure devrait concerner 90 % des prêts correspondant à ceux des primo-accédants. Le taux de dépôt devrait également être abaissé, afin de préserver les marges des banques commerciales.
- Cette mesure permet un transfert aux ménages et est équivalent à -10 pnb de baisse du taux à 1 an de la facilité de prêt de moyen terme.
- En ajoutant les précédentes baisses de taux, l'effet sur la croissance chinoise devrait se matérialiser au cours des prochains trimestres.
- Nous avons donc revu à la baisse notre prévision de croissance pour le T3 et prévoyons un rebond graduel de la croissance.
- Cependant, pour relever significativement nos prévisions de croissance, la Chine doit restructurer la dette des véhicules de financement des gouvernements locaux. Leur rôle va bien au-delà du financement des infrastructures. Ces derniers ont des ramifications dans les entreprises non financières chinoises générant des vulnérabilités financières supplémentaires.
- Le ralentissement cyclique et structurel devrait amener la Chine à mener la réforme budgétaire des gouvernements locaux et des entreprises d'État.
- La PBoC a réduit le taux de réserves obligatoires moyen à 7,4 % en septembre.

POLITIQUE MONETAIRE

Dernière hausse de taux avant un statu quo prolongé

1- Fed : + 25 pb en septembre et statu quo jusqu'en T2 2024

La croissance plus forte que prévu, un marché de l'emploi qui ne ralentit que graduellement et une inflation encore supérieure à la cible suivie devraient amener la Fed à relever une dernière fois ses taux, lors de la réunion du 20 septembre. Par la suite, elle devrait les maintenir à ce niveau restrictif suffisamment longtemps pour permettre à l'inflation de revenir à moyen terme vers les 2 %. Nous n'anticipons pas de baisses de taux de la Fed avant le 3^e trimestre 2024.

Dates FOMC	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	5.50		5.5	0
20-sept.-22	5.75	+25	5.34	41
1-nov.-23	5.75	0	5.42	33
14-déc.-23	5.75	0	5.44	31
31-janv.-24	5.75	0	5.41	34
15-mars-24	5.75	0	5.34	41
2-mai-24	5.75	0	5.24	51
15-juin-24	5.75	0	5.11	64
Source: Bloomberg, Ostrum AM				

2- BCE : Une dernière hausse de taux pour juguler l'inflation

En dépit du resserrement monétaire sans précédent opéré par la BCE (+ 425 pb de hausses de taux en 1 an), l'inflation en zone euro reste encore bien supérieure à la cible de 2 % (5,3 % en août) et l'inflation sous-jacente ne ralentit que trop lentement (5,3 %). Cela est dû principalement aux tensions dans le secteur des services liées aux hausses de salaires. C'est la raison pour laquelle la BCE a relevé ses taux le 14 septembre. Nous considérons qu'il s'agira de la dernière hausse de taux.

Dates BCE	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	4.00		3.83	17
26-oct.-23	4.00	0	3.92	8
14-déc.-23	4.00	0	3.93	7
1-févr.-24	4.00	0	3.62	38
7-mars-24	4.00	0	3.83	17
11-avr.-24	4.00	0	3.79	21
6-juin-24	4.00	0	3.68	33
Source: Bloomberg, Ostrum AM				

3- Divergence de politique monétaire

La Banque d'Angleterre devrait encore relever ses taux de 50 pb d'ici la fin de l'année, en raison d'une inflation encore trop élevée, la Banque du Japon maintient une politique de taux d'intérêt négatif tant qu'elle ne sera pas assurée d'une hausse durable des salaires et de l'inflation et la Chine assouplit sa politique monétaire en raison du ralentissement de la croissance et d'une inflation quasiment nulle.

NOS ATTENTES DE MARCHÉ

Previsions Ostrum	15-sept.-23	T4 23
Fed funds	5.5 %	5.75
Etats-Unis T-note 10 ans	4.31 %	4.10
Etats-Unis T-note 2 ans	5.03 %	4.75
Courbe 2 - 10 ans (pb)	-71 pb	-65
BCE Taux de dépôt	4 %	4.00
Allemagne Bund 10 ans	2.64 %	2.50
Allemagne Schatz 2 ans	3.19 %	3.00
Courbe 2 - 10 ans (pb)	-55 pb	-50
France OAT 10 ans	54 pb	60
Italie BTP 10 ans	177 pb	195
Inflation Zone euro 10 ans (swap)	265 pb	260

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Taux américains : La Fed devrait relever ses taux à 5,75 % et les laisser inchangés jusqu'à la mi-2024. Les rendements des bons du Trésor devraient baisser à 4,10 % d'ici la fin de l'année..
- Taux européens : la BCE maintiendra le statu quo à 4 % sur le taux de dépôt jusqu'au milieu de l'année 2024. Les rendements du Bund devraient évoluer latéralement dans un contexte de ralentissement de la croissance économique.
- Spreads souverains : les spreads sont serrés compte tenu du contexte difficile pour les finances publiques en France et en Italie. Les notations pourraient être sous pression.
- Inflation zone euro : le resserrement monétaire de la BCE et la baisse des prévisions d'inflation à moyen terme devraient peser sur les points morts d'inflation dans les mois à venir.

Previsions Ostrum	15-sept.-23	T4 23
Euro Swap Spread 10 ans	59.9 pb	55
Euro Investment Grade (spread contre Bund)	151 pb	155
Euro High Yield (spread contre Bund)	437 pb	480
Euro High Yield BB (spread contre Bund)	312 pb	365
Euro-dollar	1.066	1.07
Euro Stoxx 50	4 322	4 209
Dette souveraine émergente (spread contre Treasuries)	418 pb	425

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Crédit euro: Les spreads de crédit devraient s'écarter légèrement avec le primaire et la ralentissement économique. Les spreads de high yield s'élargiront également avec une tendance à la décompression en raison des valorisations du segment de notations B.
- Change : l'euro devrait se maintenir autour de 1,07 \$, le resserrement monétaire étant compensé par la faiblesse de la croissance et la dégradation des termes de l'échange.
- Actions : dérive latérale en fin d'année, reflétant un second semestre plus incertain sur les marges.
- Dette émergente : Les spreads sont en ligne avec nos cibles de fin d'année.

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 15/09/2023

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



Un affilié de  NATIXIS
INVESTMENT MANAGERS