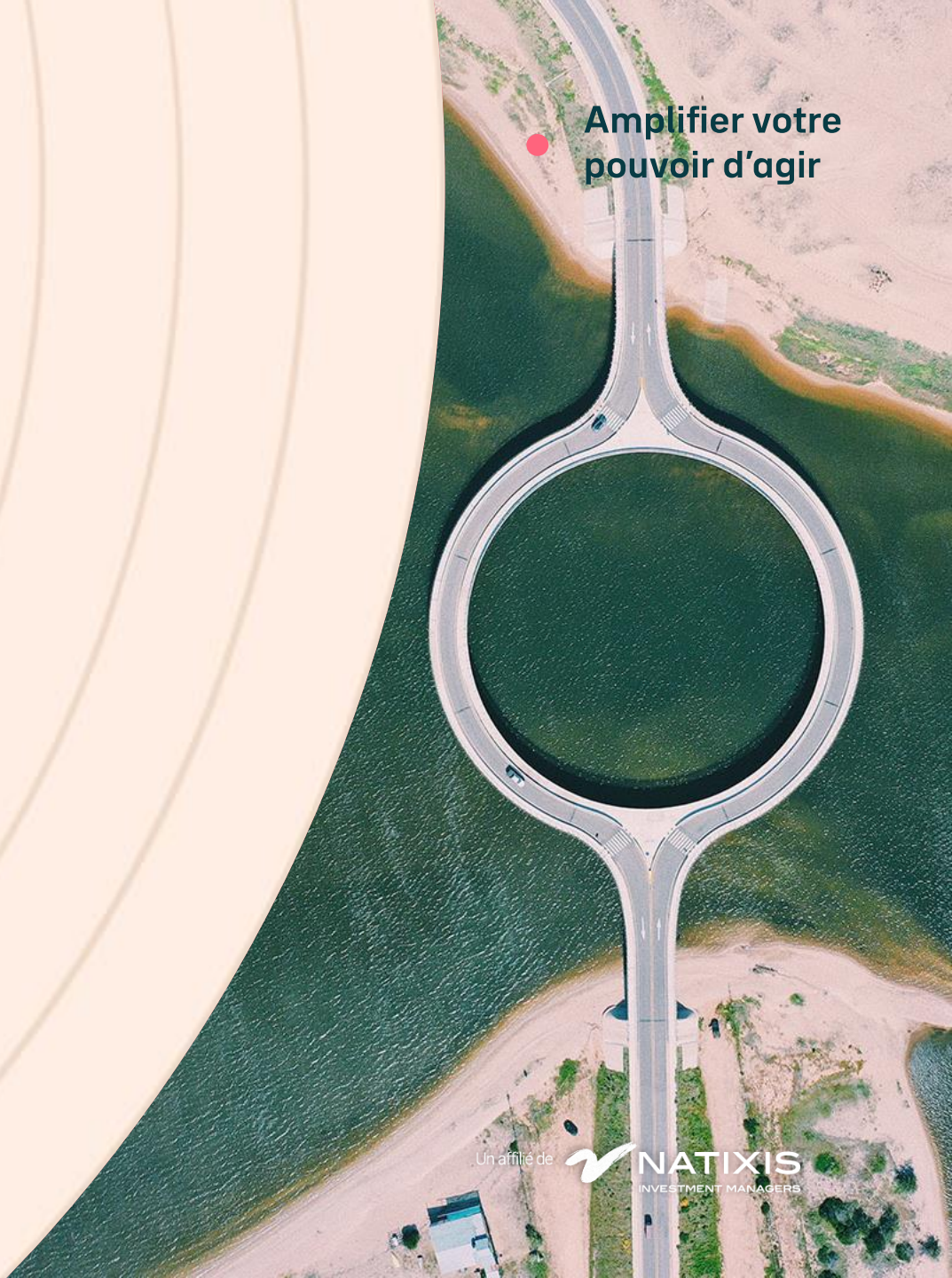
Ostrum
ASSET MANAGEMENT

Amplifier votre pouvoir d'agir

MyStratWeekly

27 mai 2025



Un affilié de NATIXIS INVESTMENT MANAGERS

Document destiné exclusivement aux clients professionnels

Sommaire

- **Revue de la semaine** – Tensions renouvelées sur les taux longs mondiaux
- Thème – *Big Beautiful Bill*, un budget BBB et la perte du AAA

REVUE DE LA SEMAINE

Document destiné exclusivement aux clients professionnels

MARCHÉS FINANCIERS : RETOUR DE LA THÉMATIQUE BUDGÉTAIRE

Principaux mouvements de la semaine

Stabilisation des taux en fin de semaine

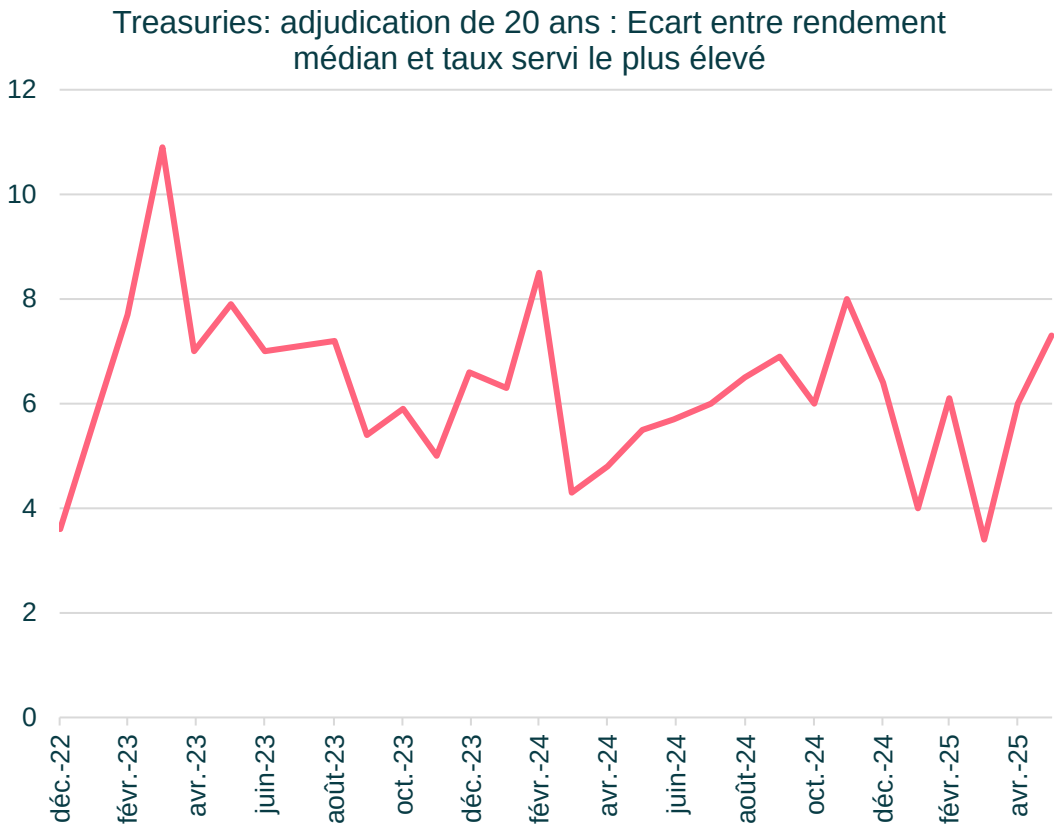
La tendance « Sell America » reste présente. Les spreads ignorent la hausse des taux sans risque.

	19-mai-25	27-mai-25	Var. (pb ou %)
T-note 10 ans	4.45	4.45	0
Courbe américaine 2-10 ans	47	47	0
Bund 10 ans	2.59	2.53	-6
Courbe Allemande 2-10 ans	74	75	1
Italie Spread 10 ans	101	100	-1
France Spread 10 ans	67	68	1
Gilt 10 ans	4.66	4.68	2
JGB 10 ans	1.49	1.47	-2
TIPS point mort à 10 ans	2.36	2.35	-1
Bund indexé point mort à 10 ans	1.78	1.73	-5
Euro IG	102	104	2
Euro High yield	341	346	5
iTraxx IG	57	61	4
iTraxx XO	300	315	15
JPM EMBI Global Div. Spread	331	332	1
S&P 500	5 964	5 803	-2.7%
Nasdaq 100	21 447	20 916	-2.5%
Euro Stoxx 50	5 427	5 395	-0.6%
VIX	18.14	20.57	13.4%
Indice DXY	100.43	99.07	-1.4%
USD/JPY	144.99	143.44	-1.1%
EUR/USD	1.124	1.137	1.2%

Source: Bloomberg, Ostrum AM

L'adjudication de 20 ans s'est mal passée

Le 20 ans n'est pas le point de courbe le plus demandé mais la faiblesse de la demande pour un montant émis limité à 16 Mds $ est significative.



Source: Bloomberg, Ostrum AM

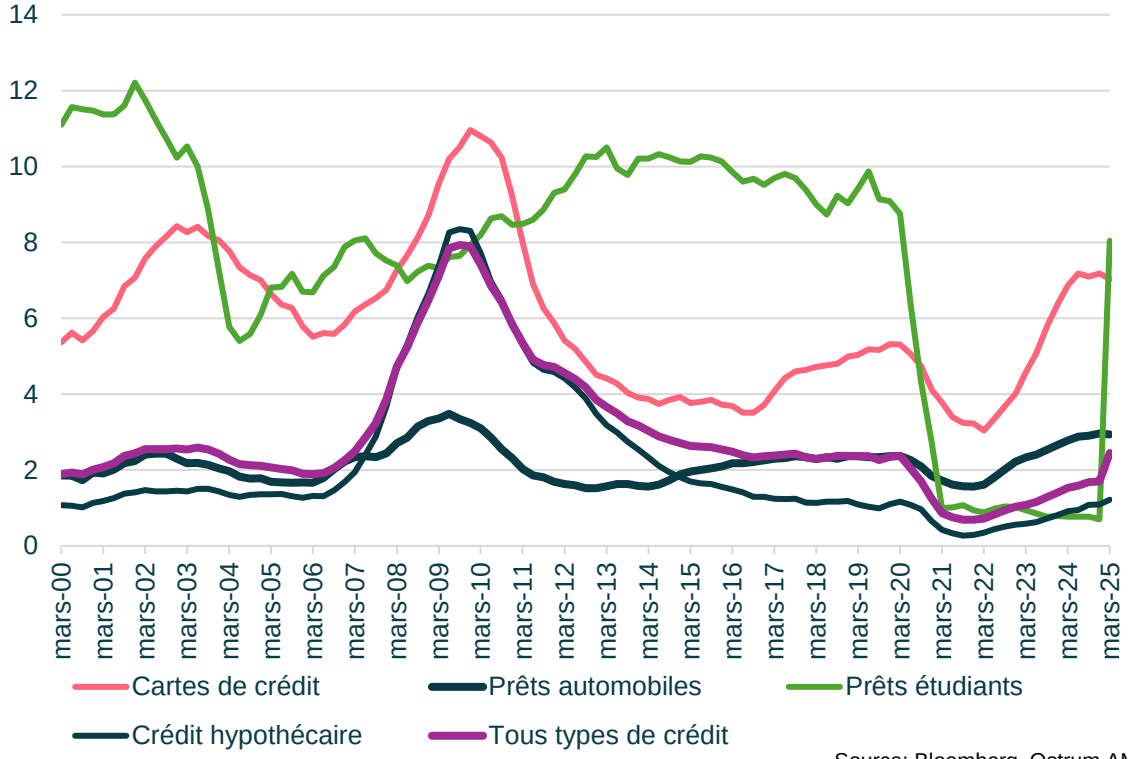
ETATS-UNIS : LA QUALITÉ DE CRÉDIT SE DÉGRADE

Les ménages sont sous pression

Les retards de paiements s'allongent

La transition vers une durée plus longue de retards de paiement s'accélère. La fin des moratoires sur la dette étudiante se fait sentir.

Etats-Unis : Transition vers des retards de paiements >90 jours

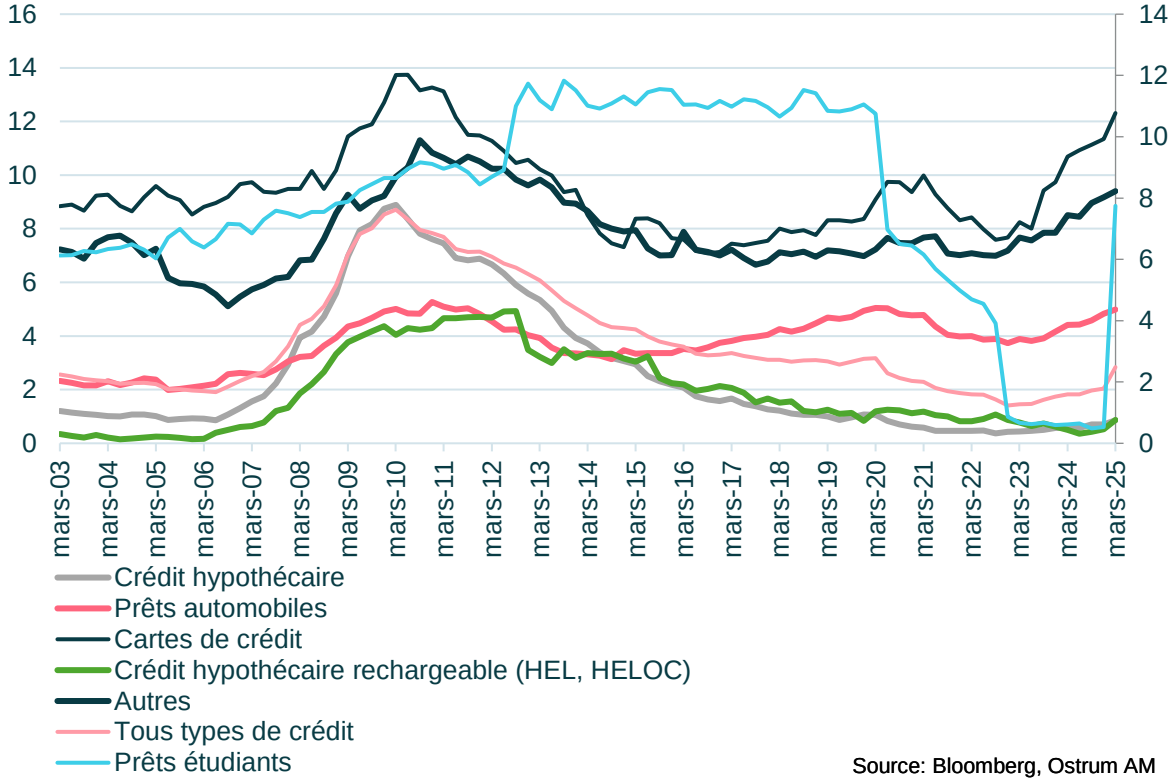


Source: Bloomberg, Ostrum AM

Les retards de paiement augmentent

Les prêts hypothécaires échappent néanmoins à la hausse des retards de paiements. Les retards sur les cartes de crédit sont similaires à la crise financière.

Etats-Unis : Retards de paiements >90 jours



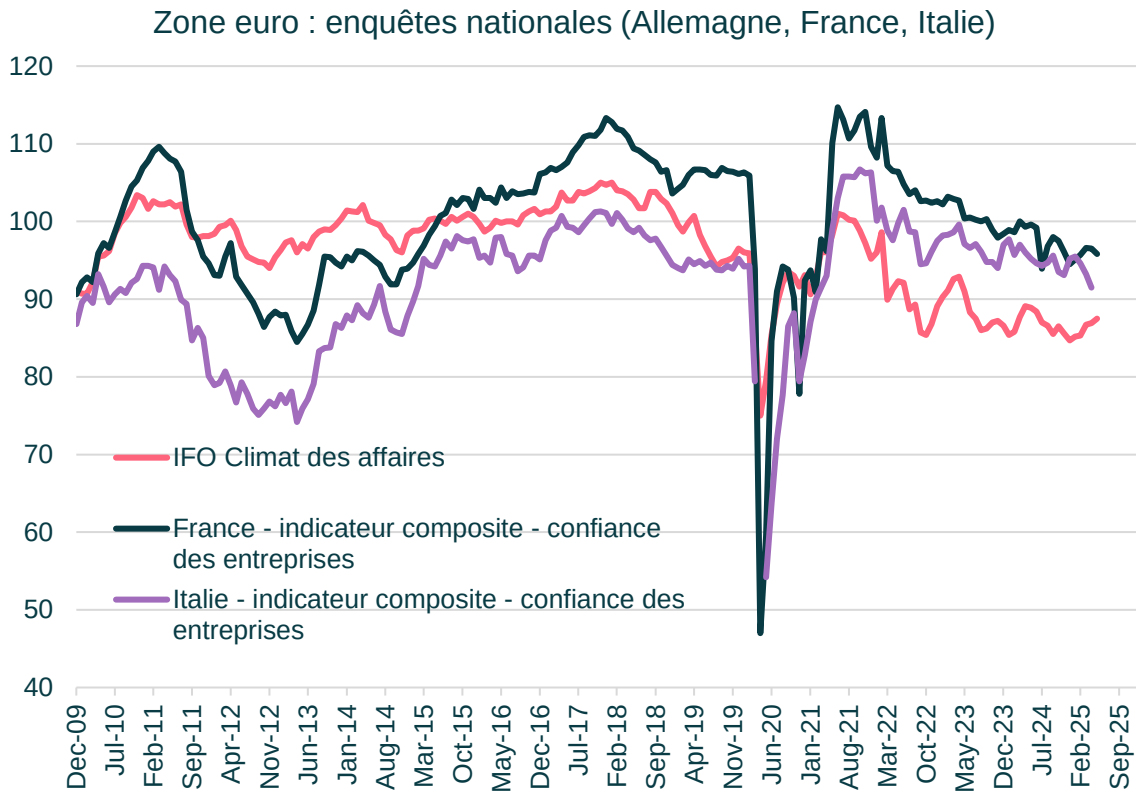
Source: Bloomberg, Ostrum AM

ZONE EURO : LA CROISSANCE ALLEMANDE SURPREND À LA HAUSSE

Le 2ème trimestre s'annonce plus difficile

Les indicateurs conjoncturels mitigés au T2

L'enquête de l'INSEE et l'IFO sont médiocres en mai. L'incertitude tarifaire pèse sur le moral des chefs d'entreprise.



Source: Bloomberg, Ostrum AM

Surprise positive sur la croissance allemande au T1

Le PIB allemand ressort en hausse de 0,4% avec une contribution significative de la consommation et de l'investissement. Les exportations profitent temporairement des importations américaines.

Croissance du PIB - Sources nationales	%T	%A	Date
Autriche	0.2	-0.5	4T 2024
Belgique	0.4	1.1	1T 2025
Finlande	-	1.2	31/03/2025
France	0.1	0.8	1T 2025
Allemagne	0.4	0.0	1T 2025
Grèce	0.9	2.6	4T 2024
Irlande	3.2	13.3	1T 2025
Italie	0.3	0.6	1T 2025
Pays-Bas	0.3	2.0	4T 2024
Portugal	-0.5	1.6	1T 2025
Slovaquie	-	0.9	1T 2025
Slovenie	-	-0.7	1T 2025
Espagne	0.6	2.8	1T 2025
Zone euro	0.3	1.2	1T 2025

Source: Bloomberg, Ostrum AM

THÈME D'ACTUALITÉ

Document destiné exclusivement aux clients professionnels

THÈME : UN BUDGET BBB ET LA PERTE DU AAA

One Big Beautiful Bill

Les principales mesures budgétaires

- **Ways & Means - TCJA:** principalement la prolongation des baisses d'impôts de 2017. Coût astronomique sur 10 ans : 4500 Mds $.
- **Energie & Commerce :** Cette catégorie inclut les coupes sombres dans le programme Medicaid d'assurance maladie pour les plus pauvres (-880 Mds $).
- **Agriculture :** la baisse concerne surtout le programme SNAP d'aide alimentaire.
- **Education :** arrêt de la restructuration des prêts étudiants.

One Big Beautiful Bill

	Comité de la Chambre des Représentants	Procédure de Reconciliation 2025-2034	Impact sur le déficit estimé par le CBO 2025-2034
Mesures augmentant le déficit	"Ways & Means" incluant le TCJA	$4 500	$4 500
	Justice	$110	$110
	Armée	$100	$144
	Sécurité nationale	$90	$67
Mesures réduisant le déficit	Energie & Commerce	-$880	-$880
	Education & Travail	-$330	-$330
	Agriculture	-$230	-$230
	Supervision & réforme du gouvernement	-$50	-$51
	Transport & Infrastructure	-$10	-$37
	Services financiers	-$1	-$5
	Ressources naturelles	-$1	-$1
Impact net (augmentation +)		$3 298	$3 287

Source: CBO

THÈME : UN BUDGET BBB ET LA PERTE DU AAA

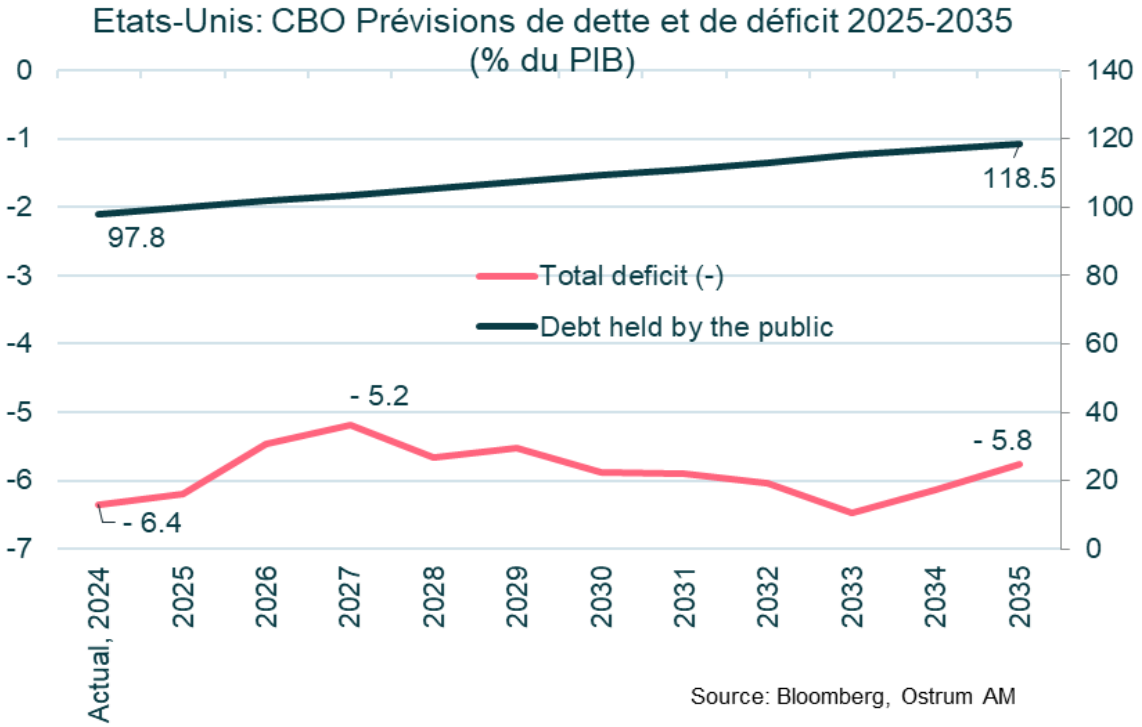
One Big Beautiful Bill

Moody's abaisse la note des Etats-Unis

- **Dégradation de la note de crédit :** Le 16 mai 2025, Moody's a abaissé la note de crédit des États-Unis de Aaa à Aa1, rejoignant S&P et Fitch qui avaient déjà réduit leurs notations à AA+ en 2011 et 2023.
- **Motifs de la dégradation :** Cette décision est motivée principalement par le renouvellement anticipé du Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) de 2017, insuffisamment compensé par des réductions de dépenses.
- **Soutien à la notation souveraine :** Malgré la dégradation, la taille de l'économie américaine et le statut du dollar comme monnaie de réserve continuent de soutenir la notation souveraine, tout comme l'indépendance de la Réserve fédérale.
- **Menaces pour l'avenir :** Les commentaires de Moody's insinuent que de nouvelles attaques contre les institutions américaines pourraient entraîner des dégradations supplémentaires de la note souveraine.

La situation financière est déjà précaire *avant* le budget de Trump

Le déficit projeté par le CBO avoisine 6 % du PIB jusqu'en 2035. La dette publique

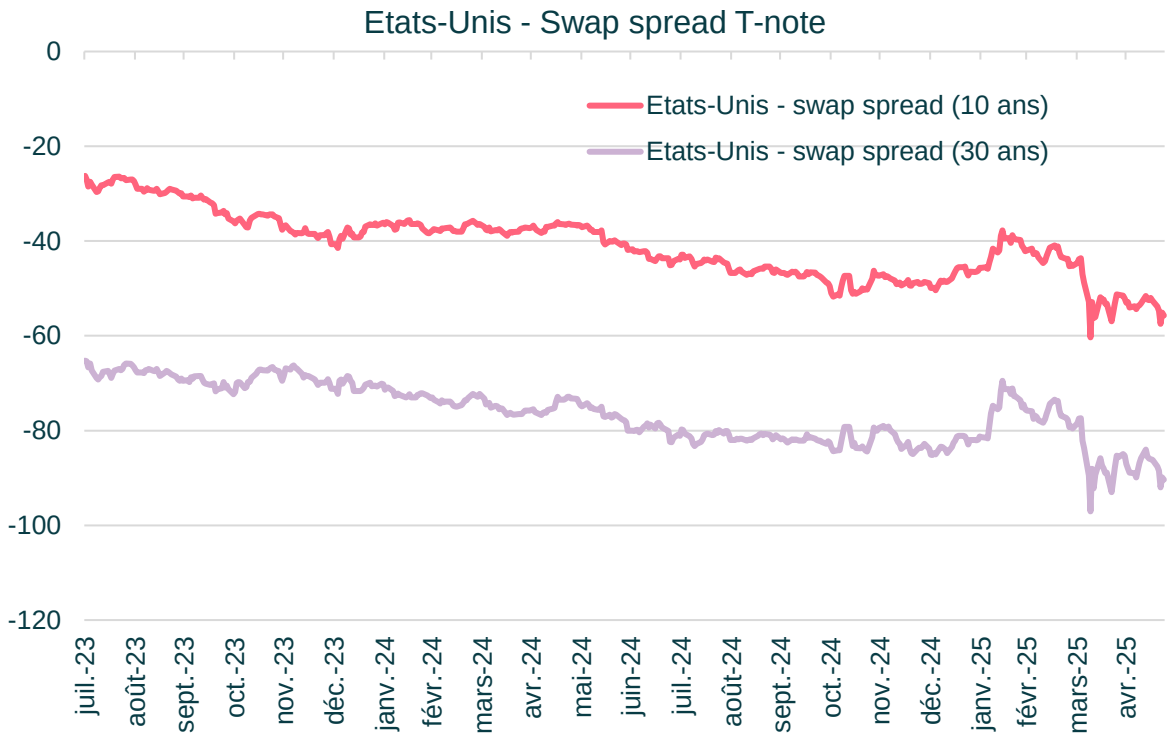


THÈME : UN BUDGET BBB ET LA PERTE DU AAA

One Big Beautiful Bill

La prime de crédit réduit le swap spread

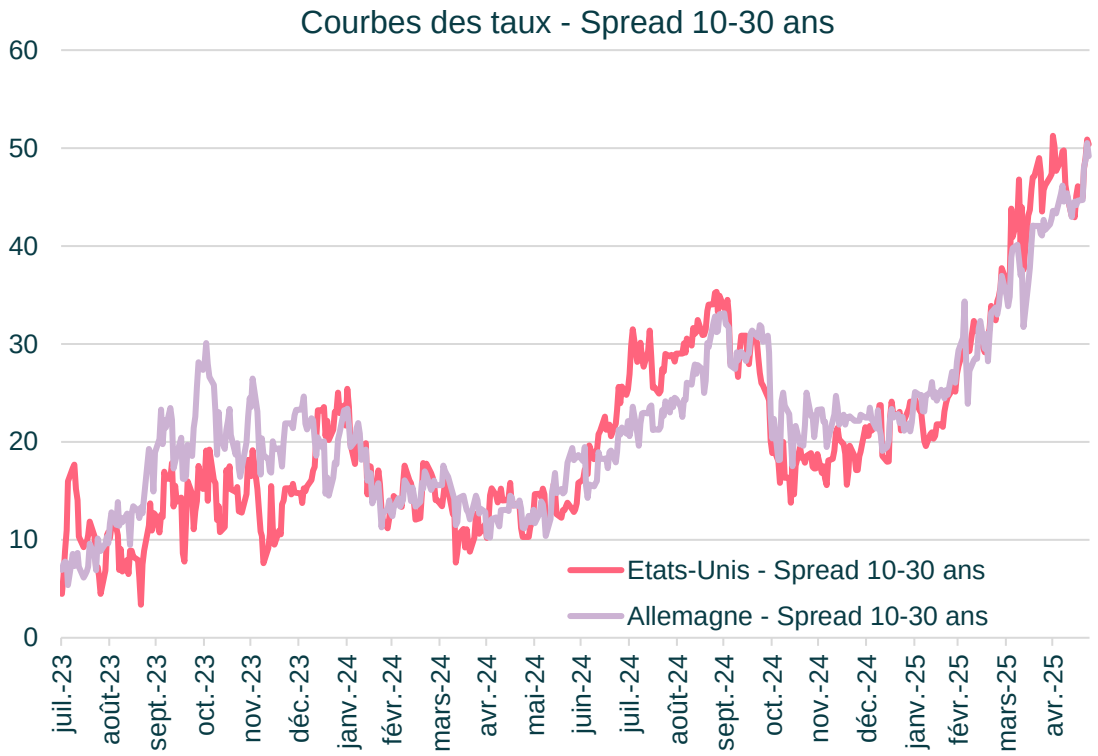
Le T-bond à 30 ans offre une prime de 90pb contre OIS.



Source: Bloomberg, Ostrum AM

La pente et les taux réels à long terme sont prohibitifs

La dérive budgétaire risque de contraindre le Trésor sur la taille des émissions longues. Le marché américain entraine le Bund et d'autres marchés (Japon, Royaume-Uni)



Source: Bloomberg, Ostrum AM

LE GRAPHIQUE DE LA SEMAINE

Ostrum

MyStratWeekly
Analyse et stratégie hebdo des marchés

N° 207 / 26 mai 2025

Document destiné exclusivement aux investisseurs professionnels

Axel Botte
Directeur Stratégie Marchés
axel.botte@ostrum.com

Zouhoure Bousbih
Stratégiste pays émergents
zouhoure.bousbih@ostrum.com

Aline Goupil-Raguénès
Stratégiste pays développés
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

Le thème de la semaine : Un budget BBB après la perte du AAA

par Axel Botte

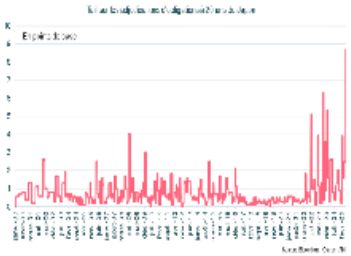
- La dégradation de la dette américaine par Moody's à Aa1 devrait recentrer l'attention du marché sur les négociations en cours concernant le déficit, le "One Big Beautiful Bill" aggravant les risques budgétaires et créant une incertitude quant à la demande étrangère pour les bons du Trésor américain ;
- Les politiques fiscales actuelles devraient ajouter plus de 20 trillions de dollars à la dette nationale au cours de la prochaine décennie, le CBO prévoyant un déficit moyen d'environ 6 % du PIB, totalisant environ 22 trillions de dollars ;
- Le projet de loi fiscal proposé comprend des réductions permanentes des taux d'imposition, l'élimination temporaire des taxes sur les pourboires et les heures supplémentaires, ainsi qu'une augmentation de 4 billions de dollars du plafond de la dette ;
- Malgré la dégradation, la demande étrangère pour les Treasuries ne devrait pas s'effondrer, la liquidité et la sécurité de ces obligations demeurent inégalées sur le marché mondial. Cela étant, la remontée des rendements à long terme partout dans le monde intensifiera la concurrence entre les pays pour attirer l'épargne.

La revue des marchés : Tensions on global long-term rates

par Axel Botte

- Etats-Unis : le budget fait s'envoler les taux longs, entrainant une hausse mondiale des rendements ;
- Donald Trump ravive la guerre tarifaire menaçant l'Europe d'une taxe de 50 % dès juin ;
- Calme relatif sur le crédit et les dettes souveraines ;
- Les actions sous pression des tarifs en fin de semaine.

Le graphique de la semaine



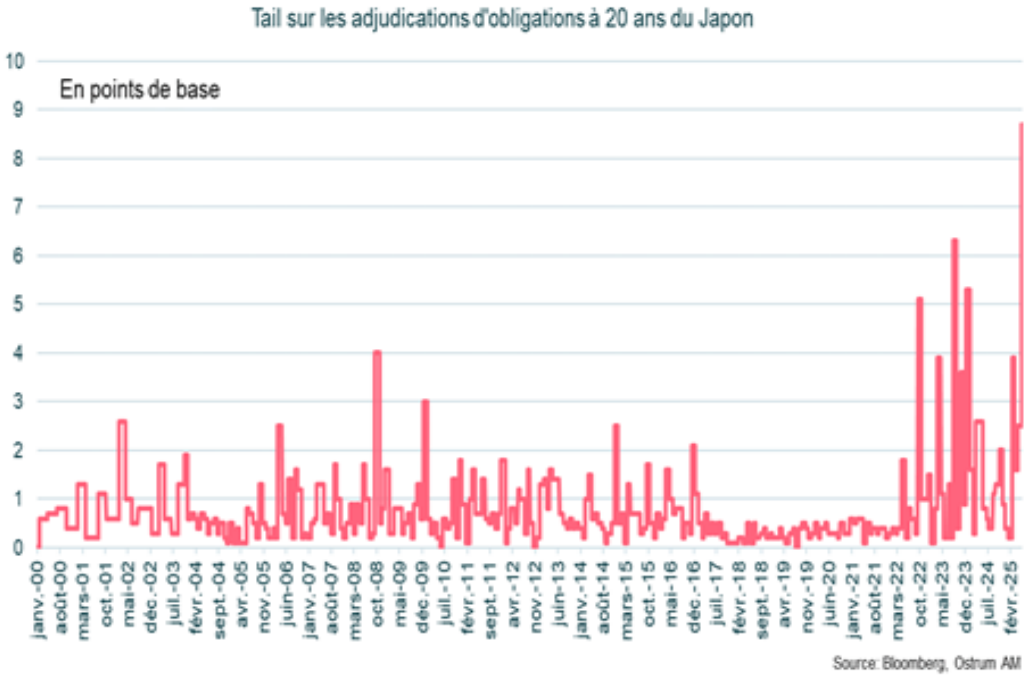
Les rendements sont en hausse à l'échelle mondiale et il devient de plus en plus difficile pour les gouvernements d'attirer l'épargne. Cela est également vrai au Japon, malgré des excédents d'épargne significatifs dans l'économie. La Banque du Japon ne procède plus à des achats nets d'obligations d'État japonaises (JGB) et les pressions inflationnistes domestiques ont augmenté ces dernières années.

Dans ce contexte, les enchères obligataires attirent moins de demande, ce qui se traduit par des queues plus longues lors des transactions sur les obligations à long terme. La queue présentée dans le graphique ci-contre représente l'écart de rendement entre le rendement le plus élevé payé lors de l'enchère et la moyenne. Plus la queue est longue, plus l'enchère est difficile. La queue de la dernière vente d'obligations à 20 ans était remarquablement élevée, dépassant les 8 points de base.

Le chiffre de la semaine

0,4%

La croissance allemande surprend favorablement au 1er trimestre (+0,4 %) grâce au rebond de la consommation des ménages et à la bonne tenue de l'investissement.
Source : Bloomberg.



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 d'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 notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part d'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 ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier. Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie.

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.

Ostrum
ASSET MANAGEMENT

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

Ostrum
ASSET MANAGEMENT

NATIXIS
INVESTMENT MANAGERS