



Document destiné exclusivement aux investisseurs professionnels  
Achevé de rédiger le 12/04/2024

**Avril 2024**

## LA LETTRE DU CIO



**Ibrahima Kobar, CFA**

Directeur des gestions taux et des recherches

### Les promesses n'engagent que ceux qui les écoutent ?

La plupart des enquêtes conjoncturelles indiquent un réchauffement de l'activité depuis le début de l'année. La croissance américaine se situe à son potentiel. L'impasse budgétaire a été résolue, de sorte que le risque de *shutdown* est écarté jusqu'à la fin de l'année fiscale en septembre. La campagne électorale américaine, qui s'annonce délétère, crée toutefois de l'incertitude à l'horizon de la fin d'année. La croissance en zone euro reste très hétérogène. L'Allemagne est en contraction. En France et en Italie, le dérapage des finances publiques requiert désormais un tour de vis budgétaire. À l'opposé, l'Espagne et le Portugal accélèrent. La croissance chinoise montre des signes d'amélioration. Le recentrage sur la politique industrielle est le moteur du rebond des exportations, alimenté par la faiblesse du yuan. Cette stratégie mercantiliste exposera la Chine au protectionnisme américain, voire européen.

La fin de trimestre est toujours propice à des rééquilibrages de portefeuille. Les taux sont remontés par suite de publications d'inflation moins favorables à un scénario d'allègement monétaire marqué. Le T-note est revenu au-delà de 4,30 %, ce qui suscite des intérêts acheteurs. Le Bund s'échange autour de 2,40 %. La remontée des spreads souverains, menée par l'OAT française et le BTP italien, traduit des prises de profit, ainsi que le risque d'une dégradation des notations.

La performance des actifs risqués s'est révélée exceptionnelle au 1<sup>er</sup> trimestre. Les actions affichent des rentabilités proches de 10 % avec une volatilité réduite. Cependant, les marges bénéficiaires ont probablement atteint leur sommet. Parallèlement, les spreads de crédit présentent moins de potentiel de resserrement additionnel après un très bon début d'année 2024. Le risque spécifique resurgit dans l'univers high yield, mais le taux de défaut reste réduit.

## VUES ECONOMIQUES

### Trois thématiques pour les marchés

#### 1- Politique monétaire

Les anticipations de taux continuent de fluctuer, mais sont généralement conformes au discours des Banquiers centraux.

La Fed devrait procéder prochainement à une réduction des Fed funds après une révision du rythme du QT en mai.

La BCE reste attentive à l'évolution des salaires qui demeure incompatible avec un retour pérenne à l'objectif de 2 %.

La Chine poursuit sa politique d'allègement monétaire, alors que la BoJ a mis un terme aux taux négatifs en mars.

#### 2- Inflation

L'inflation revient lentement vers les cibles.

Aux États-Unis, l'inflation se situe à 3,5 % en mars. L'inflation sous-jacente s'est stabilisée sous 4 %, depuis le mois d'octobre, malgré l'inertie des loyers. Le déflateur est toutefois proche de la cible à 2,5 %.

En zone euro, l'inflation a ralenti à 2,4 %, selon l'estimation flash de mars. L'indice sous-jacent passe sous 3 %.

À l'inverse, en Chine, l'inflation reste inférieure à 1 %. La baisse des prix alimentaires se poursuit.

#### 3- Croissance

Le secteur manufacturier mondial montre des signes encourageants en ce début d'année.

L'économie américaine évolue proche de son potentiel au T1.

La zone euro émerge enfin d'une période de stagnation prolongée. Les enquêtes décrivent une embellie centrée sur les économies du sud.

En Chine, l'activité se stabilise, grâce au secteur des services et à un rebond des exportations aidées par un yuan faible.

Le Japon et le Royaume-Uni sont en croissance modérée.

## POINTS MACROECONOMIQUES

### Etats-Unis

Etats-Unis	2024				2025				2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
<b>PIB (gl. trim annualisé)</b>										
Ostrum	2.0	1.0	2.0	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0	2.5	2.0
Consensus	2.0	1.4	1.2	1.5	1.8	2.0	2.0	1.9	2.4	1.7
<b>Inflation</b>										
Ostrum	3.0	2.7	2.5	3.0	2.8	2.6	2.4	2.3	2.8	2.5
Consensus	3.2	3.0	2.8	2.7	2.5	2.3	2.3	2.4	2.9	2.4
<b>Inflation sous jacente</b>										
Ostrum	3.8	2.9	2.9	3.0	2.6	2.4	2.2	2.0	3.1	2.3

- La croissance américaine est restée forte en fin d'année, avec 3,4 % de croissance au 4<sup>e</sup> trimestre. La consommation et les dépenses publiques tirent la demande interne. L'investissement (équipement, R&D) est révisé en hausse. Le 1<sup>er</sup> trimestre devrait être proche de 2 %. À fin mars, la Fed d'Atlanta estime le T1 2024 à 2,3 %.
- Le déficit fédéral devrait avoisiner 1 600 Mds \$ en 2024. Le risque de fermeture du gouvernement a été évité jusqu'à la fin de l'année fiscale. Les aides militaires (Ukraine, Israël, Taiwan) n'ont pas été votées.
- Les risques de crise financière apparaissent contenus. L'épisode NYCB est une réplique de Signature Bank et non un signe avant-coureur d'une crise bancaire.
- Le bilan des ménages reste sain. Attention toutefois à la remontée des défauts sur les cartes de crédit. La charge d'intérêt est au-dessus du billion de dollars annuel.
- Le taux de chômage demeure sous son niveau d'équilibre (4-4,5 %). La Fed ne prévoit plus de remontée significative. L'immigration a amplifié la croissance. Un coup d'arrêt à l'immigration induirait de nouvelles tensions salariales.
- La désinflation se poursuit. L'inflation sous-jacente diminuera vers 3 % fin 2024. Le logement et l'énergie sont deux risques haussiers sur l'inflation, mais la Fed privilégie le déflateur moins pondéré en logement (2,5 % en février). La Fed facilitera aussi le refinancement du Trésor.

### Zone euro

Zone Euro	2024				2025				2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
<b>PIB (gl. trim)</b>										
Ostrum	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5	1.3
Consensus	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	1.5
<b>Inflation</b>										
Ostrum	2.6	2.7	2.6	2.8	2.8	2.6	2.6	2.7	2.7	2.6
Consensus	2.6	2.5	2.1	2.3	2.0	2.0	2.0	2.1	2.4	2.0
<b>Inflation sous jacente</b>										
Ostrum	3.1	2.9	2.9	2.9	2.9	2.8	2.7	2.8	2.9	2.8

- La croissance devrait rester quasiment atone au 1<sup>er</sup> trimestre 2023, avant de progressivement se raffermir.
- L'amorce d'une reprise est perceptible à travers l'amélioration des enquêtes réalisées auprès des chefs d'entreprises. Celle-ci est liée aux pays périphériques, Espagne et Italie notamment, qui bénéficient d'une hausse de leurs carnets de commandes.

- La France n'a en revanche pas trouvé de source d'impulsion et l'Allemagne reste pénalisée par les conséquences du choc énergétique, sa forte dépendance passée à l'énergie russe et la croissance décevante de la Chine, qui pèse sur les exportations germaniques.
- Les ménages vont bénéficier d'une hausse de leur revenu réel, compte tenu du fait que les salaires devraient progresser encore à un rythme soutenu dans un contexte d'inflation plus modérée. Associé au maintien d'un marché du travail tendu, cela sera un soutien à la consommation.
- La demande interne devrait également bénéficier d'une politique monétaire qui deviendra moins restrictive et les exportations d'un raffermissement du commerce mondial.
- En revanche, la politique budgétaire ne sera pas un soutien à la croissance. Après avoir été suspendues depuis 2020, les règles budgétaires ont été réinstaurées et une réforme a été adoptée. Le dérapage budgétaire de la France et de l'Italie nécessite des mesures de correction.
- L'inflation a nettement ralenti depuis octobre 2022 du fait principalement de la contribution très négative du prix du pétrole, suivi de la modération des prix de l'alimentation et des biens. En revanche, l'inflation dans les services s'est stabilisée depuis 5 mois à 4 %, reflétant les tensions salariales. L'inflation ne va plus bénéficier de la forte contribution négative des prix de l'énergie, les gouvernements arrêtent progressivement les mesures visant à contenir la hausse des prix énergétiques et les salaires devraient encore progresser à un rythme soutenu.

## Chine

Chine	2024				2025				2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
<b>PIB (gl. trim)</b>										
Ostrum	1.3	1.2	1.5	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	5.2	4.6
Consensus	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0	#N/A N/A	4.8	4.3
<b>Inflation</b>										
Ostrum	0.1	0.5	0.8	1.4	1.5	1.4	1.5	2.0	0.7	1.6
Consensus	0.3	0.4	0.6	1.3	1.5	1.4	1.4	2.0	0.6	1.6

- L'activité redémarre au T1 stimulée par l'activité des services et manufacturière (reprise des exportations mondiales).
- La PBoC prépare-t-elle un QE ?
- Les propos de Xi Jinping d'octobre dernier, mais qui n'ont été publiés que récemment, évoquent la possibilité pour la PBoC de négocier des obligations souveraines chinoises. Ces commentaires ont suscité de vives spéculations sur un prochain assouplissement monétaire.
- Nous pensons qu'il s'agit plutôt d'une volonté d'élargir la palette d'outils de la PBoC, afin de fournir des liquidités à l'économie, que d'un QE aux caractéristiques de la Fed et de la BCE. Les prêts de la PBoC aux banques commerciales sont devenus le principal instrument d'octroi de liquidités à l'économie. Les emprunts d'État ne représentent que 3 % du bilan de la Banque centrale.
- La PBoC dispose déjà de plusieurs instruments pour injecter des liquidités : la facilité de prêt de moyen terme et les taux de réserves obligatoires.
- Au regard du tournant accommodant pris en début d'année, à l'image de la baisse surprise de 50 pbb du taux de réserves obligatoires, nous pensons que la baisse des taux de réserves obligatoires reste d'actualité et que les négociations d'obligations souveraines se feront dans le cadre des opérations quotidiennes de la PBoC (OMO).

- La politique budgétaire devrait gérer le risque de la dette des gouvernements locaux, en coordination avec la politique monétaire, ainsi qu'à financer des projets d'infrastructures, notamment dans les zones rurales, dans le cadre de la modernisation du pays.
- L'inflation (- 0,8 % en janvier) a probablement atteint un point bas, ne constituant pas un problème sur le court terme. La cible d'inflation pour 2024 a été fixée à 3 %, afin d'ancrer les anticipations d'inflation.

## POLITIQUE MONETAIRE

### Vers une baisse des taux d'ici l'été de la Fed et de la BCE

#### 1- La Fed devrait réduire le rythme de son QT en mai puis réduire ses taux

Lors de la réunion du 20 mars, la Fed a revu significativement en hausse ses perspectives de croissance pour 2024 (2,1 % contre 1,4 % anticipé en décembre) et d'inflation sous-jacente (2,6 % contre 2,4 %) et revu en légère baisse ses anticipations de chômage (4 % contre 4,1 %). En dépit de ces révisions attestant le maintien d'une croissance robuste et d'une inflation plus forte que prévu, les membres du FOMC anticipent toujours en moyenne 3 baisses de taux directeurs cette année, mettant la Fed dans une situation inconfortable. Compte tenu du fait que Jerome Powell a indiqué que la modération du rythme du QT serait très rapidement annoncée, nous anticipons une modification du QT en mai et une 1<sup>re</sup> baisse des taux qui pourrait intervenir en juin.

Dates FOMC	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	<b>5.50</b>		<b>5.5</b>	<b>0</b>
1-mai-24	5.50	0	5.32	18
12-juin-24	<b>5.25</b>	<b>-25</b>	<b>5.28</b>	<b>-3</b>
31-juil.-24	5.25	0	5.19	6
18-sept.-24	<b>5.00</b>	<b>-25</b>	<b>5.08</b>	<b>-8</b>
7-nov.-24	5.00	0	5.01	-1
18-déc.-24	<b>4.75</b>	<b>-25</b>	<b>4.91</b>	<b>-16</b>

Source: Bloomberg, Ostrum AM

#### 2- La BCE s'apprête à baisser ses taux au mois de juin

La BCE a laissé ses taux inchangés pour la 5<sup>e</sup> fois consécutive en avril. Dans son communiqué, publié à l'issue de la réunion, un passage a été ajouté ouvrant la voie à une baisse des taux en juin, si les données publiées d'ici là renforcent davantage sa confiance dans le retour de l'inflation vers la cible de 2 %. La BCE a bien insisté sur le fait que ses décisions étaient dépendantes des données et qu'elle ne s'engageait pas à l'avance sur une trajectoire concernant les taux d'intérêt. La Banque centrale devrait baisser ses taux en juin, une fois connus les résultats des négociations salariales du printemps et pour bien appréhender dans quelle mesure les entreprises continuent d'absorber dans leurs marges une partie de la hausse des coûts salariaux. Nous anticipons 3 baisses de taux sur l'année. Dans le même temps, la contraction du bilan va s'accélérer à partir de juillet, la BCE ne réinvestissant alors que la moitié des tombées du PEPP (au rythme de 7,5 Mds d'euros en moyenne par mois), pour y mettre un terme fin 2024.

Dates BCE	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	<b>4.00</b>		<b>3.91</b>	<b>9</b>
11-avr.-24	4.00	0	3.90	10
6-juin-24	<b>3.75</b>	<b>-25</b>	<b>3.71</b>	<b>4</b>
18-juil.-24	3.75	0	3.61	15
12-sept.-24	<b>3.50</b>	<b>-25</b>	<b>3.42</b>	<b>8</b>
17-oct.-24	3.50	0	3.30	20
12-déc.-24	<b>3.25</b>	<b>-25</b>	<b>3.14</b>	<b>11</b>

Source: Bloomberg, Ostrum AM

## NOS ATTENTES DE MARCHÉ

Previsions Ostrum	12-avr.-24	T2 24	T4 24
Fed funds	5.5 %	5.25	4.75
Etats-Unis T-note 10 ans	4.52 %	4.00	4.00
Etats-Unis T-note 2 ans	4.89 %	4.25	3.75
Courbe 2 - 10 ans (pb)	-39 pb	-25	25
BCE Taux de dépôt	4 %	3.75	3.25
Allemagne Bund 10 ans	2.36 %	2.20	2.20
Allemagne Schatz 2 ans	2.87 %	2.60	2.10
Courbe 2 - 10 ans (pb)	-52 pb	-40	10
France OAT 10 ans	50 pb	47	50
Italie BTP 10 ans	141 pb	140	140
Inflation Zone euro 10 ans (swap)	227 pb	220	220

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Taux américains : la Fed semble résolue à réduire ses taux malgré l'inflation qui crée une incertitude sur la date de début du cycle monétaire. Le T-note devrait néanmoins revenir vers 4 %.
- Taux européens : le Bund (2,45 %) s'est tendu, dans le sillage des taux américains et malgré une baisse des taux de la BCE attendue en juin. Notre prévision de fin d'année se situe à 2,20 %. La pente de la courbe des taux devrait s'accroître.
- Spreads souverains : les spreads souverains se sont tendus avec le retour de la thématique de consolidation des finances publiques.
- Inflation zone euro : les points morts remontent légèrement en raison des tensions sur l'or noir.

Previsions Ostrum	11-avr.-24	T2 24	T4 24
Euro Swap Spread 10 ans	32.4 pb	30	30
Euro Investment Grade (spread contre Bund)	109 pb	115	125
Euro High Yield (spread contre Bund)	350 pb	375	425
Euro High Yield BB (spread contre Bund)	191 pb	225	290
Euro-dollar	1.074	1.09	1.10
Euro Stoxx 50	4 995	4 849	4 897
Dette souveraine émergente (spread contre Treasuries)	324 pb	360	375

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Crédit euro: les swap spreads ont rebondi sur le niveau de 30 pb ; la pénurie de collatéral s'est résorbée grâce au resserrement quantitatif. Le crédit IG présente des valorisations moins attrayantes, désormais.
- Change : l'euro replonge vers 1,07 \$, mais reste dans une fourchette étroite, sous 1,10 \$.
- Actions : la hausse impressionnante du début d'année devrait s'estomper, à mesure que les marges se tassent. Les multiples devraient s'équilibrer autour de 13,5x.
- Dette émergente : les spreads ont diminué au-delà de nos objectifs.

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 12/04/2024

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

 Ostrum  
ASSET MANAGEMENT

Un affilié de  NATIXIS  
INVESTMENT MANAGERS