



**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 : Quelles perspectives pour l'euro-dollar ?**

par Axel Botte

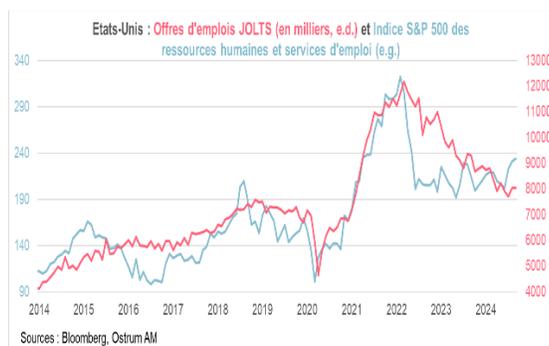
- Le taux de change euro-dollar peine à casser le plafond des 1,12 \$, malgré un rebond de près de 5 % depuis les points bas d'avril ;
- Les investissements directs vers la zone euro ont chuté alors que les perspectives de croissance aux États-Unis attirent les capitaux internationaux. Cette configuration reste un frein à l'appréciation de l'euro ;
- La politique bilancielle de la BCE et l'arrêt probable du resserrement quantitatif de la Fed dans les mois à venir contribuer à soutenir l'euro face au billet vert. Les baisses de taux plus agressives de la Fed vont dans le même sens ;
- 2022 avait été marquée par la hausse vertigineuse des prix des importations. Les termes de l'échange ne constituent plus un risque baissier pour la monnaie unique, d'autant que le pétrole baisse, malgré le contexte international ;
- Toutefois, la demande de dollar reste solide, au regard du positionnement sur l'euro qui semble encore timide. L'évolution des bases de swaps cross-currency indique aussi une recherche de dollars de la part des non-résidents.

● **La revue des marchés : Et maintenant la reflation ?**

par Axel Botte

- L'emploi américain en hausse de 254k en septembre avec une baisse du taux de chômage ;
- Les tensions au Proche-Orient font plonger les taux puis remonter les prix du pétrole ;
- Le T-note remonte vers 3,95 %, le 2 ans reprend 30 pb ;
- Le crédit et les spreads souverains se resserrent, la bourse européenne décroche.

● **Le graphique de la semaine**



Le marché du travail américain continue de surprendre par sa résilience. Les postes à pourvoir recensés par l'enquête JOLTS du BLS sont repassés au-dessus du seuil de 8 millions, un chiffre supérieur au nombre de demandeurs d'emplois.

La performance boursière du secteur des services liés au marché du travail semblait préfigurer le redressement entrevu dans les postes à pourvoir. Le caractère prédictif des marchés est sujet à caution mais les bonnes nouvelles sur l'emploi semblent désormais valider le rebond du secteur.

● **Le chiffre de la semaine**

**60**

Le gouvernement français a annoncé mercredi des plans de réduction des dépenses et d'augmentation des impôts d'environ 60 milliards d'euros pour l'année prochaine. Cette initiative vise à réduire le déficit budgétaire croissant et à renforcer la confiance des investisseurs dans le pays.

Source : Bloomberg.

• **Le thème de la semaine**

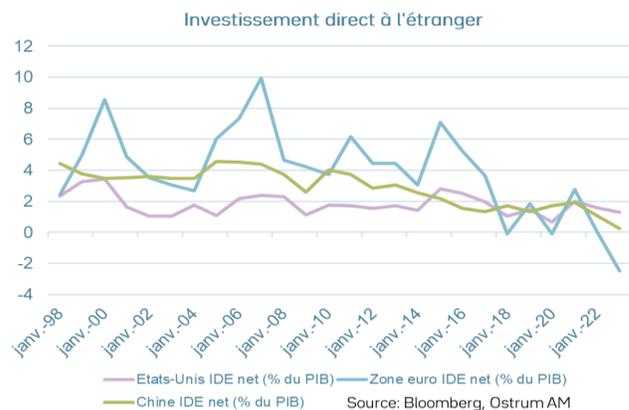
## Quelles perspectives pour l'euro-dollar ?

Malgré les risques existentiels pesant sur l'Union européenne exposés dans le rapport Draghi, la monnaie commune à 20 des 27 pays membres s'est renforcée au cours des dernières semaines. L'euro-dollar s'échange au-delà du seuil d'1,10 \$, en hausse de 4 % depuis son point bas de l'année (1,0625 \$ le 16 avril 2024). La conjoncture morose, la paralysie budgétaire en Allemagne ou politique en France n'incitaient pas à l'optimisme. Mais le contexte monétaire a changé. La multitude de baisses de taux projetées par la Fed explique en partie le regain d'intérêt pour l'euro, d'autant que la BCE reste plus timide. Le positionnement et d'autres aspects techniques du marché donnent des perspectives plus nuancées.

### Le dollar monnaie de la croissance, l'euro celle de la stagnation ?

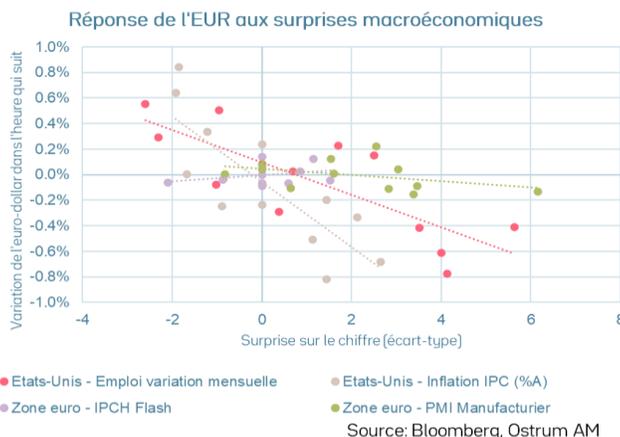
L'hégémonie économique américaine au cœur de la force du dollar.

Depuis plusieurs années, la croissance économique est bien plus soutenue aux États-Unis qu'en zone euro. L'écart des gains de productivité pointés par le rapport Draghi est considérable. Les révisions apportées aux comptes nationaux américains laissent apparaître une hausse annuelle moyenne de la productivité horaire de 1,5 % et près de 4 fois moins en zone euro. La trajectoire divergente de l'investissement productif, notamment dans les technologies de l'information explique en partie la productivité horaire plus élevée aux États-Unis. La performance boursière des valeurs de haute technologie (dont les 7 Magnifiques) témoigne aussi de l'avance prise par l'économie américaine.



Parallèlement, l'investissement direct à l'étranger marque un net ralentissement en zone euro, avec des sorties nettes en 2023

pour l'équivalent de 2,5 % du PIB. À l'inverse, le reste du monde continue d'investir aux États-Unis à hauteur d'1,3 % du PIB américain en 2023. En somme, le capital va s'investir aux États-Unis. Outre les sorties de capitaux de la zone euro, les flux d'investissement vers la Chine semblent se raréfier, au bénéfice du dollar.



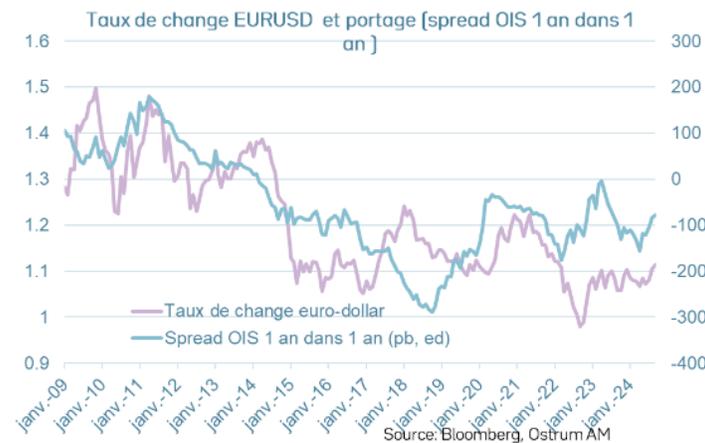
Par ailleurs, il est assez frappant de constater que la parité euro-dollar est bien plus sensible aux publications américaines qu'aux données économiques relatives à la zone euro. Une surprise concernant l'emploi américain où l'IPC mensuel induit une réponse significative de l'euro-dollar, alors que le PMI et l'estimation flash de l'IPCH ont un impact quasi-nul.

## La politique de la BCE soutiendra l'euro

La contraction du bilan de la BCE constitue un soutien mécanique à l'euro

La politique monétaire a un impact considérable sur les parités de change. Les instruments utilisés, dont la politique de taux et les politiques quantitatives, ont des effets différenciés sur le change.

À court terme, l'écart de taux est l'élément déterminant. Ainsi, le volontarisme de la Fed s'est traduit par une première baisse de 50 pb, le 18 septembre dernier, et des projections visant 125 pb d'assouplissement supplémentaire à l'horizon de décembre 2025. À l'inverse, la politique de taux de la BCE semble contrainte par l'inertie de l'inflation intérieure (4,0 % dans les services en septembre) qui l'oblige à des mouvements plus mesurés de 25 pb. L'ampleur de l'enveloppe d'assouplissement est donc réduite par rapport à la Fed. Le portage ou l'écart de taux peut être



mesuré par les spreads OIS à terme (ici 1 an dans 1 an), afin de tenir compte des perspectives de politique monétaire au-delà des mouvements conjoncturels. La forte révision de la trajectoire des Fed funds, indiquée par les projections du FOMC, constitue un soutien à l'euro.

En outre, la BCE accélérera encore la normalisation de son bilan en 2025. En effet, les avoirs du PEPP s'amortiront en totalité à partir de janvier 2025, contre un rythme mensuel de 7,5 Mds € actuellement. La contraction bilancielle réduit l'offre de monnaie et constitue un soutien mécanique à la valeur de marché de la monnaie unique. Par ailleurs, le nouveau cadre opérationnel de la BCE ne devrait entrer en vigueur qu'en 2026. Les encours au bilan de la Banque devront diminuer de 800 Mds € à 900 Mds € supplémentaires à l'horizon de deux ans.

À l'opposé, la Réserve fédérale diminue la vitesse du resserrement quantitatif. Les montants de Treasuries non réinvestis ont baissé de 60 Mds \$ à 25 Mds \$ depuis le mois de juin. L'annonce d'une multitude de baisses de taux préfigure sans doute l'arrêt du resserrement quantitatif, au moins en ce qui concerne les Treasuries. Les maturités de MBS (au-delà d'un montant mensuel de 35 Mds \$) sont déjà réinvesties en Treasuries, ce qui participe au rééquilibrage du bilan en faveur de la dette fédérale. La réduction de la maturité moyenne des réinvestissements, déjà évoquée par la Fed, pourrait avoir un effet ambigu sur l'attrait du dollar en rendant plus pentue la courbe des taux.

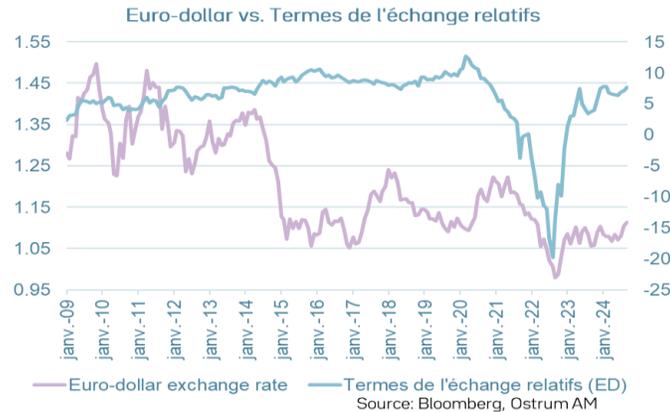
## Le choc de termes de l'échange s'éloigne

L'amélioration des termes de l'échange effacent un risque extrême

Selon les données d'Eurostat, les importations de l'Union européenne en produits pétroliers et gaziers ont représenté en valeur 429 milliards d'euros en 2023, contre 655 milliards d'euros l'année précédente. Malgré cette baisse annuelle de 34,5 %, la facture pétrolière et gazière représente

encore une ponction de près de 3 % du PIB. Les efforts de sobriété et les sanctions internationales ont toutefois réduit les importations en volume.

Le choc lié aux termes de l'échange sur l'euro est en train de se résorber. Le graphique ci-dessous compare les termes de l'échange relatif avec le dollar à l'évolution de la parité. Le prix du pétrole s'ajuste à la nouvelle politique d'offre de brut de l'Arabie Saoudite. Le Royaume ne veut plus voir ses parts de marché se réduire et vise des prix inférieurs à 100 \$ le baril. Ce geste de détente dans



le contexte international troublé s'ajoute à la reprise inattendue de la production en Libye, à la suite d'un accord entre les différentes factions au pouvoir et la Banque centrale. L'excès d'offre d'or noir devrait perdurer. Le prix d'un baril de Brent oscille désormais autour des 72 \$, soit 10 \$ de moins que la moyenne

constatée entre avril et août. La relance chinoise induit toutefois une pression à la hausse sur les prix d'autres matières premières, dont les métaux industriels.

Les mesures de taux de change effectif réel indiquent pour la plupart que l'euro est en ligne avec sa moyenne de long-terme. En revanche, le dollar bénéficie d'une prime significative de l'ordre de 10 %-15% par rapport aux niveaux compatibles avec les fondamentaux du commerce international.

## Un positionnement incertain sur l'euro

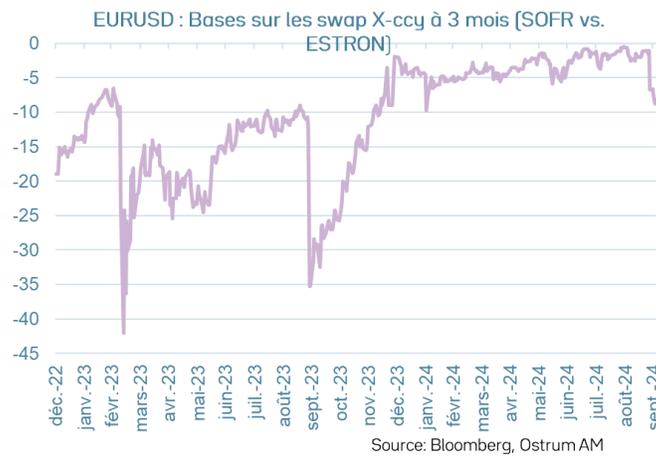
Les comptes  
spéculatifs écrêtent  
leur exposition sur  
l'euro

Les données de positionnement sur les contrats à terme et options issues du CFTC donnent une idée des expositions des différents acteurs financiers sur la parité euro-dollar. Les fonds utilisant le levier (*hedge funds*, CTAs) réduisent désormais leur exposition. Le sommet de leur position acheteuse d'euro a été atteint le 3 septembre, en réaction à l'intervention de Jerome Powell à Jackson Hole. La proportion de traders qui se déclarent haussiers sur l'euro est aussi à peine supérieure à 52 %. Le renoncement se traduit par une réduction des positions acheteuses qui l'emporte sur les rares rachats de positions vendeuses. La stratégie des gérants d'actifs est similaire, de sorte que l'appétence pour la monnaie unique semble déjà s'affaiblir.

D'autres indicateurs de positionnement montrent même un consensus nettement vendeur parmi les intervenants de marché. Les indicateurs d'alerte de positionnement sur le marché des changes de Citi infèrent le positionnement des traders de devises actifs, à partir des relations entre les taux de change et les performances financières des gestionnaires de devises. Selon ces données, cette population de clients de Citi est vendeuse d'euro et cette exposition à la vente face au dollar compte parmi les plus significatives.

Les marchés dérivés de change suggèrent une demande un peu plus soutenue pour la monnaie unique depuis quelques semaines. Les options sur l'euro-dollar indiquent un biais haussier à travers une asymétrie à la hausse de la volatilité implicite à sensibilité au taux de change courant équivalente. Les *risk-reversals* laissent apparaître un tel biais haussier. Par ailleurs, la configuration technique indique une résistance haussière autour d'1,12 \$ faisant référence aux flux vendeurs intervenus pour caper la parité fin août. Enfin, les bases des swaps cross-currency à 3 mois sur l'euro-dollar suggèrent une tension sur le financement en dollars possiblement des banques européennes.

La base sur les swaps SOFR-ESTRON à 3 mois ont rebaisé autour de - 10 pb indiquant une prime à l'endettement en dollars, autrement dit des difficultés pour certains acteurs. Une baisse de ces



primes traduit une demande de dollars en dehors des États-Unis. Des tensions sur le SOFR sont réapparues en fin de trimestre, avec des transactions à des taux d'intérêt allant jusqu'à 5,45 %, malgré l'allègement de 50 pb de la Fed à peine 154 jours avant. Si cette évolution traduit une nécessité de couvrir des positions vendeuses de dollars, la parité euro-dollar aurait du

mal à casser le plafond de verre que l'on situe vers 1,12 \$.

## Conclusion

L'euro-dollar peine à casser le plafond de verre situé autour d'1,12\$. L'écart de croissance entre les États-Unis et l'Europe favorise le dollar et la balance des investissements directs à l'étranger reflètent ces perspectives divergentes. La politique monétaire de la BCE, plus restrictive eu égard à la contraction de son bilan, soutiendra la monnaie unique, mais le positionnement de la majorité des intervenants de marché reste trop timide pour s'échapper au-delà d'1,12 \$.

Axel Botte

- **La revue des marchés**

## **Et maintenant la reflation ?**

**Le stimulus chinois et la résilience de la croissance américaine combinée aux baisses de taux promises par la Fed et d'autres Banques centrales créent une situation favorable aux actifs risqués.**

Une nouvelle fois, l'emploi américain rebat les cartes. La baisse de 50 pb du taux de la Fed apparait comme une assurance inutile dans le contexte de rebond de l'emploi et de l'activité économique décrit par les enquêtes de septembre. La BCE et la BoE semblent aussi disposées à accélérer le mouvement en profitant de la fenêtre offerte par la baisse du pétrole. Les marchés d'actions repartent à la hausse en fin de semaine entraînant le crédit dans leur sillage. Le dollar reprend des couleurs à mesure que les positions de pentification se réduisent. L'or continue de grimper comme un signe de défiance face au tournant reflationniste de la politique économique mondiale. Le yen replonge en attendant la réouverture des marchés chinois après la Golden Week.

Les dernières publications américaines décrivent une économie en croissance forte. Le PIB du 3<sup>ème</sup> trimestre s'approchera de 3 %. Les créations d'emplois ressortent à 254k en septembre avec une baisse du taux de chômage à 4,1 % et du sous-emploi à 7,7 %. Le ralentissement de l'emploi au cours de l'été s'estompe après des révisions haussières (+72k sur juillet-août). Le rebond des postes à pourvoir à 8 mn en août est encourageant. L'ISM des services préfigure aussi une embellie de l'activité. La grève avortée des dockers est aussi un soulagement tant sur le plan du commerce que de l'inflation. En zone euro, les écarts de croissance perdurent. Le dynamisme espagnol s'oppose toujours au marasme allemand. Même Isabel Schnabel semble plus hésitante désormais à maintenir une posture restrictive. L'inflation à 1,8 %, grâce à la chute des prix de l'énergie (-6 % sur un an), offre une occasion en or aux colombes de la BCE de reprendre la main et d'anticiper les baisses. Les réserves sur l'inflation des services (4% en septembre) paraissent de l'histoire ancienne. Une baisse de 25 pb du taux de dépôt est désormais probable en octobre. En Chine, les premiers échos de la Golden Week témoignent enfin d'un rebond de la consommation des ménages.

Les marchés de taux s'ajustent au rebond de l'emploi après un rally en milieu de semaine lié à l'escalade des tensions au Proche-Orient. Le T-note à 10 ans s'échange à 3,95 % en fin de semaine. Les maturités longues tiennent mieux que le court à mesure que les positions jouant la pentification de la courbe sont liquidées. L'absence des intervenants chinois laissent entrevoir la poursuite du mouvement cette semaine. D'autres ajustements suivront compte tenu de la faiblesse du yen entretenue par la pression du nouveau PM Ishiba et la force du dollar. Le Bund remonte vers 2,20 % alors que les spreads souverains se resserrent de 2 à 4 pb. Le projet budgétaire français stabilise l'OAT. Les swap spreads sont stables ou en baisse ce qui bénéficie au crédit, qui se resserre de 1 à 2 pb contre Bund. Le High yield profite de l'embellie de fin de semaine (Crossover à 313 pb). L'inflation surperforme. Les marchés d'actions sont en ordre dispersé. Hong-Kong poursuit sa hausse (+12 %) alors que l'Europe perd 2 à 3 %. L'automobile et le transport sont en nette sous-performance.

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	7-oct.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Bunds 2a	2.21%	+15	-2	-19
EUR Bunds 10a	2.22%	+10	+5	+20
EUR Bunds 2s10s	0.8bp	-4	+7	+39
USD Treasuries 2a	3.97%	+32	+32	-28
USD Treasuries 10a	3.98%	+20	+27	+10
USD Treasuries 2s10s	1.3bp	-13	-4	+39
GBP Gilt 10a	4.13%	+15	+20	+59
JPY JGB 10a	0.93%	+7	+3	-35
EUR Spreads Souverains (10a)	7-oct.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
France	78bp	-2	-2	+24
Italie	130bp	-3	-3	-37
Espagne	75bp	-5	-5	-21
Inflation Points-morts (10a)	7-oct.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.01%	+8	+6	-12
USD 10a Inflation Swap	2.43%	+3	+17	+2
GBP 10y Inflation Swap	3.61%	+12	+15	+7
EUR Indices Crédit	7-oct.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Credit IG OAS	112bp	-5	-7	-26
EUR Agences OAS	66bp	-1	+0	-4
EUR Obligations sécurisées OAS	62bp	+1	+0	-17
EUR High Yield Pan-européen OAS	350bp	-5	-24	-49
EUR/USD Indices CDS 5a	7-oct.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
iTraxx IG	58bp	-1	+3	0
iTraxx Crossover	311bp	+1	+11	-2
CDX IG	53bp	0	+1	-4
CDX High Yield	330bp	0	-8	-26
Marchés émergents	7-oct.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	351bp	-17	-52	-33
Devises	7-oct.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
EUR/USD	\$1.097	-1.606	-0.724	-0.6
GBP/USD	\$1.312	-2.097	0.183	3.1
USD/JPY	JPY 148	-3.603	-3.765	-5.0
Matières Premières	7-oct.-24	-1sem (\$)	-1m(\$)	2024 (%)
Brent	\$77.9	\$6.2	\$7.2	3.8
Or	\$2 642.9	\$3.7	\$138.4	28.1
Indices Actions	7-oct.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
S&P 500	5 751	0.22	6.34	20.6
EuroStoxx 50	4 955	-2.22	4.58	9.6
CAC 40	7 541	-3.21	2.57	0.0
Nikkei 225	39 333	3.73	8.08	17.5
Shanghai Composite	3 336	21.37	17.39	12.2
VIX - Volatilité implicite	19.21	13.27	-14.16	54.3

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](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 ...07/10/2024

### 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)