



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 : Comparaison de C. Lagarde aux années 1920, il faut être prêt au changement !**

par **Zouhoure Bousbih**

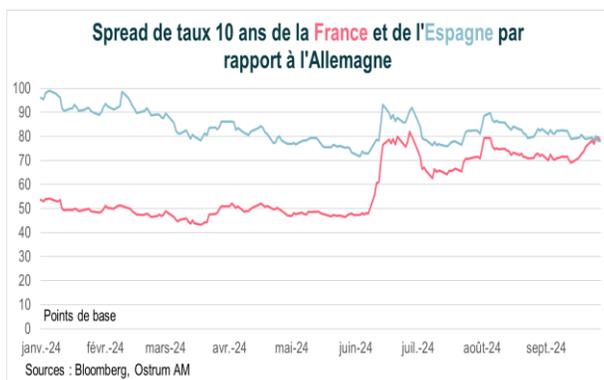
- La présidente de la BCE a établi un parallèle entre la période actuelle et celle des années 1920 ;
- Des similitudes sont troublantes : le retour du protectionnisme, l'IA comme avancée technologique majeure, les perturbations sur les routes maritimes et l'émergence de la Chine comme puissance manufacturière mondiale ;
- Cependant, la comparaison s'arrête là. La différence notable avec les années 1920 est la fin de l'Étalon-or conférant une flexibilité monétaire accrue aux Banques centrales leur permettant d'agir rapidement et massivement lors des crises ;
- Cela permet également aux États d'agir efficacement pour préserver l'emploi et leurs économies ;
- La comparaison de C. Lagarde avec les années 1920 est révélatrice d'un nouvel ordre mondial et d'un risque de volatilité macroéconomique accru. « Il faut être prêt au changement ! ».

● **La revue des marchés : Quand la Chine s'éveillera...**

par **Axel Botte**

- Chine : le train de mesures monétaires et budgétaires ambitieuses ravivent les anticipations de croissance ;
- Les actions chinoises explosent à la hausse ;
- La pentification se poursuit, les mauvais PMI et la baisse du brut attisant les anticipations de baisses des taux de la BCE dès octobre ;
- Les spreads français restent sous pression avant le discours de politique générale de Barnier .

● **Le graphique de la semaine**



Pour la 1ère fois depuis 2007, le spread de l'OAT 10 ans est devenu supérieur au spread espagnol, jeudi 26 septembre. Cela reflète les craintes des investisseurs sur les finances publiques françaises.

La France devrait connaître un fort dérapage budgétaire pour la 2ème année consécutive, en 2024. Cela justifie des mesures de réduction du déficit qui devraient être annoncées par le gouvernement, la semaine du 9 octobre.

La tâche se révèle complexe puisque l'Assemblée Nationale est très divisée, plaçant le gouvernement sous la menace d'une motion de censure.

● **Le chiffre de la semaine**

27 %

C'est la performance hebdomadaire de l'indice boursier chinois CSI 300 depuis son point bas du 13 septembre. Les annonces de stimuli monétaire et budgétaire par les autorités chinoises ont soutenu le rallye des actions chinoises et amélioré le sentiment des investisseurs.

Source : Bloomberg

● **Le thème de la semaine**

Comparaison de C. Lagarde aux années 1920, il faut être prêt au changement !

Lors de son discours à la conférence Michel Camdessus 2024, en l'honneur de l'ancien directeur général du Fonds monétaire international, C. Lagarde a fait sensation en établissant un parallèle entre la période actuelle et celle des années 1920. Cette période était marquée par des perturbations dans le commerce mondial et de rapides progrès technologiques alimentant des bulles spéculatives. La présidente de la Banque centrale européenne a-t-elle raison de s'inquiéter ?

De grandes similitudes avec les années 1920...

La fin de la Pax americana

Les années 1920 sont caractérisées par une période de paix relative en Europe connue sous le terme de Pax Britannica. Durant cette période, la Grande Bretagne a utilisé sa puissance navale, économique et diplomatique pour maintenir l'ordre mondial et promouvoir le commerce international, créant ainsi une période de prospérité économique. Des rivalités économiques et impérialistes ont conduit à la fin de la Pax Britannica.

De la fin de la Pax Britannica...

Depuis la fin de la seconde guerre mondiale, les États-Unis avaient mis fin à leur neutralité politique vis à vis des affaires internationales. Le Plan Marshall pour reconstruire l'Europe avait lancé officiellement la Pax americana, période caractérisée par une longue paix entre les différentes puissances, mais également par une domination américaine sur le plan économique, politique et militaire. La Pax americana était la condition nécessaire à la mondialisation permettant à l'inflation mondiale de se maintenir à des niveaux durablement bas. L'élection de D. Trump en 2016 comme président des États-Unis a constitué une rupture sur ce point. Sous son slogan « America First », il marque un retour de la neutralité des États-Unis vis-à-vis des affaires internationales. Le vide laissé par le gendarme du monde a été une aubaine pour d'autres puissances émergentes dans la revendication de territoires comme la Russie qui a envahi l'Ukraine en mars 2022. Pour la première fois depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, l'Europe doit faire face à une guerre mettant en lumière sa vulnérabilité énergétique.

... À celle de la Pax americana.

Les routes maritimes ne sont plus sûres, perturbant le commerce mondial

Tout d'abord, l'invasion russe en Ukraine a clairement montré la volonté de la Russie d'accaparer des ports ukrainiens, notamment le port d'Odessa pour sécuriser son accès aux mers chaudes. Cela avait provoqué une hausse rapide des prix des matières premières agricoles menaçant la sécurité alimentaire mondiale, notamment celle des pays pauvres. L'accord de la mer Noire sous l'égide de l'ONU et de la Turquie avait permis de réduire la pression haussière sur les cours et d'assurer l'approvisionnement des pays concernés, évitant une nouvelle crise alimentaire mondiale.

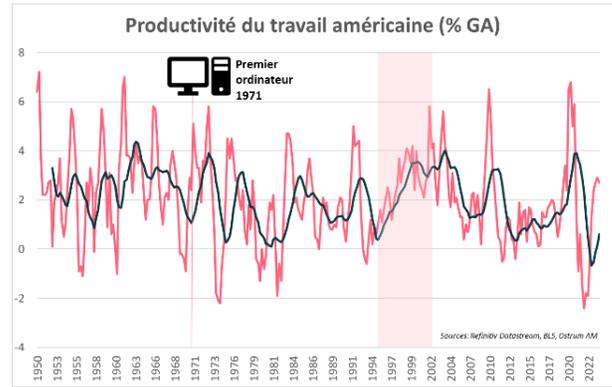
La sécurité des routes maritimes devrait devenir un enjeu primordial pour les puissances économiques.

L'escalade de tensions au Moyen-Orient a bloqué l'accès à la mer Rouge, notamment au Canal de Suez, point névralgique du commerce mondial. La résultante a été une hausse des coûts de transports maritimes et un allongement des délais de livraison liés au contournement des navires marchands par le Cap de Bonne-Espérance. Pour l'Égypte, qui traverse une grave crise économique, c'est un impact sévère pour ses recettes budgétaires. Les revenus liés au Canal ont continué de baisser de plus de 24 % par rapport à juin 2023 et de plus 50 % par rapport à l'an dernier.

Tout comme l'invention des chemins de fer, de l'électricité ou celle du premier ordinateur individuel, l'IA devrait permettre rapidement des gains de productivité.

La révolution technologique de l'IA

La période actuelle est également caractérisée par des avancées technologiques considérables. L'intelligence artificielle (IA) générative utilise des modèles informatiques puissants pour produire des contenus de haute qualité basés sur des données sur lesquelles ils sont programmés. Les récentes avancées en IA devraient apporter une hausse de la productivité tant attendue depuis plusieurs années.

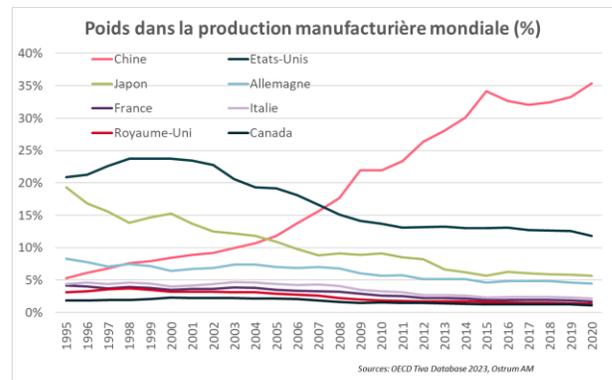


Le graphique ci-dessus montre que les gains de productivité liés à l'invention du premier ordinateur en 1971, ont été observés seulement au début des années 2000. Deux propriétés de l'IA devraient permettre des gains de productivité rapides : son accessibilité et sa versatilité. L'accessibilité à un public large n'ayant pas de connaissances au préalable du langage de programmation sur des plateformes comme ChatGPT – le bot développé par OpenAI – ou Gemini de Google. L'IA a également une propriété versatile au sens où ses domaines d'application sont larges et variés. En effet, l'IA peut être utilisée pour rédiger un document légal ou un contrat de location.

La Chine est devenue la puissance manufacturière mondiale marquant le retour du protectionnisme.

La rivalité avec la Chine et le retour du protectionnisme

La Chine est devenue rapidement une puissance manufacturière (35 % de la production mondiale) changeant l'équilibre des forces au niveau mondial. Son essor rapide dans les technologies émergentes, notamment dans les véhicules électriques, a engendré des mesures protectionnistes de la part des États-Unis et de l'Union européenne sous la forme de hausse des tarifs douaniers.



Le but est de protéger les secteurs automobiles européens et américains, importants bassins d'emplois. Les relations avec la Chine ont changé depuis l'administration Trump qui a mis en place les premières hausses de tarifs douaniers sur les produits chinois en 2018. La Chine n'est plus considérée comme un concurrent, mais comme un rival sérieux menaçant l'ordre mondial mis en place par les États-Unis depuis la fin de la seconde guerre mondiale.

La différence la plus notable avec les années 1920 est la fin de l'Étalon-or...

... Mais la comparaison s'arrête là à cause de différences notables

La fin de l'Étalon-or

L'une des différences notables avec les années 1920 est la fin de l'Étalon or. La période de

l'Étalon-or limitait fortement la capacité des Banques centrales à répondre aux crises économiques, conduisant à des récessions sévères et prolongées, comme la Grande dépression des années 1930. En effet, la quantité de monnaie en circulation était directement liée aux réserves d'or détenues par les Banques centrales. En période de perte de confiance des investisseurs, comme ce fut le cas lors du krach boursier de 1929, elles ne pouvaient pas facilement intervenir pour stabiliser les prix des actifs financiers. Les Banques centrales n'étaient pas prêtes de jouer le rôle de prêteur en dernier ressort, ce qui exacerbait les crises financières et économiques.

Une flexibilité monétaire accrue...

... donnant une flexibilité monétaire accrue aux Banques centrales, leur permettant d'agir rapidement et massivement lors des crises...

Les Banques centrales ont désormais une large palette d'outils à leur disposition leur permettant de stabiliser rapidement et massivement l'économie lors de crises. Depuis 2008, en réponse à la crise financière, elles ont mis en place des mesures non-conventionnelles, allant au-delà de leurs politiques traditionnelles. Après avoir réduit leurs taux directeurs à des niveaux très bas, elles ont introduit de nouveaux outils pour améliorer le financement de l'économie. En effet, la Fed a réagi rapidement dès le début de la crise, en mettant également en place un système de swap de change, afin d'octroyer des liquidités en dollars aux autres Banques centrales permettant de stabiliser le système financier mondial. En zone euro, ces politiques ont été essentielles dans la gestion de la crise de la dette souveraine, ainsi que de la crise du Covid-19.

Les mesures non conventionnelles ont varié en fonction des priorités des Banques centrales et des systèmes financiers. Parmi ces mesures, certaines Banques centrales ont appliqué des taux d'intérêt négatifs, afin d'inciter les banques à prêter, utilisé une communication prospective (forward guidance), assoupli l'accès aux liquidités et pratiqué l'assouplissement quantitatif en achetant massivement des titres financiers. En zone euro, ces mesures ont inclu des taux accommodants, un accès élargi aux liquidités pour les banques et des programmes d'achat de titres financiers privés et publics.

... Permettant aux gouvernements d'agir efficacement en cas de crises

... Et de compléter leurs actions par celles des gouvernements.

Les mesures gouvernementales ont également été essentielles pour répondre rapidement aux crises économiques, en complétant les actions des Banques centrales.

Lors de la crise financière de 2008, le gouvernement américain avait mis en place l'American Recovery and Reinvestment Act, injectant environ 800 milliards de dollars dans l'économie américaine par des réductions d'impôts, des investissements dans les infrastructures et des aides aux États et collectivités. Le TARP (Troubled Asset Relief Program) a également été mis en place pour racheter les actifs toxiques des banques en les recapitalisant et permettre de stabiliser le système financier américain.

Pendant la crise Covid-19, le Paycheck Protection Program (PPP) a octroyé des prêts aux PME américaines pour maintenir l'emploi. Des chèques ont été également distribués aux citoyens, afin de relancer la consommation, tandis que les allocations chômage avaient été augmentées pour aider les salariés touchés par la pandémie.

Du côté européen, des plans de relance (« quoi qu'il en coûte ») ont été instaurés pour protéger les entreprises et préserver l'emploi, notamment en Allemagne et en France. L'Union européenne a également créé des fonds de soutien financier, tels que le programme Next Generation EU, pour relancer la relance postpandémique, avec un accent sur la durabilité et la numérisation.

Afin de faire face au choc énergétique lié à la guerre en Ukraine, les gouvernements européens et américains ont également débloqué plusieurs aides financières aux ménages et aux entreprises, afin de compenser la hausse des prix de l'énergie, en aidant à faire face aux coûts accrus.

Conclusion

Christine Lagarde a raison de s'interroger sur les similitudes troublantes de notre époque avec celles des années 1920 : retour du protectionnisme, l'intelligence artificielle est une avancée technologique majeure, l'émergence de la Chine comme nouvelle puissance manufacturière, perturbations des routes maritimes. Cependant, contrairement aux années 1920, la flexibilité monétaire des Banques centrales s'est accrue, leur permettant d'agir rapidement et massivement lors des crises. Les États peuvent également compléter l'action des Banques centrales pour stabiliser leurs économies. Sa comparaison avec les années 1920 est révélatrice d'un nouvel ordre mondial et d'un risque d'une plus grande volatilité macroéconomique. « Il faut être prêt au changement ». C'est le message qu'a souhaité faire passer la présidente de la Banque centrale européenne.

Zouhoure Bousbih

- **La revue des marchés**

Quand la Chine s'éveillera...

La Chine prend enfin le taureau par les cornes et les marchés d'actions asiatiques décollent. Le pessimisme européen s'estompe. Le repli du pétrole paraît susceptible d'accélérer l'assouplissement monétaire en zone euro.

L'économie mondiale connaît peut-être un tournant inattendu. Le gouvernement de Pékin et la PBoC semblent changer de braquet pour raviver la demande interne chinoise. Les mesures monétaires s'enchaînent pour soutenir les marchés d'actions alors qu'on murmure que le volet budgétaire atteindrait 3 % du PIB. Le yuan et les matières premières valident cette embellie et les rachats de positions vendeuses s'accumulent à Shanghai. La baisse du brut (71 \$ le Brent) alimente par ailleurs les anticipations de baisse de taux de la BCE dès le mois d'octobre. Au Japon, la victoire d'Ishiba aux élections du LDP soutient le yen. Les taux longs sont stabilisés autour de 3,75 % sur le T-note et 2,15 % sur le Bund.

Les autorités chinoises ont longtemps enchaîné les demi-mesures sans parvenir à redresser la croissance. Le gouvernement veut mettre fin à la glissade des prix du logement, qui mine le moral des consommateurs et inhibe le canal du crédit. Les principales banques seront aussi recapitalisées à hauteur d'1 billion de yuans. La PBoC réduit ses taux de 30 pb, effaçant ainsi l'effet de la baisse des taux hypothécaires sur les marges d'intérêt bancaires. Aux Etats-Unis, la croissance s'est révélée plus forte qu'attendu depuis 2020 et l'activité courante demeure solide. La zone euro voit, dans la baisse du pétrole, un soutien potentiel alors que l'économie allemande s'enlise et que la consolidation budgétaire s'annonce ardue.

Sur les marchés financiers, les indices boursiers marquent des records aux Etats-Unis dans le sillage du rebond de 12 % du marché chinois la semaine passée. Seule l'appréciation de l'or semble en porte-à-faux avec ce climat favorable aux actifs risqués. Les anticipations de reprise profitent aux métaux de sorte que la tonne de cuivre renoue avec le seuil des 10 000 \$. La pentification des courbes se poursuit avec la chute du pétrole (avec le retour de l'offre libyenne et saoudienne) qui accélère le calendrier des baisses de taux prévu par le marché. Le T-note évolue dans une fourchette de 10 pb centrée sur 3,75 %. Le Bund oscille autour de 2,15 %, dans l'espoir d'un mouvement de la BCE en octobre. Les spreads souverains sont globalement bien orientés. Le primaire se place bien et la Chine a même levé 2 Mds €. Le BTP (130 pb contre Bund) est revigoré par les révisions du PIB italien qui abaissent le ratio de dette depuis 2020. A l'inverse, l'OAT (80 pb) est sous pression entraînant un élargissement mécanique des OLO belges. Le déficit français annoncé finalement à 6 % en 2024 requiert un tour de vis sans précédent pour convaincre les marchés. Sur le crédit, le resserrement des swap spreads entraîne une hausse des primes sur l'IG sans réelle conséquence pour une classe d'actifs offrant des spreads 117 pb contre Bund. Le high yield est stable malgré les difficultés du secteur automobile. La dette émergente (362 pb contre UST) bénéficie de l'allègement de la Fed et du stimulus chinois. Les actions chinoises et hong-kongaises reprennent 12 % sur une semaine, tirant à la hausse les valeurs européennes exposées à la Chine.

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	30-sept.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Bunds 2a	2.06%	-9	-34	-35
EUR Bunds 10a	2.13%	-2	-17	+11
EUR Bunds 2s10s	7.5bp	+7	+17	+46
USD Treasuries 2a	3.56%	-3	-36	-69
USD Treasuries 10a	3.76%	+1	-15	-12
USD Treasuries 2s10s	19.5bp	+3	+21	+57
GBP Gilt 10a	3.99%	+7	-3	+45
JPY JGB 10a	0.86%	+1	+0	-38
EUR Spreads Souverains (10a)	30-sept.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
France	80bp	+2	+7	+27
Italie	133bp	-2	-7	-34
Espagne	80bp	+1	-3	-17
Inflation Points-morts (10a)	30-sept.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	1.92%	-2	-11	-21
USD 10a Inflation Swap	2.38%	0	0	-3
GBP 10y Inflation Swap	3.47%	+1	+1	-6
EUR Indices Crédit	30-sept.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Credit IG OAS	117bp	+2	+1	-21
EUR Agences OAS	67bp	+2	+3	-3
EUR Obligations sécurisées OAS	61bp	+2	+1	-17
EUR High Yield Pan-européen OAS	355bp	-8	-11	-44
EUR/USD Indices CDS 5a	30-sept.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
iTraxx IG	58bp	-1	+5	-1
iTraxx Crossover	308bp	-6	+19	-6
CDX IG	53bp	0	+3	-4
CDX High Yield	330bp	+19	+8	-26
Marchés émergents	30-sept.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	368bp	-2	-27	-16
Devises	30-sept.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
EUR/USD	\$1.116	0.351	0.886	1.1
GBP/USD	\$1.339	0.345	1.880	5.2
USD/JPY	JPY 142	0.851	3.293	-0.8
Matières Premières	30-sept.-24	-1sem (\$)	-1m(\$)	2024 (%)
Brent	\$73.0	-\$0.9	-\$4.0	-3.1
Or	\$2 659.3	\$31.1	\$158.7	28.9
Indices Actions	30-sept.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
S&P 500	5 738	0.62	1.59	20.3
EuroStoxx 50	5 067	3.72	2.21	12.1
CAC 40	7 792	3.78	2.11	3.3
Nikkei 225	37 920	0.52	-1.88	13.3
Shanghai Composite	3 335	21.31	17.32	12.1
VIX - Volatilité implicite	16.96	5.02	13.07	36.2

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-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 ...30/09/2024

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