



LA LETTRE DU CIO



Ibrahima Kobar, CFA

Directeur des gestions taux et des recherches

Les Banques centrales veulent baisser les taux

La communication des Banques centrales a permis de réaligner les anticipations du marché vers un scénario de baisses de taux plus conforme à la croissance et au risque de persistance de l'inflation. L'inertie des prix reste le principal obstacle à des mouvements de taux plus significatifs. L'allègement monétaire devrait prendre une forme concrète prochainement, avec une probable diminution du resserrement quantitatif de la Fed. La croissance américaine est à son potentiel. En zone euro, les enquêtes traduisent une embellie, malgré la récession qui se prolonge en Allemagne. L'absence de stimulus budgétaire pénalise la croissance outre-Rhin. La Chine visera une nouvelle fois une croissance de 5 % en 2024, pariant sur une politique industrielle ambitieuse.

À mesure que l'inflation surprenait à la hausse, les taux à long terme sont revenus vers 4,30 % sur le T-note et 2,50 % au plus haut sur le Bund. Ces niveaux ont ravivé l'intérêt des intervenants de sorte que les 10 ans se situent désormais à 4,05 % et 2,25 %. Le swap spread en euro reste au plus bas autour des 35 pb, signe d'une absence d'aversion pour le risque. On observe un rétrécissement généralisé des spreads souverains. L'Italie s'échange à 130 pb, soit son niveau le plus serré depuis l'invasion de l'Ukraine.

L'environnement de marché reste favorable aux actifs risqués. La volatilité est faible sur les actions, le crédit ou les devises. Les marchés d'actions affichent des gains de 5 à 10 % en 2024. Les résultats patinent pourtant. Parallèlement, le resserrement des spreads de crédit s'estompe quelque peu, mais l'absence de prime à l'émission indique encore un excès de demande pour la classe d'actifs. En conséquence, le marché du high yield surperforme, grâce au taux de défaut limité en Europe.

VUES ECONOMIQUES

Trois thématiques pour les marchés

1- Politique monétaire

Les anticipations de taux semblent de nouveau alignées avec le discours des Banquiers centraux.

Toutefois, la Fed devrait procéder à un premier allègement en diminuant prochainement le resserrement quantitatif.

La BCE reste attentive à l'évolution des salaires qui semble incompatible avec un retour pérenne à la stabilité des prix.

La Chine poursuit sa politique d'allègement monétaire, alors que la BoJ pourrait mettre un terme à sa politique de taux négatif en mars ou en avril.

2- Inflation

L'inflation résiste au resserrement monétaire.

Aux États-Unis, l'inflation décélère quelque peu à 3,1 % en janvier. L'inflation sous-jacente s'est stabilisée à 3,9 %, depuis le mois d'octobre, compte tenu de l'inertie des loyers. Le déflateur est toutefois proche de la cible à 2,4 %.

En zone euro, l'inflation a ralenti à 2,6 %, selon l'estimation flash de février. L'indice sous-jacent reste au-dessus de 3 %.

À l'inverse, en Chine, l'inflation reste très faible. La baisse des prix alimentaires continue.

3- Croissance

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

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

La zone euro émerge enfin d'une période de stagnation prolongée. Les enquêtes décrivent une embellie depuis le début de l'automne.

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		
PIB (gl. trim annualisé)										
Ostrum	2.0	1.0	2.0	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0	2.4	2.0
Consensus	1.6	1.1	1.1	1.5	1.8	2.0	2.0	2.2	2.2	1.7
Inflation										
Ostrum	3.0	2.7	2.5	3.0	2.8	2.6	2.4	2.3	2.8	2.5
Consensus	3.0	2.9	2.6	2.5	2.3	2.3	2.2	2.4	2.8	2.3
Inflation sous jacente										
Ostrum	3.9	2.9	2.9	3.0	2.6	2.4	2.2	2.0	3.2	2.3

- La croissance américaine est restée forte en fin d'année avec 3,2 % de croissance au 4e trimestre. La consommation et les dépenses publiques tirent la demande interne. L'investissement (équipement, R&D) est en légère hausse. Le 1er trimestre devrait avoisiner 2 %. À fin février, la Fed d'Atlanta estime le T1 à 2,1 %.
- Le déficit fédéral reste en discussion, mais devrait avoisiner 1 600 Mds \$ en 2024. Un risque de fermeture du gouvernement existe encore fin mars. Les Républicains ont tué le budget au Sénat qui n'accordait pas de crédits suffisants à la sécurisation de la frontière mexicaine. L'immigration sera le sujet de la Présidentielle de novembre.
- 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 au secteur non-bancaire peu régulé.
- Le taux de chômage demeure sous son niveau d'équilibre (4-4,5 %). La Fed « aimerait » sans doute voir le chômage remonter vers 4,5 % pour atténuer les pressions salariales. L'immigration a amplifié la croissance. Un coup d'arrêt à l'immigration serait « stagflationniste ».
- La désinflation est heurtée. L'inflation sous-jacente pourrait rester proche de 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. La Fed facilitera aussi le refinancement du Trésor.

Zone euro

Zone Euro	2024				2025				2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
PIB (gl. trim)										
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
Inflation										
Ostrum	2.7	2.9	2.8	3.0	2.9	2.7	2.7	2.8	2.9	2.8
Consensus	2.5	2.4	2.0	2.2	2.1	2.0	2.0	2.1	2.3	2.1
Inflation sous jacente										
Ostrum	3.1	3.0	2.9	3.0	3.0	2.8	2.8	2.9	3.0	2.9

- Après une croissance atone en 2023, une timide reprise devrait s'amorcer en zone euro au 1er semestre 2024 et se renforcer au second.
- Cela 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 et sa forte dépendance passée à l'énergie russe, ainsi que par la croissance décevante de la Chine qui pèse sur ses exportations.
- 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 robuste, 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 en début d'année et une réforme a été adoptée.
- L'inflation ne bénéficiera plus de la forte contribution négative des prix de l'énergie, les gouvernements vont arrêter les mesures visant à contenir la hausse des prix énergétiques et les salaires devraient encore progresser à un rythme soutenu. Dans un contexte de baisse de la productivité, les marges des entreprises auront un rôle essentiel à jouer pour absorber en partie les coûts salariaux.

Chine

Chine	2024				2025				2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
PIB (gl. trim)										
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
Inflation										
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

- La première réunion du P.C.C, sous la direction du premier ministre Li Qiang, a fixé à 5 % la cible de croissance pour 2024, comme en 2023.
- Les autorités chinoises devraient donc accélérer la transformation économique du pays vers une croissance de meilleure qualité. Les « 3 nouvelles industries » : véhicules électriques, batteries et énergie solaire, contribuant à 8 % du PIB l'année dernière, doivent remplacer rapidement le secteur immobilier qui contribuait à ¼ de la croissance chinoise.
- Pour 2024, nous tablons sur une croissance autour de 5 %, supérieure à la prévision du consensus, car nous pensons que le *policy mix* devrait soutenir l'activité. La contribution négative du secteur immobilier devrait également être plus limitée qu'en 2023.
- Le secteur de l'immobilier montre des signes de stabilisation. Les autorités devraient continuer de réduire les pressions sur le secteur.
- La politique monétaire avait pris un tournant accommodant en début d'année à l'image de la baisse surprise de 50 pnb du taux de réserves obligatoires à 10 % et d'une baisse de 25 pnb du taux d'intérêt préférentiel à 5 ans, afin de soutenir le secteur immobilier. Nous tablons sur une autre baisse du taux de réserves obligatoires sur la seconde partie de l'année, afin de raviver la croissance en plein scrutin américain.
- La politique budgétaire devrait gérer le risque de la dette des gouvernements locaux en coordination avec la politique monétaire. D'autre part, l'accent sera mis sur les dépenses pour la protection sociale,

en ciblant les ménages à faibles revenus du milieu rural, afin de permettre l'installation des familles dans les villes. L'urbanisation ordonnée est un soutien à la consommation.

- L'inflation (0,7 % en février) a probablement atteint un point bas, ne constituant pas un problème sur le court terme. La cible d'inflation pour 2024 a été maintenue à 3 %, afin d'ancrer les anticipations d'inflation. Cependant, 3 % est plus un plafond qu'une cible.

POLITIQUE MONETAIRE

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

1- La Fed n'est pas loin d'être suffisamment confiante pour baisser ses taux

Lors de son discours semestriel devant le Congrès, Jerome Powell a réitéré les propos tenus à l'issue de la réunion du 31 janvier. La Fed doit devenir encore plus confiante dans la convergence durable de l'inflation vers la cible de 2 %, pour rendre sa politique monétaire moins restrictive. Lors de la conférence de presse, il a indiqué que la Fed n'était pas loin d'avoir atteint ce degré de confiance. Cela est cohérent avec notre scénario d'une première baisse des taux en mai qui devrait être suivie de 3 autres sur le reste de l'année. La Fed devrait probablement annoncer, lors de la réunion du 20 mars, les modalités d'une réduction du rythme de contraction de son bilan (QT) pour ouvrir la voie aux baisses de taux.

Dates FOMC	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	5.50		5.5	0
20-mars-24	5.50	0	5.33	18
1-mai-24	5.25	-25	5.30	-5
12-juin-24	5.25	0	5.14	11
31-juil.-24	5.25	0	5.05	20
18-sept.-24	5.00	-25	4.84	16
7-nov.-24	4.75	-25	4.74	1
18-déc.-24	4.50	-25	4.55	-4
Source: Bloomberg, Ostrum AM				

2- La BCE dans l'attente des salaires et des marges des entreprises du 1^{er} trimestre

La BCE a laissé ses taux inchangés pour la 4^e fois consécutive en mars, en indiquant qu'elle avait besoin d'être plus confiante dans le processus de désinflation à l'œuvre. En dépit du maintien de tensions sur les prix domestiques, liées aux salaires essentiellement, la BCE a revu en baisse ses perspectives d'inflation, surtout pour 2024, à 2,3 %, contre 2,7 % prévus en décembre et 3,2 % en septembre. La BCE ne devrait pas baisser ses taux avant le mois de juin, afin de disposer des résultats des négociations salariales du printemps et d'apprécier dans quelle mesure les entreprises absorbent dans leur marge une partie de la hausse des coûts salariaux. Nous anticipons 3 baisses de taux directeurs sur l'année. Dans le même temps, la contraction du bilan va s'accélérer à partir du 2^e semestre, la Banque centrale ne réinvestissant que la moitié des tombées du PEPP à partir de juillet (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	4.00		3.90	10
11-avr.-24	4.00	0	3.88	12
6-juin-24	3.75	-25	3.67	8
18-juil.-24	3.75	0	3.52	23
12-sept.-24	3.50	-25	3.31	19
17-oct.-24	3.50	0	3.17	33
12-déc.-24	3.25	-25	2.98	27
Source: Bloomberg, Ostrum AM				

NOS ATTENTES DE MARCHÉ

Previsions Ostrum	14-mars-24	T2 24	T4 24
Fed funds	5.5 %	5.25	4.50
Etats-Unis T-note 10 ans	4.2 %	4.00	4.00
Etats-Unis T-note 2 ans	4.63 %	4.25	3.75
Courbe 2 - 10 ans (pb)	-43 pb	-25	25
BCE Taux de dépôt	4 %	3.75	3.25
Allemagne Bund 10 ans	2.37 %	2.20	2.20
Allemagne Schatz 2 ans	2.88 %	2.60	2.10
Courbe 2 - 10 ans (pb)	-51 pb	-40	10
France OAT 10 ans	44 pb	47	50
Italie BTP 10 ans	123 pb	140	140
Inflation Zone euro 10 ans (swap)	220 pb	220	220

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Taux américains : La Fed semble résolue à réduire ses taux malgré l'inflation. Le début effectif du cycle monétaire devrait ensuite ramener le 10 ans à 4%.
- Taux européens : le Bund (2,40%) s'est tendu au-delà de nos objectifs de court terme. La cible de fin d'année se situe à 2,20%. La courbe devrait se pentifier.
- Spreads souverains : les spreads souverains se sont fortement renchérissés. L'Italie et la France s'échangent sous leurs niveaux d'équilibre, mais offrent une valeur relative contre swap.
- Inflation zone euro : les points morts sont en ligne avec nos cibles et compatibles avec les objectifs des Banques centrales.

Previsions Ostrum	14-mars-24	T2 24	T4 24
Euro Swap Spread 10 ans	30.1 pb	30	30
Euro Investment Grade (spread contre Bund)	113 pb	115	125
Euro High Yield (spread contre Bund)	339 pb	375	425
Euro High Yield BB (spread contre Bund)	208 pb	225	290
Euro-dollar	1.090	1.09	1.10
Euro Stoxx 50	5 001	4 799	4 812
Dette souveraine émergente (spread contre Treasuries)	357 pb	360	375

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Crédit euro: les swap spreads continuent de se resserrer, la pénurie de collatéral s'est résorbée avec le resserrement quantitatif. Le crédit IG semble devoir se stabiliser après un très bon début d'année.
- Change : l'euro a rebondi vers 1,09 \$, mais demeure dans une fourchette étroite sous 1,10 \$.
- Actions : la hausse du début d'année devrait s'estomper à mesure que les marges commencent à se tasser. Les multiples en hausse atténuent la baisse projetée.
- Dette émergente : la dette émergente participe au mouvement de resserrement des spreads. Une consolidation autour de 360 pb semble nécessaire.

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 15/03/2024

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