



**Axel Botte**  
Stratégiste international  
axel.botte@ostrum.com



**Zouhoure Bousbih**  
Stratégiste pays émergents  
zouhoure.bousbih@ostrum.com



**Aline Goupil-Raguénès**  
Stratégiste pays développés  
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

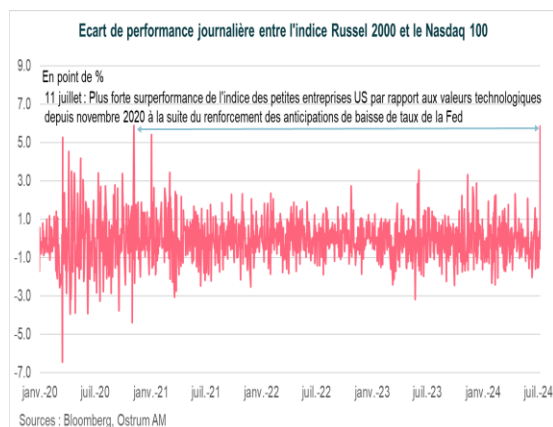
● **Le thème de la semaine : Vers une baisse des taux de la Fed en septembre**  
par Aline Goupil-Raguénès

- La Fed juge plus équilibrés les risques concernant l'atteinte de ses objectifs de stabilité des prix et d'emploi ;
- Le marché du travail s'est normalisé et l'inflation s'est nettement modérée, pour rester encore supérieure à la cible de 2 % suivie par la Banque centrale ;
- Jerome Powell, lors de son audition semestrielle devant le Congrès, a indiqué que la Fed avait besoin de davantage de « bonnes données » pour être plus confiante dans l'atteinte de sa cible d'inflation ;
- L'inflation du mois de juin plus faible que prévu est indéniablement un chiffre rassurant pour la Banque centrale ;
- Cela plaide pour une baisse des taux de la Fed lors de la réunion du mois de septembre.

● **La revue des marchés : Entre euphorie liée à l'inflation US et incertitude politique**  
par Aline Goupil-Raguénès

- Forte détente des taux obligataires après l'inflation américaine ;
- Le spread de l'OAT 10 ans se stabilise autour de 65 pb, en raison de l'incertitude politique ;
- Les spreads souverains des pays périphériques se resserrent ;
- Rotation importante sur les actions américaines à la suite de l'inflation US.

● **Le graphique de la semaine**



Le 11 juillet, l'indice des petites valeurs américaines (Russel 2000) a enregistré sa plus forte surperformance depuis novembre 2020 par rapport à l'indice Nasdaq (+ 5,8 points de %).

Cela a résulté de la hausse des anticipations de baisse de taux de la Fed, consécutive à la publication d'un taux d'inflation plus faible qu'attendu.

Les investisseurs ont ainsi pris leurs profits sur les valeurs technologiques, qui avaient fortement progressé, et investi sur des valeurs délaissées et les plus à même de bénéficier des baisses de taux de la Fed (comme les valeurs du secteur de la construction).

Le Russel a ainsi augmenté de 3,6 % et le Nasdaq a baissé de 2,2 % sur la journée.

● **Le chiffre de la semaine**

**0,3**

En France, les JO devraient avoir un impact transitoire, de l'ordre de 0,3 point de PIB au 3<sup>e</sup> trimestre, selon les estimations de l'INSEE. L'institut se base sur les JO de Londres, dont l'impact est estimé entre 0,2 et 0,4 point de PIB au 3<sup>e</sup> trimestre 2012.

- **Le thème de la semaine**  
**Vers une baisse des taux de la Fed en septembre**

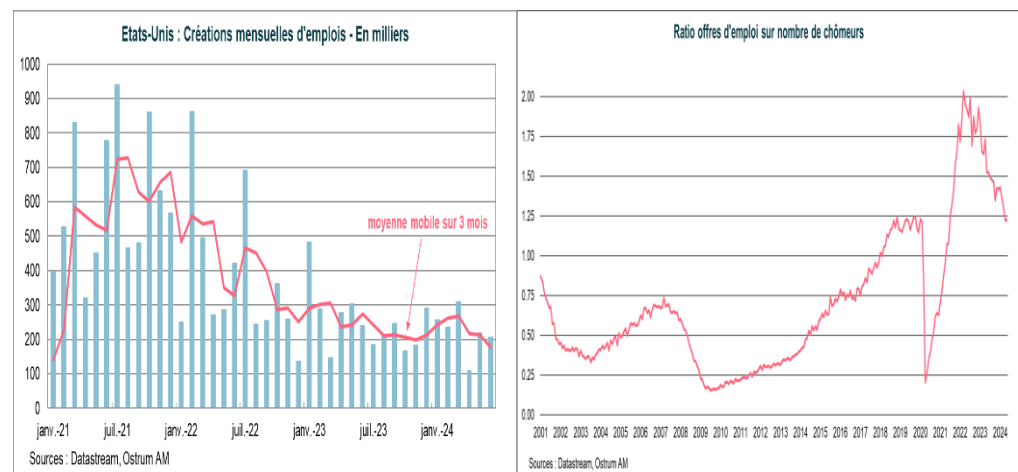
Lors de son audition semestrielle devant le Congrès, Jerome Powell a indiqué que la Fed avait besoin de davantage de « bonnes données » pour être plus confiante quant au retour de l'inflation vers sa cible et pouvoir baisser ses taux. Les chiffres d'inflation publiés jeudi sont indéniablement une « bonne donnée » devant amener la Fed à rendre sa politique monétaire moins restrictive lors de la réunion du 18 septembre.

**La Fed juge les risques plus équilibrés**

Lors de ses deux auditions devant le Congrès, le 9 et 10 juillet, Jerome Powell a indiqué que la Fed avait réalisé des progrès considérables vers l'atteinte de la cible de 2 % d'inflation et que le marché du travail avait ralenti, tout en restant solide. La Banque centrale américaine juge ainsi que les risques deviennent plus équilibrés dans l'atteinte de ses objectifs de stabilité des prix (cible d'inflation de 2 %) et d'emploi maximal.

**Le marché du travail s'est normalisé**

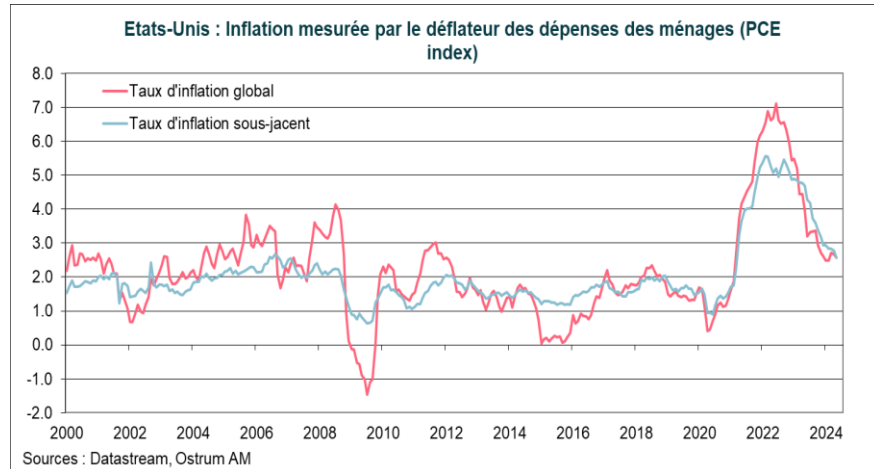
Jerome Powell signale à juste titre que les conditions sur le marché du travail sont revenues sur les niveaux d'avant la crise du Covid-19. Le marché de l'emploi est solide, sans être en surchauffe, comme l'atteste la hausse graduelle du taux de chômage à 4,1 % en juin, ce dernier restant à un niveau bas. Les créations d'emplois ralentissent depuis le mois de mars, en ligne avec la modération de la croissance. La demande de travail n'est plus en excès comme l'atteste la baisse du ratio offres d'emploi sur nombre de chômeurs. Le ratio est revenu aux niveaux d'avant crise sanitaire.



**L'inflation (PCE index) a nettement ralenti pour rester supérieure à la cible de 2 %**

L'inflation mesurée par le déflateur des dépenses des ménages (indice suivi par la Fed) s'est nettement modérée par rapport au pic atteint en 2022. Elle est revenue à 2,6 % en mai, à comparer à un plus haut depuis 40 ans de 7,1% en juin 2022. L'inflation sous-jacente (qui exclut les éléments volatils de l'énergie et de l'alimentation) a aussi nettement ralenti pour revenir également à 2,6 % en mai, contre un pic de 5,6 % en 2022. Cela avait reflété l'impact de la forte reprise de la demande post-Covid, dans un contexte d'offre limitée, puis

la hausse des prix énergétiques. La dissipation de ces effets a permis à l'inflation de revenir à 2,6 %. Elle reste toutefois encore supérieure à la cible de 2% suivie par la Fed.



**La Fed a besoin de davantage de « bonnes données » pour être plus confiante dans l'atteinte de la cible d'inflation**

C'est la raison pour laquelle Jerome Powell a signalé que la Fed avait besoin de davantage de « bonnes données », afin d'être plus confiante dans l'atteinte de la cible de 2 % d'inflation. Il indique, en outre, que l'inflation élevée n'est pas le seul risque auquel est confrontée l'économie. Il y a également celui d'une réduction du degré restrictif de la politique monétaire trop tard ou trop peu, ce qui pèserait sur la croissance et l'emploi. À l'inverse, réduire le degré restrictif de la politique monétaire trop tôt ou trop vite risquerait de stopper ou d'inverser les progrès réalisés en matière d'inflation. La Fed détermine ainsi la politique monétaire en fonction des données publiées et de leur impact dans l'atteinte de ses objectifs.

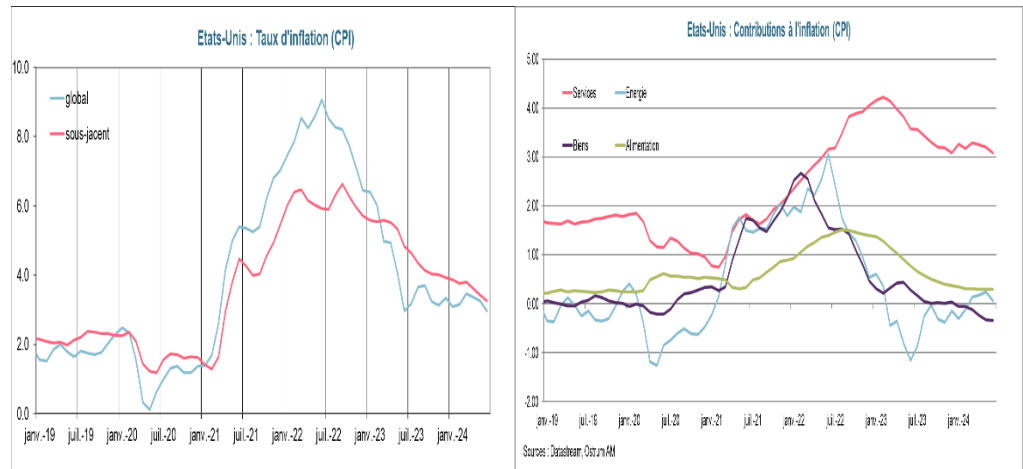
## Inflation plus faible que prévu en juin

**L'inflation du mois de juin (CPI) est de nature à rassurer la Fed**

L'inflation, mesurée par l'indice des prix à la consommation (CPI), s'est inscrite en baisse de 0,1 % sur le mois de juin, alors que le consensus l'attendait en hausse de 0,1 %. Elle était restée stable sur le mois de mai. Cette baisse mensuelle est liée notamment aux prix de l'énergie (- 2 %), pour le 2<sup>e</sup> mois consécutif, et des voitures d'occasion (- 1,5 %), compensant la hausse des prix des loyers. Sur un an, l'inflation ralentit pour le 3<sup>e</sup> mois consécutif : 3 % en juin (contre 3,1 % attendu par le consensus) après 3,3 % en mai, 3,4 % en avril et 3,5 % en mars 2024.

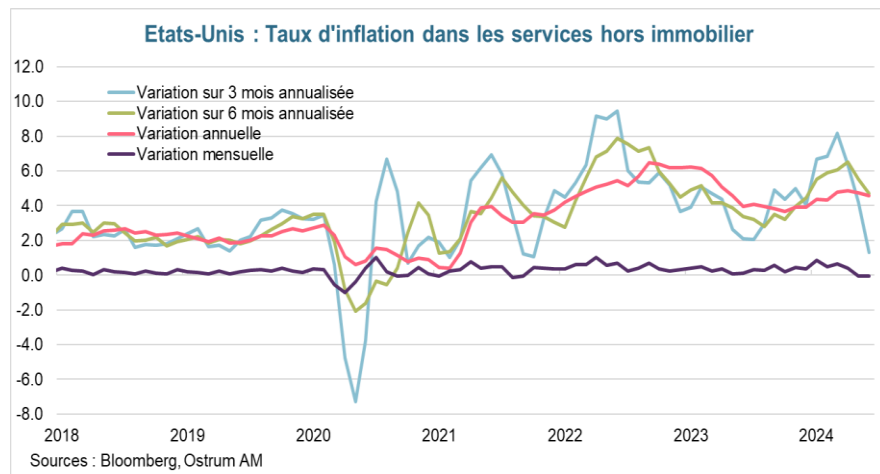
**L'inflation sous-jacente est au plus bas depuis avril 2021**

L'inflation sous-jacente est également sortie plus faible que prévu : 0,1 % sur le mois, contre 0,2 % attendu, après 0,2 % en mai. Sur un an, elle ralentit à 3,3 % (contre 3,4 % attendu), 3,4 % en mai, 3,6 % en avril et 3,8 % en mars. C'est aussi le 3<sup>e</sup> mois consécutif de ralentissement et le plus faible taux d'inflation sous-jacent depuis avril 2021.



**Ralentissement de l'inflation dans les services hors immobilier**

La Fed surveille de près l'inflation dans les services hors énergie, alimentation et immobilier (l'indice super core) pour mieux appréhender les tensions domestiques provenant notamment du marché de l'emploi. L'inflation super core est restée quasiment stable en mai et juin après avoir accéléré au 1<sup>er</sup> trimestre. Elle ralentit ainsi nettement en variation sur 3 mois : 1,3 %, contre 4,2 % en mai, 6,3 % en avril et 8,2 % en mars. Sur an, l'inflation super core ralentit à 4,6 % en juin contre 4,7 % et 4,9 % les deux mois précédents. Elle reste néanmoins élevée.



**Cela tend à montrer que l'accélération de l'inflation au 1<sup>er</sup> trimestre a été temporaire**

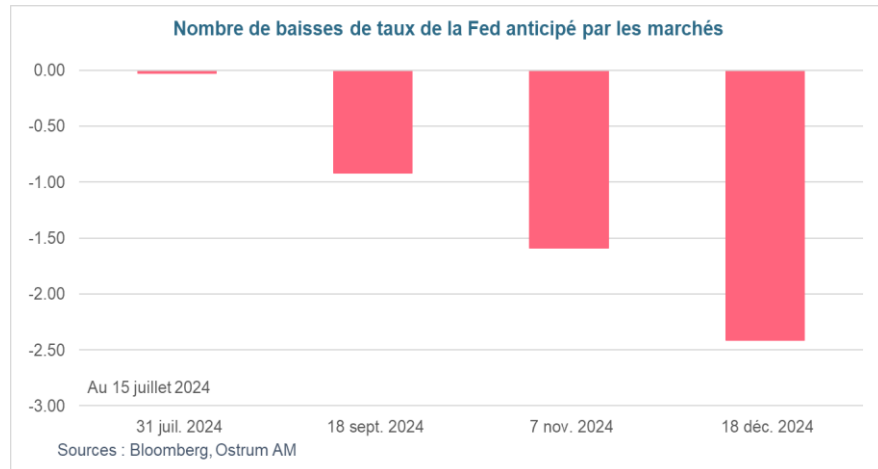
L'inflation plus faible que prévu en juin tend ainsi à montrer que l'accélération de l'inflation au 1<sup>er</sup> trimestre était temporaire.

Cela a été renforcé par la publication de l'indice des prix à la production hors éléments volatils de l'alimentation, de l'énergie et des services. Il est resté stable en juin, alors qu'il était attendu en hausse de 0,2 %. L'enquête sur la confiance des ménages de l'Université de Michigan a également été rassurante. Les anticipations des ménages sur l'inflation à 1 an et dans 5 ans ont légèrement baissé, selon les chiffres provisoires, pour revenir à 2,9 % en juillet, contre 3 % en juin.

## Baisse de taux de la Fed en septembre

**Hausse des anticipations de baisse de taux de la Fed par les marchés**

Les chiffres d'inflation plus faibles que prévu font clairement partie des « bonnes données » auxquelles a fait référence Jerome Powell, lors de ses deux auditions précédentes devant le Congrès. Cela a ainsi renforcé les anticipations de baisse de taux de la Fed en septembre. Les marchés l'anticipent désormais quasi totalement. Ils attendent un peu plus d'une deuxième baisse de taux d'ici la fin de l'année. Cela permettra de rendre la politique monétaire un peu moins restrictive, puisque les taux devraient revenir en fin d'année à [4,75 %-5 %] contre [5,25 %-5,50 %] depuis juillet 2023.



**La Fed rend déjà sa politique monétaire moins restrictive au travers de son bilan**

La Fed a déjà commencé à rendre sa politique monétaire moins restrictive au travers de la réduction du rythme de contraction de son bilan depuis le 1<sup>er</sup> juin. Le plafond concernant les titres du Trésor arrivant à échéance et n'étant pas réinvestis a été abaissé à 25 Mds de \$ contre 60 Mds précédemment. Le plafond concernant les titres adossés à des créances hypothécaires a été maintenu à 35 Mds de \$ et, au-delà de ce seuil, les tombées seront réinvesties dans des titres du Trésor.

## Conclusion

**La première phase de modération de l'inflation a été rapide, puisqu'elle a résulté de la fin des effets liés à la forte reprise post Covid-19 : forte demande dans un contexte d'offre insuffisante et de perturbations dans les chaînes d'approvisionnement. Maintenant que ces effets sont dissipés, l'inflation a du mal à converger davantage vers la cible de 2 % de la Fed, en raison de tensions domestiques. L'inflation de juin laisse supposer que l'accélération du 1<sup>er</sup> trimestre a été temporaire. Dans le même temps, le marché de l'emploi s'est normalisé pour retrouver les niveaux pré-Covid et la croissance américaine ralentit. Cela laisse présager une première baisse des taux de la Fed lors de la réunion du 18 septembre, qui devrait être suivie d'une seconde, le 18 décembre.**

**Aline Goupil-Raguénès**

- **La revue des marchés**

## **Entre euphorie liée à l'inflation américaine et incertitude politique**

**Les marchés obligataires souverains ont salué le CPI US plus faible que prévu dans un contexte d'incertitude politique en France et aux États-Unis.**

L'inflation américaine, publiée jeudi dernier, fait indéniablement partie des « bonnes données » auxquelles a fait référence Jerome Powell, plus tôt dans la semaine, afin que la Fed soit plus confiante pour baisser ses taux. L'inflation est ressortie en baisse de 0,1 % sur le mois de juin, alors que le consensus l'attendait en hausse de 0,1 %. Sur un an, elle ralentit à 3 %. L'inflation sous-jacente est également plus faible que prévu : 3,3 % – plus bas depuis avril 2021. Cela tend à montrer que l'accélération de l'inflation constatée au 1<sup>er</sup> trimestre a été temporaire. Les anticipations de baisse de taux de la Fed en septembre se sont ainsi accentuées. Les taux courts, plus sensibles aux anticipations de politique monétaire, ont fortement baissé et davantage que les taux longs, ce qui s'est traduit par une pentification de la courbe des taux. Le taux 2 ans américain s'est détendu sur la semaine de 15 pb (- 13 pb à la sortie du CPI), pour clôturer à 4,45 %, et le taux 10 ans de 10 pb pour terminer à 4,18 %. Celui-ci a clôturé la semaine à son plus bas niveau depuis mars et ceci en dépit d'une émission 30 ans qui s'est moyennement déroulée. Cette forte détente des taux américains s'est diffusée aux taux européens dans une moindre ampleur. Le taux 2 ans allemand a baissé de 7 pb, à 2,82 %, et le 10 ans de 6 pb, à 2,5 %.

L'incertitude politique reste de mise. Aux États-Unis, les appels au retrait de Joe Biden à la course à la Maison Blanche se font plus nombreux. Cela intervient alors que Donald Trump a fait l'objet d'une tentative d'assassinat lors d'un meeting en Pennsylvanie et pourrait s'en trouver renforcé. En France, aucun parti ou bloc ne dispose de la majorité absolue à l'issue du second tour des élections législatives anticipées. Le Président souhaite se donner du temps avant de nommer le nouveau Premier Ministre et a encouragé les partis à former une large coalition républicaine. Dans ce contexte d'incertitude, les agences de notation ont fait part de leurs inquiétudes quant à la capacité de la France à réaliser les ajustements nécessaires pour réduire son déficit public, le 2<sup>e</sup> plus important de la zone euro après l'Italie (5,5 % du PIB en 2023). L'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France, réalisée entre le 26 juin et le 3 juillet, a révélé une forte hausse de l'indice d'incertitude, au plus haut depuis 2022, lors de la crise énergétique. Cela fait craindre un comportement attentiste de la part des chefs d'entreprises en matière d'investissements et d'embauches, en raison de l'incertitude politique. Dans ce contexte, le spread de l'OAT 10 ans s'est stabilisé à 65 pb, supérieur au niveau qui prévalait avant l'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale (48 pb). Les spreads des pays périphériques se sont en revanche resserrés pour retrouver les niveaux proches ou inférieurs d'avant la crise politique française : - 8 pb pour la Grèce et l'Italie, - 3 pb pour le Portugal et - 2 pb pour l'Espagne. Les points morts d'inflation ont baissé sur la semaine (- 4 et - 5 pb en zone euro et aux États-Unis) dans le sillage de l'inflation américaine et de la baisse du prix du pétrole. Les spreads de crédit euro IG sont restés globalement stables. La semaine a été également marquée par une dépréciation du dollar, en raison des plus fortes anticipations de baisse des taux de la Fed. L'euro a ainsi clôturé à 1,09 \$. La forte appréciation du yen contre dollar (de plus de 2 %), à la suite de la publication du CPI US, suscite des soupçons d'une nouvelle intervention de la BoJ. Les marchés actions se sont inscrits en hausse : + 0.9 % pour le S&P, avec une forte rotation jeudi, les investisseurs délaissant les grandes valeurs technologiques pour les petites entreprises. L'Euro Stoxx 50 a progressé d'1,3 % et le CAC 40 de 0,6 %. Il continue de sous-performer l'Euro Stoxx 50 depuis le 9 juin.

**Aline Goupil-Raguénès**

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	15-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Bunds 2a	2.81%	-9	+5	+41
EUR Bunds 10a	2.48%	-6	+12	+46
EUR Bunds 2s10s	-33.2bp	+4	+7	+5
USD Treasuries 2a	4.46%	-17	-25	+21
USD Treasuries 10a	4.23%	-5	+1	+35
USD Treasuries 2s10s	-23bp	+12	+26	+14
GBP Gilt 10a	4.11%	+0	+6	+58
JPY JGB 10a	1.07%	-3	-5	-31
EUR Spreads Souverains (10a)	15-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
France	65bp	+2	-15	+11
Italie	128bp	-7	-29	-39
Espagne	76bp	+0	-16	-20
Inflation Points-morts (10a)	15-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.2%	-3	-3	+7
USD 10a Inflation Swap	2.51%	-1	+2	+10
GBP 10y Inflation Swap	3.63%	+1	-3	+10
EUR Indices Crédit	15-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Credit IG OAS	109bp	+1	-3	-29
EUR Agences OAS	62bp	+0	+0	-8
EUR Obligations sécurisées OAS	62bp	+0	+0	-17
EUR High Yield Pan-européen OAS	360bp	+2	+8	-39
EUR/USD Indices CDS 5a	15-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
iTraxx IG	52bp	-1	-12	-7
iTraxx Crossover	286bp	-3	-44	-28
CDX IG	48bp	-1	-5	-8
CDX High Yield	322bp	-8	-23	-35
Marchés émergents	15-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	389bp	-3	+3	+5
Devises	15-juil.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
EUR/USD	\$1.092	0.850	1.696	-1.1
GBP/USD	\$1.299	1.437	2.251	2.0
USD/JPY	JPY 158	1.830	-0.127	-10.7
Matières Premières	15-juil.-24	-1sem (\$)	-1m(\$)	2024 (%)
Brent	\$84.6	-\$1.1	\$2.6	11.5
Or	\$2 418.8	\$59.7	\$99.7	17.2
Indices Actions	15-juil.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
S&P 500	5 638	1.17	3.80	18.2
EuroStoxx 50	4 993	0.47	3.18	10.4
CAC 40	7 641	0.18	1.84	1.3
Nikkei 225	41 191	0.68	6.12	23.1
Shanghai Composite	2 974	1.76	-1.93	0.0
VIX - Volatilité implicite	12.91	4.37	1.97	3.7

Source: Bloomberg, Ostrum AM



## 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 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.

Achevé de rédiger le ...15/07/2024

### 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.

**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, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

**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.



[www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)

**Ostrum**  
ASSET MANAGEMENT

Un affilié de  **NATIXIS**  
INVESTMENT MANAGERS