



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 : Le dollar à l'épreuve de la présidence D. Trump**

par Zouhoure Bousbih

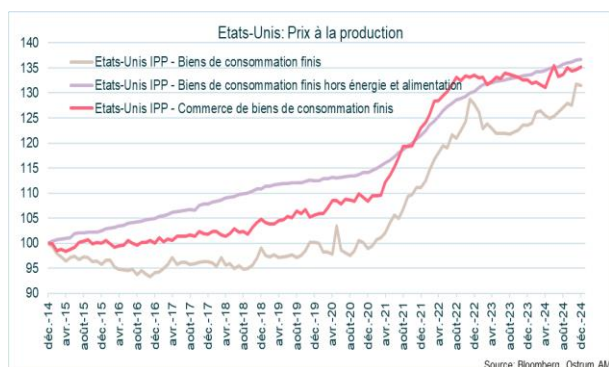
- Le dollar faible est l'obsession de D. Trump pour redonner sa splendeur au secteur manufacturier américain. Or, depuis son élection en novembre, le dollar s'est renforcé proche de ses niveaux historiques ;
- Le dollar fort de 2025 présente des similitudes avec le premier mandat de R. Reagan (1981-1985) qui avait conduit à une grande instabilité financière mondiale et aux Accords du Plaza ;
- La dégradation significative de la position nette d'investissement des Etats-Unis (80 % du PIB) est un point de vulnérabilité pour les marchés financiers américains ;
- Le dollar fort n'est pas cohérent avec les craintes sur la soutenabilité de la dette américaine reflétées dans la hausse des primes de terme.

● **La revue des marchés : L'éléphant dans la pièce**

par Axel Botte

- Baisse des taux longs après la publication de l'inflation aux Etats-Unis et au Royaume-Uni ;
- Le dollar fléchit après les commentaires de Waller indiquant le maintien d'un biais accommodant ;
- Les marchés du crédit et des actions se portent bien à la suite de la baisse des taux à long terme ;
- Les spreads souverains en euros se resserrent alors que les rendements des Bunds baissent.

● **Le graphique de la semaine**



Les prix à la production aux Etats-Unis continuent d'augmenter à un rythme soutenu.

Les prix des biens de consommation américains ont déjà effacé la baisse issue de l'amélioration des chaînes d'approvisionnement en 2023 et s'affichent en hausse de 6,4% en décembre 2024.

Les prix des services de commerce, indicatifs de l'évolution des marges des détaillants, ont moins progresser et devraient s'ajuster à la hausse d'autant que les tarifs douaniers annoncés renchériront les importations. Cette hausse des marges se traduira par une augmentation des prix à la

● **Le chiffre de la semaine**

5

La Chine a atteint son objectif de croissance de 5 % cette année, grâce à la révision haussière du PIB du T3 de 0,9 % à 1,3 % GT ainsi qu'une croissance de 1,6 % GT au T4. Le stimulus est orienté vers la bonne direction.
Source : NBS.

• **Le thème de la semaine**

Le dollar à l'épreuve de la présidence Trump

Aujourd'hui, D. Trump briguera un second mandat à la Maison Blanche qui promet d'être plus radical que le premier. Cela se reflète dans sa politique tarifaire universelle, de dérégulation financière et sa volonté de déporter des travailleurs migrants illégaux. Bien que sa politique tarifaire ait suscité de nombreux débats depuis son élection en novembre, le président américain a également évoqué à plusieurs reprises durant sa campagne son obsession pour un affaiblissement du dollar. Or, en ce début d'année c'est plutôt l'inverse qui s'est produit.

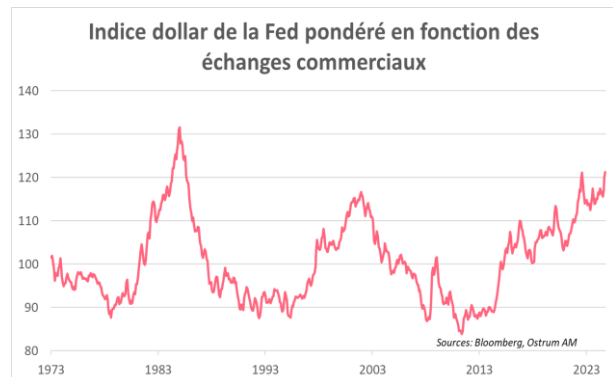
Le dollar fort de 2025 ressemble à celui de R. Reagan (1981-1985)...

Trump et son vice-président JD Vance ont émis des doutes durant leur campagne sur le bénéfice d'un dollar fort pour l'économie américaine. Les deux hommes croient qu'une dévaluation du dollar redonnera sa splendeur d'autrefois au secteur manufacturier américain. Un dollar faible permettrait toutes choses égales par ailleurs de relancer la compétitivité du secteur manufacturier américain et créerait des emplois.

Le dollar est proche de ses sommets historiques de mars 1985...

Depuis son élection en novembre dernier, une tendance inverse s'est manifestée : le dollar s'est renforcé contre toutes devises, atteignant des niveaux proches des sommets de mars 1985, comme l'illustre le graphique ci-contre.

Cette appréciation est en grande partie attribuée à ses politiques tarifaires et budgétaires, qui favorisent le billet vert. La politique budgétaire qu'il souhaite mettre en œuvre devrait détériorer le déficit budgétaire américain engendrant des pressions inflationnistes .



Le renforcement actuel du dollar rappelle la période 1981-1985 durant laquelle Ronald Reagan était au pouvoir.

Son mandat avait été marqué par des baisses d'impôts et une hausse des dépenses militaires (notamment à travers l'initiative de la Guerre des étoiles) entraînant un déficit budgétaire. Pour contenir les pressions inflationnistes, la Réserve fédérale américaine avait maintenu des taux d'intérêt élevés, attirant ainsi des capitaux étrangers et renforçant le dollar. Entre le 20 janvier 1981 et son pic en mars 1985, le dollar a gagné plus de 40 % de sa valeur. Toutefois, cette force du dollar avait nui à la compétitivité du secteur manufacturier américain, aggravant le déficit commercial.

En outre, la robustesse du dollar avait créé des tensions pour les pays émergents endettés en dollars, contribuant à des crises de la dette souveraine, notamment en Amérique latine, avec des répercussions sur l'économie mondiale. La spéculation autour

...Qui avait conduit à l'instabilité financière mondiale et aux Accords du Plaza.

des fluctuations du dollar avait également accru la volatilité sur les marchés financiers, alimentant l'instabilité financière globale.

Pour contrer l'appréciation du dollar, qui menaçait l'économie américaine, Ronald Reagan avait négocié avec la France, le Royaume-Uni, le Japon et l'Allemagne un accord pour intervenir sur le marché des changes et affaiblir le dollar, connu sous le nom des Accords du Plaza de 1985. Cela avait permis de faire baisser la valeur du dollar, à l'exception du yen japonais. C'est pour cette raison qu'il était plutôt vu comme un ultimatum lancé par Washington contre le Japon. L'appréciation du yen a pénalisé la compétitivité des exportations nippones, plongeant l'économie japonaise dans un marasme économique dont elle a eu du mal à se relever.

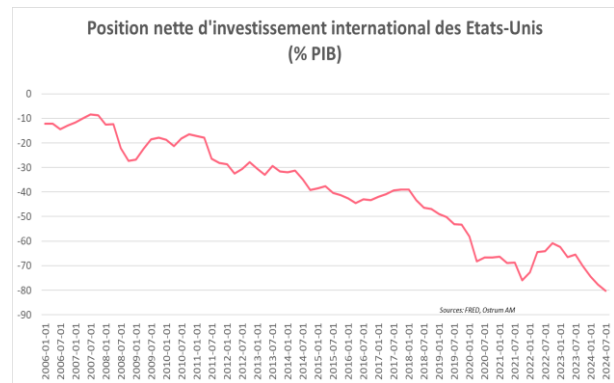
Un accord comme celui du Plaza de 1985 est impossible aujourd'hui.

Un accord du même type que celui du Plaza est impossible aujourd'hui. La Chine n'acceptera jamais d'affaiblir son yuan pour les objectifs de D. Trump considérant que les Accords du Plaza étaient responsables du marasme économique du Japon.

... Mais avec un pouvoir déstabilisateur plus fort

Le graphique ci-contre montre la position nette d'investissement international des Etats-Unis en pourcentage du PIB.

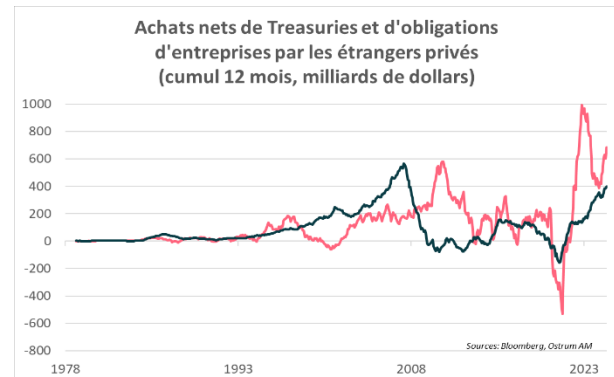
C'est la différence entre les actifs détenus par les résidents américains à l'étranger et le passif détenu par des non-résidents dans ce pays. Un solde négatif montre une dépendance accrue aux financements étrangers.



La position nette d'investissement international négative des Etats-Unis (80 % du PIB) constitue un point de vulnérabilité pour les marchés financiers américains.

La majorité des actifs détenus par les non-résidents est sous forme de flux de portefeuille, c'est-à-dire des flux de transactions sur les marchés des actions ou obligataires américains.

Depuis que la Fed a commencé à relever ses taux en mars 2022, les flux spéculatifs se sont accentués comme le montre le graphique ci-contre représentant les achats nets de bons du Trésor et d'obligations d'entreprises américains par les non-résidents du secteur privé.



Depuis 2018, la position nette d'investissement international des Etats-Unis est devenue significativement négative représentant 80% du PIB américain au T4 2024. Cela constitue un point de vulnérabilité pour les marchés financiers américains. Si la confiance s'érode sur les conditions budgétaires et monétaires (menace sur l'indépendance de la Fed), alors cela engendrerait des sorties de capitaux des Etats-Unis pouvant créer une dislocation des marchés financiers mondiaux.

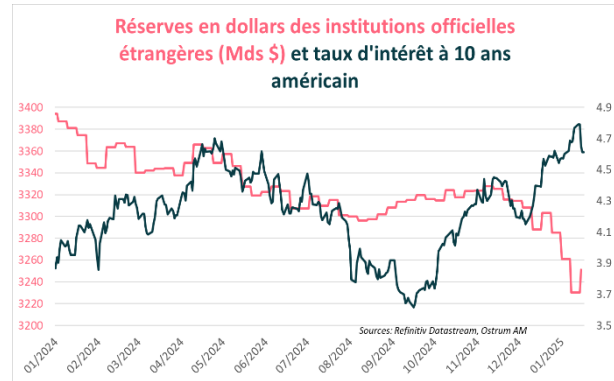
Cet épisode de dollar fort n'est pas cohérent avec les craintes sur la soutenabilité de la dette américaine

L'envolée des taux longs américains est liée à la hausse des taux réels et des primes de terme...

...Mais également à la baisse des réserves en dollars détenues par les institutions officielles, comme les banques centrales.

La hausse des rendements obligataires souverains américains de long terme observée en ce début d'année est liée aux taux d'intérêt réels et aux primes de terme, plutôt qu'à une augmentation des anticipations d'inflation. La hausse des primes de terme reflète les craintes sur la soutenabilité de la dette américaine, ce qui est incompatible avec l'appréciation récente du dollar.

La baisse des réserves en dollars détenues par des institutions officielles étrangères semble également exercer une pression haussière sur les taux d'intérêt de long terme (Ahmed and Rebucci 2024, A 'reverse conundrum' and foreign official demand for US Treasuries), comme le montre le graphique ci-contre.



Depuis septembre, ces institutions ont réduit leurs réserves en dollars, coïncidant avec la hausse des rendements obligataires souverains à 10 ans. Elles pourraient s'être tournées vers l'or dont les prix ont augmenté de près de 30 % au cours de l'année, malgré la hausse des taux réels américains et l'appréciation du dollar.

Ainsi, une légère diminution de la part des bons du Trésor américains dans les réserves des institutions officielles étrangères comme les banques centrales pourrait avoir un impact significatif sur les marchés des bons du Trésor américain à court terme et in fine sur le dollar.

Conclusion

Le dollar faible est l'obsession de D. Trump pour redonner sa splendeur au secteur manufacturier américain. Or, depuis son élection en novembre, le dollar s'est renforcé présentant des similitudes avec la période (1981-1985) lorsque R. Reagan était au pouvoir. Son pouvoir déstabilisateur est plus fort à cause de la forte dégradation de la position nette d'investissement international des Etats-Unis (et les importants flux spéculatifs). Si la confiance s'érode sur les conditions budgétaires et monétaires, les sorties de capitaux pourraient créer une dislocation sur les marchés financiers. On peut se rassurer car un tel scénario ne s'est jusqu'à présent jamais produit, mais qui sait... La baisse des réserves en dollars détenues par les institutions officielles au profit de l'or pourrait avoir également un impact significatif sur les marchés des bons du Trésor américains et in fine sur le dollar.

Zouhoure Bousbih

- **La revue des marchés**

L'éléphant dans la pièce

La prise de pouvoir de Donald Trump intervient dans un contexte d'accalmie des marchés obligataires sous l'effet d'une modération de l'inflation. Les actifs risqués, notamment le crédit, bénéficient de la détente des taux.

La hausse des rendements obligataires s'est interrompue avec la publication d'indicateurs attestant d'une modération de l'inflation. Le T-note (4,58 % désormais) s'est ajusté de 15 pb après la publication de l'IPC de décembre attestant d'une amélioration de l'inflation sous-jacente (3,2 % en décembre). Toutefois, l'ajustement concerne surtout les taux réels. Plusieurs voix du FOMC ont souligné cette évolution et réaffirmé leur intention de réduire les taux cette année. En conséquence, le billet vert perd 0,5 % sur la semaine, ce qui profite aux actions européennes (+3%) et aux marchés du crédit. Le rebond du brut, des métaux industriels et de l'or témoigne néanmoins de la persistance du risque inflationniste, compte tenu des hausses de tarifs annoncées.

Sur le plan économique, la croissance américaine est restée supérieure à son potentiel en fin d'année. La production industrielle s'inscrit ainsi en rebond de 0,9% en décembre après les grèves de l'automne. Les ventes au détail hors éléments volatiles (+0,7 %) attestent d'une consommation solide le mois dernier. Cela étant, la hausse imminente des tarifs douaniers a probablement incité le consommateur à anticiper ses dépenses. Un contrecoup paraît probable au 1er trimestre, d'autant que les prix de l'essence remontent. En Chine, l'objectif de 5% de croissance semble avoir été atteint. La hausse de l'excédent commercial a soutenu l'activité en fin d'année. L'immobilier et les ventes au détail s'améliorent à partir de niveaux très déprimés.

La publication de l'IPC incite à revenir sur le T-note qui clôt la semaine à 4,60 %, soit 20 pb sous les sommets de janvier. Le déboucement des positions vendeuses de Treasuries a été violent. Les commentaires de Christopher Waller laissent entrevoir un scénario à 3 voire 4 baisses de taux pour la Fed en 2025. L'incertitude reste significative sur l'action de la Fed cette année. L'inflation britannique en repli a accentué le mouvement baissier des rendements longs. Le Gilt efface ainsi sa sous-performance depuis le début de l'année. Le Bund à 10 ans se rapproche de 2,50 %. La détente des rendements sans risque profite à l'ensemble des spreads souverains. Le discours de politique générale de François Bayrou est bien accueilli par les marchés. Le spread de l'OAT à 10 ans revient sous le seuil des 80 pb. L'Italie cote à 110 pb. Le resserrement des swap spreads se poursuit sur le 10 ans au bénéfice des covered bonds et dettes supranationales. Sur le dollar, les spreads émergents se maintiennent proche de leur plus bas.

La demande de crédit reste forte et maintient les spreads autour de 90 pb contre swaps. Le primaire est très bien souscrit, et les primes à l'émission corrigent à la baisse. La collecte des fonds de crédit reste bien orientée sur l'investment grade mais s'affaiblit sur le high yield. Les spreads des emprunts notés en catégorie spéculative diminuent néanmoins d'1 pb sur la semaine. Intrum est sorti de l'indice XOVER occasionnant un resserrement optique de l'indice. Les actions reprennent franchement le chemin de la hausse avec la baisse des taux qui ravivent la surperformance des valeurs de croissance. Les publications des banques américaines sont aussi le moteur de la hausse des cours. L'Europe participe au mouvement.

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	20-janv.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR Bunds 2a	2.23%	-7	+20	+15
EUR Bunds 10a	2.52%	-9	+24	+16
EUR Bunds 2s10s	29.5 bp	-2	+4	+1
USD Treasuries 2a	4.28%	-10	-3	+4
USD Treasuries 10a	4.63%	-15	+10	+6
USD Treasuries 2s10s	34 bp	-6	+13	+1
GBP Gilt 10a	4.66%	-23	+15	+9
JPY JGB 10a	1.2%	0	-4	+0
EUR Spreads Souverains (10a)	20-janv.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
France	78 bp	-7	-5	-5
Italie	110 bp	-11	-6	-6
Espagne	64 bp	-6	-5	-5
Inflation Points-morts (10a)	20-janv.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.04%	-4	+11	+11
USD 10a Inflation Swap	2.57%	-3	+13	+10
GBP 10y Inflation Swap	3.6%	-8	+10	+7
EUR Indices Crédit	20-janv.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR Credit IG OAS	98 bp	-3	-2	-4
EUR Agences OAS	57 bp	-4	-5	-5
EUR Obligations sécurisées OAS	52 bp	-4	-6	-5
EUR High Yield Pan-européen OAS	315 bp	-5	+6	-3
EUR/USD Indices CDS 5a	20-janv.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
iTraxx IG	55 bp	-5	-2	-3
iTraxx Crossover	294 bp	-26	-17	-20
CDX IG	49 bp	-4	-1	-1
CDX High Yield	303 bp	-21	-6	-9
Marchés émergents	20-janv.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	322 bp	+2	-6	-4
Devises	20-janv.-25	-1sem (%)	-1m(%)	2025 (%)
EUR/USD	\$1.039	1.723	-0.345	0.4
GBP/USD	\$1.228	0.887	-2.291	-1.9
USD/JPY	JPY 156	0.963	0.308	1.0
Matières Premières	20-janv.-25	-1sem (\$)	-1m(\$)	2025 (%)
Brent	\$79.9	-\$1.1	\$7.3	7.0
Or	\$2 708.5	\$47.6	\$85.6	3.2
Indices Actions	20-janv.-25	-1sem (%)	-1m(%)	2025 (%)
S&P 500	5 997	2.91	1.11	2.0
EuroStoxx 50	5 173	4.42	6.40	5.7
CAC 40	7 748	4.58	6.51	5.0
Nikkei 225	38 903	-0.73	0.52	-2.5
Shanghai Composite	3 244	2.65	-3.67	-3.2
VIX - Volatilité implicite	15.97	-16.78	-13.02	-8.0

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 ...20/01/2025

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