



LA LETTRE DU CIO



Gaëlle Malléjac

Directrice des gestions

La reflation en Chine

Les autorités chinoises semblent enfin prendre la mesure des effets de la crise immobilière sur sa croissance. La PBoC a annoncé une série de mesures destinées à relancer le crédit et la prise de risque sur les marchés d'actions, alors que les mesures budgétaires devraient atteindre 2 pp à 3 pp de PIB. Un rebond de la demande interne chinoise changerait la donne pour la croissance mondiale et l'inflation, à travers le rebond des prix des matières premières. Parallèlement, la situation de tensions au Proche-Orient a provoqué un rebond du pétrole vers 80 \$ le baril. Par ailleurs, l'assouplissement monétaire s'accélère dans les pays développés. La Fed baissera les taux, malgré une économie solide et la BCE profite d'une inflation revenue sous 2 % pour anticiper les baisses de taux. Le stimulus chinois intervient à un moment charnière, alors que l'issue de l'élection présidentielle sera déterminante pour les relations internationales, tant sur le plan commercial que militaire.

Dans ce contexte de reflation, le rebond des taux au-delà de 4 % sur le T-note offre des opportunités pour se repositionner. Le Bund nous semble proche de sa valeur d'équilibre autour de 2,25 %. Le risque budgétaire français soumet encore l'OAT à la pression des marchés, mais les spreads souverains sont globalement stables. Les spreads de crédit permettent d'amortir la forte volatilité des taux, de sorte que l'*investment grade* conserve un attrait, malgré des valorisations plus tendues. Le high yield peut paraître cher, mais le taux de défaut réduit constitue encore un soutien. Les actions européennes, sans réelle tendance depuis 6 mois, devraient terminer l'année proches des niveaux actuels. La baisse des chiffres d'affaires est compensée par des marges et des multiples élevés. Certains secteurs, dont l'automobile, montrent toutefois des signes de stress significatifs.

VUES ECONOMIQUES

Trois thématiques pour les marchés

1- Politique monétaire

La BCE a réduit les taux de 25 pb en septembre. L'assouplissement monétaire devrait s'accélérer avec d'autres baisses en octobre et décembre.

La Fed abaissera les taux de 25 pb lors des deux prochains FOMC.

La BoE réduira son taux en novembre, en raison d'une inflation salariale plus faible. Bailey a même évoqué une stratégie monétaire d'assouplissement plus agressive.

La PBoC prend des mesures d'assouplissement significatives, lorsque la BoJ subit la pression du nouveau Premier ministre Ishiba pour retarder les hausses de taux.

2- Inflation

L'inflation mondiale ralentit, mais les risques à la hausse liés aux mesures de relance et aux prix du pétrole justifient la prudence.

Aux États-Unis, l'inflation continue de baisser (2,4 % en septembre), bien que l'inflation de l'IPC de base reste tenace à 3,3 %.

Dans la zone euro, l'inflation est tombée en dessous de 2 %, en raison de la baisse des prix de l'énergie. Cependant, l'inflation dans le secteur des services reste élevée, à 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 toujours inférieure à 1 %.

3- Croissance

Aux États-Unis, la croissance du PIB devrait se situer autour de 2,5 % en rythme annualisé au troisième trimestre. Le marché du travail a montré de la résilience en septembre.

L'économie de la zone euro croît à un rythme lent, malgré quelques points positifs comme l'Espagne. L'Allemagne est en récession, mais des signes d'amélioration ont émergé.

En Chine, des mesures fiscales et monétaires de grande envergure stimuleront la croissance l'année prochaine.

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	2.5	2.0	1.5	1.5	2.0	2.0	2.7	1.9
Consensus	1.6	3.0	2.0	1.4	1.6	1.9	2.0	2.0	2.6	1.8
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	2.1	2.1	2.2	2.3	2.9	2.2
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 se situera à 2,5 % entre juillet et septembre. La consommation des ménages et l'investissement privé (hors stocks) restent solides. Le solde extérieur est meilleur qu'attendu. L'investissement immobilier devrait croître sur le 3^e trimestre, mais l'offre de logement reste insuffisante. Les dépenses publiques soutiennent l'activité.
- Le déficit fédéral atteint 6 % du PIB. Le CBO projette la stabilité du déficit pour 10 ans. Harris ou Trump n'ont aucune intention de réduire le déficit. Les dépenses de Medicare (+ 102 Mds \$ sur janvier-août par rapport à 2023) et d'éducation (programme de restructuration de la dette étudiante) dérapent. Les impôts (sociétés, ménages) augmentent de 300 Mds \$.
- Les risques de crise financière sont réduits. La qualité de crédit du consommateur se dégrade toutefois (cartes de crédit, immobilier commercial), mais les banques continuent de prêter, d'autant que les taux vont baisser.
- L'inflation diminue graduellement. Les prix des services (hors logement) décèlent néanmoins. Le rebond du brut est un sujet pour Harris. Le logement reste le principal problème.

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	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.7	1.3
Consensus	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.7	1.1
Inflation										
Ostrum	2.6	2.5	2.2	2.2	2.2	2.2	2.4	2.6	2.4	2.3
Consensus	2.6	2.5	2.2	2.1	2.0	1.9	1.9	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	2.9	2.7

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Une lente reprise s'est amorcée en zone euro, après une croissance atone en 2023.
- La situation est très contrastée. L'Allemagne risque de connaître une 2^e année consécutive de récession, pénalisée par ses faiblesses structurelles. En revanche, la croissance est robuste en Espagne, au Portugal et en Grèce et se poursuit à un rythme modéré en France et en Italie.
- La croissance de la zone euro devrait rester lente au 2^e semestre. La probable contraction du PIB allemand contrastera avec une croissance modérée en France (avec un impact temporaire des JO en T3 et T4) et en Italie et la robustesse des autres pays périphériques.
- En 2025, l'activité en zone euro devrait progressivement se raffermir, avec une reprise graduelle de la consommation des ménages.
- Les salaires devraient continuer de progresser à un rythme plus rapide que l'inflation, au moins au 1^{er} semestre, dans un contexte de marché de l'emploi bien orienté.

- À cela va s'ajouter l'impact de l'assouplissement de la politique monétaire de la BCE.
- La politique budgétaire sera 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.
- Après une première phase de désinflation rapide, la seconde se révèle plus lente. Cela traduit les tensions salariales, la fin de l'effet de base très favorable sur les prix de l'énergie et l'arrêt des mesures pour contenir la hausse des prix. L'inflation dans les services devrait rester soutenue, en raison de tensions salariales.

Chine

Chine	2024				2025				Moy. Annuelle	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2024	2025
PIB (gl. trim)										
Ostrum	1.5	0.7	1.4	1.4	1.3	1.2	1.0	1.0	4.9	5.0
Consensus	1.5	0.7	1.0	1.1	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	1.0	1.3	1.2	1.1	1.2	0.5	1.2

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Le stimulus annoncé à la fin du mois de septembre nous amène à réviser à la hausse nos prévisions de croissance et d'inflation pour 2025.
- Le pivot pro-croissance du gouvernement marque un tournant. Les autorités sont prêtes à soutenir la croissance et atteindre leur cible de 5 %.
- L'impact de toutes ces mesures devrait se matérialiser pleinement sur la demande interne en 2025 et au-delà.
- En effet, le stimulus comporte à la fois des mesures cycliques et structurelles.
- Les mesures budgétaires annoncées, même si les détails devraient être publiés à la fin du mois, est une évolution claire vers un soutien budgétaire à la consommation.
- La réduction de 50 pdb des taux d'intérêt sur les prêts hypothécaires existants, ainsi que l'hélicoptère monétaire devraient soutenir la consommation des ménages. Les dépenses liées à la Golden Week reflètent déjà cette tendance.
- La perspective de nouvelles baisses du taux de réserves obligatoires des banques, ainsi que les émissions obligataires de la PBOC pour soutenir financièrement les gouvernements locaux dans des projets d'infrastructures, devraient soutenir l'investissement public et privé.
- L'accent a été mis sur les priorités structurelles, immobilier et endettement des gouvernements locaux, principaux freins à la croissance.
- Les autorités chinoises n'hésiteront pas à renforcer leur soutien si besoin est.

POLITIQUE MONETAIRE

Assouplissement de la politique monétaire

1- la Fed a commencé fort son cycle de baisse de taux

La Fed a procédé, le 18 septembre, à sa première baisse de taux directeur depuis mars 2020. Elle a réduit ses taux de 50 points de base pour ramener la fourchette d'évolution des Fed funds à [4,75 %-5,00%]. Cette « recalibration » visant à rendre la politique monétaire moins restrictive est motivée par les progrès significatifs réalisés en matière d'inflation 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 et éviter un ralentissement trop marqué de celui-ci. Les membres du comité de politique monétaire anticipent en moyenne 50 points de base de baisse des taux d'ici la fin de l'année et 100 pdb en 2025. La Banque centrale réduit par ailleurs le rythme de contraction de son bilan depuis le mois de juin. Nous anticipons une baisse de taux de 25 pb en novembre suivie d'une 2^e en décembre.

Dates FOMC	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	5.00		5.00	0
7-nov.-24	4.75	-25	4.63	12
18-déc.-24	4.50	-25	4.43	7
29-janv.-25	4.25	-25	4.20	5
19-mars-25	4.00	-25	3.97	3
Source: Bloomberg, Ostrum AM				

2- Baisse graduelle des taux de la BCE

La BCE a procédé, le 12 septembre, à sa deuxième baisse de taux directeurs depuis le mois de juin. Le taux de dépôt a été ramené à 3,50 % (- 25 points de base) et le corridor entre le taux de dépôt et le taux de refinancement a été réduit à 15 pb, comme annoncé en mars. Depuis cette réunion, les membres de la BCE ont laissé présager une nouvelle baisse des taux dès la réunion du mois d'octobre. L'inflation plus faible que prévu en septembre et les gains de pouvoir d'achat qui tardent à avoir un impact positif sur la consommation les rendent plus confiants dans l'atteinte de la cible d'inflation de 2 % à moyen terme. Nous anticipons une baisse de taux de 25 pb en octobre, suivie d'une autre en décembre. La Banque centrale continue dans le même temps la réduction de la taille de son bilan à travers les remboursements des TLTRO, de 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.

Dates BCE	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	3.50		3.41	9
17-oct.-24	3.25	-25	3.17	8
12-déc.-24	3.00	-25	2.93	7
30-janv.-25	2.75	-25	2.73	2
6-mars-25	2.75	0	2.48	27
Source: Bloomberg, Ostrum AM				

NOS ATTENTES DE MARCHÉ

Previsions Ostrum	14-oct.-24	T4 24	T4 25
Fed funds	5 %	4.50	3.25
Etats-Unis T-note 10 ans	4.1 %	3.50	3.80
Etats-Unis T-note 2 ans	3.96 %	3.50	3.25
Courbe 2 - 10 ans (pb)	14 pb	0	55
BCE Taux de dépôt	3.5 %	3.00	2.75
Allemagne Bund 10 ans	2.26 %	2.10	2.30
Allemagne Schatz 2 ans	2.24 %	2.10	2.00
Courbe 2 - 10 ans (pb)	2 pb	0	30
France OAT 10 ans	77 pb	75	75
Italie BTP 10 ans	128 pb	140	145
Inflation Zone euro 10 ans (swap)	207 pb	200	220

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Taux américains : la Fed a accéléré le calendrier des baisses et abaissera rapidement son taux vers la neutralité. Le 10 ans devrait converger vers 3,50% avant de remonter légèrement en 2025.
- Taux européens : le Bund suivra le T-note vers 2,10 % en fin d'année. La pentification de la courbe des taux se poursuivra.
- Spreads souverains : les incertitudes budgétaires maintiendront les spreads sur des niveaux élevés en France et, à un degré moindre, en Italie.
- 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 dans un contexte de pentification de la courbe des taux.

Previsions Ostrum	14-oct.-24	T4 24	T4 25
Euro Swap Spread 10 ans	24 pb	30	30
Euro Investment Grade (spread contre Bund)	109 pb	115	120
Euro High Yield (spread contre Bund)	348 pb	400	450
Euro High Yield BB (spread contre Bund)	221 pb	225	260
Euro-dollar	1.093 \$	1.10	1.15
Euro Stoxx 50	5 006	4 981	5 122
Dettes souveraines émergentes (spread contre Treasuries)	352 pb	370	350

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- **Crédit euro** : les spreads devraient rester stables autour de 115 pb contre Bund. Les valorisations du high yield sont plus tendues et les spreads devraient s'élargir, principalement sur les notations B et inférieures.
- **Change** : l'euro bénéficie des baisses des taux de la Fed, mais restera stable autour d'1,10 \$ d'ici la fin de l'année, avant un retour vers 1,15 \$ à l'horizon de 2025.
- **Actions** : la croissance des ventes modeste est compensée par les marges élevées et des multiples en hausse. Un redressement des chiffres d'affaires permettra à l'Euro Stoxx 50 de reprendre le chemin de la hausse en 2025.
- **Dettes émergentes** : 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 15/10/2024.

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