



LA LETTRE DU CIO



Gaëlle Malléjac

Directrice des gestions

La chute de l'empire américain ?

La politique économique de Donald Trump reste au centre des préoccupations des investisseurs. L'incertitude et la volatilité financière induites ne devraient pas s'atténuer à court terme. Le Canada et la Chine prennent en effet des mesures de rétorsion de sorte que l'escalade tarifaire s'est enclenchée. Les premiers signes tangibles d'un ralentissement marqué sont apparus aux Etats-Unis, entraînant un net décrochage de Wall Street et une baisse du dollar. La Fed semble indécise quant à la politique à mener et maintient une forme de statu quo par défaut. Parallèlement, face à la menace de désengagement de l'OTAN brandie par Donald Trump, l'Europe n'a d'autre choix que d'investir dans ses capacités de défense. Dans un moment digne du « Whatever it takes » de Draghi, l'Allemagne fait sa révolution budgétaire en annonçant un programme des dépenses de défense et d'infrastructures de grande ampleur. Un Krach de 30 pb en une séance s'est ensuivi sur le Bund. La BCE ne sera pas un obstacle à la mise en œuvre des plans budgétaires européens et poursuit l'allègement des taux.

L'effet ciseau sur le Bund et le T-note devrait perdurer. Le T-note devrait bénéficier de l'arrêt du resserrement quantitatif de la Fed, puis des baisses de taux permises par la dégradation progressive du marché du travail. Le 10 ans américain devrait rester proche de 4 %. Les tensions sur le Bund semblent sans effet sur les spreads souverains. Le risque politique local s'efface malgré la crise portugaise ou l'incertitude budgétaire en France. A l'instar des spreads souverains, les spreads de crédit devraient rester stables. Les valorisations du high yield constituent un risque modéré d'élargissement. Le risque baissier sur les actions perdure, notamment aux Etats-Unis avec le plongeon du Nasdaq. L'Europe devrait résister au risque boursier américain... jusqu'à un certain point.

VUES ECONOMIQUES

Trois thématiques pour les marchés

1- Croissance

Aux Etats-Unis, les perspectives de croissance se détériorent à l'image de la forte révision baissière du PIB du T1 de la Fed d'Atlanta à -2,4 % contre 2,3 % à fin février, reflétant la forte incertitude des politiques tarifaire, migratoire et du DOGE.

La zone euro a terminé l'année 2024 avec une croissance annuelle de 0,8%, liée à la révision haussière du PIB du T4 à 0,2% contre 0,1%. Le plan de défense européen aura des effets sur le long terme sur la croissance.

En Chine, la cible de croissance pour 2025 demeure inchangée à 5%. Les autorités misent sur le secteur privé, notamment la technologie de pointe, pour restaurer la confiance.

2- Inflation

L'impact des tarifs reste incertain mais les anticipations d'inflation des ménages se sont détériorées aux Etats-Unis. L'inflation américaine décélère à 2,8 % en février, grâce au transport et aux loisirs.

En zone euro, l'inflation s'établit à 2,4 % en février. Les prix des services progressent de 3,7 %. Le ralentissement des salaires risque néanmoins d'être plus lent que prévu par la BCE.

En Chine, l'inflation a chuté en février à - 0,7%, liée aux distorsions du nouvel an lunaire. La cible pour 2025 a été fixée à 2 %, pour la première fois depuis 2004, afin de prendre en compte les pressions déflationnistes.

3- Politique monétaire

La forte incertitude liée aux politiques américaines a conduit les banques centrales à la prudence.

Jerome Powell a indiqué qu'il attendait de la clarté sur la politique budgétaire et sur l'impact des tarifs douaniers, suggérant un statu quo prolongé de la Fed.

La BCE a baissé de 25 pnb son taux de dépôt, à 2,50 %, indiquant qu'elle était proche de la neutralité et de la fin de son cycle de baisses de taux. Les prochaines décisions dépendront notamment des tarifs douaniers américains.

La PBOC garde un biais accommodant.

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	2.3	1.0	0.9	1.7	2.2	2.5	1.8
Consensus	1.6	3.0	3.1	2.3	2.1	1.9	1.9	2.0	2.5	2.3
Inflation										
Ostrum	3.2	3.2	2.6	2.7	3.1	2.9	3.1	3.4	2.9	3.1
Consensus	3.2	3.2	2.6	2.7	2.8	2.7	3.0	2.8	2.9	2.8
Inflation sous jacente										
Ostrum	2.8	2.6	2.6	2.8	3.4	3.4	3.5	3.5	2.7	3.5

Source: Bloomberg, Ostrum AM

Un premier semestre marqué par l'incertitude

- Demande : la consommation de biens durables va se contracter au S1. L'investissement productif ralentit. Le regain de confiance après l'élection de Trump se renverse. Le déficit commercial s'est fortement dégradé en fin d'année. Les importations vont néanmoins se réduire au cours du S1.
- Marché du travail : Le chômage augmente avec une baisse des heures travaillées. Les tensions salariales et les pénuries de main d'œuvre vont s'accroître (construction, services) avec la baisse de l'immigration. Le gel des emplois, voire les licenciements publics, vont peser sur la confiance.
- Politique budgétaire : la Chambre des Représentants a voté un budget assez éloigné de la proposition du Sénat. Les baisses d'impôts du TCJA devraient être prorogées (4500 Mds \$ sur 10 ans), les dépenses de défense augmentées et financées par une baisse des transferts (2000 Mds \$, dont Medicaid...?). Le déficit ne devrait pas diminuer à l'horizon de plusieurs années.
- Inflation : l'inflation reste supérieure à la cible de 2%. Les loyers vont décélérer en 2025, mais l'offre de logement collectif va être problématique en 2026, d'où un probable rebond des loyers l'an prochain. L'énergie (électricité importée du Canada) et les biens importés assujettis aux tarifs constituent des risques à la hausse.

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	0.1	0.2	0.3	0.3	0.8	0.9
Consensus	0.3	0.2	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.8	1.1
Inflation										
Ostrum	2.6	2.5	2.2	2.2	2.3	2.3	2.2	2.2	2.4	2.3
Consensus	2.6	2.5	2.2	2.2	2.3	2.2	2.1	2.2	2.4	2.2
Inflation sous jacente										
Ostrum	3.1	2.8	2.8	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4	2.8	2.5

Source: Bloomberg, Ostrum AM

La croissance devrait rester très modérée en 2025. L'incertitude politique et géopolitique et la hausse des tarifs douaniers US devraient contrebalancer en partie les gains de pouvoir d'achat et les baisses de taux de la BCE. Les risques sont orientés à la baisse. Les investissements dans la défense et le plan d'infrastructures allemand devraient avoir un impact qu'à partir de 2026.

- Demande interne : La consommation devrait un peu se raffermir en raison des gains de pouvoir d'achat. L'incertitude politique devrait peser sur l'investissement des entreprises alors que l'investissement résidentiel devrait se reprendre quelque peu, soutenu par des conditions de financement plus attractives.

- **Marché du travail** : Dans un contexte d'incertitude plus forte, les chefs d'entreprises devraient être plus prudents en matière d'embauche.
- **Commerce extérieur** : Les exportations seront impactées par le relèvement des tarifs douaniers américains.
- **Politique budgétaire** : Les Etats vont augmenter leurs dépenses dans la défense à la suite du revirement spectaculaire des Etats-Unis. La CE a proposé notamment un plan de 800 Mds d'euros reposant essentiellement sur l'activation de la clause de sauvegarde nationale du Pacte de Stabilité et de Croissance pour les dépenses militaires. L'Allemagne a pour sa part annoncé une réforme du frein à la dette pour les dépenses militaires et un plan d'infrastructure de 500 Mds d'euros qui reste à voter.
- **Inflation** : L'inflation devrait se modérer pour rester encore supérieure à la cible de 2% de la BCE.

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	0.9	1.0	1.0	5.0	4.7
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	0.4	0.4	0.5	0.9	0.5	0.5

Source: Bloomberg, Ostrum AM

Xi Jinping a pris le virage du secteur privé en réponse aux défis internes et externes. Cela pourrait constituer un tournant pour la croissance chinoise.

- **Politique économique** : plutôt que de privilégier un plan de relance budgétaire qui aurait eu des effets à court terme sur la croissance chinoise, Xi Jinping a préféré encourager le secteur privé innovant et autonome pour assurer un succès économique à long terme. Le président chinois vise le secteur des technologies de pointe pour augmenter la productivité du pays et répondre également au défi démographique. Face aux pressions externes, les réformes devraient également accélérer notamment sur la distribution des revenus.
- **La réunion du Congrès national du peuple, le 5 mars, a fixé la cible de croissance « autour de 5% ».** L'abaissement de la cible d'inflation de 3% à 2% envoie un signal positif sur la prise en compte du risque de déflation par les autorités chinoises. Les autorités ont mis l'accent sur un renforcement de la consommation notamment avec des politiques sociales envers les plus vulnérables (travailleurs migrants).
- **Demande** : le secteur privé représente 60 % du PIB et 80 % des emplois du pays. Un rebond de la confiance du secteur privé avec contagion au consommateur chinois constituent un risque haussier à notre scénario. Le secteur de l'immobilier montre des signes de plus en plus tangibles de stabilisation. Cependant, cela ne suffit pas à redonner confiance au consommateur chinois.
- **Politique monétaire** : La PBOC devrait rester accommodante pour soutenir les secteurs innovants, stabiliser le secteur immobilier et assurer la liquidité sur les marchés domestiques.

POLITIQUE MONETAIRE

Les banques centrales deviennent plus prudentes

1- la Fed n'est pas pressée de baisser à nouveau ses taux

Après avoir baissé ses taux de 100 pb au total lors des trois précédentes réunions, la Fed a laissé ses taux inchangés en janvier. Une croissance forte, un marché de l'emploi solide et une inflation encore « un peu élevée » en ont été pour partie à l'origine. A cela s'est ajoutée la hausse de l'incertitude liée aux mesures annoncées et à venir de Donald Trump. Lors d'un discours prononcé le 7 mars, Jerome Powell a réitéré que la Fed ne devait pas se précipiter pour baisser ses taux et qu'elle était bien positionnée pour attendre et mesurer l'impact, tant sur la croissance que sur l'inflation, des mesures prises par la Maison Blanche. Les Minutes de la Fed ont révélé en outre que celle-ci pourrait ralentir le rythme de contraction de son bilan, voire le suspendre, tant que la question du plafond de la dette ne sera pas résolue. Nous anticipons 3 baisses de taux de la Fed de 25 pb en juin, septembre et décembre.

Dates FOMC	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	4.50		4.33	
19-mars-25	4.50	0	4.33	18
7-mai-25	4.50	0	4.23	18
18-juin-25	4.25	-25	4.06	2
30-juil.-25	4.25	0	3.95	19
17-sept.-25	4.00	-25	3.79	5
29-oct.-25	4.00	0	3.69	21
10-déc.-25	3.75	-25	3.60	6

Source: Bloomberg, Ostrum AM

2- Vers une pause en avril ?

La BCE a procédé à sa sixième baisse de taux directeurs de 25 pb, le 6 mars, pour ramener le taux de dépôt à 2,50 %. Un changement a été apporté au communiqué accompagnant cette décision. La politique monétaire n'est plus jugée « restrictive » mais elle « devient significativement moins restrictive ». Le taux de dépôt de la BCE se rapproche du taux « neutre » ce qui amène certains gouverneurs à devenir plus prudents avant de poursuivre les baisses de taux. La réunion du mois d'avril promet d'être agitée. Les prévisions de croissance de la BCE ont été revues en baisse en 2025 et 2026 et l'inflation a été revue en hausse en 2025 (2,3% contre 2,1%). Le retour vers la cible de 2% est seulement reporté à début 2026. Nous anticipons encore deux baisses de taux de la part de la BCE pour porter le taux de dépôt à 2 % au mois de juin. Celle-ci poursuivra la réduction de la taille de son bilan.

Dates BCE	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	2.50		2.41	9
17-avr.-25	2.25	-25	2.29	-4
5-juin-25	2.00	-25	2.11	-11
24-juil.-25	2.00	0	2.06	-6
11-sept.-25	2.00	0	1.99	1
30-oct.-25	2.00	0	1.97	3
18-déc.-25	2.00	0	1.93	7

Source: Bloomberg, Ostrum AM

NOS ATTENTES DE MARCHÉ

Prévisions Ostrum AM	13-mars-25	T2 25	T4 25
Fed funds	4.5 %	4.25	3.75
Etats-Unis T-note 10 ans	4.27 %	4.15	4.30
Etats-Unis T-note 2 ans	3.95 %	3.75	3.60
Courbe 2 - 10 ans (pb)	32 pb	40	70
BCE Taux de dépôt	2.5 %	2.00	2.00
Allemagne Bund 10 ans	2.86 %	2.60	2.60
Allemagne Schatz 2 ans	2.18 %	2.00	2.00
Courbe 2 - 10 ans (pb)	67 pb	60	60
France OAT 10 ans	70 pb	75	80
Italie BTP 10 ans	115 pb	105	100
Inflation Zone euro 10 ans (swap)	207 pb	200	200

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Taux américains : Après une période de statu quo, la Fed devrait reprendre l'assouplissement en juin, maintenant les taux longs autour de 4,15 %.
- Taux européens : la BCE devrait ramener son taux à 2 %. Le Bund à 10 ans intègre désormais la politique budgétaire plus ambitieuse en Allemagne.
- Spreads souverains : les spreads souverains se sont détendus. Le risque politique a diminué en France, le spread de l'OAT devrait avoisiner 80 pb en fin d'année. Le BTP italien devrait bénéficier de la consolidation budgétaire rapide.
- Inflation zone euro : l'ancrage des anticipations à long terme semble assuré. Une remontée modérée des points morts est néanmoins probable.

Prévisions Ostrum AM	13-mars-25	T2 25	T4 25
Euro Swap Spread 10 ans	-11.9 pb	-20	-10
Euro Investment Grade (spread contre Bund)	87 pb	75	95
Euro High Yield (spread contre Bund)	311 pb	350	375
Euro High Yield BB (spread contre Bund)	187 pb	220	230
Euro-dollar	1.086 \$	1.12	1.10
Euro Stoxx	551	528	550
Dettes souveraines émergentes (spread contre Treasuries)	330 pb	325	350

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- Crédit euro : les spreads de crédit IG sont un peu plus serrés que leur valeur d'équilibre.
- High yield euro : les valorisations sur le high yield devraient se normaliser au cours de l'année. Le taux de défaut reste faible.
- Taux de change : Le sentiment s'améliore envers la zone euro. La monnaie unique se rapproche d'1,10\$.
- Actions européennes : Après un très bon début d'année, les actions devraient peu progresser. Les multiples devraient se maintenir au-delà de 14x.
- Dette émergente : les spreads émergents sont chers mais bénéficieront de l'allègement monétaire de la Fed.

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 14/03/2025.

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