



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 rally du T-note peut-il se poursuivre ?**

par Axel Botte

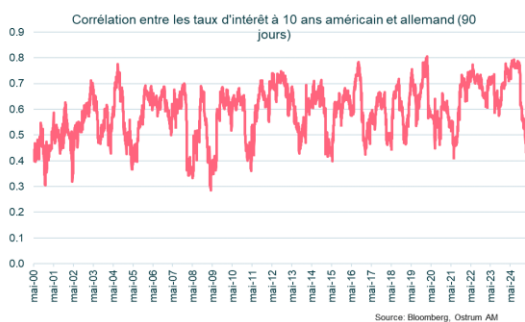
- Les droits de douane imposés par les États-Unis ont fortement affecté la confiance des consommateurs et des entreprises. La demande intérieure se modère alors que le déficit commercial a explosé entre décembre et janvier, laissant présager un ralentissement économique ;
- Les prévisions pour le PIB américain du premier trimestre 2025 s'annoncent plutôt pessimistes. Les données économiques surprennent par leur faiblesse. Les hausses tarifaires sont perçues comme un choc de prix transitoire plutôt que comme un facteur d'inflation durable ;
- Les rendements des obligations du Trésor ont chuté de manière significative, passant d'un sommet de 4,79 % en janvier à environ 4,20 % actuellement ;
- Les enquêtes auprès des investisseurs indiquent un positionnement acheteur net, notamment depuis le passage du 10 ans sous le seuil de 4,50 %. La Fed pourrait mettre fin au resserrement quantitatif (QT) assez rapidement, ce qui renforcerait la pression à l'achat sur les obligations du Trésor. De plus, il existe un potentiel significatif de rachats des positions vendeuses;
- Les nouvelles économiques pourraient peser sur le 10 ans vers 4 % avant que les investisseurs ne commencent à remettre en question les valorisations.

● **La revue des marchés : Semaine historique sur les marchés**

par Axel Botte

- UE : 800 Mds € pour la défense, l'Allemagne ajoutera 500 Mds d'investissements en infrastructures ;
- Taux : Krach sur le Bund de 30 pb en une seule séance;
- Spreads : crédit et souverains en euros résistent à la volatilité des taux sans risque ;
- Actions : La technologie américaine plonge, l'Europe stable grâce aux banques et aux cycliques.

● **Le graphique de la semaine**



La corrélation entre les taux d'intérêt à 10 ans américain et allemand exceptionnellement faible et assez inhabituelle. C'est en quelque sorte la traduction financière de l'isolationnisme américain.

Cela reflète la révolution budgétaire allemande qui devrait se traduire par plus d'émissions, mettant sous pression la partie longue de la courbe des rendements obligataires souverains.

Ce découplage devrait soutenir la devise européenne par rapport au billet vert.

● **Le chiffre de la semaine**

500

L'Allemagne a annoncé un vaste fonds spécial hors budget destiné aux infrastructures, d'un montant de 500 Mds d'euros sur 10 ans (11 % du PIB), ainsi qu'une réforme du frein à la dette, visant notamment à augmenter les dépenses militaires. Ces mesures doivent être votées par le Parlement sortant avant le 25 mars.
Source : Bloomberg

• **Le thème de la semaine**

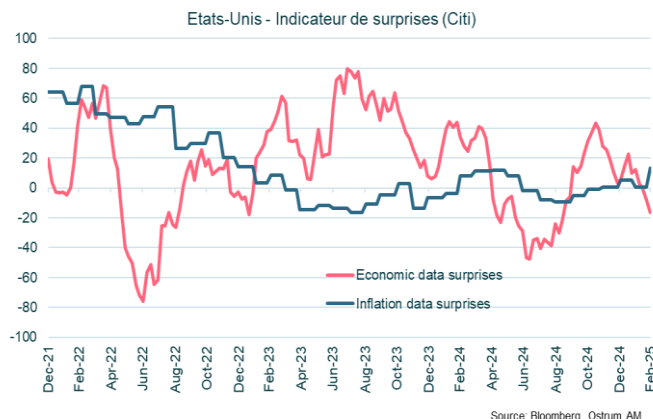
Le rally du T-note peut-il se poursuivre ?

Depuis janvier, le marché obligataire américain a connu un rebond significatif. Le rendement à 10 ans a chuté depuis son sommet du 14 janvier à 4,79 %, pour se stabiliser autour de 4,20 % actuellement. Depuis le retour de Donald Trump à la présidence, les rendements ont diminué chaque semaine, du fait de l'incertitude persistante entourant la politique tarifaire, des valorisations boursières douteuses et de la crainte de ralentissement de la croissance aux États-Unis. Dans cette note, nous examinons les éléments qui sous-tendent la dynamique du marché obligataire américain.

Un ralentissement de la croissance en perspective ?

Le marché obligataire américain est essentiellement influencé par la politique monétaire, la croissance économique et les attentes en matière d'inflation. La Réserve fédérale a pour double mandat de favoriser le plein emploi tout en maintenant la stabilité des prix. La politique tarifaire actuelle engendre une incertitude quant aux perspectives de prix et d'activité dans les mois à venir. Étant donné l'importance des dépenses des ménages dans la demande globale américaine, la baisse de la confiance des consommateurs ne peut être ignorée. Les enquêtes menées par l'Université du Michigan et le Conference Board révèlent que les tarifs douaniers et les perspectives d'emploi suscitent des inquiétudes. En janvier, les dépenses de consommation ont effectivement reculé de 0,5 % en volume, malgré une hausse des revenus. De plus, la chute des promesses des ventes de maisons ne présage rien de bon pour les dépenses en biens durables. La forte croissance de la consommation en fin d'année dernière n'était que le reflet des inquiétudes sur le pouvoir d'achat en cas d'application stricte des tarifs. Pour l'heure, seuls les biens importés de Chine sont soumis à des droits de douane, mais d'autres prélèvements pourraient bientôt être mis en œuvre. Par ailleurs, le projet de loi budgétaire adopté par la Chambre des représentants fin février prévoit des coupes significatives dans les programmes Medicaid et d'aide alimentaire pour financer l'extension de la Tax Cuts and Jobs Act (TCJA). Malgré ces baisses de dépenses et les économies fictives de 500 milliards de dollars attribuées au DOGE, les déficits fédéraux risquent de devenir incontrôlables à moins que les législateurs du Sénat ne parviennent à limiter la dérive avec le processus de réconciliation budgétaire.

Le choc de confiance, un déficit commercial abyssal a pesé sur les taux à long terme



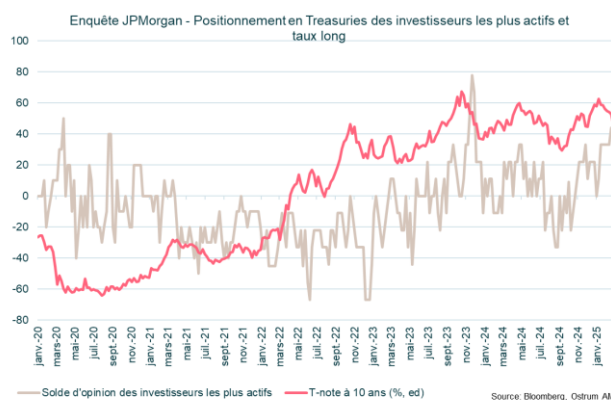
Les données commencent également à surprendre à la baisse du côté de l'offre. Le nombre total d'heures travaillées a ralenti alors même que l'économie continuait de créer

des emplois. L'enquête ISM sur le secteur manufacturier a enregistré une baisse des commandes et des intentions d'embauche en février. La diminution des livraisons de biens d'équipement suggère un ralentissement des investissements des entreprises à venir. Les inquiétudes liées aux tarifs ont également entraîné des importations sans précédent de biens intermédiaires depuis novembre dernier. Le déficit commercial total a explosé, passant d'environ 90 milliards de dollars par mois jusqu'en novembre 2024 à un déficit de 122 milliards en décembre 2024, et atteignant un record de 153 milliards en janvier 2025. Le commerce extérieur aura un impact significatif sur la croissance au premier trimestre. Les prévisions de la Réserve fédérale d'Atlanta estiment une contraction du PIB de 2,4 % en rythme annualisé pour les trois mois se terminant en mars. Il est possible que la croissance de 2,3 % enregistrée au dernier trimestre de l'année dernière ait été surestimée et que le ralentissement économique actuel soit moins abrupt, mais la tendance est claire.

Un sentiment optimiste dans les enquêtes et le positionnement du marché

Le sentiment est passé net acheteur à mesure que le T-note passait sous 4,50 %

Alors que l'exceptionnalisme économique américain est mis à l'épreuve, les investisseurs sont plus optimistes. L'enquête de JP Morgan sur les investisseurs en obligations du Trésor révèle une



augmentation marquée du positionnement acheteur net après que les rendements des obligations à 10 ans aient franchi la barre des 4,50 %. L'indicateur de sentiment affichait +44 le 27 février, un niveau

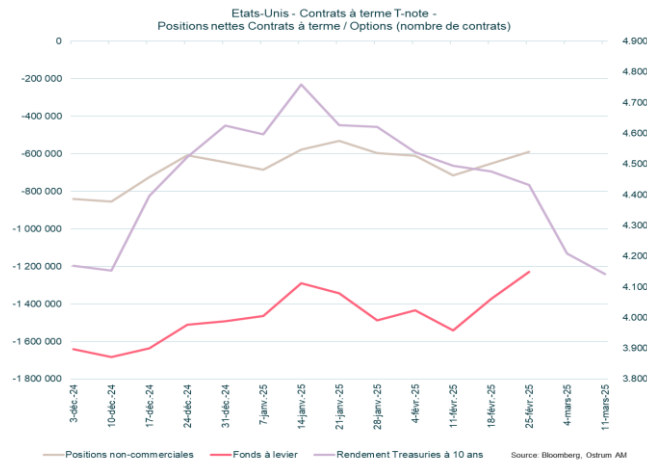
relativement élevé. Si les tarifs réduisent effectivement les dépenses, les risques à la hausse sur l'inflation s'atténueront. En résumé, le pendule des risques obligataires est passé de la peur d'une remontée de l'inflation à la crainte d'un ralentissement économique significatif.

Le positionnement spéculatif sur les contrats à terme des obligations du Trésor a été plutôt vendeur, mais cette position vendeuse se réduit progressivement. À mesure que les rendements obligataires plongent, les opérations de couverture alimentent la tendance baissière des rendements. Les comptes dits non-commerciaux représentent les preneurs de risque (n'utilisant pas les contrats à terme à des fins de couverture). Les fonds à effet de levier peuvent être des preneurs de risque ou des arbitragistes exposés à la base des contrats à terme. Ces deux groupes d'investisseurs rachètent à nouveau des contrats T-note, mais la position vendeuse agrégée demeure significative, avec 1,2k contrats (soit une exposition nominale de 12 milliards de dollars). Dans le même ordre d'idées, les volumes échangés d'options d'achat sur les obligations d'État américaines ont largement surpassé ceux des options de vente. Le ratio entre les volumes d'options de vente et d'achat extrêmement bas actuellement constitue un indicateur

Potentiel significatif de rachats de positions spéculatives vendeuses

supplémentaire de positionnement acheteur des investisseurs les plus actifs.

L'évolution des courbes de taux des obligations du Trésor est toujours intéressante. L'écart de rendement nominal entre les obligations à 5 et 30 ans a fluctué entre 35 et 50 pb en 2025.



Cependant, les structures par terme des rendements réels et des attentes d'inflation ont connu des mouvements significatifs et opposés. La courbe des rendements réels continue de se pentifier tandis que les attentes d'inflation à terme plongent au-

delà du choc tarifaire. Cela peut signaler une gamme de résultats. La crainte actuelle de ralentissement pèse sur les rendements réels alors que la Réserve fédérale pourrait réagir à une activité plus faible. En conséquence, le contexte budgétaire pourrait se détériorer avant de s'améliorer. La prime de crédit souverain intégrée dans le rendement des obligations à long terme américaines demeure donc significative, se manifestant par des rendements réels à long terme élevés et des primes de terme et swap spreads élevés (mesurés par les rendements des obligations du Trésor par rapport au SOFR OIS). À l'inverse, la structure de terme inversée des attentes d'inflation reflète les anticipations d'un choc de prix transitoire, laissant les attentes d'inflation à long terme ancrées autour de l'objectif de la banque centrale.

Des rendements obligataires sous la valeur d'équilibre, mais les données amplifient la tendance baissière

Le 10 ans semble avoir surrégé au-delà de la valeur d'équilibre estimée à 4,45 %

Les rendements obligataires peuvent être décomposés en taux d'intérêt à court terme attendus et en prime de terme. La séquence des taux courts est liée aux attentes concernant les taux directeurs et à une estimation du niveau d'équilibre des taux d'intérêt. La prime de terme mesure le rendement supplémentaire perçu par les investisseurs prêts à assumer les risques liés à un investissement obligataire à long terme. Cette prime représente donc une compensation pour le risque de taux d'intérêt, le risque de crédit, la volatilité du marché et la liquidité. Plusieurs facteurs influencent la prime de terme. Les dynamiques d'offre et de demande pour les obligations à long terme jouent un rôle clé. Du côté de l'offre, les émissions nettes d'obligations du Trésor resteront inchangées tant que le plafond de la dette ne sera pas relevé et que le processus de réconciliation budgétaire ne sera pas achevé. Le resserrement quantitatif (QT) de la Réserve fédérale implique que 25 milliards de dollars d'obligations doivent être absorbés par le marché chaque mois. Une décision d'arrêter le QT augmenterait la demande pour les obligations du Trésor et réduirait la prime de terme. Le dollar américain demeure la principale monnaie de réserve. Nous nous attendons à ce que la Réserve fédérale annonce des modifications au QT bientôt. Cela pourrait faire grimper le spread swap à 10 ans à -35 pb (c'est-à-dire que le rendement des obligations à 10 ans

se négocie avec une prime de 35 pb par rapport aux swaps indexés sur SOFR).

Notre prévision pour les taux des fonds fédéraux inclut trois baisses de 25 pb en juin, septembre et décembre. Le taux naturel d'équilibre dérivé des prix du marché est estimé à 4,52 % selon notre modèle de Nelson-Siegel (en utilisant les données au 4 mars). Nous jugeons que la juste valeur actuelle pour le rendement des obligations à 10 ans est de 4,45 % et de 4,52 % sur un horizon d'un an. On peut conclure que les rendements ont dépassé leur juste valeur d'environ 20 points de base.

Le flux de nouvelles économiques négatif et les surprises à la baisse des données d'activité et des enquêtes pourraient maintenir les rendements sous pression pendant un certain temps. Comme mentionné précédemment, le positionnement vendeur sur les obligations n'est pas complètement débouclé. Ainsi, les rendements américains à 10 ans pourraient toucher 4 % avant de se revenir vers leur valeur d'équilibre.

Conclusion

La baisse des taux longs américains se développe dans le contexte d'une guerre commerciale déclenchée par Donald Trump. Les tarifs douaniers affectent la confiance des consommateurs et des entreprises, alors que les premiers signes de faiblesse de la demande apparaissent. L'exceptionnalisme américain est remis en question. Une nouvelle vague de rachats de positions vendeuses, alimentée par les mauvaises nouvelles macroéconomiques, même si les rendements à 10 ans sont déjà tombés en dessous de leur juste valeur de 4,45 %.

Axel Botte

- **La revue des marchés**

Semaine historique sur les marchés

Le plan d'infrastructures allemand et les dépenses de défense européennes constituent un point de rupture. Le 10 ans allemand s'est envolé de près de 50 pb vers 2,90 %. A l'inverse, le T-note oscille autour de 4,25 % entre mauvaises nouvelles économiques et incertitude tarifaire. Sur les marchés d'actions, la technologie américaine décroche alors que l'Europe poursuit sa hausse. Les spreads restent globalement stables. Le dollar plonge.

L'Allemagne ferait-elle sa révolution culturelle ? Avec 400 Mds € de dépenses militaires et 500 Mds € additionnels d'investissements en infrastructure, les verrous budgétaires allemands ont enfin sauté face à l'urgence sécuritaire et économique. Par ailleurs, le plan de défense européen atteindra 800 Mds € sur 4 ans, dont 650 Mds € à la charge des états et le complément en prêts de l'UE (150 Mds € de crédits réalloués). Aux Etats-Unis, l'actualité reste dominée par les annonces contradictoires de Donald Trump sur les tarifs douaniers. L'administration américaine est rattrapée par le fléchissement conjoncturel. Le déficit commercial abyssal (131 Mds \$ en janvier) et la chute de la confiance des ménages constituent des points d'inquiétude. Le marché du travail ralentit avec les licenciements publics au niveau fédéral et le contexte politique défavorable à l'investissement et à l'emploi. Les créations d'emplois ressortent toutefois à 151k en février avec un taux de chômage en légère hausse (4,1 %). La seule lueur d'espoir provient de l'ISM des services, la composante d'activité étant stable à 54 en février.

Les marchés financiers saluent l'initiative européenne : l'euro remonte vers 1,09 \$, et le Krach du Bund (+30 pb mercredi, plus forte hausse journalière depuis la réunification) est sans réel préjudice aux marchés d'actions malgré des prises de profit après la publication de l'emploi de février. La BCE a réduit son taux de dépôt à 2,50 % comme attendu (-25 pb), relevant toutefois sa projection d'inflation à 2,3 % en 2025. Une pause en avril est évoquée, mais il nous semble que ce cycle monétaire va se poursuivre jusqu'à 2 %. La prime de rendement offerte par les Bunds à long terme stimule les intérêts institutionnels. Le 30 ans allemand touchait ainsi un sommet à 3,16 % en milieu de semaine. Le décrochage du Bund est sans effet sur les spreads souverains globalement stables sur la semaine. L'OAT cote 70 pb Les swap spreads se resserrent logiquement avec la révision des besoins de financement futurs. Le swap spread à 10 ans s'enfonce sous -10 pb.

Les spreads de crédit continuent de s'échanger dans une fourchette étroite. L'asset swap sur l'euro IG se situe autour de 83 pb. Le marché primaire reste bien absorbé (80 Mds € par mois en 2025 avec davantage de financières) compte tenu d'une balance de fonds favorable dans les fonds spécialisés (+1 Md € par semaine en 2025) et des primes à l'émission améliorées. Le high yield (289 pb contre swap), quoique cher, résiste aussi bien à l'extrême volatilité sur les taux. La dette émergente résiste également dans le contexte fortement baissier sur le dollar. Les mesures de rétorsion des pays visés par Donald Trump ont renversé le lien entre la hausse des tarifs et le dollar. Les craintes sur l'économie américaine et l'incertitude politique engendrent des rotations au détriment des valeur de technologie américaine. Les marchés européens résistent grâce aux bancaires et aux cycliques qui profiteraient des plans de dépenses militaires et d'infrastructure. L'Euro Stoxx 50 est en hausse de 12% en 2025.

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	10-mars-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR Bunds 2a	2.23%	+16	+20	+15
EUR Bunds 10a	2.82%	+33	+46	+46
EUR Bunds 2s10s	59.4 bp	+17	+26	+31
USD Treasuries 2a	3.96%	+1	-31	-28
USD Treasuries 10a	4.26%	+11	-24	-31
USD Treasuries 2s10s	29.9 bp	+10	+8	-3
GBP Gilt 10a	4.62%	+6	+16	+5
JPY JGB 10a	1.58%	+16	+23	+18
EUR Spreads Souverains (10a)	10-mars-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
France	72 bp	0	-2	-11
Italie	112 bp	+1	-1	-3
Espagne	65 bp	+4	+2	-4
Inflation Points-morts (10a)	10-mars-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.06%	+8	+7	+14
USD 10a Inflation Swap	2.45%	-3	-14	-1
GBP 10y Inflation Swap	3.45%	-2	-13	-8
EUR Indices Crédit	10-mars-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR Credit IG OAS	85 bp	-6	-7	-17
EUR Agences OAS	48 bp	-3	-6	-14
EUR Obligations sécurisées OAS	43 bp	-3	-5	-13
EUR High Yield Pan-européen OAS	300 bp	+3	-8	-18
EUR/USD Indices CDS 5a	10-mars-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
iTraxx IG	55 bp	+2	+2	-3
iTraxx Crossover	295 bp	+10	+7	-18
CDX IG	52 bp	+2	+3	+2
CDX High Yield	326 bp	+14	+30	+15
Marchés émergents	10-mars-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	328 bp	0	+14	+2
Devises	10-mars-25	-1sem (%)	-1m(%)	2025 (%)
EUR/USD	\$1.082	3.098	4.888	4.5
GBP/USD	\$1.289	1.329	4.079	2.9
USD/JPY	JPY 147	1.907	3.054	6.8
Matières Premières	10-mars-25	-1sem (\$)	-1m(\$)	2025 (%)
Brent	\$70.4	-\$1.2	-\$5.0	-4.7
Or	\$2 906.7	\$15.8	\$3.4	10.8
Indices Actions	10-mars-25	-1sem (%)	-1m(%)	2025 (%)
S&P 500	5 770	-3.10	-4.88	-1.9
EuroStoxx 50	5 492	-0.88	2.49	12.2
CAC 40	8 170	-0.36	2.05	10.7
Nikkei 225	37 028	-2.00	-4.57	-7.2
Shanghai Composite	3 366	1.48	1.32	0.4
VIX - Volatilité implicite	24.76	8.69	56.61	42.7

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 ...10/03/2025

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