



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 : La Fed contre Donald Trump

par Axel Botte

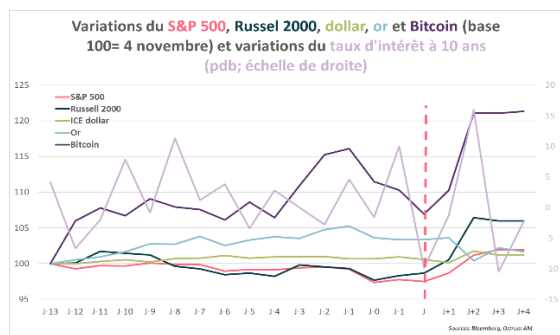
- La Réserve fédérale a réduit les taux d'intérêt une seconde fois cette année, les portant à 4,75 %. D'autres baisses de taux et la fin de l'assouplissement quantitatif (QT) devraient être mises en œuvre dans les mois à venir.
- La Réserve fédérale estime que sa politique actuelle est restrictive, mais la forte croissance de la demande intérieure et une inflation relativement élevée pourraient être perçues comme des preuves du contraire. De plus, il existe une incertitude considérable concernant le niveau du taux neutre.
- L'inflation est une préoccupation majeure pour les ménages américains. Le cadre de ciblage de l'inflation de la Réserve fédérale est en décalage par rapport au ressenti des citoyens. Donald Trump saisira chaque occasion d'attaquer le bilan de la Réserve fédérale en matière d'inflation, même si ses politiques commerciales et budgétaires risquent d'accroître l'inflation.
- Pour l'heure, les taux continueront de baisser pour atteindre 4 % d'ici mars, puis 3,75 %. Le débat sur le taux neutre va s'intensifier. Mais, la tâche de la Réserve fédérale va devenir de plus en plus difficile sous la prochaine administration Trump.

● La revue des marchés : Victoire des Républicains, les actions américaines au sommet

par Axel Botte

- Les marchés ont réagi au résultat des élections par des gains sur les actions américaines, des rendements plus élevés et un dollar plus fort.
- La Chine dévoile un plan de 10 billions de CNY pour restructurer les finances des gouvernements locaux.
- Les actions européennes ont sous-performé, les marchés anticipant de nouvelles baisses de taux de la part de la BCE.
- Les spreads des swaps en euros continuent de se resserrer.

● Le graphique de la semaine



La réaction immédiate des marchés financiers à la victoire de Donald Trump aux élections présidentielles est conforme aux attentes.

Les promesses de réduction des impôts des sociétés ont déclenché un rebond des actions, entraînant une surperformance significative de l'indice Russell 2000. Les rendements à long terme ont augmenté, une dérive budgétaire étant probable sous Trump, bien que les investisseurs aient racheté les taux après une bonne adjudication de 30 ans.

L'hypothèse de droits de douane plus élevés contribue à renforcer le dollar. Sur les marchés des cryptomonnaies, la hausse des prix du Bitcoin reflète le soutien au secteur affiché par Donald Trump. En revanche, l'or a perdu de sa valeur, en miroir du dollar plus fort.

● Le chiffre de la semaine

10

La Chine a approuvé un plan de 10 billions de yuan pour permettre aux autorités locales d'intégrer leur dette hors bilan dans leurs comptes. La résolution de la dette locale est un aspect crucial du soutien à l'économie.

Source : Bloomberg.

● Le thème de la semaine

La Fed contre Donald Trump

La Réserve fédérale a réduit les taux d'intérêt de 25 pb la semaine dernière et se prépare à les ramener autour de 4 % d'ici mars 2025, ce qui reste légèrement au-dessus de l'estimation du taux neutre par la Fed. De plus, la Fed pourrait bientôt mettre fin à l'assouplissement quantitatif (QT). À court terme, la Fed semble ainsi en pilotage automatique. Cependant, la pression politique sur la Fed augmentera sous l'administration Trump. Les orientations économiques de la nouvelle administration modifieront considérablement les perspectives de croissance, d'inflation et de finances publiques.

Assouplissement monétaire et largesse budgétaire : une combinaison dangereuse

La réduction de 50 pb de Fed en septembre s'est ensuivie d'une hausse violente des taux à long terme.

Depuis que la Réserve fédérale a réduit les taux d'intérêt de 50 pb en septembre, les rendements des obligations à long terme ont augmenté d'environ 70 points de base, passant de 3,61 % à 4,36 % actuellement. La hausse des taux d'intérêt à long terme n'était pas l'intention de la banque centrale qui souhaitait adopter une politique monétaire moins restrictive. La baisse des taux plus importante que d'habitude du taux des fonds fédéraux avait fuitée dans les médias pendant la période de blackout précédant la réunion du FOMC. Quelques jours avant le FOMC de septembre, la Fed avait donc décidé de rattraper le « temps perdu » après des chiffres d'emploi décevants. Il s'agit sans doute d'une mauvaise stratégie de communication, mais ce n'était pas le seul facteur derrière l'aplatissement induit de la courbe des rendements américains. La discipline budgétaire doit être rétablie aux États-Unis et aucun des candidats à la Maison-Blanche ne prend cette question au sérieux. La trajectoire attendue de la dette publique continue d'alimenter l'angoisse du marché obligataire. Les swap spreads sur les obligations du Trésor par rapport au SOFR OIS ont en effet chuté en dessous de -50 pb pour les obligations à 10 ans et -80 pb pour les obligations à 30 ans. En d'autres termes, les investisseurs dans les obligations américaines exigent désormais une prime de risque significative pour détenir des titres du Trésor. L'ampleur de cette prime est inhabituelle. Peut-on envisager un moment « Liz Truss » sur le plus grand et le plus liquide des marchés obligataires au monde ? Cela reste peu probable, mais un effondrement obligataire est un événement de probabilité non nulle.

Les conditions de marché sur le repo aux États-Unis se sont détériorées à l'approche de la fin du trimestre de septembre. Le marché des repos est essentiel au bon fonctionnement du marché des obligations du Trésor américain. Ces opérations permettent aux dealers principaux d'assurer la tenue du marché et aux arbitragistes de fournir de la liquidité via des trades de base. Deux semaines après la surprise des 50 pb de la Fed, les taux de prêt des repos ont atteint un pic intra-journalier de 5,45 %. La facilité de repo permanente de 500 milliards de dollars de la Fed aurait dû empêcher les taux de repo de traiter au-dessus du plafond de la fourchette des fonds fédéraux, mais elle n'a pas fonctionné. Peut-être que cet emprunteur marginal n'avait pas accès à la facilité de la Fed, ou que la transaction était trop petite pour avoir un impact réel. Quoi qu'il en soit, cela montre qu'une dislocation sur le marché du repo, comme en septembre 2019, peut se reproduire. Et la situation budgétaire rend ce type d'évènements encore plus probables sur le marché.

Les Américains restent préoccupés par la hausse du coût de la vie.

La Réserve fédérale comprend-t-elle mal les préoccupations des ménages en matière d'inflation?

La nécessité d'assouplir les conditions monétaires à ce stade du cycle est discutable. La politique budgétaire a constitué un soutien fort depuis des années. L'économie américaine a connu une croissance de 2,8 % au 3^{ème} trimestre, largement au-dessus de la tendance. Le taux de chômage est proche de l'équilibre à 4 %. L'inflation sous-jacente mesurée par l'indice PCE hors énergie et alimentation est supérieure à la zone de confort de la Fed, à 2,7 % en septembre.

L'assouplissement monétaire semble résulter de la conviction de la Fed que les taux actuels sont à des niveaux restrictifs. Pourtant, les conditions de crédit bancaire restent favorables. La dynamique des marchés financiers, avec des hausses de plus de 20 % sur les actions américaines cette année et des spreads de crédit réduits, constitue également un assouplissement. Dans ce contexte, la Fed devrait plutôt se concentrer sur les risques pour la stabilité financière et tenter d'infléchir la montée des retards de paiement sur les cartes de crédit, les prêts automobiles ou les prêts immobiliers commerciaux. Une politique plus restrictive pourrait s'avérer une meilleure stratégie pour réduire le risque de Krach financier et d'atterrissage brutal de l'économie.

Concernant son bilan en matière d'inflation, la Fed semble convaincue que ses précédentes hausses de taux d'intérêt ont « fonctionné », lui permettant dorénavant de relâcher la pression sans provoquer d'inflation. Nous craignons que la Fed ne soit trop confiante quant aux perspectives d'inflation. Avec le recul, le ciblage de l'inflation moyenne (*Average Inflation Targeting*, AIT), longtemps défendu par Jerome Powell, aurait justifié davantage de resserrement monétaire. Mais il est rapidement apparu que la Fed ne viserait jamais une *baisse* des prix et l'AIT a été abandonné. Cependant, une inflation de 2 % après plus de trois ans d'inflation de 5 % en moyenne ne fait qu'entériner la perte de pouvoir d'achat conséquente subie par les ménages américains. Dans le passé, l'ancien président de la Fed, Ben Bernanke, avait plaidé pour un ciblage temporaire du niveau des prix (il est vrai, dans le contexte *inverse* de risque de déflation). Cet objectif aurait pu être efficace pour apaiser la perception d'un coût de la vie durablement plus élevé. La perception de l'inflation des ménages est influencée par leur mémoire des prix des produits de base et d'autres biens de consommation non discrétionnaire. La Fed ne semble pas le comprendre. Et Trump suatera sur chaque occasion de critiquer le bilan de la Fed en matière d'inflation.

La Fed pourrait revenir à la neutralité avant d'évaluer l'impact des politiques de Trump.

La Fed en pilotage automatique avant la prise de pouvoir de Donald Trump

Comme prévu, le taux des fonds fédéraux a été abaissé de 25 pb le 7 novembre, se situant désormais dans une fourchette de 4,50 à 4,75 %. La Réserve fédérale devrait continuer à réduire régulièrement les taux de 25 pb pour atteindre 4 % d'ici mars 2025. Au-delà de cette date, la politique monétaire devra prendre en compte l'impact attendu des politiques commerciales et fiscales de Donald Trump sur l'inflation et la croissance. Il existe également une incertitude considérable concernant le niveau de neutralité des taux d'intérêt. Les décideurs du FOMC croient fermement que les taux actuels sont en territoire restrictif, mais leurs propres estimations pour le taux de politique à long terme sont imprécises et se situent dans une fourchette large allant de 2,375 % à 3,75 %. Nous prévoyons que le taux de la Fed se stabilisera à 3,75 % au cours du deuxième trimestre de l'année prochaine.

Parallèlement, la banque centrale mettra fin à l'assouplissement quantitatif, probablement avant mars 2025. Actuellement, la Fed réinvestit les tombées de ses avoirs, au-delà de 25 milliards de dollars, lors des adjudications du Trésor. Les échéances des titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) au-delà d'un total de 35 milliards par mois sont réinvestis dans des obligations du gouvernement américain. Cette politique sera modifiée de sorte que l'intégralité des tombées seraient réinvesties dans de nouvelles obligations du Trésor. Cette décision allégera l'appel au marché du gouvernement américain de 300 milliards de dollars par an, soit environ un sixième du déficit fédéral annuel prévu. Cependant, compte tenu de la trajectoire budgétaire attendue à long terme, la Fed pourrait choisir de ne réinvestir que dans des obligations à court terme, afin d'éviter d'être accusée de faciliter le dérapage des finances publiques. La maturité maximale des réinvestissements obligataires pourrait être abaissée à 5 ans.

Powell ne peut pas être viré selon la loi... mais Trump pourrait nuire à l'indépendance de la Fed.

Donald Trump et ses alliés tenteront certainement d'entraver l'indépendance de la Réserve fédérale. Au cours de son premier mandat en tant que président, Donald Trump a fréquemment interféré et critiqué les décisions de la Fed. L'institution monétaire est cependant prête à défendre son indépendance. Jerome Powell a clairement indiqué qu'il ne démissionnerait pas et qu'il ne pouvait pas être démis de ses fonctions selon la loi. Cependant, une politique budgétaire sans contrôle pourrait entraîner une perte d'indépendance. Le danger pour les autorités monétaires est toujours la dominance budgétaire. Une fois que les déficits et la dette sont hors de contrôle, les banquiers centraux n'ont d'autre choix que de monétiser la dette.

De même, l'administration Trump tentera probablement de déréguler le secteur financier. L'absence de réglementation forte des banques de taille intermédiaire avait sans doute joué un rôle dans la chute de la Silicon Valley Bank. Le relèvement du seuil du total de bilan en dessous duquel une réglementation allégée s'applique devrait être proposé au Congrès par la nouvelle administration l'année prochaine. Cela compliquerait la tâche de supervision financière de la Fed.

Conclusion

La Fed réduit progressivement le degré de restriction monétaire, malgré une croissance supérieure au potentiel et une inflation au-delà de la zone de confort de la Fed. Des baisses de taux progressives devraient se poursuivre jusqu'au premier semestre 2025, à mesure que la Fed adoptera une politique monétaire plus neutre. Dans l'intervalle, l'élection de Donald Trump compliquera la tâche de la Fed. Les politiques commerciales et fiscales proposées par Donald Trump pourraient aggraver les déséquilibres et contribuer à l'inflation.

Axel Botte

- **La revue des marchés**

Victoire des Républicains, les actions américaines au sommet

La victoire de Trump relance le débat sur la responsabilité budgétaire, alors que la Fed réduit les taux et que le S&P 500 atteint de nouveaux sommets.

La course à la présidence s'est avérée beaucoup moins serrée que prévu. Donald Trump sera le 47^e Président des États-Unis, avec une majorité à la Chambre et au Sénat. Les marchés ont réagi comme prévu à cette issue. Les actions américaines ont surperformé les marchés européens de 5 à 7 % la semaine passée, avec une forte baisse de la volatilité. De manière surprenante, les marchés chinois se sont bien comportés, avec un gain de 5 % à Shanghai. Les rendements américains ont augmenté malgré l'action de la Fed (-25 pb à 4,75 %). La demande solide à l'émission de 30 ans a capé les rendements à 4,60 %. Le dollar reste solide contre toute devise. Les swap spreads se resserrent encore en zone euro. La BCE pourrait agir face à la politique commerciale de Trump en abaissant ses taux.

L'élection a dominé l'actualité, mais on retiendra quelques publications. L'indice ISM des services dépeint une croissance solide. La composante emploi progresse à 53, effaçant les grèves portuaires récentes et les ouragans. La grève chez Boeing s'est terminée, ce qui ajoutera 44k emplois au prochain rapport mensuel. En outre, le crédit à la consommation est en hausse de 6 milliards de dollars en septembre, ce qui préfigure un ralentissement des ventes au détail en octobre. Les dépenses de consommation devraient se modérer. En zone euro, les PMI ont été arrondis à la hausse par rapport aux indices préliminaires. La croissance entre juillet et septembre a surpris favorablement. En France, la baisse de l'investissement et de l'emploi (-0,1 %) au 3^{ème} trimestre indique une fin d'année moins favorable. La Chine a enfin dévoilé un plan de résolution de 10 billions de CNY pour la dette hors bilan des gouvernements locaux, qui excède 14 billions de CNY. Les gouvernements locaux émettront 6 billions de CNY pour échanger ces dettes cachées décotées détenues par des véhicules de financement au cours des trois prochaines années. Le gouvernement central fournira un soutien supplémentaire ultérieurement.

Les emprunts d'états sous-performent les swaps depuis plusieurs semaines, avec des problématiques similaires en France, au Royaume-Uni et aux États-Unis. Les rendements ont quasiment touché 4,50 % sur le 10 ans américain, avant qu'une demande solide à l'adjudication de 30 ans ne capte les rendements à long terme. La France a également réussi à attirer une forte demande pour ses emprunts à long terme. Les OATs se négocient autour de 75 pb par rapport aux Bunds allemands. En Allemagne, le chancelier Scholz a renvoyé le ministre des Finances Lindner, ce qui pourrait entraîner des élections anticipées en mars. La coalition tricolore semble plus fragile que jamais. Parallèlement, l'élection de Donald Trump obligera l'Europe à réexaminer la situation en Ukraine et ses dépenses de défense. Sur les marchés du crédit, les flux vers les fonds gérés activement se poursuivent malgré l'élargissement des spreads contre swaps. Les spreads des indices CDS se resserrent en suivant la baisse de la volatilité implicite.

Les actions américaines ont considérablement surperformé leurs homologues européens la semaine dernière. Les entreprises ayant des ventes significatives aux États-Unis ont surperformé les constructeurs automobiles allemands, les énergies renouvelables et les services publics, qui pourraient être affectés par les politiques de Trump.

Axel Botte

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	12-nov.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Bunds 2a	2.15 %	-16	-9	-26
EUR Bunds 10a	2.34%	-9	+7	+32
EUR Bunds 2s10s	19 bp	+7	+16	+57
USD Treasuries 2a	4.33 %	+15	+37	+8
USD Treasuries 10a	4.36 %	+9	+26	+48
USD Treasuries 2s10s	3 bp	-6	-11	+40
GBP Gilt 10a	4.45 %	-8	+24	+91
JPY JGB 10a	1.02 %	+7	+6	+40
EUR Spreads Souverains (10a)	12-nov.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
France	76 bp	+2	-2	+22
Italie	128 bp	+4	-1	-39
Espagne	74 bp	+3	-1	-23
Inflation Points-morts (10a)	12-nov.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR OATi	205 bp	-1	-6	-
USD TIPS	237 bp	+6	+3	+19
GBP Gilt Indexés	357 bp	-2	+2	+9
EUR Indices Crédit	12-nov.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Credit IG OAS	99 bp	-5	-10	-39
EUR Agences OAS	62 bp	-1	-3	-8
EUR Obligations sécurisées OAS	49 bp	-1	-12	-29
EUR High Yield Pan-européen OAS	325 bp	+3	-23	-74
EUR/USD Indices CDS 5a	12-nov.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
iTraxx IG	54 bp	-4	-2	-4
iTraxx Crossover	293 bp	-16	-11	-21
CDX IG	47 bp	-5	-5	-9
CDX High Yield	298 bp	-31	-29	-58
Marchés émergents	12-nov.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	326 bp	-8	-28	-58
Devises	12-nov.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
EUR/USD	\$1.062	-2.83	-2.58	-3.79
GBP/USD	\$1.280	-1.83	-1.97	+0.5
USD/JPY	¥153.91	-1.45	-2.59	-8.36
Matières Premières	12-nov.-24	-1sem (\$)	-1m(\$)	2024 (\$)
Brent	\$72.0	-\$3.6	-\$6.7	-\$2.7
Or	\$2 602.4	-\$139.6	-\$46.2	\$539.5
Indices Actions	12-nov.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
S&P 500	6 001	5.05	3.20	25.82
EuroStoxx 50	4 808	-1.29	-3.92	6.33
CAC 40	7 345	-0.84	-3.08	-2.63
Nikkei 225	39 376	2.34	-0.58	17.67
Shanghai Composite	3 422	1.03	6.35	15.03
VIX - Volatilité implicite	15.11	-26.26	-26.15	21.37

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-1800014 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 ...12/11/2024

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