



LA LETTRE DU CIO



Ibrahima Kobar, CFA

Directeur des gestions taux et des recherches

La Fed entame son cycle de baisses des taux

Après un début d'été marqué par la politique en France comme aux Etats-Unis, l'actualité est de nouveau dominée par les Banques centrales. Après une deuxième baisse de la BCE, la Fed a rejoint le mouvement. La BoJ est la seule Banque centrale à relever ses taux dans ce contexte. La Banque chinoise poursuit l'assouplissement avec une politique de pentification de la courbe.

L'activité reste solide aux États-Unis, malgré des créations d'emplois moindres dernièrement. En zone euro, l'Allemagne est en récession alors que l'économie française a bénéficié d'un effet JO. La croissance chinoise reste principalement stimulée par les exportations, la demande interne requérant d'avoir du soutien monétaire et budgétaire.

En baissant les taux de 50 pb, la Fed réagit à la hausse du chômage à 4,2 %. Les anticipations du marché semblent néanmoins excessives à ce stade. La BCE poursuit une stratégie d'allègement monétaire régulière. La BoE procède aussi par des baisses trimestrielles a priori.

Le soutien monétaire entretient une dynamique de pentification sur les courbes de taux, en particulier aux Etats-Unis. Les valorisations peuvent paraître tendues mais le discours de la Fed est accommodant. Le Bund devrait se maintenir autour de 2,20 %. Le spread français ne devrait pas baisser rapidement compte tenu de la trajectoire budgétaire. Les valorisations du crédit se sont améliorées. Le high yield reste cher mais la stabilité du taux de défaut est un soutien. Les marchés d'actions oscillent sur leurs plus hauts depuis le printemps, grâce au maintien des marges bénéficiaires et des multiples de valorisation.

VUES ECONOMIQUES

Trois thématiques pour les marchés

1- Politique monétaire

La BCE a réduit les taux d'intérêt de 25 pnb en septembre pour la deuxième fois cette année. Une autre réduction des taux est prévue en décembre.

La Fed lance son cycle de baisse des taux avec une réduction de 50 pnb. Une autre réduction de la même ampleur est attendue d'ici la fin de l'année.

La Banque d'Angleterre réduira à nouveau ses taux en novembre en raison de la baisse des gains salariaux et de l'inflation des services.

En revanche, la BoJ augmentera davantage les taux et réduira les achats d'actifs. La PBoC devrait poursuivre sa politique d'assouplissement monétaire.

2- Inflation

Le processus de désinflation continue, lié en grande partie à la baisse des prix de l'énergie.

Aux États-Unis, l'inflation continue de baisser (2,5 % en août), bien que l'inflation de base reste au-dessus de 3%. Dans la zone euro, l'inflation est revenue à 2,2% en août. Cependant, l'inflation dans le secteur des services est à nouveau au-dessus de 4 %.

Au Royaume-Uni, l'inflation est proche de la cible, car l'inflation dans le secteur des services se modère enfin.

En Chine, l'inflation reste au-dessous de 1 %.

3- Croissance

Aux États-Unis, la croissance du PIB au T2 a surpris à la hausse à 3 %. Le taux de chômage a légèrement augmenté pour atteindre 4,2 % en août.

La reprise de l'économie de la zone euro est assez inégale. Le PIB a augmenté de 0,2 % au deuxième trimestre, freiné par une faible demande intérieure du secteur privé. L'Allemagne est toujours en récession.

En Chine, la croissance du PIB reste déséquilibrée et soumise à des risques financiers internes et immobiliers.

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	1.4	3.0	2.5	2.0	1.5	1.5	2.0	2.0	2.7	1.9
Consensus	1.4	3.0	1.7	1.4	1.7	1.9	2.0	2.0	2.6	1.8
Inflation										
Ostrum	3.2	3.2	2.7	3.0	2.8	2.5	2.6	2.8	3.0	2.7
Consensus	3.2	3.2	2.7	2.6	2.3	2.1	2.3	2.3	2.9	2.3
Inflation sous jacente										
Ostrum	3.8	3.4	3.2	3.4	3.2	3.1	3.1	3.0	3.5	3.1

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- La croissance américaine est conforme au potentiel sur le 1^{er} semestre. La consommation des ménages et l'investissement privé (hors stocks) restent solides. Le solde extérieur se dégrade toutefois. L'investissement immobilier semble rebondir au 3^{ème} trimestre mais la construction de logement reste insuffisante. Les dépenses publiques soutiennent l'activité.
- Le déficit fédéral devrait avoisiner 1 600 Mds \$ en 2024. Les recettes fiscales se redressent mais les trois-quarts des dépenses fédérales sont non-discretionnaires. Une enveloppe de 95 Mds \$ d'aides militaires extérieures a été votée. La charge d'intérêt est au-dessus du billion de dollars annuel.
- Les risques de crise financière restent réduits malgré des signaux faibles de dégradation (cartes de crédit, immobilier commercial). Les banques sont enclines à prêter, d'autant qu'un allègement monétaire se profile.
- L'inflation diminue progressivement. Le logement reste le principal problème. Les prix des services (hors logement) décélèrent néanmoins et la baisse du brut accentue la désinflation.

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	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.8	1.5
Inflation										
Ostrum	2.6	2.5	2.4	2.5	2.5	2.5	2.6	2.7	2.5	2.6
Consensus	2.6	2.5	2.3	2.4	2.2	2.1	2.1	2.0	2.4	2.1
Inflation sous jacente										
Ostrum	3.1	2.8	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	2.9	2.8

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Une lente reprise s'est amorcée au 1^{er} semestre en zone euro après une croissance atone en 2023.
- Celle-ci est liée au commerce extérieur. En revanche, la demande interne contribue négativement à la croissance. La consommation tarde à reprendre et l'investissement baisse pour le 2^{ème} trimestre consécutif en T2.
- La situation est très contrastée. La croissance allemande se contracte de nouveau, elle est modérée en France et en Italie et toujours robuste en Espagne. Le secteur manufacturier continue de se contracter fortement alors que l'activité progresse dans les services.

- La reprise en zone euro devrait progressivement se raffermir avec le rebond de la consommation des ménages.
- Ils bénéficient de gains de pouvoir d'achat puisque les salaires vont continuer de progresser à un rythme plus rapide que l'inflation, dans un contexte d'excès de demande sur le marché de l'emploi.
- L'assouplissement de la politique monétaire sera également un soutien à la demande interne.
- En revanche, la politique budgétaire sera un frein à la croissance. La France et l'Italie font partie des pays sous procédure pour déficit excessif. L'incertitude politique et les risques de nouveaux dérapages budgétaires dans l'hexagone accroissent l'incertitude.
- 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 la persistance de tensions sur les salaires.

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	1.2	1.0	1.0	1.0	4.9	4.7
Consensus	1.5	0.7	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	4.8	4.5
Inflation										
Ostrum	0.1	0.5	0.8	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0	0.6	1.1
Consensus	0.0	0.3	0.5	1.0	1.3	1.4	1.3	1.5	0.5	1.4

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Le ralentissement marqué du PIB au T2 nous amène à revoir mécaniquement nos prévisions de croissance 2024. Les autorités chinoises maintiennent leur objectif de croissance à 5 %, ce qui suppose une croissance du PIB de 1,4 % par trimestre jusqu'à la fin de l'année.
- Le ralentissement au T2 est lié à la consommation (effet canicule du mois de juin ?). L'immobilier reste un frein à l'activité. Celui-ci n'arrive pas à se stabiliser sur des points bas malgré les récentes mesures.
- Nous pensons néanmoins que la seconde partie de l'année devrait être meilleure. Les autorités chinoises sont déterminées à relancer la consommation et à renforcer leur soutien au secteur immobilier. Selon Bloomberg, les autorités pourraient réduire à nouveau la charge d'intérêt (-80 pdb) sur les prêts hypothécaires existants ce qui devrait soutenir la consommation. Cela devrait être suivi par des baisses des taux d'intérêt de financement de court terme pour les banques commerciales et des baisses du taux de réserves obligatoires.
- L'inflation devrait légèrement augmenter liée à l'alimentaire (effet climat).
- La PBoC a élargi sa palette d'outils au travers de ses opérations « Twist ». L'achat simultané de taux courts et la vente de taux longs est cohérent avec son objectif de pentifier sa courbe des rendements souverains afin de préserver la stabilité financière.
- La nécessité de relance monétaire supplémentaire se pose dans un contexte où les mécanismes structurels de la PBoC (200 milliards de yuans) sont à peine utilisés y compris ceux à taux 0 %. Cela reflète les problèmes structurels de la Chine.

POLITIQUE MONETAIRE

Le cycle d'assouplissement monétaire est lancé

1- la Fed commence 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^{ème} 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 50 pdb d'ici la fin de l'année.

Dates FOMC	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	5.00		5.00	0
7-nov.-24	5.00	0	4.51	49
18-déc.-24	4.50	-50	4.16	35
29-janv.-25	4.50	0	3.80	70
19-mars-25	4.00	-50	3.49	51
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. Les perspectives d'inflation des services de la BCE n'ont pas changé, la rassurant sur l'objectif des 2% à la fin 2025. La Banque centrale reste néanmoins prudente compte tenu d'une inflation toujours élevée dans les services résultant des tensions salariales. Elle n'a donc pas donné d'indications avancées sur l'évolution de sa politique monétaire réitérant que les décisions seraient prises en fonction des données, réunion par réunion. Nous anticipons une troisième baisse de 25 pb des taux de la BCE en décembre. La Banque centrale continue dans le même temps la réduction de la taille de son bilan au travers des 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	3.50	0	3.35	15
12-déc.-24	3.25	-25	3.03	22
30-janv.-25	3.00	-25	2.81	19
6-mars-25	2.75	-25	2.51	24
Source: Bloomberg, Ostrum AM				

NOS ATTENTES DE MARCHÉ

Previsions Ostrum	20-sept.-24	T4 24	T4 25
Fed funds	5 %	4.50	3.25
Etats-Unis T-note 10 ans	3.72 %	3.50	3.80
Etats-Unis T-note 2 ans	3.6 %	3.50	3.25
Courbe 2 - 10 ans (pb)	12 pb	0	55
BCE Taux de dépôt	3.5 %	3.25	2.75
Allemagne Bund 10 ans	2.2 %	2.10	2.30
Allemagne Schatz 2 ans	2.22 %	2.10	2.00
Courbe 2 - 10 ans (pb)	-3 pb	0	30
France OAT 10 ans	74 pb	75	75
Italie BTP 10 ans	135 pb	140	145
Inflation Zone euro 10 ans (swap)	195 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 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	20-sept.-24	T4 24	T4 25
Euro Swap Spread 10 ans	29.5 pb	30	30
Euro Investment Grade (spread contre Bund)	115 pb	115	120
Euro High Yield (spread contre Bund)	366 pb	400	450
Euro High Yield BB (spread contre Bund)	228 pb	225	260
Euro-dollar	1.116 \$	1.10	1.15
Euro Stoxx 50	4 900	4 953	5 093
Dette souveraine émergente (spread contre Treasuries)	369 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 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 une hausse de l'Euro Stoxx 50 de reprendre le chemin de la hausse en 2025.
- Dette émergente : la stabilité devrait prévaloir à l'horizon de la fin d'année grâce à l'action de la Fed. 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 20/09/2024.

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 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, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique

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.

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