



Axel Botte
Directeur Stratégie Marchés
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 : Chine : le souvenir d'août 2015

par Axel Botte

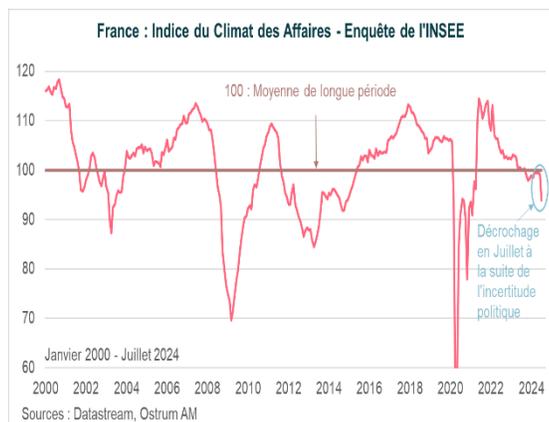
- Le troisième plénum du Parti communiste chinois n'a pas abordé les causes des déséquilibres persistants dans l'économie chinoise ;
- Le modèle centré sur l'offre a été réaffirmé, avec des priorités visant à rendre les chaînes d'approvisionnement plus autosuffisantes et à renforcer les investissements dans la fabrication de pointe ;
- La demande intérieure reste faible, tandis que des transferts du gouvernement central sont nécessaires pour compenser le déficit de recettes des gouvernements locaux.
- La PBoC continue d'assouplir sa politique monétaire, ajoutant ainsi une pression à la baisse sur le yuan chinois.
- La dévaluation du yuan pourrait s'avérer inévitable.

● La revue des marchés : Les marchés ont besoin d'un signe de la Fed

par Axel Botte

- La Fed, la BoE et la BoJ attendues cette semaine ;
- La croissance américaine (2,8 % au T2) surprend à la hausse mais les enquêtes sont mal orientées ;
- La pentification reprend avec des signaux de tension sur les dettes souveraines ;
- Les méga-caps américaines déçoivent.

● Le graphique de la semaine



L'indice du climat des affaires français a chuté de 5,2 points en juillet pour s'établir à 93,9, son plus bas niveau depuis février 2021. Le climat des affaires oscillait depuis mai 2023 à un niveau proche de sa moyenne de longue période, signalant une croissance manquant d'allant mais résiliente aux divers chocs. Ce net décrochage semble imputable à l'incertitude politique. L'enquête, réalisée du 27 juin au 22 juillet, intègre les résultats des élections législatives anticipées. Le manque de visibilité sur la politique économique à venir conduit les chefs d'entreprises à adopter un comportement attentiste. Les perspectives d'activité et de demande se dégradent. L'ensemble des secteurs est affecté, particulièrement les services et le commerce de détail. L'indice de l'emploi plonge également de 3,5 points, à 96,2, bien en-dessous de la moyenne de longue période de 100, et au plus bas depuis avril 2021.

● Le chiffre de la semaine

18

Chaque médaille olympique contiendra 18 g de fer provenant de la tour Eiffel.
Source : Mairie de Paris

● **Le thème de la semaine**

Chine : le souvenir d'août 2015

Le troisième plénum était une occasion de traiter les déséquilibres de l'économie chinoise liés à un déficit chronique de dépenses intérieures et à une dépendance excessive aux exportations, à un moment où les relations internationales sont devenues plus complexes. La PBoC mène une lutte difficile contre les forces déflationnistes intérieures, tout en maintenant la stabilité sur le marché des changes face aux sorties nettes de capitaux. Étant donné la stratégie de croissance centrée sur l'offre de Xi Jinping, le résultat final pourrait être une dévaluation du renminbi chinois.

Le modèle de croissance de la Chine ne fera qu'aggraver les déséquilibres

Le troisième plénum restera-t-il comme une occasion manquée ?

Le Comité central du Parti communiste profite généralement du troisième plénum pour annoncer de nouvelles orientations de politique économique à moyen et long terme. Le plénum de cette année n'a pas abouti aux mesures attendues pour redresser la croissance. La croissance chinoise a ralenti à 4,7 % sur un an, au deuxième trimestre, en raison de la faiblesse persistante des ventes au détail (+ 2 % en glissement annuel) et des investissements immobiliers (- 10 % en glissement annuel). Le déficit de demande intérieure rend plus difficile la lutte contre le chômage élevé des jeunes. La production industrielle reste mieux orientée (+ 5,6 % en glissement annuel). Pour atteindre l'objectif du gouvernement de doubler le revenu par tête à environ 25 000 dollars d'ici 2035, l'économie chinoise doit croître à un rythme de 4,5 % l'an au minimum. Cependant, le FMI estime que la Chine aura du mal à maintenir une croissance supérieure à 4 % à moyen terme.

Le modèle de croissance de la Chine est-il trop déséquilibré pour perdurer ?

Lors du plénum, Xi Jinping a réaffirmé son engagement en faveur de l'industrie de pointe (notamment les secteurs de la technologie, de la transition verte et des biens d'équipement) malgré les tensions commerciales et la menace protectionniste en provenance des États-Unis et de l'Europe. Xi Jinping a aussi rappelé ses priorités soulignant l'importance de l'autosuffisance des chaînes d'approvisionnement et de l'innovation technologique. La dépendance à la technologie américaine doit donc être réduite. Le modèle de croissance de la Chine restera centré sur l'offre, même si l'économie mondiale bénéficierait grandement d'une demande intérieure chinoise plus forte. Cette stratégie de croissance favorise ainsi les gains de productivité au détriment de l'emploi, afin de faire face à la contraction de la population active. La demande interne n'est pas une priorité pour le Politburo. Cependant, le document du troisième plénum liste deux mesures visant à étendre la couverture sociale et à faciliter les migrations internes des travailleurs (Hukou). Ces changements encourageraient les ménages à dépenser davantage.

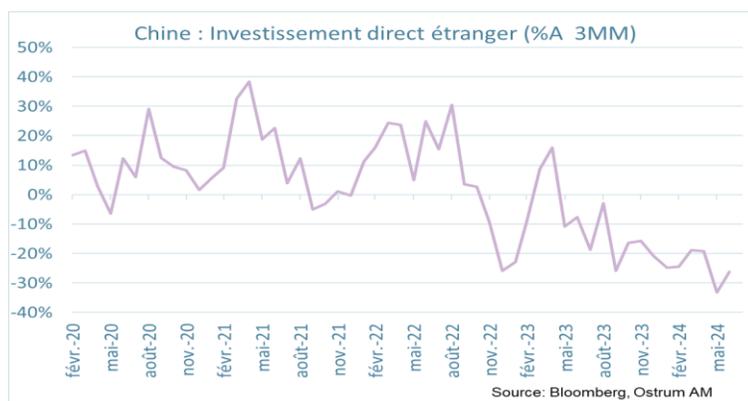
Par ailleurs, les finances des gouvernements locaux nécessiteront un effort de consolidation de la part de Pékin. L'effondrement du marché immobilier a considérablement réduit les recettes des gouvernements locaux. Le déficit consolidé de ces derniers atteint 15 billions de yuans en 2023. Une réforme fiscale devrait viser à accroître les sources de recettes fiscales pour les gouvernements locaux, à augmenter les transferts aux régions et à augmenter la part des dépenses assumées directement par le gouvernement central (actuellement, 90 % des

dépenses publiques sont du ressort des gouvernements locaux).

Gérer les déséquilibres... jusqu'à la rupture ?

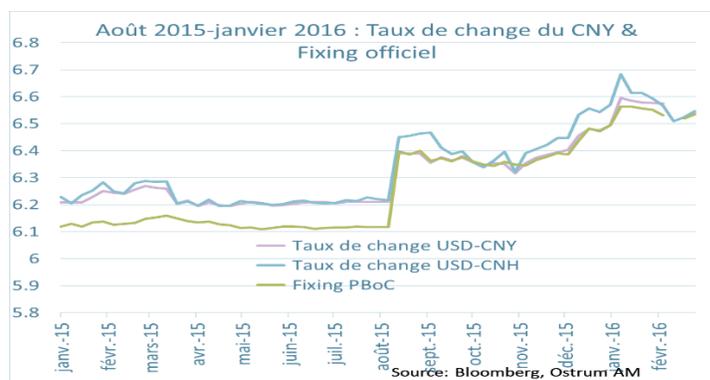
L'assouplissement monétaire pourrait rendre la dévaluation inévitable

La PBoC est dans une impasse. La faiblesse chronique de la demande intérieure et la croissance rapide de l'offre amplifient les forces déflationnistes. L'inflation est nulle, avec des prix à la production en déflation. Parallèlement, la répression du gouvernement à l'égard des entrepreneurs au cours des dernières années a accentué les sorties de capitaux nettes hors de la Chine. Les investissements directs étrangers se sont effondrés (- 29,1 % en glissement annuel entre janvier et juin 2024), en raison des sanctions commerciales internationales et de perspectives de croissance réduites en Chine.



Dans ce contexte, l'assouplissement monétaire continu de la PBoC (avec la dernière baisse de 10 points de base immédiatement après le plénum) a encore affaibli le renminbi. Le fixing officiel du yuan se situe à 7,11 pour un dollar, mais le taux de change se négocie sur le marché près de sa limite inférieure (7,27, soit 2 % en dessous du fixing). Le taux de change du yuan de Hong-Kong (CNH) est davantage sous pression.

Pour freiner la dépréciation du yuan, la PBoC doit vendre quotidiennement des dollars américains. En mai, l'autorité monétaire chinoise a vendu un montant record de 42 milliards de dollars de titres américains, les bons du Trésor américain en représentant plus de la moitié. Cette accélération des ventes de bons du Trésor par la PBoC pourrait préfigurer une dévaluation du yuan. En août 2015, la PBoC avait surpris les marchés avec une dévaluation de 3 % et, en janvier 2016, la monnaie s'est de nouveau dépréciée.



Dans le contexte actuel, une dévaluation du yuan pourrait atténuer l'impact de la hausse probable des droits de douane. Adopter une position ferme à l'égard de la Chine semble en effet faire consensus aux États-Unis, quelle que soit l'administration. Depuis 2018, le président Trump a imposé des droits de douane sur les biens importés de Chine et Biden a relevé ces tarifs et mis en place des restrictions à l'exportation de biens technologiques, tels que les semi-conducteurs. Cette situation conflictuelle rappelle les tensions commerciales entre les États-Unis et le Japon dans les années 1980, qui ont abouti à de forts mouvements de change.

La réforme récente du mode opératoire de la PBoC permet les programmes d'achats d'actifs. La consolidation des finances des gouvernements locaux nécessitera probablement une hausse des emprunts du gouvernement central, qui serait sans doute financée en partie par ces achats. Un tel programme ne ferait qu'exacerber les risques à la baisse pour la monnaie chinoise.

Retour sur l'impact de la dévaluation d'août 2015 sur les marchés financiers

La dévaluation surprise d'août 2015 a pesé sur les marchés d'actifs risqués

La PBoC a dévalué le yuan en trois jours entre le 11 et le 13 août 2015. Nous examinons ici la réaction des marchés financiers à la dévaluation surprise. Sur ces 3 premiers jours, le S&P 500 a perdu 1 % et le marché boursier de Shanghai a à peine réagi. Le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans a diminué de 3 points de base sur 3 séances à 2,18 %. La courbe des taux américains s'est aplatie à la marge. L'écart entre les rendements des obligations à 2 ans et à 10 ans s'est réduit de 4 points de base, tandis que le spread 10-30 ans est resté inchangé.

En étendant la période à la clôture de septembre, les variations des marchés financiers apparaissent plus significatives. La décision de la PBoC a sans doute influencé la Fed qui maintiendra ses taux inchangés lors de sa réunion de septembre. Cela a peut-être alimenté les craintes sur la croissance mondiale. Le S&P 500 a perdu 7 % entre le 13 août et la clôture de septembre. Le marché boursier de Shanghai a parallèlement chuté de 22 %. Les rendements américains ont baissé de 15 points de base, les obligations à 10 ans surperformant à la fois les obligations à 2 ans et à 30 ans. L'écart entre les rendements des obligations à 10 ans et à 30 ans s'est en effet élargi de 15 points de base. Le dollar américain (DXY) est en revanche resté stable durant cette période.

Conclusion

Le modèle de croissance centré sur l'offre de la Chine est difficile à maintenir dans un monde non-coopératif. Les tarifs douaniers et les restrictions commerciales limitent le potentiel de croissance des exportations, tandis que la faiblesse chronique de la demande intérieure aggrave les forces déflationnistes de l'effondrement du marché immobilier. Les sorties de capitaux ne font qu'exacerber la situation, de sorte que la PBoC pourrait être contrainte de dévaluer le yuan. Une dévaluation surprise serait préjudiciable aux actifs à risque, si l'on se réfère à l'expérience d'août 2015.

Axel Botte

- **La revue des marchés**

Les marchés ont besoin d'un signe de la Fed

Les enquêtes en berne et les résultats trimestriels médiocres des stars de la cote américaine prolongent la correction boursière alors que l'attention des investisseurs se tourne désormais vers les réunions de la Fed, de la BoE et de la BoJ cette semaine.

L'environnement financier s'est dégradé depuis le début du mois. La correction boursière initiée par les méga-caps américaines n'est que partiellement compensée par les rotations favorables aux petites valeurs. Le rebond du yen japonais, qui retrouve son rôle de valeur refuge dans l'espoir d'un mouvement de la BoJ, l'once d'or proche de 2400 \$ ou la légère tension sur les spreads souverains sont autant de signaux d'aversion pour le risque. La pentification des courbes de taux semble un appel du pied à la Fed, voire à la BoE. La PBoC redouble en revanche d'efforts pour stimuler une demande interne défaillante. La volatilité des actions est notoirement en hausse cette semaine aux Etats-Unis.

Les risques à la baisse sur la croissance, évoqués récemment par Christine Lagarde, semblent se matérialiser à la lecture des dernières enquêtes (PMI, IFO, INSEE, etc...). L'activité s'infléchit depuis le mois de mai. L'amélioration de la confiance des ménages constitue la seule lueur d'espoir pour inverser cette tendance au second semestre. Aux Etats-Unis, la croissance ressort à 2,8 % au deuxième trimestre grâce à la bonne tenue de l'investissement productif. Le rebond traduit aussi l'arrêt du déstockage de sorte que la croissance du premier semestre se situe en ligne avec le potentiel. La hausse du chômage (4,1 % en juin) est à surveiller. La consommation s'est toutefois redressée entre avril et juin grâce aux dépenses en biens durables. L'inflation (PCE) se modère à peine à 2,5 % en juin. En Chine, la croissance sous 5 % au deuxième trimestre est insuffisante pour les autorités. Les exportations sont le seul moteur de l'activité. La situation de l'immobilier requiert une reprise en main du secteur financier. Une quarantaine de banques, rendues non-viables par les créances immobilières douteuses, ont été fusionnées à la hâte. Dans ce contexte, la PBoC n'a d'autre choix que de réduire ses taux d'intérêt. L'inflation proche de zéro laisse peu de doute sur la poursuite du mouvement. A l'opposé, les intervenants anticipent une hausse des taux de la BoJ, peut-être dès mercredi, pour consolider le rebond de la monnaie nippone vers 153 yens pour un dollar.

Sur les marchés de taux américains, la pentification, associée initialement à l'hypothèse d'une nouvelle Présidence Trump, a repris sur fond d'anticipation de baisses des taux de la Fed. Jerome Powell préférera sans doute attendre septembre pour un premier geste de 25 pb. Le refinancement du Trésor annoncé mercredi ne devrait pas modifier les tailles d'émission. L'allongement de la durée de la dette attendra 2025. Le T-note (4,20 %) est ainsi soutenu par l'orientation attendue de la politique monétaire et la faiblesse des actions. En zone euro, le Bund peine à casser le seuil de 2,40 % malgré les mauvaises enquêtes conjoncturelles. Les spreads souverains se tendent aussi. L'hypothèse d'une abrogation de la réforme des retraites en France a engendré une pression vendeuse sur l'OAT (71 pb) qui semble faire tache d'huile sur les emprunts d'états de la zone euro.

Les actions terminent la semaine en nette baisse. Les publications de Tesla et Google ont déçu, comme celles de géants du luxe en Europe. La S&P décroche de 4 % depuis le 16 juillet. Cette correction s'apparente à celle d'avril avec toutefois des mouvements de rotation plus marqués et une hausse sensible de la volatilité implicite, qui engendre des débouchements de positions.

Axel Botte

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	29-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Bunds 2a	2.59%	-24	-25	+18
EUR Bunds 10a	2.35%	-14	-15	+33
EUR Bunds 2s10s	-23.6bp	+10	+10	+15
USD Treasuries 2a	4.37%	-15	-39	+12
USD Treasuries 10a	4.16%	-10	-24	+28
USD Treasuries 2s10s	-21.2bp	+5	+15	+16
GBP Gilt 10a	4.02%	-14	-15	+49
JPY JGB 10a	1.03%	-3	-6	-41
EUR Spreads Souverains (10a)	29-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
France	70bp	+5	-10	+17
Italie	134bp	+6	-23	-33
Espagne	82bp	+5	-10	-14
Inflation Points-morts (10a)	29-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.11%	-7	-12	-2
USD 10a Inflation Swap	2.45%	-5	-7	+4
GBP 10y Inflation Swap	3.57%	-5	-9	+3
EUR Indices Crédit	29-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Credit IG OAS	110bp	+0	-10	-28
EUR Agences OAS	64bp	+2	-7	-6
EUR Obligations sécurisées OAS	63bp	+2	-6	-16
EUR High Yield Pan-européen OAS	377bp	+13	+9	-22
EUR/USD Indices CDS 5a	29-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
iTraxx IG	54bp	+1	-4	-5
iTraxx Crossover	295bp	+3	-15	-19
CDX IG	51bp	+1	-1	-5
CDX High Yield	332bp	+6	-10	-24
Marchés émergents	29-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	395bp	+3	+3	+11
Devises	29-juil.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
EUR/USD	\$1.084	-0.505	0.894	-1.8
GBP/USD	\$1.284	-0.735	1.486	0.8
USD/JPY	JPY 154	2.093	4.967	-8.3
Matières Premières	29-juil.-24	-1sem (\$)	-1m(\$)	2024 (%)
Brent	\$81.1	-\$1.3	-\$3.9	6.9
Or	\$2 395.3	-\$1.3	\$63.4	16.1
Indices Actions	29-juil.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
S&P 500	5 459	-0.83	-0.03	14.5
EuroStoxx 50	4 868	-0.59	-0.52	7.7
CAC 40	7 513	-1.44	0.44	-0.4
Nikkei 225	38 469	-2.85	-2.82	15.0
Shanghai Composite	2 892	-2.44	-2.55	-2.8
VIX - Volatilité implicite	16.76	12.41	34.73	34.6

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

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 ...29/07/2024

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

Ostrum
ASSET MANAGEMENT

Un affilié de  **NATIXIS**
INVESTMENT MANAGERS