



LA LETTRE DU CIO



Gaëlle Malléjac

Directrice des gestions

L'éléphant dans la pièce

Donald Trump prend ses fonctions le 20 janvier. Sa parole, déjà influente sur les marchés financiers, aura d'autant plus de poids qu'elle semble désormais sans limites. L'ingérence politique assumée de l'administration Trump auprès de pays alliés dont le Canada, l'Allemagne ou le Royaume-Uni, et ses prises de positions au sujet du Panama ou du Groenland, engendrent ainsi une nouvelle source de risque. Les élections allemandes auront lieu en février, Justin Trudeau a démissionné, et Keir Starmer est en difficulté.

L'incertitude quant aux effets des tensions internationales et le relèvement attendu des tarifs douaniers ont paradoxalement soutenu la consommation américaine et accéléré les exportations chinoises vers les Etats-Unis en fin d'année. Le surplus commercial bilatéral chinois atteint des sommets. La zone euro subit, avec une Allemagne en récession pour la seconde année consécutive. En France, le gouvernement Bayrou atténue déjà l'effort de consolidation budgétaire. La Chine entrevoit une amélioration dans l'attente des premières décisions de Trump. La hausse significative du brut constitue un risque supplémentaire.

Les taux longs se sont fortement tendus depuis le début de l'année. Les niveaux actuels sont attractifs dans la mesure où les Banques centrales, à l'exception de la BoJ, continuent de baisser les taux. Le crédit reste, malgré le marché primaire chargé de janvier, un havre de paix, bien moins sensible que les taux et les actions aux données macroéconomiques et tensions politiques. Les actions seront ballotées par la volatilité politique et les hésitations de la Fed. Les premières publications des bancaires américaines sont rassurantes mais les valorisations n'autorisent aucun faux pas parmi les grandes valeurs. La bourse européenne est quelque peu soutenue par la faiblesse de l'euro.

VUES ECONOMIQUES

Trois thématiques pour les marchés

1- Politique monétaire

Les Banques centrales réduiront leurs taux directeurs en 2025, mais les dernières données incitent peut-être la Fed à ralentir la convergence vers la neutralité monétaire.

Parallèlement, la BCE devrait poursuivre l'allègement des taux au rythme de 25 pb à chaque réunion jusqu'à 2,25 %.

La BoE reste confrontée à l'inflation interne élevée. La PBOC a indiqué renforcer son assouplissement monétaire afin de soutenir la demande interne. La BoJ devrait à l'inverse relever prudemment ses taux.

2- Inflation

La désinflation mondiale sera mise à l'épreuve des tarifs et du rebond des prix de l'énergie.

Aux États-Unis, l'inflation remonte à 2,9 % en décembre mais l'inflation sous-jacente se tasse à 3,2 %. L'impact des tarifs reste incertain dans la durée.

En zone euro, l'inflation a augmenté en décembre à 2,4 %, en raison d'effets de base défavorables sur les prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente est stable autour de 2,7 % depuis le printemps.

L'inflation chinoise reste quasi-nulle.

3- Croissance

La croissance reste supérieure au potentiel au 4ème trimestre. Le consommateur a probablement anticipé l'effet des tarifs mais l'emploi était aussi bien orienté.

En zone euro, l'incertitude est forte sur la croissance. L'Allemagne connaît une seconde année de récession en 2024. Les enquêtes se détériorent en France compte tenu de l'instabilité politique.

En Chine, l'activité reste stimulée par les exportations. L'immobilier se stabilise. Cependant, la demande interne reste fragile, dans l'attente d'un plan de soutien budgétaire.

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	3.1	2.1	1.0	0.9	1.2	2.2	2.6	1.7
Consensus	1.6	3.0	3.1	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.7	2.3
Inflation										
Ostrum	3.2	3.2	2.6	2.7	2.8	2.5	2.7	3.0	2.9	2.8
Consensus	3.2	3.2	2.6	2.7	2.5	2.4	2.7	2.6	2.9	2.5
Inflation sous jacente										
Ostrum	2.8	2.6	2.6	2.8	3.3	3.2	3.3	3.3	2.7	3.3

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- La demande interne a maintenu la croissance au-dessus du potentiel en 2024. La consommation devrait décélérer spontanément à partir des niveaux élevés de 2024 (en particulier les dépenses en biens durables). Cela occasionnera un peu de déstockage. L'incertitude internationale et interne sur la politique économique pèsera sur l'investissement en équipement par ailleurs contraint par les possibles mesures de rétorsions d'autres pays.
- Le marché du travail poursuit sa normalisation. On observe un ralentissement des embauches mais toujours peu de licenciements à ce stade. La politique migratoire risque d'accentuer les pénuries de main d'œuvre. Les tensions salariales reviendront au détriment de la profitabilité, des restructurations apparaissent en cours d'année. Polémique sur les visas (H1B) défendus par Musk contre le consensus républicain.
- Le vote du budget devrait intervenir en avril. La prolongation du TCJA est une priorité. Il existe une incertitude forte sur la réaffectation possible des crédits inutilisés de l'IRA, voire la baisse effective de l'IS. Les marges de manœuvre pour baisser les dépenses fédérales sont en réalité très réduites.
- L'inflation persiste. Les tarifs douaniers sont probablement relevés sur la Chine en particulier. L'inflation réalisée reflètera la contribution plus forte des prix des imports. Le logement reste la principale source interne d'inflation, malgré les taux longs élevés.

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	0.2	0.2	0.3	0.3	1.0	1.0
Consensus	0.3	0.2	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	1.0	1.1
Inflation										
Ostrum	2.6	2.5	2.2	2.2	2.4	2.3	2.2	2.2	2.4	2.3
Consensus	2.6	2.5	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0	2.4	2.0
Inflation sous jacente										
Ostrum	3.1	2.8	2.8	2.7	2.8	2.7	2.6	2.5	2.8	2.6

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- L'accélération de la croissance au 3^{ème} trimestre a été de courte durée. Les enquêtes et les données disponibles présagent un ralentissement au T4 et le maintien d'une faible croissance début 2025. L'élection de Donald Trump et les craintes de relèvements de tarifs douaniers de 60 % sur les importations en provenance de Chine et de 20 % sur celles en provenance de la zone euro et du reste du monde pèsent sur les perspectives de croissance.
- Les estimations du Peterson Institute et de la LSE montrent un impact assez limité de ces tarifs sur la croissance et l'inflation en zone euro. L'Allemagne serait la plus affectée, les Etats-Unis étant la 1^{ère} destination de ses exportations. Son secteur de l'automobile serait davantage fragilisé.
- Plus que les tarifs en tant que tel, la croissance de la zone euro devrait être davantage impactée par la hausse de l'incertitude. Cela devrait amener les chefs d'entreprises à rester attentistes et peser sur

l'investissement. Ces moindres investissements devraient compenser en partie l'impact positif sur la consommation de la hausse des revenus réels. Les salaires, bien qu'en ralentissement, devraient continuer de progresser à un rythme plus élevé que l'inflation. La poursuite des baisses de taux de la BCE devrait réduire les coûts de l'emprunt et bénéficier à l'investissement immobilier.

- La politique budgétaire ne sera pas un soutien à la croissance. La France connaît une crise politique alors que celle-ci doit prendre des mesures rapides pour réduire son déficit budgétaire, le plus important des pays de la zone euro. Risque d'une motion de censure pour le 4^{ème} gouvernement en un an et d'une nouvelle dissolution en juin. Possibilité de davantage de dépenses en Allemagne après les élections.

Chine

Chine	2024				2025				Moy. Annuelle	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2024	2025
PIB (gl. trim)										
Ostrum	1.5	0.9	1.3	1.6	1.3	1.2	1.0	1.0	5.0	5.1
Consensus	1.5	0.9	1.3	1.6	1.2	1.0	1.0	1.0	5.0	4.8
Inflation										
Ostrum	0.7	0.6	0.3	0.3	0.7	0.7	0.8	1.1	0.5	0.8
Consensus	0.7	0.6	0.3	0.3	0.7	0.6	0.7	1.0	0.5	0.7

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- La Chine devrait atteindre son objectif de croissance à 5 % à l'image du rebond de l'activité au T4 lié au stimulus.
- Les mesures de soutien au secteur immobilier ont permis de relancer les transactions mais pas les constructions, reflétant la volonté des autorités chinoises de stabiliser le secteur sur un point bas.
- En 2025 (année du serpent), la Chine devrait renforcer sa demande interne pour s'isoler de la politique tarifaire de D.Trump.
- Le yuan ne sera pas une arme contre les tarifs douaniers américains. La Chine utilisera le contrôle de ses exportations de terres rares ou de biens intermédiaires à haute valeur technologique (comme les cathodes des batteries de lithium) en guise de représailles.
- La politique monétaire devrait continuer à être accommodante pour accompagner la stabilisation du secteur immobilier et soutenir l'investissement des entreprises.
- Par ailleurs, des taux bas seront nécessaires pour soutenir son programme « nouvelle productivité » qui se substitue au programme « made in China 2025 » qui a atteint tous ses objectifs.
- Le programme d'échange sur la « dette cachée » des gouvernements locaux permettra de dégager des marges de manœuvre budgétaires et soutenir la croissance chinoise.
- L'élargissement des BRICS à 10 pays depuis le 1 er janvier offre l'opportunité à la Chine de créer un système monétaire alternatif au dollar.

POLITIQUE MONETAIRE

Les politiques monétaires s'approchent du seuil de la neutralité

1- La Fed devrait se focaliser davantage sur son objectif d'emploi maximal

La Fed a baissé ses taux de 25 pb, lors de la réunion du 18 décembre, pour porter le taux des Fed Funds dans la fourchette [4,25 % - 4,50 %], totalisant une réduction de 100 pb depuis septembre. Les membres du FOMC ont revu en baisse le nombre de réduction de taux attendu en 2025 : 2, contre 4 anticipé auparavant, en raison d'une révision en hausse des anticipations d'inflation. Nous maintenons nos prévisions de 4 baisses de taux en 2025 pour deux raisons. La 1^{ère} réside dans le ralentissement attendu de la croissance qui devrait amener la Fed à mettre davantage l'accent sur son objectif d'emploi maximal. La 2^{ème} concerne les tensions à l'œuvre sur la liquidité bancaire, ce qui plaide pour un assouplissement monétaire. La Banque centrale devrait, en outre, probablement mettre fin à la réduction de son bilan avant mars 2025. Avec l'arrivée de Donald Trump à la Maison Blanche, elle devra résister fermement à toute tentative de remise en cause de son indépendance, afin de préserver sa crédibilité.

Dates FOMC	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	4.50		4.50	0
29-janv.-25	4.25	-25	4.33	-8
19-mars-25	4.00	-25	4.25	-25
7-mai-25	3.75	-25	4.19	-44
18-juin-25	3.50	-25	4.08	-58
30-juil.-25	3.50	0	4.03	-53
17-sept.-25	3.50	0	3.98	-48
29-oct.-25	3.50	0	3.93	-43
10-déc.-25	3.50	0		

Source: Bloomberg, Ostrum AM

2- La BCE laisse la porte ouverte à d'autres baisses de taux

La BCE a procédé à sa quatrième baisse de taux directeurs de 25 points de base, le 12 décembre, pour ramener le taux de dépôt à 3 %. Les perspectives de croissance ont été révisées en baisse (1,1 % en 2025, 1,4 % en 2026 et 1,3 % en 2027) tout comme celles sur l'inflation en 2025 (2,1 % en 2025, 1,9 % en 2026 et 2,1 en 2027). La BCE a laissé la porte ouverte à d'autres baisses de taux afin que la politique monétaire ne soit plus restrictive et permette une stabilisation durable de l'inflation sur la cible de 2 %. Nous anticipons 3 baisses de taux en 2025 pour ramener le taux de dépôt à 2,25 % en avril. La réduction de la taille du bilan va dans le même temps s'accélérer puisque la BCE ne réinvestit plus, depuis janvier, les tombées dans le cadre du PEPP.

Dates BCE	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	3.00		2.92	8
30-janv.-25	2.75	-25	2.67	8
6-mars-25	2.50	-25	2.43	7
17-avr.-25	2.25	-25	2.26	0
5-juin-25	2.25	0	2.10	15
24-juil.-25	2.25	0	2.04	21
11-sept.-25	2.25	0	1.97	28
30-oct.-25	2.25	0	1.95	30
18-déc.-25	2.25	0		

Source: Bloomberg, Ostrum AM

NOS ATTENTES DE MARCHE

Previsions Ostrum	17-janv.-25	T1 25	T4 25
Fed funds	4.5 %	4.00	3.50
Etats-Unis T-note 10 ans	4.61 %	4.30	4.30
Etats-Unis T-note 2 ans	4.23 %	4.00	3.75
Courbe 2 - 10 ans (pb)	37 pb	30	55
BCE Taux de dépôt	3 %	2.50	2.25
Allemagne Bund 10 ans	2.53 %	2.30	2.30
Allemagne Schatz 2 ans	2.22 %	2.00	2.00
Courbe 2 - 10 ans (pb)	31 pb	30	30
France OAT 10 ans	79 pb	85	90
Italie BTP 10 ans	109 pb	125	120
Inflation Zone euro 10 ans (swap)	203 pb	200	220

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Taux américains : la trajectoire de Fed funds est plus incertaine compte tenu de la croissance mais la convergence vers la neutralité reste la tendance.
- Taux européens : la neutralité est estimée entre 1,25 et 3 % par la plupart des membres de la BCE. Le Bund devrait avoisiner 2,30% en fin d'année (persistance du biais accommodant puis repentification).
- Spreads souverains : les primes de risque continueront d'intégrer la probable dégradation du risque de crédit de la France et de nouvelle dissolution. Le spread BTP-Bund reste mieux orienté compte tenu de l'amélioration du déficit en 2025.
- Inflation zone euro : l'ancrage des anticipations à long terme semble assuré mais la pentification attendue de la courbe se traduira par une remontée modérée des points morts.

Previsions Ostrum	17-janv.-25	T1 25	T4 25
Euro Swap Spread 10 ans	-1.5 pb	10	20
Euro Investment Grade (spread contre Bund)	99 pb	100	110
Euro High Yield (spread contre Bund)	317 pb	350	375
Euro High Yield BB (spread contre Bund)	201 pb	225	240
Euro-dollar	1.028 \$	1.05	1.05
Euro Stoxx 50	5 107	5 079	5 241
Dettes souveraines émergentes (spread contre Treasuries)	323 pb	325	350

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Crédit euro : les spreads de crédit IG sont proches de leur valeur d'équilibre. La prime du high yield est insuffisante même avec un taux de défaut inférieur à la moyenne. La décompression se fait attendre.
- Taux de change : la politique tarifaire soutient encore le dollar, qui semble néanmoins surévalué. Nous anticipons que l'euro échangera autour d'1,05 \$ en 2025.
- Dette émergente : La dette émergente est chère mais profitera de l'allègement monétaire aux Etats-Unis.

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 17/01/2025.

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



Un affilié de  NATIXIS
INVESTMENT MANAGERS