



LA LETTRE DU CIO



Gaëlle Malléjac

Directrice des gestions

Trump ou le retour à l'incertitude

La victoire de Donald Trump assortie d'une double majorité à la Chambre des Représentants et au Sénat rebat les cartes. La politique fiscale des Etats-Unis va s'alléger parallèlement à un durcissement des tarifs douaniers envers l'ensemble des pays du monde, et en particulier la Chine. Outre la problématique commerciale, l'Europe devra faire face aux incertitudes entourant l'engagement militaire américain en Ukraine. En Chine, Pékin a présenté un plan de restructuration de la dette « hors bilan » des gouvernements locaux portant sur 10 billions de CNY. L'échange de dette est un effort de transparence et un allègement de la charge d'intérêt des régions.

La croissance des Etats-Unis est restée soutenue malgré une décélération de l'emploi au cours de l'été. La zone euro connaît une légère embellie (+0,4% au T3). L'activité en Chine reste tirée par la demande extérieure, en particulier américaine. L'inflation diminue uniquement sous l'effet de la modération des prix de l'énergie.

La Fed, sous la pression politique, prendra le temps d'évaluer les politiques de Donald Trump. Dans un premier temps, la Fed baissera ses taux à 4 % dès le mois de mars. L'estimation du taux neutre devrait être relevée, ce qui limitera l'action de la Fed ultérieurement. La BCE sera attentive à l'impact des tarifs douaniers sur l'activité. L'institution abaissera ses taux vers 2,25 % en 2025. La politique de taux et l'euro faible compenseront en partie la contraction de son bilan. Dans ce contexte, les taux devraient se maintenir aux alentours de 4,30% sur le T-note et 2,30% concernant le Bund. Les spreads souverains ou de crédit restent insensibles à la forte volatilité des taux d'intérêt. Le high yield demeure cher mais sans réel catalyseur pour un écartement. La surperformance des actions américaines semble se confirmer. A l'inverse, les déceptions sur les résultats en Europe réduisent le potentiel haussier.

VUES ECONOMIQUES

Trois thématiques pour les marchés

1- Politique monétaire

La Fed a réduit son taux de 25 pb considérant que les risques sur l'emploi et l'inflation s'équilibrent désormais. Le risque inflationniste des politiques tarifaires n'est pas encore pris en compte.

La BCE poursuivra l'allègement monétaire en décembre avec une nouvelle baisse de 25 pb. La dépréciation de l'euro reflète le risque tarifaire et la BCE ne s'y opposera pas.

La BoE navigue à vue entre les tensions internes sur les prix et un environnement international plus incertain.

2- Inflation

L'inflation mondiale ralentit, mais la politique commerciale des Etats-Unis rebattra les cartes.

Aux États-Unis, l'inflation ressort en hausse à 2,6 % en octobre, bien que l'inflation de l'IPC de base reste inchangée à 3,3 %.

Dans la zone euro, l'inflation se situe à 2 %, avec une inflation dans les services proche de 4 %.

L'inflation au Royaume-Uni est proche de l'objectif, avec une modération lente de l'inflation dans les services.

L'inflation en Chine est à l'inverse toujours quasi-nulle.

3- Croissance

Aux États-Unis, la croissance s'est avérée solide à 2,8 % au 3^{ème} trimestre. Les signaux du marché du travail sont mitigés.

L'économie de la zone euro a surpris favorablement entre juillet et septembre (+0,4 %). Les enquêtes restent médiocres en octobre.

En Chine, les mesures budgétaires et monétaires devraient permettre un redressement de l'activité.

POINTS MACROECONOMIQUES

Etats-Unis

Etats-Unis	2024				2025				Moy. Annuelle	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2024	2025
PIB (gl. trim annualisé)										
Ostrum	1.6	3.0	2.8	2.0	1.5	1.5	2.0	2.0	2.7	1.9
Consensus	1.6	3.0	2.8	1.7	1.7	1.9	2.0	2.1	2.7	2.0
Inflation										
Ostrum	3.2	3.2	2.6	2.9	2.9	2.6	2.8	2.8	3.0	2.7
Consensus	3.2	3.2	2.6	2.5	2.2	2.2	2.3	2.3	2.9	2.3
Inflation sous jacente										
Ostrum	3.8	3.4	3.2	3.4	3.3	3.1	3.2	3.0	3.5	3.2

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- La croissance américaine atteint 2,8 % entre juillet et septembre. La consommation des ménages et l'investissement en équipement (hors stocks) restent bien orientés. Les dépenses publiques, dont la défense, progressent fortement. Le solde extérieur s'est dégradé en fin de trimestre. En revanche, l'investissement immobilier se replie. L'offre de logement restant insuffisante, les prix des maisons poursuivent leur hausse.
- Le déficit fédéral dépasse 6 % du PIB. Le CBO projetait des déficits similaires pour 10 ans, avant une éventuelle nouvelle dérive sous Trump. Trump va sans doute proroger les baisses d'impôt décidées lors de son premier mandat et réduire l'impôt sur les sociétés. La politique de tarifs douaniers va se durcir.
- Les risques de crise financière sont réduits. La qualité de crédit se dégrade toutefois (cartes de crédit, immobilier commercial) mais les banques continuent de prêter, d'autant que les taux courts baissent.
- L'inflation diminue graduellement. Les prix des services (hors logement) décèlent. Le coût du logement reste la principale source d'inflation.

Zone euro

Zone Euro	2024				2025				Moy. Annuelle	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2024	2025
PIB (gl. trim)										
Ostrum	0.3	0.2	0.4	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.8	1.3
Consensus	0.3	0.2	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.8	1.2
Inflation										
Ostrum	2.6	2.5	2.2	2.1	2.1	2.2	2.4	2.6	2.3	2.3
Consensus	2.6	2.5	2.2	2.1	1.9	1.9	1.8	2.0	2.4	1.9
Inflation sous jacente										
Ostrum	3.1	2.8	2.8	2.7	2.8	2.7	2.7	2.7	2.8	2.7

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- La croissance est ressortie meilleure qu'attendu au 3^{ème} trimestre. La demande interne et, en particulier, la consommation des ménages en ont été pour partie à l'origine.
- La croissance est restée très robuste en Espagne, elle s'est révélée atone en Italie, la France a bénéficié de l'effet JO, qui devrait corriger en T4, et l'Allemagne a finalement enregistré une croissance de 0,2% sur le trimestre (après une révision à -0,3 % en T2, contre -0,1 %).
- En octobre, les enquêtes réalisées auprès des chefs d'entreprises ont révélé un manque d'allant de l'activité. Le secteur manufacturier est notamment affecté par la nette dégradation du climat des affaires dans le secteur de l'automobile, alors que l'activité progresse modérément dans les services.
- En 2025, la croissance devrait se raffermir avec une reprise graduelle de la consommation des ménages permise par la progression de leur revenu réel.

- A cela va s'ajouter l'impact de l'assouplissement de la politique monétaire. La dernière enquête de la BCE sur les prêts accordés par les banques est dans ce cadre très encourageante. Elle révèle un fort rebond de la demande de prêts des ménages pour un achat immobilier.
- La politique budgétaire sera en revanche un frein à la croissance. La France et l'Italie font partie des pays sous procédure pour déficit excessif. Le gouvernement français souhaite réduire le déficit de 60 milliards d'euros en 2025 et risque de faire l'objet d'une motion de censure.
- L'élection de Donald Trump constitue un risque sur la croissance et l'inflation en zone euro compte tenu des hausses potentielles de tarifs douaniers que la nouvelle administration pourrait décider sur les importations en provenance de l'UE.

Chine

Chine	2024				2025				Moy. Annuelle	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2024	2025
PIB (gl. trim)										
Ostrum	1.5	0.5	0.9	1.4	1.3	1.2	1.0	1.0	4.9	5.0
Consensus	1.5	0.5	0.9	1.3	1.2	1.0	1.1	1.1	4.7	4.3
Inflation										
Ostrum	0.1	0.5	0.8	1.1	1.3	1.3	1.2	1.1	0.6	1.2
Consensus	0.0	0.3	0.5	0.9	1.2	1.0	1.1	1.1	0.4	1.1

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Le momentum économique s'améliore en cette fin d'année, grâce au stimulus annoncé à la fin septembre. Les autorités devraient renforcer leur soutien afin d'isoler l'économie chinoise des tarifs douaniers de Donald Trump.
- Néanmoins, comme l'essentiel des mesures annoncées se matérialiseront sur la croissance chinoise l'année prochaine, cela ne devrait pas les inciter à prendre des décisions hâtives.
- Nous avons déjà revu à la hausse nos prévisions de croissance à 5 % pour 2025, en prenant en compte le renforcement du stimulus en cas de réélection de Donald Trump.
- La croissance du PIB du T3 a rebondi à 0,9 % GT cvs contre 0,5 % au T2, soit une croissance de 4,8 % depuis le début de l'année, proche de la cible de croissance.
- Les enquêtes PMI pour le mois d'octobre indiquent une amélioration du momentum économique, de bon augure pour le PIB du T4.
- La PBOC devrait continuer de baisser ses taux afin de limiter le risque d'instabilité financière lié à l'endettement élevé des gouvernements locaux et pour soutenir l'économie réelle.
- Le programme d'échange de dette entre les véhicules de financement et les gouvernements locaux devrait convertir cette dette implicite en dette de long terme dans leurs bilans. Les gouvernements locaux devraient augmenter leurs émissions mais à des coûts d'emprunt proches de ceux du souverain. Cela permettra de réduire la pression budgétaire sur les gouvernements locaux et les inciter à plus de discipline budgétaire.

POLITIQUE MONETAIRE

Assouplissement des politiques monétaires

1- la Fed en pilotage automatique

Après avoir baissé ses taux de 50 points de base en septembre, la Fed les a réduits de 25 pb, le 7 novembre, pour ramener la fourchette d'évolution des Fed funds à [4,50 % - 4,75 %]. La banque centrale rend sa politique monétaire moins restrictive en raison des progrès significatifs réalisés en matière d'inflation, par rapport au pic de juin 2022, dans un contexte de ralentissement du marché de l'emploi. Rassurée sur l'inflation, la Fed se focalise sur son 2^e mandat : celui d'un emploi maximal afin d'éviter un ralentissement trop marqué de celui-ci. La Banque centrale continue en outre de réduire la taille de son bilan, à un rythme plus modéré depuis le mois de juin. Nous anticipons une baisse de taux de 25 pb en décembre suivie de 3 autres à chaque réunion pour ramener le taux des Fed Funds dans la fourchette [3,50 % - 3,75 %] en mai. La Fed devrait probablement mettre fin à la réduction de son bilan avant mars 2025. La Banque centrale devra résister fermement à toute tentative de remise en cause de son indépendance par Donald Trump afin de préserver sa crédibilité.

Dates FOMC	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	4.75		4.75	0
18-déc.-24	4.50	-25	4.43	7
29-janv.-25	4.25	-25	4.32	-7
19-mars-25	4.00	-25	4.17	-17
7-mai-25	3.75	-25	4.09	-34
18-juin-25	3.75	0	3.99	-24
Source: Bloomberg, Ostrum AM				

2- Poursuite des Baisses de taux graduelles de la BCE

La BCE a décidé, le 17 octobre, de procéder à sa troisième baisse de taux directeurs de 25 points de base depuis le mois de juin. Le taux de dépôt a été ramené à 3,25 %. La BCE est plus confiante dans l'atteinte de la cible d'inflation de 2 % à moyen terme compte tenu de la désinflation rapide qui s'est opérée depuis le pic de 10,6 % atteint en octobre 2022. La BCE continue en outre de réduire la taille de son bilan à travers les remboursements des TLTRO (dernier en décembre), la fin des réinvestissements des tombées dans le cadre de l'APP et du réinvestissement partiel des tombées du PEPP (au rythme de 7,5 Mds d'euros en moyenne par mois), pour y mettre un terme fin 2024. Nous anticipons une baisse de taux de 25 pb en décembre qui sera suivie de trois autres lors des prochaines réunions, pour ramener le taux de dépôt à 2,25 % en avril. Sans modération du rythme de resserrement quantitatif (QT), le bilan de la BCE se réduirait au minimum de 850 Mds d'euros en 2 ans.

Dates BCE	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	3.25		3.16	9
12-déc.-24	3.00	-25	2.84	16
30-janv.-25	2.75	-25	2.51	24
6-mars-25	2.50	-25	2.20	30
17-avr.-25	2.25	-25	2.00	25
5-juin-25	2.25	0	1.86	40
Source: Bloomberg, Ostrum AM				

NOS ATTENTES DE MARCHÉ

Previsions Ostrum	14-nov.-24	T4 24	T4 25
Fed funds	4.75 %	4.50	3.75
Etats-Unis T-note 10 ans	4.45 %	4.30	4.25
Etats-Unis T-note 2 ans	4.28 %	4.25	3.50
Courbe 2 - 10 ans (pb)	17 pb	5	75
BCE Taux de dépôt	3.25 %	3.00	2.25
Allemagne Bund 10 ans	2.38 %	2.30	2.30
Allemagne Schatz 2 ans	2.13 %	2.10	2.00
Courbe 2 - 10 ans (pb)	25 pb	20	30
France OAT 10 ans	75 pb	75	75
Italie BTP 10 ans	123 pb	140	145
Inflation Zone euro 10 ans (swap)	199 pb	200	220

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Taux américains : la Fed réduit ses taux à un rythme de 25 pb désormais. Le 10 ans devrait se stabiliser autour de 4,30 % avant de se modérer légèrement en 2025.
- Taux européens : le Bund suivra le T-note vers 2,30 % en fin d'année. La pentification de la courbe des taux reprendra l'an prochain.
- Spreads souverains : les incertitudes budgétaires maintiennent les spreads sur des niveaux élevés.
- Inflation zone euro : les points morts sont globalement stables, en ligne avec l'objectif de la BCE, mais un écartement des points morts est probable en 2025 dans un contexte de pentification de la courbe des taux.

Previsions Ostrum	14-nov.-24	T4 24	T4 25
Euro Swap Spread 10 ans	-4.1 pb	0	20
Euro Investment Grade (spread contre Bund)	99 pb	95	110
Euro High Yield (spread contre Bund)	322 pb	400	450
Euro High Yield BB (spread contre Bund)	207 pb	225	260
Euro-dollar	1.054 \$	1.06	1.15
Euro Stoxx 50	4 809	4 948	5 087
Dette souveraine émergente (spread contre Treasuries)	323 pb	340	350

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Crédit euro : les spreads sur l'IG sont insensibles à la volatilité des taux, le high yield reste cher.
- Change : la BCE réagira à la menace tarifaire en baissant les taux.
- Actions : l'Euro Stoxx 50 devrait rebondir légèrement en fin d'année mais sous-performe le marché américain.
- Dette émergente : les spreads se sont resserrés fortement et des prises de profit sont probables à court terme. Un nouveau resserrement est envisageable en 2025.

Source : Ostrum AM. Les analyses et les opinions mentionnées 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. Achevé de rédiger le 14/11/2024.

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, un label 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.

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.

Pour obtenir un résumé des droits des investisseurs dans la langue officielle de votre juridiction, veuillez consulter la section de documentation légale du site web (im.natixis.com/intl/intl-fund-documents)

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 par actions simplifiée –SAS 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 International, Luxembourg BRANCH (Numéro d'immatriculation : B283713), 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International, Belgian BRANCH (Numéro d'immatriculation : 1006.931.462), Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique.

En Suisse : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl (Numéro d'immatriculation : CHE-114.271.882), 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.

Natixis Investment managers peut décider de cesser la commercialisation de ce fonds conformément à la législation applicable



www.ostrum.com

 Ostrum
ASSET MANAGEMENT

Un affilié de  NATIXIS
INVESTMENT MANAGERS