



LA LETTRE DU CIO



Ibrahima Kobar, CFA

Directeur des gestions taux et des recherches

Le risque politique déterminant au second semestre

En l'espace de quelques semaines, le Royaume-Uni puis la France, ont annoncé des élections anticipées. On peut craindre des tensions sur les taux français et européens avant les échéances de fin d'année dont la Présidentielle américaine. Dans le monde émergent, les scrutins mexicain et sud-africain ont engendré une nette correction du peso et du rand.

Ainsi, le risque politique resurgit, alors que l'économie de la zone euro connaissait un début de reprise. L'activité se modère en revanche aux États-Unis, tout en restant conforme au potentiel. La croissance chinoise, soutenue par les exportations, est désormais soumise au réflexe protectionniste américain et européen.

La BCE a abaissé son taux de dépôt à 3,75 %, malgré des prévisions d'inflation revues en hausse en 2025. La BoC semble aussi démarrer un cycle d'assouplissement, mais d'autres Banques centrales sont plus prudentes (RBA, RBNZ). La Fed réduit l'ampleur des baisses de taux cette année, mais sa politique quantitative s'est déjà assouplie.

Cet environnement monétaire constitue un soutien aux actifs risqués, mais aussi une prise de risque sur l'inflation. Les taux longs ont probablement atteint leurs sommets de 2024 autour de 4,50 % aux États-Unis et 2,70 % sur le Bund. Les spreads souverains, réduits actuellement, sont de nouveau soumis au risque politique. Le crédit bénéficie du rétrécissement des swap spreads et le high yield présente des valorisations tendues, mais conformes au faible taux de défaut. Les indices des marchés d'actions restent tirés par quelques grandes valeurs américaines, qui masquent une performance sans relief des plus petites capitalisations. L'inflation permet toutefois de retarder la normalisation des marges.

VUES ECONOMIQUES

Trois thématiques pour les marchés

1- Politique monétaire

La BCE a procédé à une baisse des taux sans s'engager davantage, compte tenu des perspectives d'inflation relevées à l'horizon de 2025.

De son côté, la Fed projette 1 à 2 baisses de taux cette année, prenant acte de la lenteur de la désinflation.

La politique monétaire s'est assouplie au Canada, mais d'autres Banques centrales restent prudentes sur l'inflation.

La BoJ réduit progressivement son QE, afin de soutenir le yen et devrait relever ses taux de nouveau au second semestre.

2- Inflation

Après une première phase de désinflation rapide, la seconde se révèle plus lente, en raison notamment de tensions salariales.

Aux États-Unis, l'inflation tarde à revenir vers l'objectif. Elle diminue légèrement à 3,4 % en avril, l'indice sous-jacent ressortant à 3,6 %.

En zone euro, l'inflation a rebondi vers 2,6 % en mai. L'indice sous-jacent se situe à 2,9 %. L'inflation des services reste proche de 4 %.

En Chine, l'inflation reste quasi-nulle, 0,3 % en mai en raison de la faiblesse de la demande interne.

3- Croissance

Aux États-Unis, la croissance plus faible au 1er trimestre préfigure un retour au potentiel conforme à la normalisation observée sur le marché du travail. Le taux de chômage s'affiche à 4 % en mai.

Après un second semestre 2023 en contraction, la zone euro connaît une embellie, y compris en Allemagne. Le risque politique est préoccupant.

En Chine, la croissance a surpris favorablement au T1 2024, grâce aux exportations. L'escalade protectionniste constitue un frein potentiel à la reprise.

POINTS MACROECONOMIQUES

Etats-Unis

Etats-Unis	2024				2025				2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
PIB (gl. trim annualisé)										
Ostrum	1.3	2.0	2.0	2.0	1.5	1.5	2.0	2.0	2.4	1.7
Consensus	1.3	2.1	1.7	1.6	1.8	1.9	2.0	2.0	2.4	1.8
Inflation										
Ostrum	3.2	3.2	3.0	3.5	3.4	3.0	2.9	2.8	3.3	3.0
Consensus	3.2	3.4	3.1	3.0	2.6	2.4	2.3	2.3	3.2	2.4
Inflation sous jacente										
Ostrum	3.8	3.5	3.6	3.9	3.7	3.5	3.2	3.0	3.7	3.3

- La croissance américaine a ralenti à 1,3 % au 1^{er} trimestre. La consommation et l'investissement privé (hors stocks) restent cependant très solides. Les exportations ont baissé en mars, d'où la contribution négative du solde extérieur (- 0,9 pp entre janvier et mars). L'investissement en logement a bondi (+ 15,4 %). Les dépenses militaires affichent, en revanche, une diminution surprenante (- 1,2 %).
- Le déficit fédéral devrait avoisiner 1 600 Mds \$ en 2024. Les recettes fiscales se redressent en avril. Une enveloppe de 95 Mds \$ d'aides militaires (Ukraine, Israël, Taiwan) a été votée. La charge d'intérêt est au-dessus du billion de dollars annuel.
- Les risques de crise financière restent contenus. Attention, toutefois, aux titrisations de dettes d'immobilier commercial.
- Le bilan des ménages reste sain, malgré la remontée des défauts sur les cartes de crédit.
- Le taux de chômage demeure sous son niveau d'équilibre (autour de 4,5 %). La Fed ne prévoit plus de remontée significative. L'immigration a amplifié la croissance. Un coup d'arrêt à l'immigration serait « stagflationniste ».
- La désinflation est sur une trajectoire incertaine, se stabilisant autour de 3 % (IPC). Les prix des services sont incompatibles avec un retour à 2 %.

Zone euro

Zone Euro	2024				2025				2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
PIB (gl. trim)										
Ostrum	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.7	1.4
Consensus	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.7	1.4
Inflation										
Ostrum	2.6	2.5	2.5	2.7	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	2.6
Consensus	2.6	2.5	2.1	2.3	2.1	2.1	2.1	2.0	2.4	2.1
Inflation sous jacente										
Ostrum	3.1	2.7	2.7	2.7	2.8	2.6	2.6	2.6	2.8	2.7

- Après 5 trimestres de croissance nulle, voire légèrement négative, le PIB de la zone euro a rebondi au T1 2024 plus fortement que prévu.
- Cela a concerné l'ensemble des grandes économies, dont l'Allemagne qui renoue avec la croissance après une forte contraction en T4 et une croissance atone au 1^{er} semestre 2023. Celle-ci est liée aux exportations et à l'investissement résidentiel ; la consommation a baissé.
- La reprise en zone euro au 1^{er} trimestre est liée surtout à un rebond du commerce extérieur.
- La reprise en zone euro va s'intensifier, surtout en seconde partie d'année. Elle sera stimulée par un rebond de la consommation des ménages.

- Les ménages vont bénéficier de gains de pouvoir d'achat, puisque les salaires progressent à un rythme plus rapide que l'inflation. Associé au maintien d'un marché du travail solide, cela sera un soutien à la consommation.
- La demande interne devrait également bénéficier d'une politique monétaire qui deviendra moins restrictive à partir du mois de juin, et les exportations d'un raffermissement du commerce mondial.
- En revanche, la politique budgétaire sera un frein à la croissance. Après avoir été suspendues depuis 2020, les règles budgétaires ont été réinstaurées en janvier et une réforme a été adoptée. Après les dérapages budgétaires de 2023, la France et l'Italie doivent prendre des mesures de consolidation. Cela intervient alors que la France fait l'objet d'un risque politique, suite à la dissolution de l'Assemblée nationale.
- Après une première phase de désinflation rapide, la seconde se révèle plus lente. Cela traduit les tensions salariales, la fin de l'effet de base très favorable sur les prix de l'énergie et l'arrêt des mesures pour contenir la hausse des prix. Dans un contexte de faible productivité, les marges des entreprises ont un rôle essentiel à jouer dans la poursuite de la désinflation.

Chine

Chine	2024				2025				2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
PIB (gl. trim)										
Ostrum	1.6	1.2	1.5	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	5.4	4.6
Consensus	1.6	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	5.1	4.3
Inflation										
Ostrum	0.1	0.5	0.8	1.4	1.5	1.4	1.5	2.0	0.7	1.6
Consensus	0.0	0.3	0.5	1.2	1.4	1.6	1.5	1.5	0.5	1.5

- Le sentiment vis-à-vis des perspectives économiques chinoises s'est nettement amélioré, à l'image de la révision haussière de la prévision de croissance du FMI à 5 % contre 4,6 % au mois d'avril, liée à l'ampleur des récentes mesures pour enrayer la crise immobilière. Désormais, les prévisions du consensus et celle du FMI convergent vers notre prévision de 5,4 % pour 2024.
- L'ampleur des nouvelles mesures pour le secteur immobilier a surpris positivement. Le gouvernement est devenu « acheteur en dernier ressort » des stocks de logements invendus. D'autres mesures ont également été annoncées pour stimuler la demande : baisse du taux hypothécaire moyen à 3,69 % et abaissement du taux d'apport pour l'achat d'un logement à des plus bas historiques.
- Nous pensons que ces nouvelles mesures devraient permettre de stabiliser le secteur immobilier chinois sur des points bas et que les autorités chinoises sont prêtes à redoubler d'efforts, si nécessaire, pour enrayer la crise immobilière pesant négativement sur la consommation.
- Après avoir soutenu massivement le secteur manufacturier, notamment celui des « 3 nouvelles industries », les autorités chinoises sont dorénavant déterminées à renforcer la demande interne dans un contexte d'incertitudes externes.
- Pour cela, les autorités doivent renforcer la confiance du secteur privé (60 % du PIB et 80 % des emplois) pénalisée par la faiblesse de la demande interne, mais également par la politique de répression du gouvernement. Si la tendance sur le secteur privé ne s'inversait pas, la Chine aurait du mal à générer de l'innovation et les emplois nécessaires pour soutenir une économie basée sur la consommation et compenser la perte du secteur immobilier comme moteur de croissance.
- Le 3^e plenum du mois de juillet devrait avoir des airs de 1978, plénum historique qui avait conduit à l'ouverture des réformes pour l'économie chinoise.

POLITIQUE MONETAIRE

La BCE baisse ses taux avant la Fed

1- La Fed est attentiste

Comme attendu, la Fed a laissé ses taux inchangés à l'issue de sa réunion des 12 et 13 juin. Le communiqué a marginalement changé concernant l'inflation, puisque « des progrès modestes » ont été constatés, alors qu'au mois de mai, il faisait état d'un « manque de progrès supplémentaire » dans l'atteinte de la cible de 2 % d'inflation. Les prévisions des membres du FOMC montrent que 8 d'entre eux estiment souhaitable de baisser les taux à 2 reprises en 2024, 7 souhaitent une baisse de taux et 4 plaident pour un statu quo (la médiane ressort à une baisse). Nous anticipons 2 baisses de taux d'ici la fin de l'année. Le biais accommodant reste de mise à travers la réduction du rythme de contraction de son bilan (60 Mds de \$ par mois contre 95 Mds précédemment).

Dates FOMC	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	5.50		5.50	0
31-juil.-24	5.50	0	5.30	20
18-sept.-24	5.25	-25	5.15	10
7-nov.-24	5.25	0	5.05	20
18-déc.-24	5.00	-25	4.88	12

Source: Bloomberg, Ostrum AM

2- La BCE rend sa politique monétaire un peu moins restrictive

Comme elle l'avait quasiment pré-annoncé lors de la réunion du mois d'avril, la BCE a baissé ses taux directeurs le 6 juin, après avoir opté pour le statu quo pendant 9 mois consécutifs. Elle les a réduits de 25 points de base pour ramener le taux de dépôt à 3,75 %. Le recul du taux d'inflation de plus de 2,5 points de pourcentage depuis septembre et l'amélioration des perspectives d'inflation en ont été à l'origine. La politique monétaire reste encore très restrictive et la BCE a bien insisté sur le fait qu'elle ne s'engageait pas à l'avance sur une trajectoire concernant les taux directeurs. Ses décisions seront dépendantes des données, notamment de l'évolution des salaires qui continuent de progresser à un rythme soutenu. Nous anticipons encore 2 baisses de taux d'ici la fin de l'année. À partir de juillet, la contraction du bilan va s'accélérer, la BCE ne réinvestissant plus que la moitié des tombées du PEPP (au rythme de 7,5 Mds d'euros en moyenne par mois), avant d'y mettre un terme fin 2024.

Dates BCE	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	3.75		3.66	9
18-juil.-24	3.75	0	3.64	11
12-sept.-24	3.50	-25	3.50	0
17-oct.-24	3.50	0	3.44	6
12-déc.-24	3.25	-25	3.28	-3

Source: Bloomberg, Ostrum AM

NOS ATTENTES DE MARCHÉ

Previsions Ostrum	13-juin-24	T3 24	T4 24
Fed funds	5.5 %	5.25	5.00
Etats-Unis T-note 10 ans	4.24 %	4.25	4.30
Etats-Unis T-note 2 ans	4.69 %	4.65	4.50
Courbe 2 - 10 ans (pb)	-45 pb	-40	-20
BCE Taux de dépôt	3.75 %	3.50	3.25
Allemagne Bund 10 ans	2.47 %	2.50	2.20
Allemagne Schatz 2 ans	2.87 %	2.85	2.50
Courbe 2 - 10 ans (pb)	-40 pb	-35	-30
France OAT 10 ans	70 pb	60	60
Italie BTP 10 ans	147 pb	140	140
Inflation Zone euro 10 ans (swap)	223 pb	225	220

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Taux américains : la Fed devrait réduire son taux par deux fois au second semestre. L'allègement monétaire maintiendra le T-note sous 4,30 %.
- Taux européens : le Bund évolue autour de 2,50 %, malgré une première baisse des taux de la BCE. Le 10 ans allemand devrait toutefois retomber autour de 2,20 % en fin d'année.
- Spreads souverains : le risque politique en France ravive la volatilité sur l'OAT en premier lieu et la classe d'actifs en général.
- Inflation zone euro : les points morts sont globalement stables, malgré les surprises haussières sur l'inflation.

Previsions Ostrum	13-juin-24	T3 24	T4 24
Euro Swap Spread 10 ans	33.8 pb	30	30
Euro Investment Grade (spread contre Bund)	113 pb	110	125
Euro High Yield (spread contre Bund)	356 pb	425	425
Euro High Yield BB (spread contre Bund)	207 pb	225	260
Euro-dollar	1.074	1.06	1.10
Euro Stoxx 50	4 936	4 969	4 911
Dette souveraine émergente (spread contre Treasuries)	386 pb	390	390

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Crédit euro : les spreads devraient rester stables autour de 110 pb contre Bund. Les valorisations du high yield sont plus tendues et les spreads vont s'écarter.
- Change : l'euro soumis au retour du risque politique devrait faiblir vers 1,06 \$.
- Actions : la normalisation des marges et un tassement des multiples impliquent un retour de l'Euro Stoxx 50 vers 4 900.
- Dette émergente : la hausse des spreads est attribuable au retour du Venezuela dans l'indice et n'est pas significative. La stabilité devrait prévaloir à l'horizon du 3^e trimestre.

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 14/06/2024

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

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