

MyStratWeekly

3 juin 2025

Amplifier votre
pouvoir d'agir

Sommaire

- Revue de la semaine – Trump fait encore du bruit malgré les juges
- Thème – Scénario Etats-Unis, zone euro et Chine

The background of the slide features a series of concentric circles in a light pink color, centered on a darker pink background. The circles create a ripple effect, expanding outwards from the center.

● REVUE DE LA SEMAINE

#MYSTRATWEEKLY

Document destiné exclusivement aux clients professionnels

MARCHÉS FINANCIERS: TACO – TRUMP ALWAYS CHICKENS OUT?

4

Principaux mouvements de la semaine

Trump retoqué mais pas résigné

Une cour fédérale considère que le POTUS n'a pas autorité pour lever des impôts comme les taxes douanières et suspend les tarifs. La Maison Blanche a fait appel.

Cette nouvelle a fait remonter les actifs risqués jusqu'à l'annonce de nouveaux tarifs de 50 % sur l'acier et l'aluminium.

	23-mai-25	3-juin-25	Var. (pb ou %)
T-note 10 ans	4.51	4.47	-4
Courbe américaine 2-10 ans	52	52	1
Bund 10 ans	2.57	2.52	-4
Courbe Allemande 2-10 ans	80	73	-7
Italie Spread 10 ans	102	98	-4
France Spread 10 ans	69	66	-3
Gilt 10 ans	4.68	4.67	-1
JGB 10 ans	1.54	1.51	-3

TIPS point mort à 10 ans	2.35	2.35	0
Bund indexé point mort à 10 ans	1.74	1.69	-5

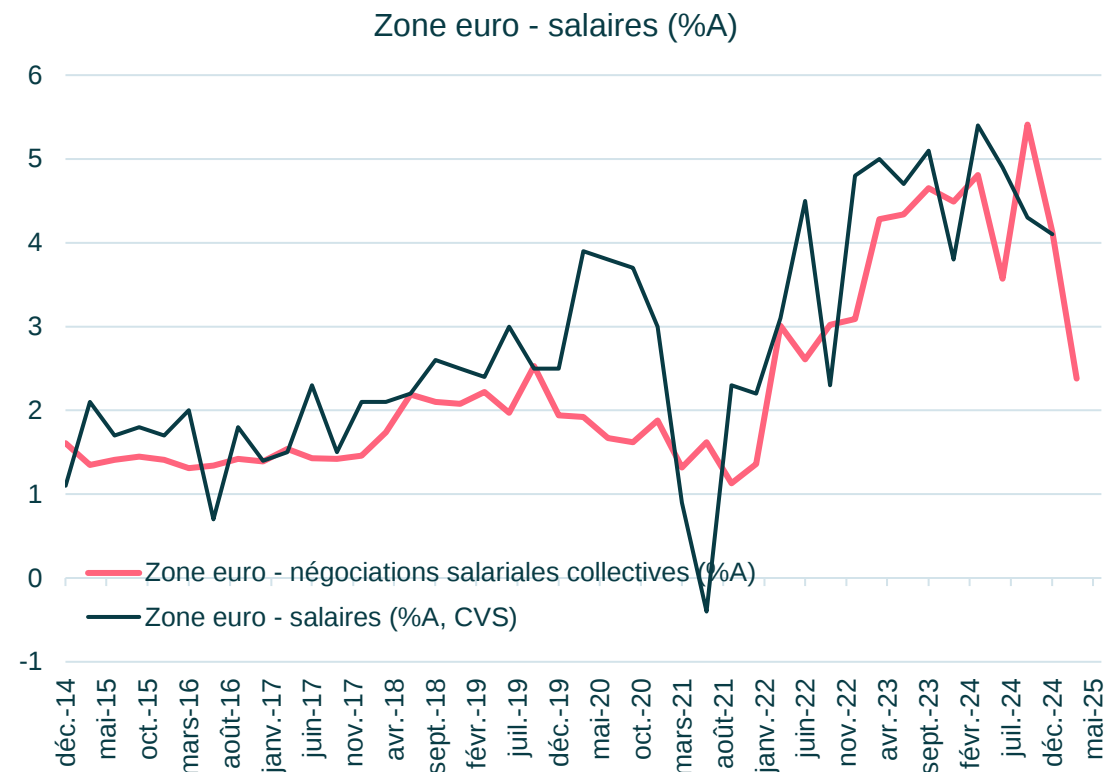
Euro IG	104	100	-4
Euro High yield	350	335	-15
iTraxx IG	61	58	-3
iTraxx XO	315	300	-15
JPM EMBI Global Div. Spread	332	335	3

S&P 500	5 803	5 907	1.8%
Nasdaq 100	20 916	21 414	2.4%
Euro Stoxx 50	5 326	5 356	0.5%
VIX	22.29	18.97	-14.9%
Indice DXY	99.11	98.83	-0.3%
USD/JPY	142.56	142.98	0.3%
EUR/USD	1.136	1.142	0.5%

Source: Bloomberg, Ostrum AM

Les salaires négociés en zone euro

La hausse des salaires se modère



Source: Bloomberg, Ostrum AM

#MYSTRATWEEKLY

Document destiné exclusivement aux clients professionnels

ZONE EURO : BCE

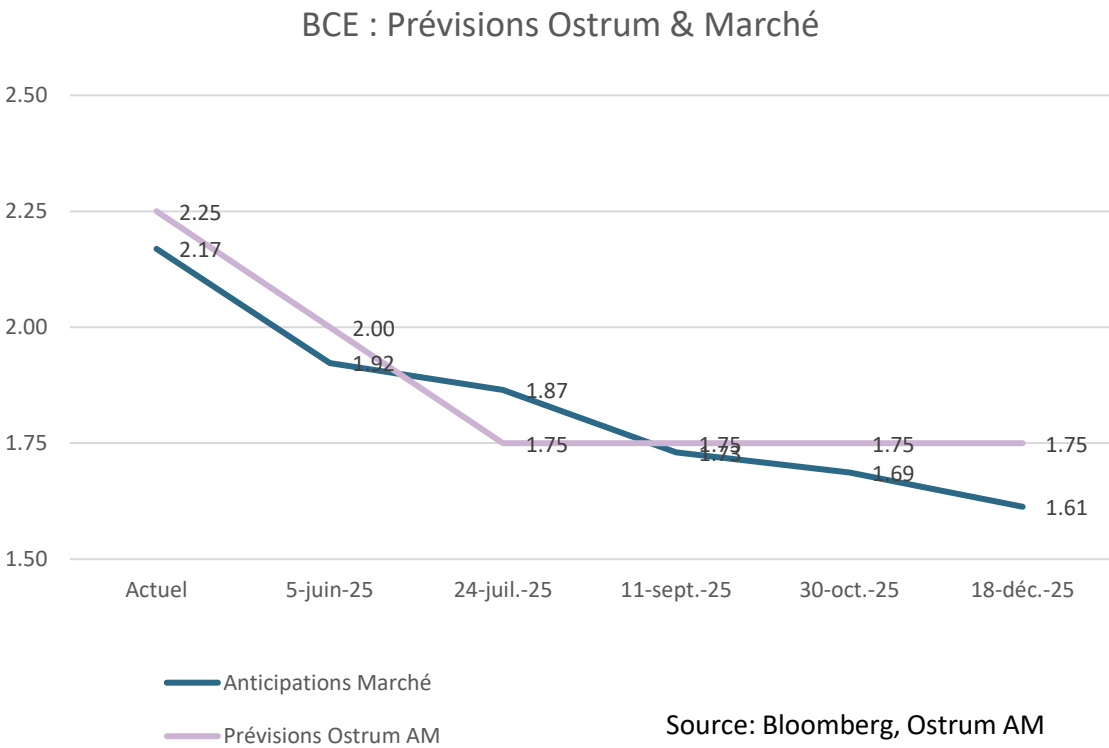
La dernière baisse « facile »?

La BCE va réduire ses taux à 2 % cette semaine

La BCE projette une décélération des prix malgré les effets de bord de la politique tarifaire. Les salaires ralentissent avec la stabilisation du taux de chômage.

Les salaires devraient ralentir les prix des services

Nous anticipons 2 baisses en juin et juillet. La BCE pourrait aller jusqu'à 1,5 % (Fed, salaires).



Dates BCE	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	2.25		2.17	8
5-juin-25	2.00	-25	1.92	8
24-juil.-25	1.75	-25	1.86	-11
11-sept.-25	1.75	0	1.74	1
30-oct.-25	1.75	0	1.70	5
18-déc.-25	1.75	0	1.63	12

Source: Bloomberg, Ostrum AM

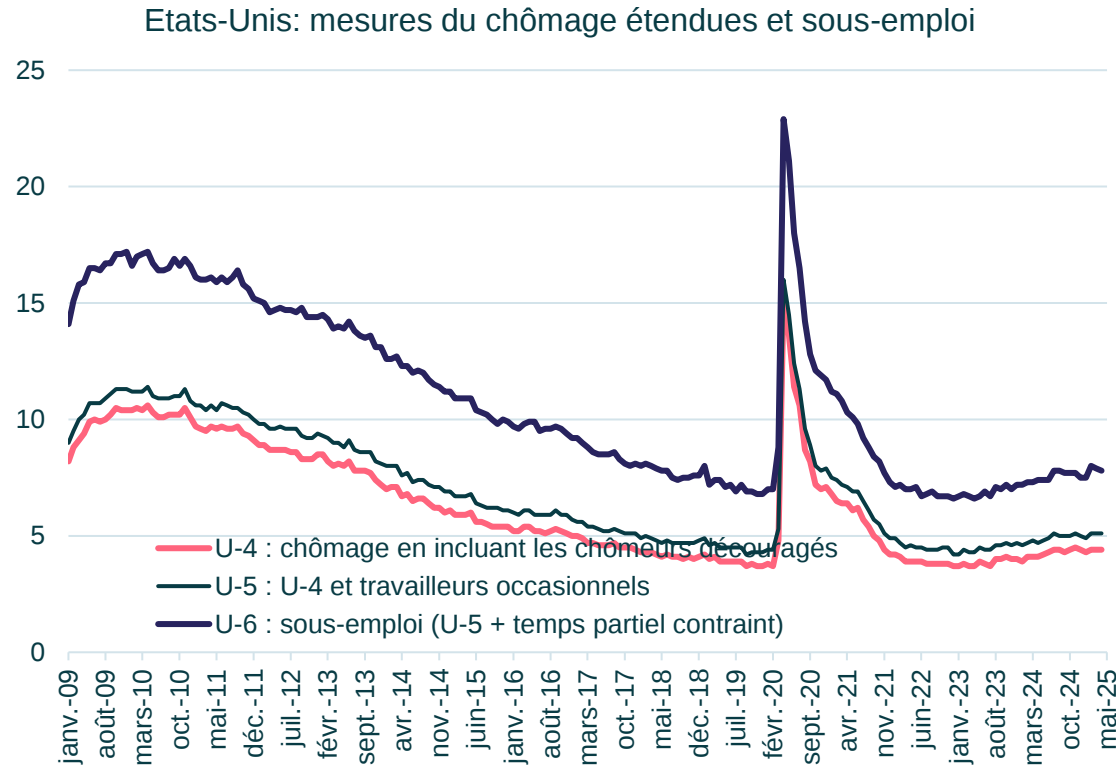
ETATS-UNIS : MARCHÉ DU TRAVAIL

6

Le chômage reste faible (4,2 %) mais les travailleurs doivent souvent occuper plusieurs emplois

Le chômage reste faible

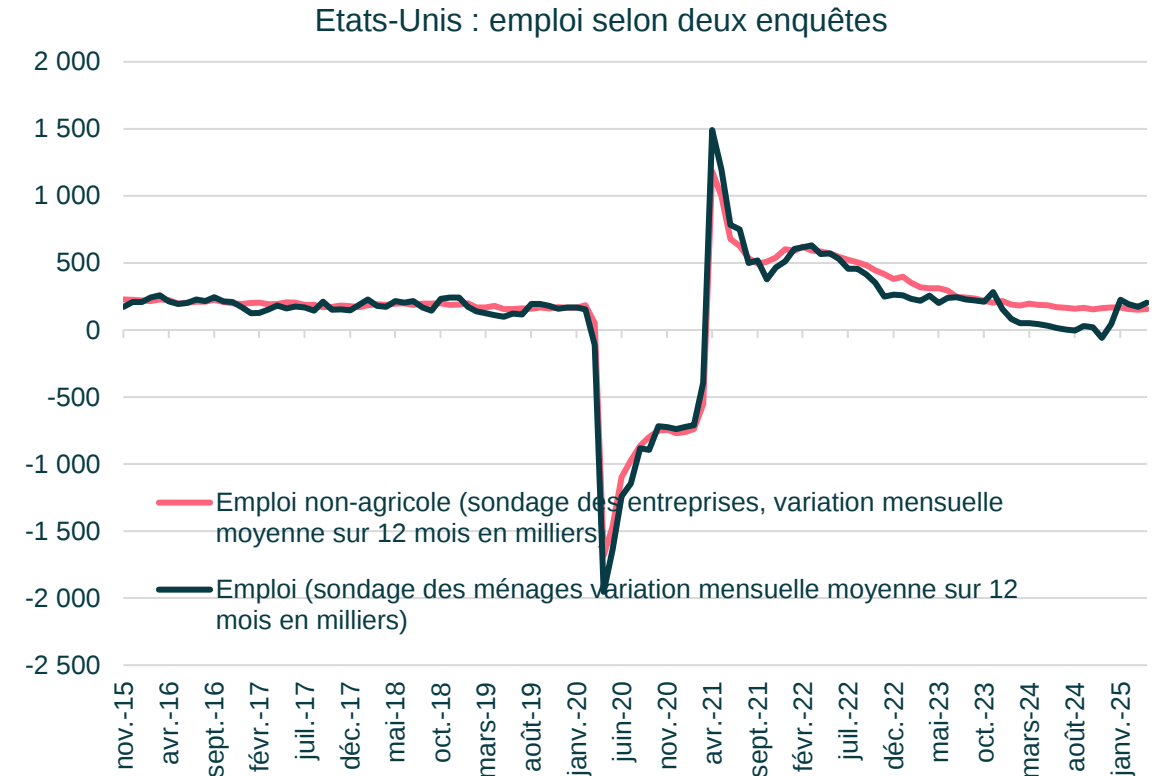
Les conditions sur le marché du travail se dégradent lentement. Les postes à pourvoir baissent sans faire disparaître les difficultés de recrutement.



Source: Bloomberg, Ostrum AM

L'emploi selon les ménages est peu dynamique

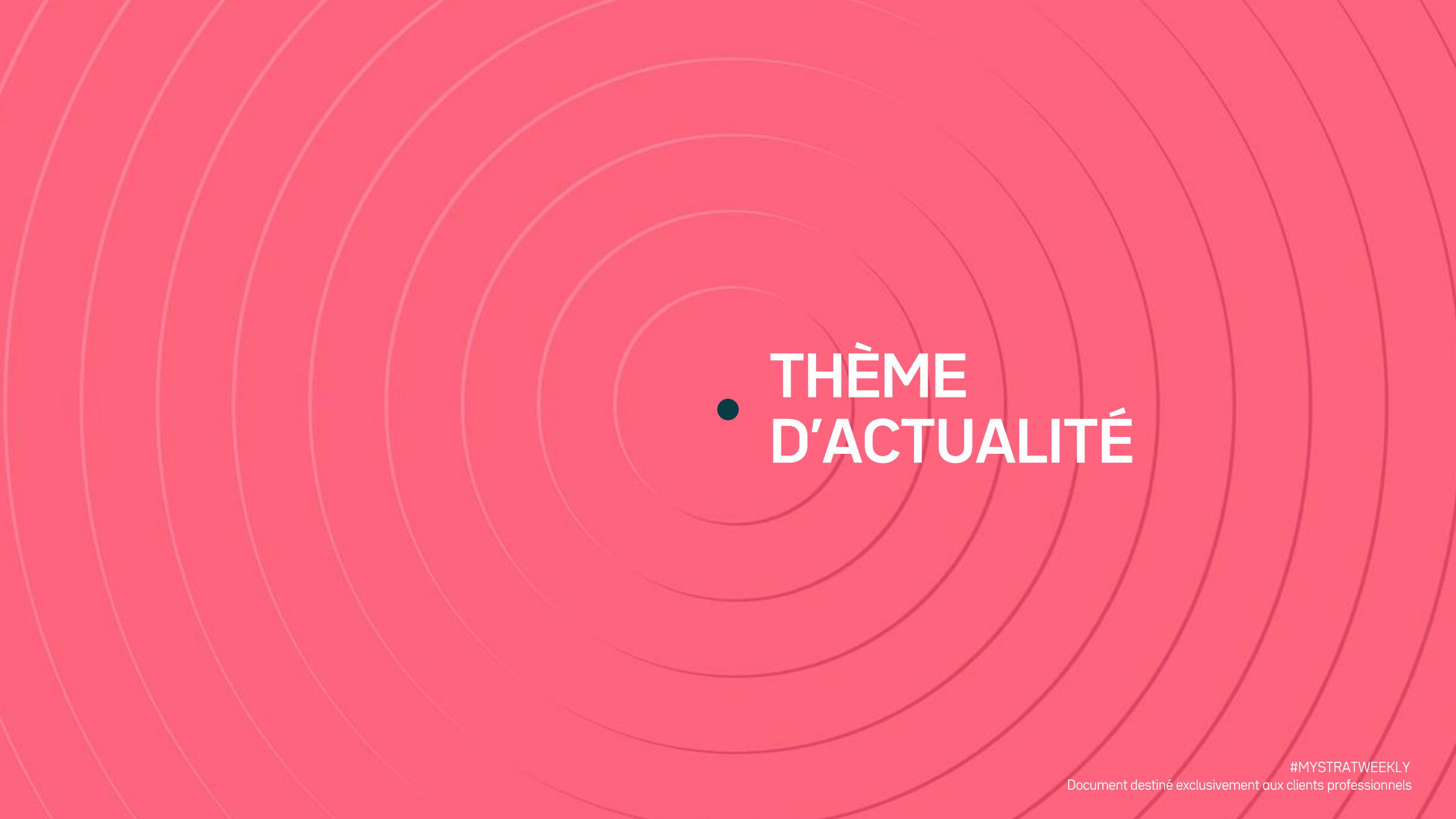
En 2024, le nombre de travailleurs a augmenté de 45k selon l'enquête des ménages ou de 168k selon les entreprises. Le nombre de travailleurs occupant plusieurs emplois explose [Un rattrapage de 2,2 mln a eu lieu en janvier].



Source: Bloomberg, Ostrum AM

#MYSTRATWEEKLY

Document destiné exclusivement aux clients professionnels

The background of the slide features a series of concentric circles in a light pink color, centered on a darker pink background. The circles create a ripple effect, drawing the eye towards the center where the text is located.

● THÈME D'ACTUALITÉ

POINTS MACROÉCONOMIQUES : ÉTATS-UNIS

8

Etats-Unis	2025				2026				2025	2026
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
PIB (gl. trim annualisé)										
Ostrum	-0.3	-0.3	2.0	1.4	2.0	1.4	1.6	1.5	1.2	1.6
Révision trimestrielle		-1.2	0.3	-0.6						
Consensus	-0.3	1.3	0.8	1.3	1.5	1.8	1.9	2.0	1.2	1.5
Révision trimestrielle	-1.8	-0.7	-1.1	-0.7	-0.5	-0.3	-0.1	0.1	-1.1	-0.2
Inflation										
Ostrum	2.7	2.2	2.3	2.6	2.4	2.9	2.9	2.8	2.4	2.7
Révision trimestrielle		-0.7	-1.0	-1.0					-0.9	
Consensus	2.7	2.7	3.2	3.4	3.2	3.0	2.7	2.6	3.0	2.9
Révision trimestrielle	-0.1	0.0	0.3	0.6	0.5	0.4	0.2	#N/A N/A	0.2	0.4
Inflation sous jacente										
Ostrum	2.7	2.2	2.3	2.6	2.4	2.9	2.9	2.8	2.4	2.7

Source: Bloomberg, Ostrum AM

Une année sous le potentiel, dégradation probable du marché du travail

- **Demande** : le choc de confiance et la ponction tarifaire vont peser sur la consommation des ménages et l'investissement des entreprises, après l'anticipation des dépenses au T1. Les importations vont se normaliser au T2 en lien avec le déstockage. La qualité de crédit des ménages est préoccupante.
- **Marché du travail** : l'emploi devrait ralentir. Le taux de chômage devrait monter à 4,5-5% en fin d'année. Les postes à pourvoir continuent de diminuer. Le nombre de personnes occupant plusieurs emplois masque la faiblesse sous-jacente perçue par les ménages.
- **Politique budgétaire** : le budget est examiné par le Sénat désormais. La Chambre s'est accordée sur un plan mettant à mal les finances publiques (+3 à 4 billions de déficit supplémentaire à l'horizon de 10 ans). Les coupes budgétaires sont concentrées sur les transferts aux plus pauvres (Medicaid, SNAP). Les recettes tarifaires sont d'une ampleur limitée (~150 Mds \$ par an).
- **Inflation** : la baisse des prix du pétrole et la diminution de la consommation discrétionnaire devraient limiter l'impact des tarifs dont l'application reste soumise aux différents accords bilatéraux.

POINTS MACROÉCONOMIQUES : ZONE EURO

9

Zone Euro	2025 T1	T2	T3	T4	2026 T1	T2	T3	T4	2025	2026
PIB (gl. trim)										
Ostrum	0.3	0.0	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.9	1.2
Révision trimestrielle		-0.2	-0.2	-0.1					0.1	
Consensus	0.3	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	1.0	1.2
Révision trimestrielle	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.1
Inflation										
Ostrum	2.3	2.1	2.1	2.0	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1	2.1
Révision trimestrielle		-0.2	-0.1	-0.2					-0.2	
Consensus	2.3	2.1	2.1	2.0	1.7	1.8	2.0	2.0	2.1	1.9
Révision trimestrielle	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	0.0	0.2	-0.1	-0.1	-0.0
Inflation sous jacente										
Ostrum	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.4	2.2

Source: Bloomberg, Ostrum AM

La guerre commerciale avec les Etats-Unis pèsera sur la croissance en 2025 avant une reprise en 2026 liée au plan d'infrastructure allemand et aux dépenses militaires.

- **Activité** : Après un 1^{er} trimestre meilleur qu'attendu, en raison de la hausse des exportations par anticipation du relèvement des tarifs douaniers US, la croissance va ralentir en 2025. Elle sera affectée par la baisse du commerce mondial et l'incertitude générée par la guerre commerciale. Les enquêtes auprès des chefs d'entreprises ont commencé à se dégrader. Une reprise débutera en 2026 soutenue par les plans allemands.
- **Demande interne** : L'incertitude pèse sur la confiance des ménages et les perspectives d'activité des chefs d'entreprises, les amenant à adopter un comportement plus prudent. Cela devrait peser sur l'investissement, l'emploi et la consommation, compensant l'impact attendu des gains de pouvoir d'achat et l'assouplissement monétaire de la BCE. Hausse de l'investissement productif anticipé en 2026.
- **Politique budgétaire** : Le fonds d'infrastructures de 500 Mds en Allemagne et la réforme du frein à la dette n'auront un impact sur la croissance allemande et celle de la zone euro qu'à partir de 2026. En 2025, les marges de manœuvre sont limitées.
- **Inflation** : Elle dépendra des mesures de représailles de l'UE à l'encontre des US. Elles sont en suspension jusqu'à la mi-juillet ce qui plaide, à court terme, pour une moindre inflation du fait de la baisse du prix du pétrole, de l'appréciation de l'euro et de la demande plus faible. Risque d'un afflux massif de produits asiatiques très compétitifs. Les salaires continuent de ralentir pour rester supérieurs à l'inflation.
- Risques à la baisse sur la croissance en cas d'escalade des tensions commerciales le 9 juillet.

POINTS MACROÉCONOMIQUES : CHINE

Chine	2025				2026					
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2025	2026
PIB (gl. trim)										
Ostrum	1.2	0.9	1.2	1.0	1.3	1.0	0.9	0.9	5.0	4.4
Révision trimestrielle		0.1	0.5	0.2					0.4	
Consensus	1.2	0.6	0.8	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	4.5	4.0
Révision trimestrielle	0.0	-0.3	-0.2	0.0	0.1	0.0	-0.1	#N/A N/A	-0.1	0.0
Inflation										
Ostrum	-0.1	0.0	0.3	0.3	0.4	0.5	0.9	1.0	0.1	0.7
Révision trimestrielle		-0.2	0.1	-0.4					-0.4	
Consensus	-0.1	0.1	0.2	0.5	0.9	0.8	0.9	1.0	0.2	0.9
Révision trimestrielle	-0.1	0.1	0.2	0.5	0.9	0.8	0.9	1.0		

Source: Bloomberg, Ostrum AM

L'accord de Genève a réduit le risque sur la croissance à court terme. Les autorités chinoises continueront de renforcer leur soutien aux secteurs technologiques et de l'innovation afin de raviver le marché de l'emploi et in fine la confiance du consommateur.

- **Révision de nos prévisions** : la trêve de 90 jours ainsi que l'impact limité des tarifs sur l'activité en avril nous amène à réviser à la hausse notre prévision de croissance pour 2025 à 5 %.
- **Exportations nettes**: reprise des exports vers les Etats-Unis. Cependant, les entreprises américaines semblent attendre la levée intégrale des tarifs. La difficile substitution des produits de haute technologique chinois devrait également conduire à une reconsidération des tarifs américains.
- **Demande** : l'incertitude économique a eu un impact sur le consommateur et sur l'investissement. Le programme de renouvellement des équipements devrait continuer à soutenir l'activité. Le marché de l'immobilier montre des signes de stabilisation qui devrait se renforcer via les mesures de soutien au secteur. La priorité reste l'emploi notamment dans les secteurs technologiques et de l'innovation pour lesquels les politiques devraient être renforcées. Une cible de consommation en pourcentage du PIB devrait être annoncée au prochain plan quinquennal.
- **Politique monétaire** : les récentes baisses de taux d'intérêt de base par les banques commerciales aideront à réduire les coûts du financement social, ainsi que sur les prêts hypothécaires indexés au taux de base à 5 ans de 3,5%. La récente baisse du taux de réserves obligatoires devrait raviver la croissance du crédit qui était faible en avril liée à l'incertitude économique, notamment auprès des ménages et des entreprises. La PBOC devrait continuer de baisser ses taux au cours de la seconde partie de l'année et utiliser des outils pour soutenir les secteurs stratégiques.



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



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



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

• **Le thème de la semaine : Etats-Unis, Zone Euro et Chine : quelles perspectives pour la seconde partie de l'année ?**

par Aline Goupil-Raguénès, Zouhoure Bousbih & Axel Botte

- L'économie américaine subit le choc tarifaire et l'incertitude née de la politique de Donald Trump. La situation des finances publiques est aussi préoccupante ;
- Le marché du travail américain devrait ralentir et nous regardons avec inquiétude la dégradation de la qualité de crédit du consommateur. La croissance des Etats-Unis se situera sous le potentiel en 2025 ;
- En zone euro, la croissance meilleure qu'attendu au 1^{er} trimestre devrait être suivie d'un ralentissement en raison de l'incertitude élevée liée aux tensions commerciales générées par l'administration Trump ;
- Les chefs d'entreprises et les ménages devraient ainsi adopter un comportement plus prudent ce qui pèsera sur la demande interne ;
- L'impact des tarifs américains élevés a été limité sur l'activité économique chinoise grâce aux politiques de soutien mises en place en fin de l'année dernière et la diversion des exports vers les pays de l'ASEAN. La Chine devrait donc atteindre sa cible de croissance de 5 %. Cependant, la consommation privée reste faible et devrait être la priorité du nouveau plan quinquennal débutant en mars 2026.

• **La revue des marchés : Tarifs : l'arme s'use quand on en abuse**
par Axel Botte

- La justice américaine s'oppose aux tarifs de Donald Trump ;
- Etats-Unis : croissance revue à -0,2% au T1 avec une consommation réduite ;
- Nette détente des taux longs au Japon, les courbes de taux mondiales s'aplatissent ;
- Environnement favorable aux actifs risqués.

• **Le graphique de la semaine**



Les marges des entreprises sont restées à des niveaux historiquement élevés depuis un certain temps. Le pouvoir de fixation des prix des entreprises a augmenté à la suite de la Covid, avec le rattrapage de la consommation consécutif aux confinements et aux versements des aides gouvernementales. Les marges du secteur informatique ont augmenté en parallèle avec le développement du cloud computing, du travail à distance et, plus récemment, de l'IA.

Selon les données des comptes nationaux, les marges bénéficiaires des entreprises, après impôts, se sont établies à 10,6 % du PIB nominal au premier trimestre 2025. Toutefois, les tarifs douaniers pourraient réduire les marges bénéficiaires dans une certaine mesure, notamment dans les secteurs les plus exposés, tels que le commerce de détail ou l'automobile.

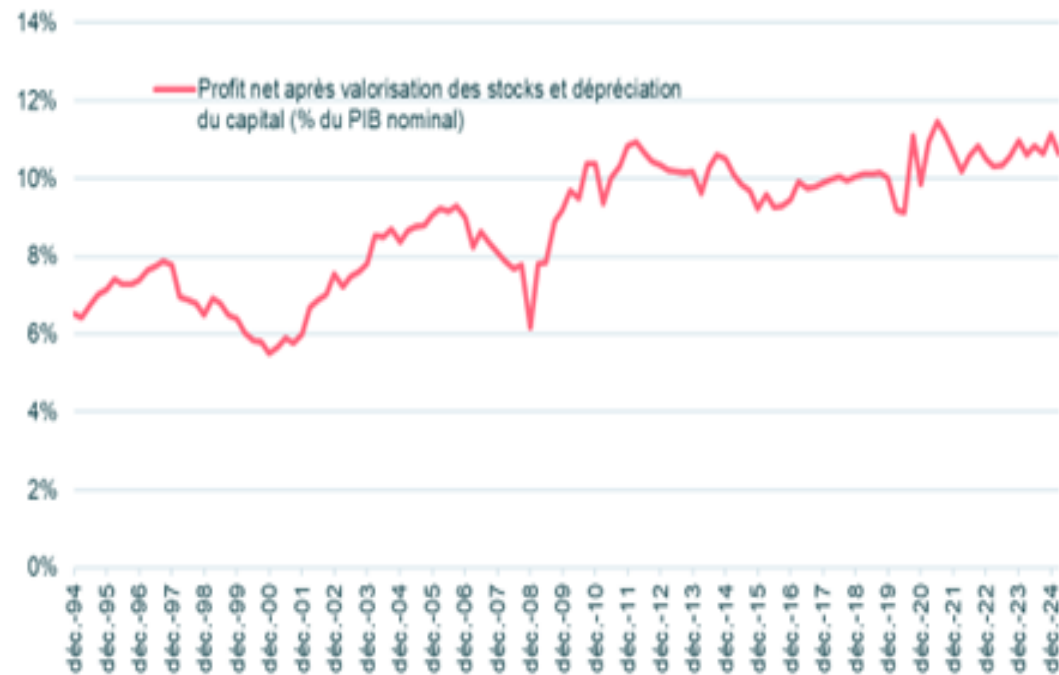
• **Le chiffre de la semaine**

18

18 : le niveau de confiance des européens dans l'UE est au plus haut depuis 18 ans et leur confiance dans l'euro atteint un record : 74 % dans l'UE et 83 % dans la zone euro, selon le dernier Eurobaromètre.
Source : Commission européenne.

LE GRAPHIQUE DE LA SEMAINE

Etats-Unis - Marges bénéficiaires des entreprises (comptes nationaux)



Source: Bloomberg, Ostrum AM

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

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

