

MyStratWeekly 25 novembre 2025

Amplifier votre
pouvoir d'agir

Sommaire

- Revue de la semaine – Marchés financiers, l'emploi américain en trompe l'œil
- Thème – Isabel Schnabel précise l'évolution à venir du bilan de la BCE

The background of the entire slide is a solid pink color. Overlaid on this background are numerous concentric circles of a slightly lighter shade of pink, creating a ripple effect that radiates from the center.

● REVUE DE LA SEMAINE

#MYSTRATWEEKLY

Document destiné exclusivement aux clients professionnels

MARCHÉS FINANCIERS : LE RETOUR DE L'AVERSION POUR LE RISQUE

4

Principaux mouvements de la semaine

Nvidia ne suffit pas

Baisse forte des actions et des cryptomonnaies malgré les résultats de Nvidia et pentification des courbes. La note de l'Italie est relevée par Moody's à Baa2.

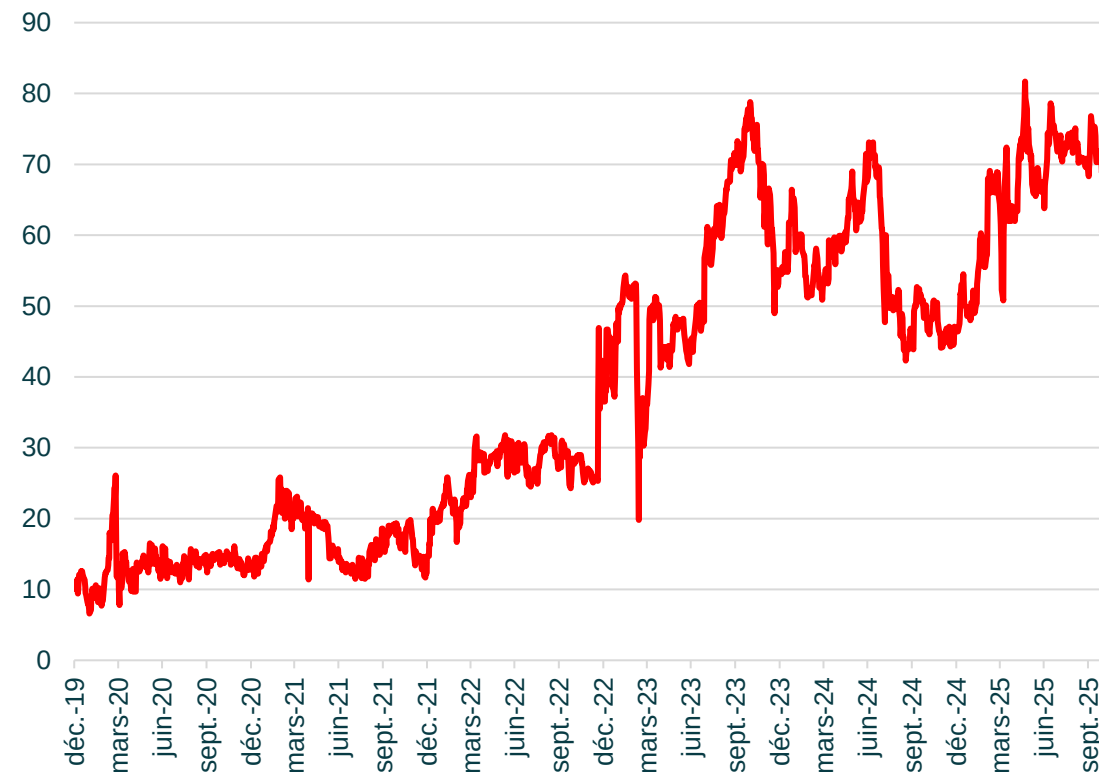
	14-nov.-25	25-nov.-25	Var. (pb ou %)	Var. (YTD, pb ou %)
T-note 10 ans	4.15	4.06	-9	-51
Courbe américaine 2-10 ans	54	54	0	21
Bund 10 ans	2.72	2.69	-3	32
Courbe Allemande 2-10 ans	68	68	-1	40
Italie Spread 10 ans	75	75	0	-40
France Spread 10 ans	74	77	3	-6
Gilt 10 ans	4.57	4.53	-4	-4
JGB 10 ans	1.71	1.78	7	68
TIPS point mort à 10 ans	2.30	2.25	-5	-9
Bund indexé point mort à 10 ans	1.78	1.76	-2	-2
Euro IG	84	86	2	-16
Euro High yield	299	304	5	-14
iTraxx IG	55	56	1	-1
iTraxx XO	264	269	5	-44
JPM EMBI Global Div. Spread	266	274	8	-52
S&P 500	6 734	6 603	-1.9%	12.3%
Nasdaq 100	25 008	24 240	-3.1%	15.4%
Euro Stoxx 50	5 694	5 548	-2.6%	13.3%
VIX	19.83	22.51	13.5%	29.7%
Indice DXY	99.30	100.13	0.8%	-7.7%
USD/JPY	154.55	156.85	-1.5%	0.3%
EUR/USD	1.162	1.153	-0.8%	11.4%

Source: Bloomberg, Ostrum AM

Pentification forte au Japon

Le 30 ans s'échange au-delà de 3,30 % avec l'annonce d'un énième plan de relance, le plus gros depuis la crise Covid. La faiblesse concomitante des actions, de la devise et des obligations japonaises rappelle le *trade* « Sell America » de début avril (Libération Day).

Japon - JGB 10-30 ans (pb)



Source: Bloomberg, Ostrum AM

#MYSTRATWEEKLY

Document destiné exclusivement aux clients professionnels

ETATS-UNIS : MARCHÉ DU TRAVAIL

L'emploi d'octobre ne sera pas publié, la stat de novembre sortira après le FOMC du 10 décembre

119k créations d'emploi en septembre

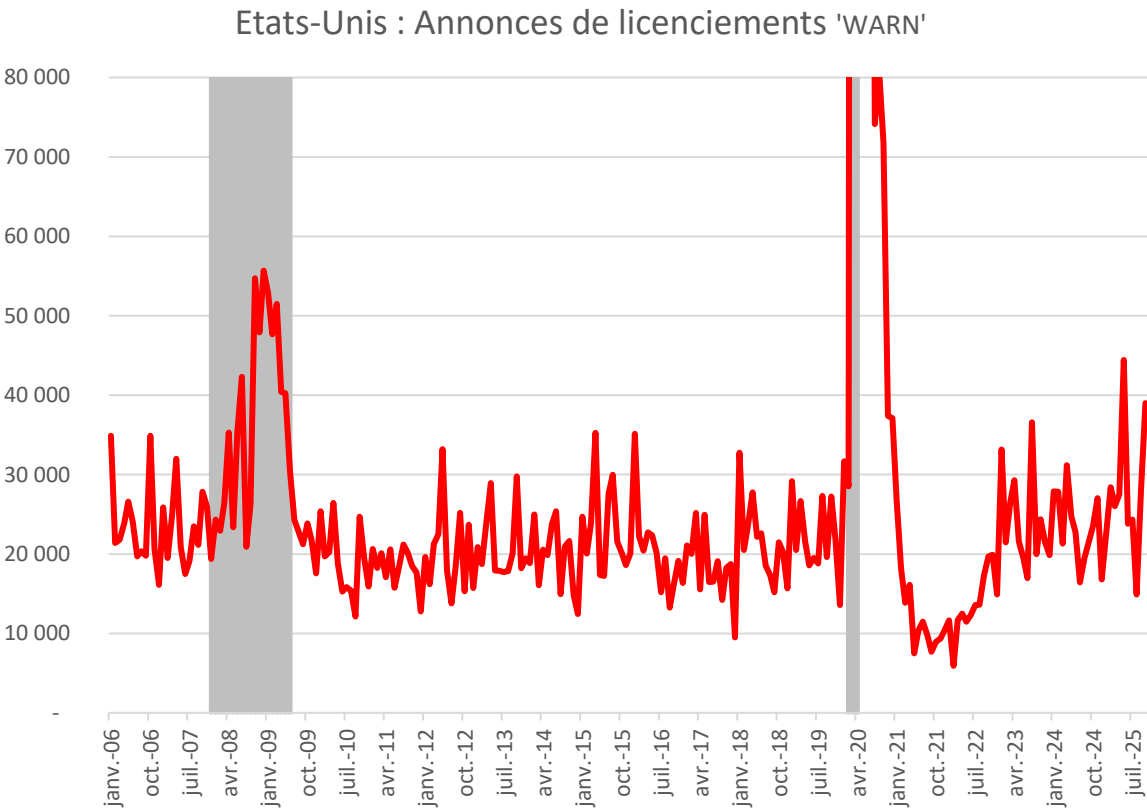
Mais révisions à la baisse de 33k sur juillet-août et très peu de secteurs (santé et loisirs notamment) créent des emplois. L'emploi public va plonger en octobre (DOGE, shutdown) mais le rapport ne sera pas publié.

Emploi (variation juillet-septembre)	187
Secteur privé	171
Production de biens	- 38
Extraction minière	- 10
Construction	2
Secteur manufacturier	- 30
Biens durables	- 22
Biens Non-durables	- 8
Services (secteur privé)	209
Commerce, Transport, et services publics	- 9
Commerce de détail	23
Transport et logistique	- 28
Information	- 13
Activités financières	- 9
Services aux professionnels et aux entreprises	- 50
Education et services de santé	182
Education	14
Santé	124
Loisirs et Hotellerie	88
Autres Services	20
Secteur Public	16

Source: Bloomberg, Ostrum AM

Les annonces de licenciements restent élevées

Les préavis de licenciements (à 60 jours) remontent conformément au message de l'enquête Challenger.



Source: Bloomberg, Ostrum

#MYSTRATWEEKLY

Document destiné exclusivement aux clients professionnels

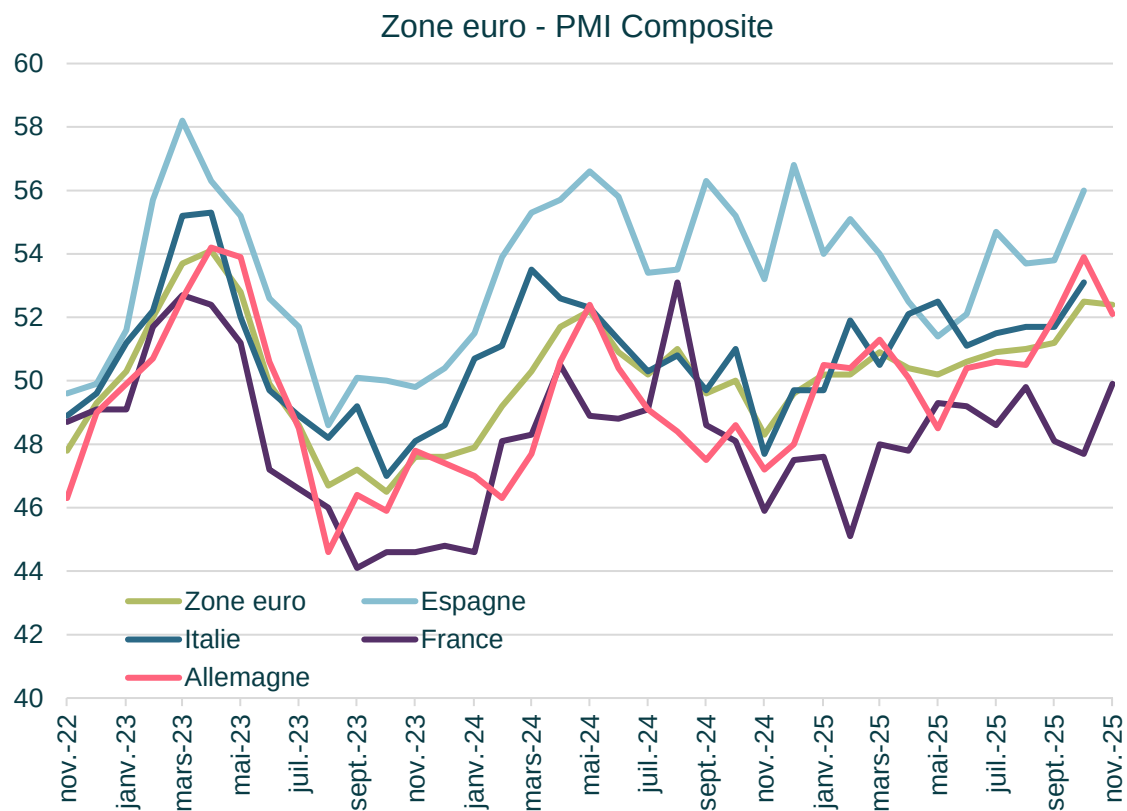
ZONE EURO : ENQUÊTES CONJONCTURELLES ET SALAIRES NÉGOCIÉS

6

Reprise économique graduelle, décélération attendue des salaires

La reprise graduelle se confirme

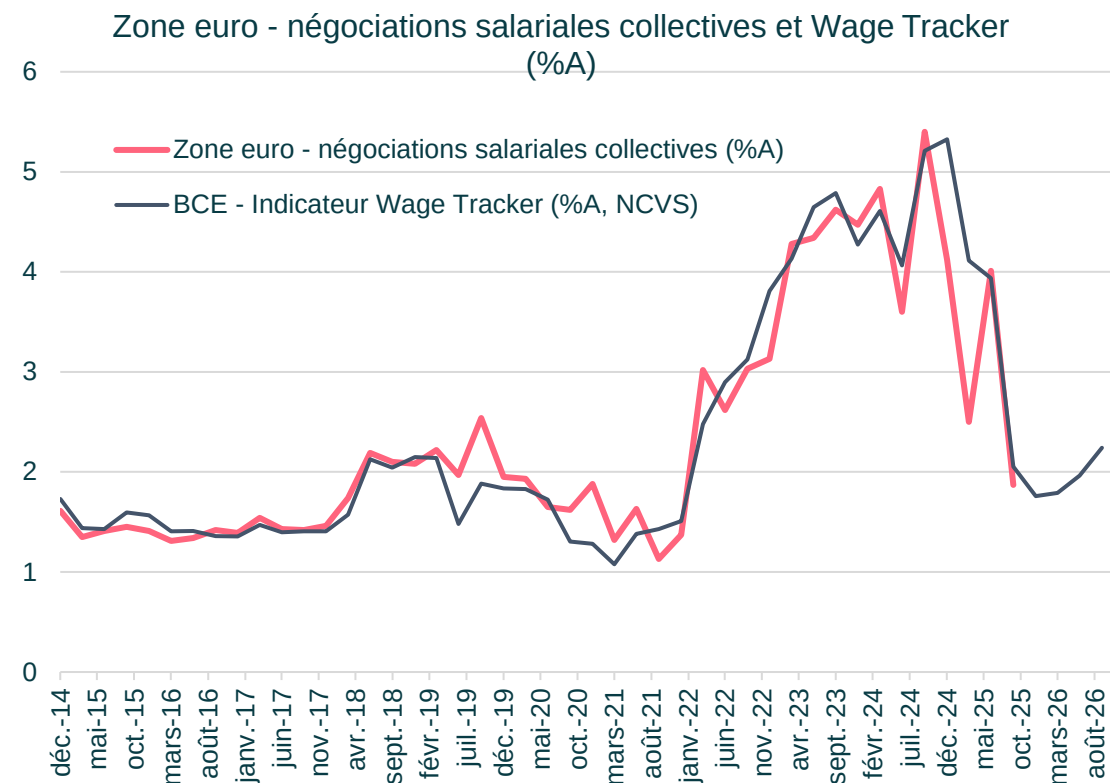
Les PMI manufacturiers restent médiocres mais les services mieux orientés pointent une croissance stable au T4 2025



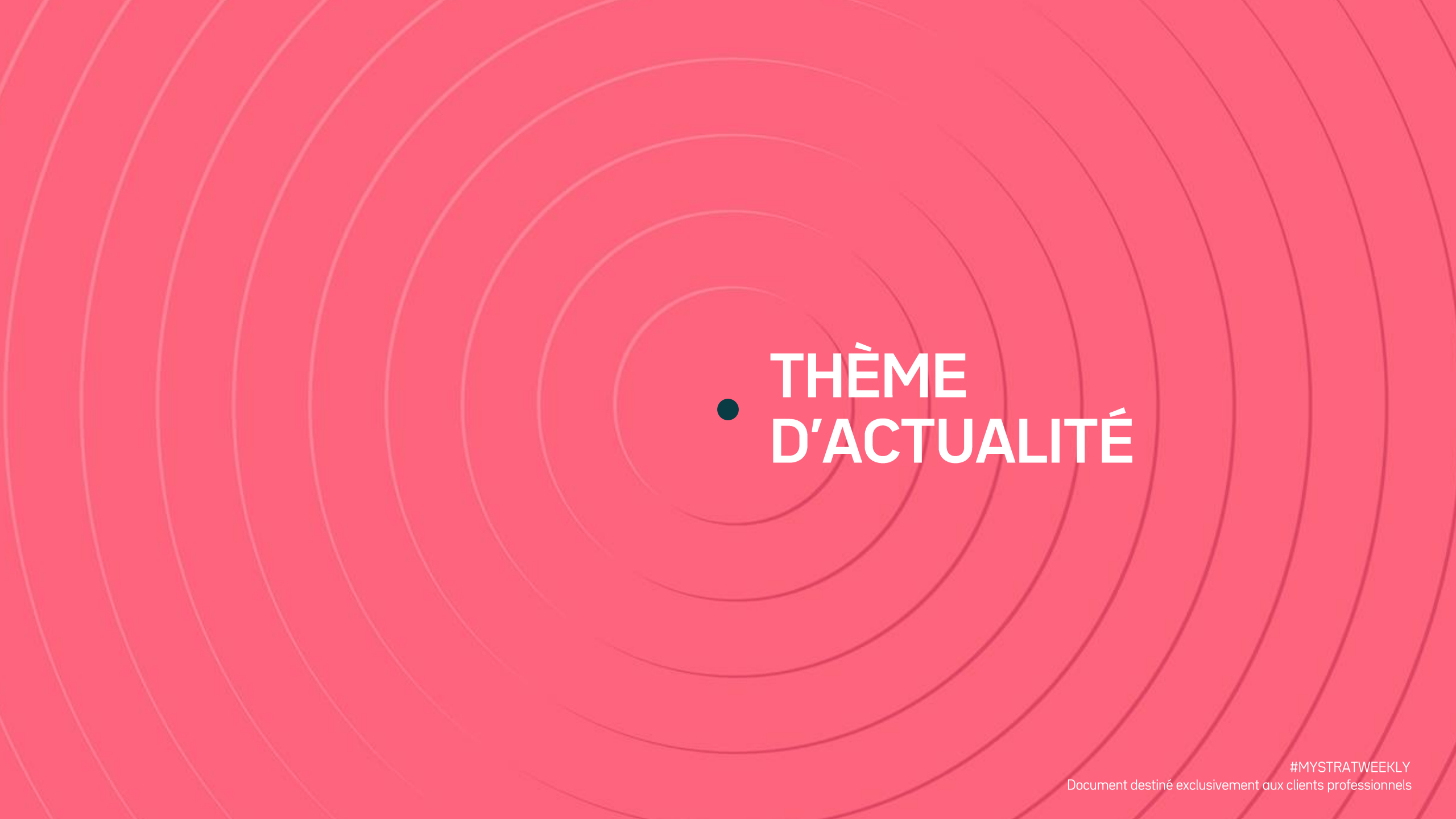
Source: Bloomberg, Ostrum AM

Les salaires négociés décélèrent au T3

La croissance moins forte s'explique par les bonus versés en 2024



Source: Bloomberg, Ostrum AM

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

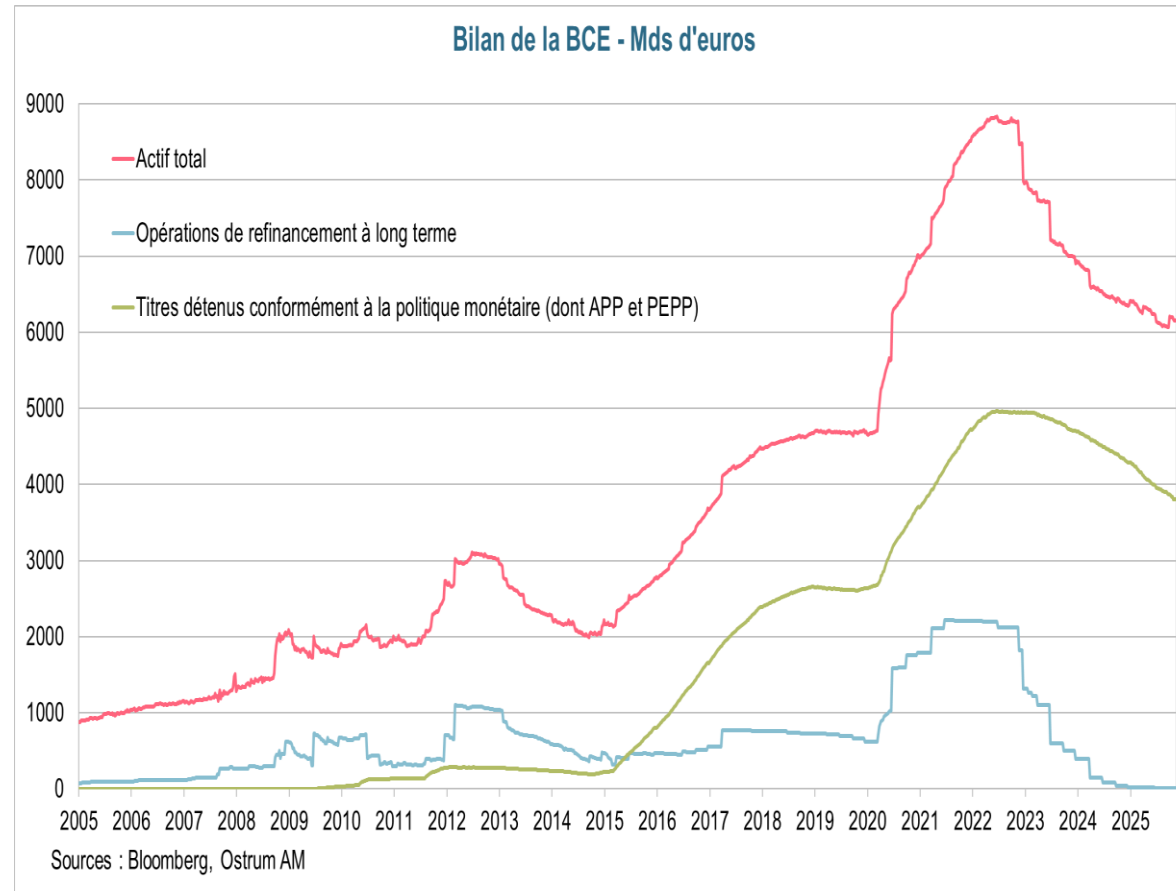
THÈME : ISABEL SCHNABEL PRÉCISE L'ÉVOLUTION À VENIR DU BILAN DE LA BCE

8

Le bilan de la BCE a fortement augmenté avec l'adoption de politiques non conventionnelles

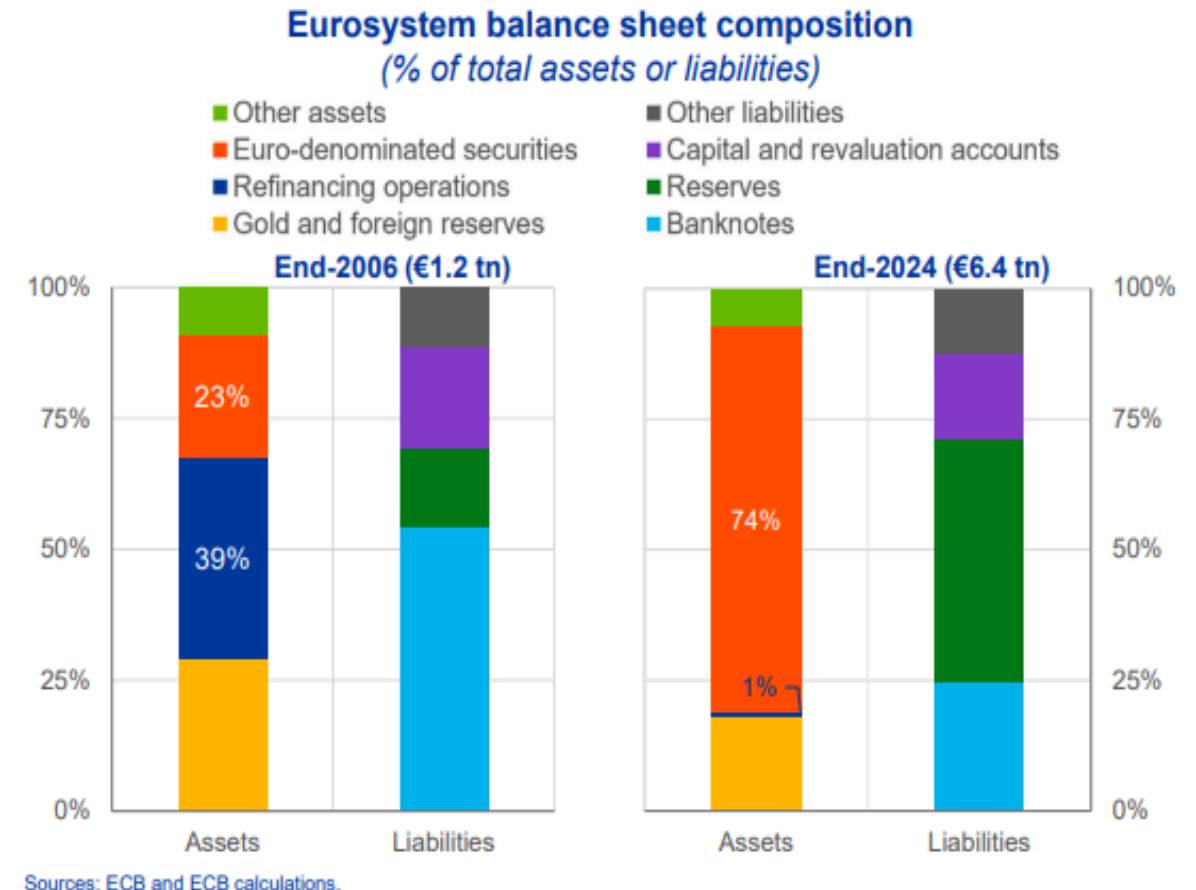
Forte hausse du bilan de la BCE jusqu'en 2022

La BCE a lancé des TLTRO et des programmes d'achats massifs d'obligations en raison de marges de baisses de taux réduites.



Forte modification de la composition du bilan de la BCE

Les titres libellés en euros sont devenus la principale composante de l'actif [74% fin 2024]. En 2006, ils n'en représentaient que 23%.



THÈME : ISABEL SCHNABEL PRÉCISE L'ÉVOLUTION À VENIR DU BILAN DE LA BCE

9

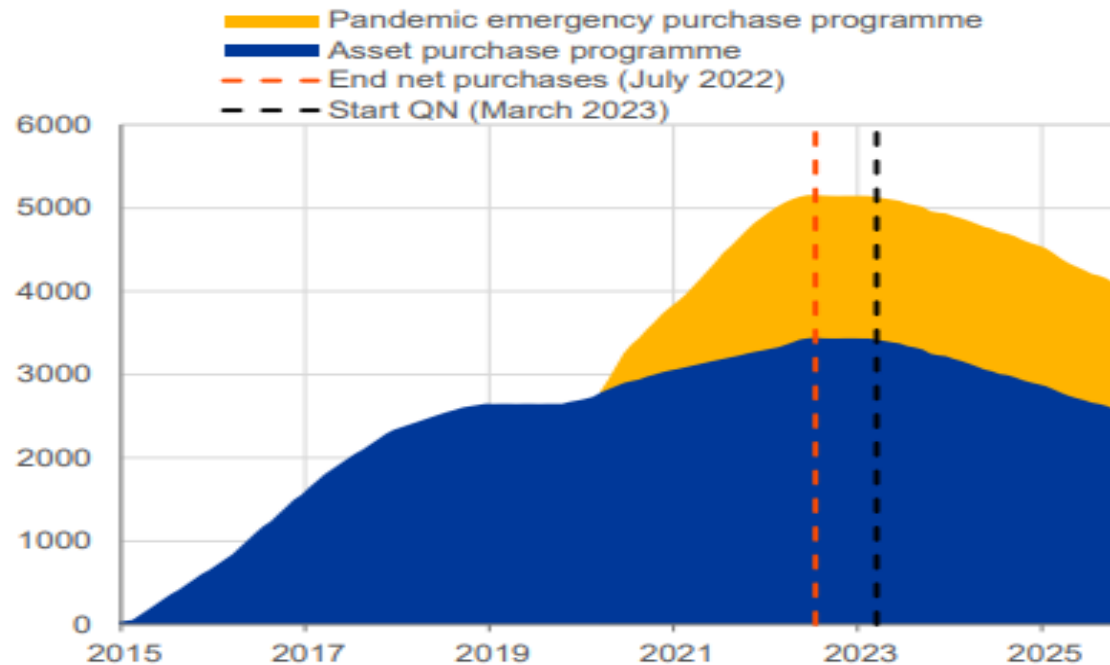
Isabel Schnabel considère le terme QT comme inapproprié et fait référence à une « normalisation quantitative »

Le « QN », commencé en mars 2023, « est loin d'être terminé »

Le QN correspond au non-réinvestissement des tombées dans le cadre de l'APP et du PEPP.

Le QN vise à enlever le degré résiduel de stimulus monétaire
Le taux 10 ans moyen pondéré en zone euro resterait encore 60 pb en-dessous du niveau qui aurait prévalu sans QE.

Eurosystem securities holdings under APP and PEPP (EUR bn)



Estimated impact of APP and PEPP sovereign bond holdings on risk premia (basis points)



THÈME : ISABEL SCHNABEL PRÉCISE L'ÉVOLUTION À VENIR DU BILAN DE LA BCE

10

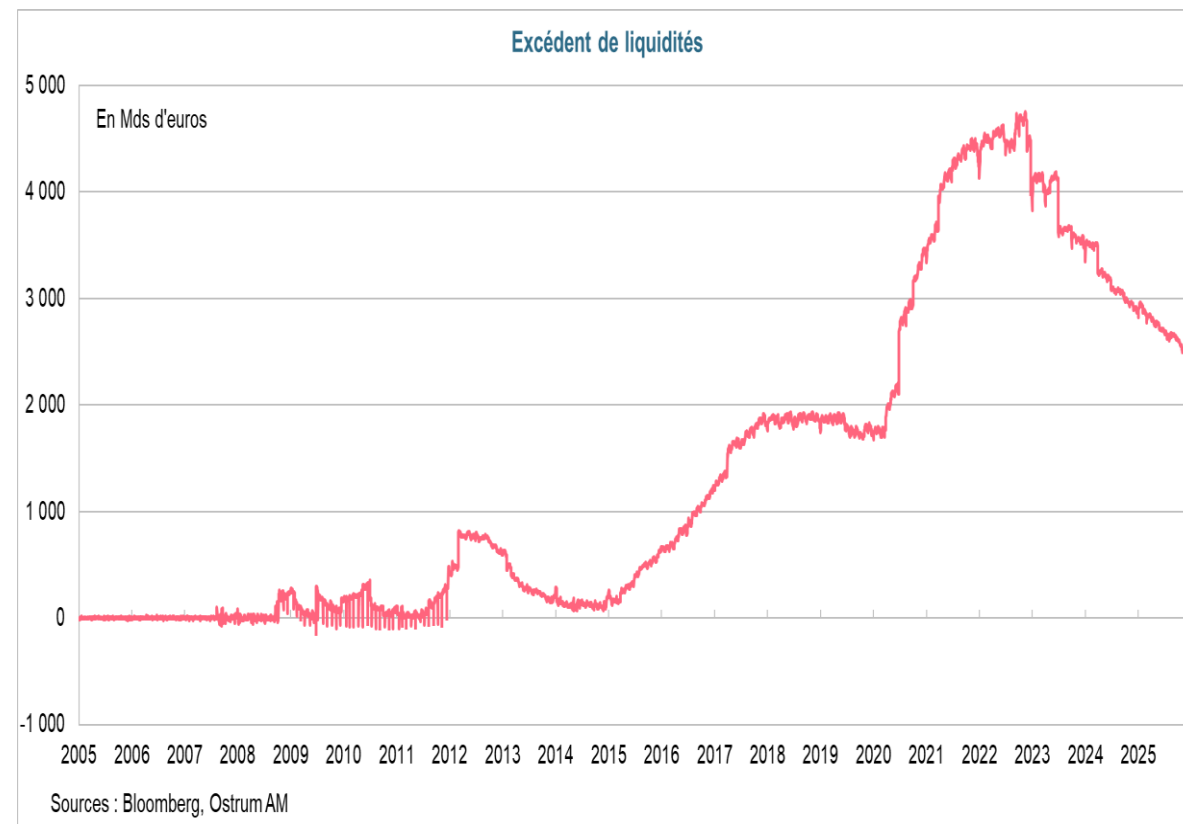
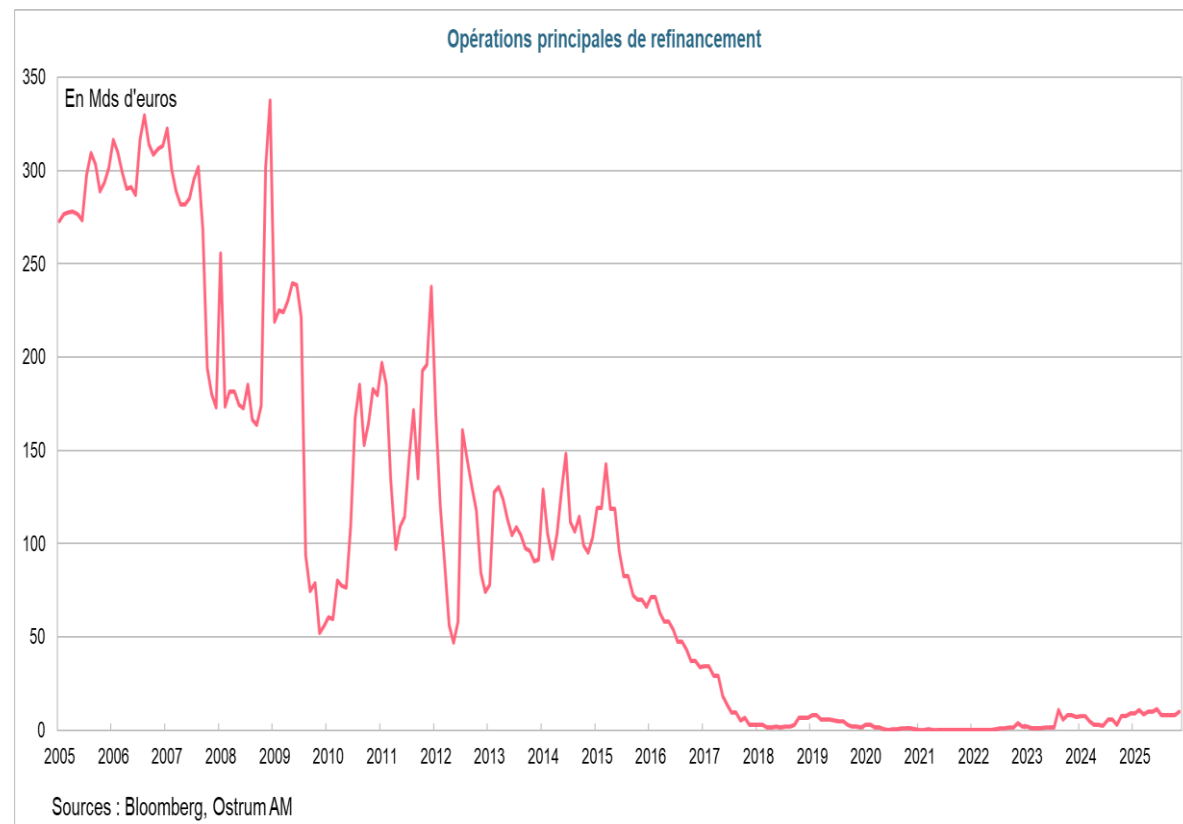
La taille et la composition du bilan seront davantage déterminées par la demande de liquidités des banques

L'actif dépendra davantage des opérations principales de refinancement (MRO) comme par le passé

Aujourd'hui, la demande de liquidités des banques auprès de la BCE est faible.

L'excédent de liquidités reste encore très élevé

Ce qui explique le faible recours des banques aux MRO.



THÈME : ISABEL SCHNABEL PRÉCISE L'ÉVOLUTION À VENIR DU BILAN DE LA BCE

11

Séquence des opérations à venir et maturité

Le QN de la BCE est encore loin d'être terminé (en jaune sur le graphique). Il va se poursuivre graduellement et de manière passive.

A un moment donné, la demande de liquidités des banques auprès de la BCE va augmenter ce qui se traduira par une hausse de la taille du bilan, alors que le QN continuera.

La BCE souhaite dans un 1^{er} temps constater une hausse durable et généralisée du recours aux opérations principales de refinancement (en bleu).

Elle lancera ses opérations structurelles dans un second temps.

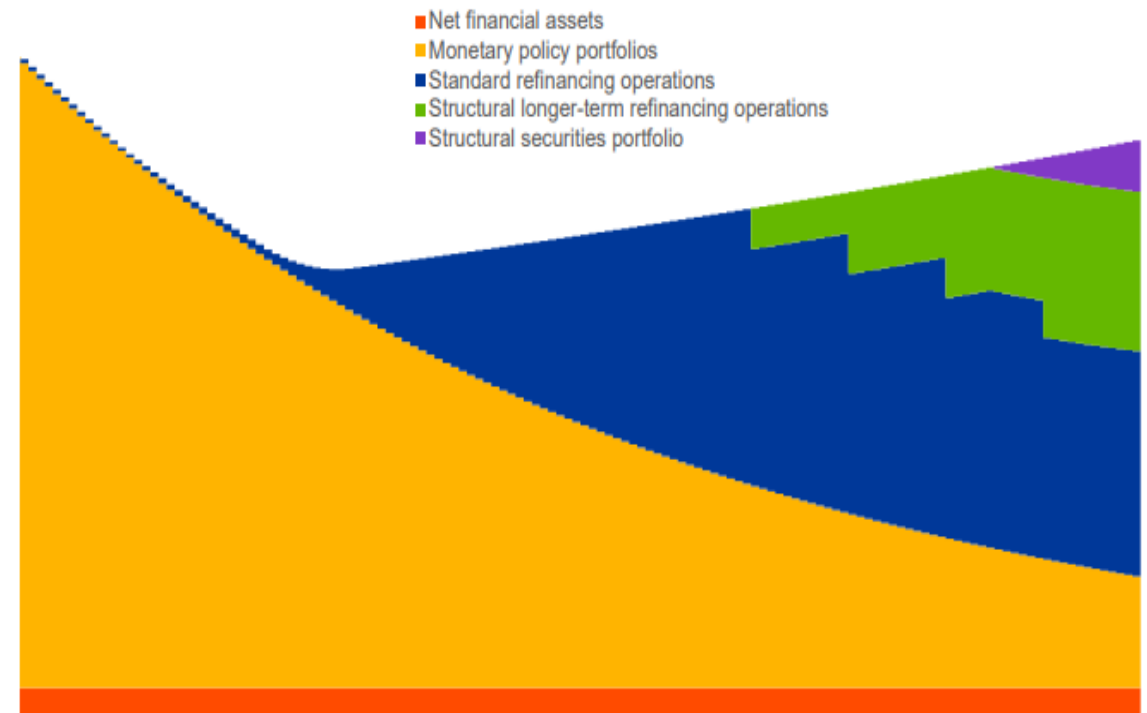
Elle commencera par les opérations structurelles de refinancement à long terme (en vert).

Au bout d'un certain temps, elle lancera un nouveau portefeuille structurel d'actifs de maturité courte.

Cela plaide pour une pentification de la courbe des taux.

Les opérations structurelles de refinancement précéderont le portefeuille structurel d'actifs qui sera de maturité courte.

Stylised evolution of the Eurosystem liquidity supply in the new operational framework



Source: ECB.



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

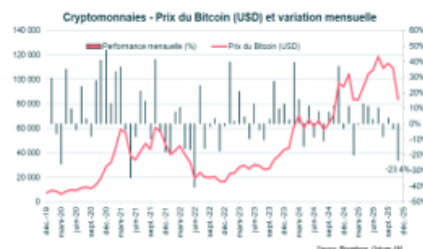
Le thème de la semaine : Isabel Schnabel précise l'évolution à venir du bilan de la BCE par Aline Goupil-Raguénès

- Isabel Schnabel a apporté des informations complémentaires par rapport au nouveau cadre opérationnel de la BCE présenté en mars 2024 ;
- En qualifiant la réduction graduelle du bilan de la BCE, au travers du non-réinvestissement des tombées dans le cadre de l'APP et du PEPP, de « normalisation quantitative » et non de resserrement quantitatif, Isabel Schnabel met la barre très haute pour un changement de rythme. Cette normalisation du bilan « est encore loin d'être achevée » ;
- La BCE attend avant toute chose une hausse durable et généralisée de la demande de liquidités des banques auprès de la banque centrale au travers des opérations principales de refinancement à court terme ;
- Ce n'est qu'après qu'elle lancera des opérations structurelles pour faire face à la demande de liquidités plus importante des banques pour des raisons réglementaires et des motifs de précaution ;
- Les opérations structurelles de refinancement à long terme seront lancées dans un premier temps...
- ... suivies d'un portefeuille structurel d'actifs dont la maturité sera courte afin de pas interférer avec l'orientation de la politique monétaire, de permettre à la BCE d'acheter des obligations de long terme si nécessaire et pour limiter l'exposition de l'actif de la BCE au risque de taux. Cela plaide pour une pentification de la courbe des taux.

La revue des marchés : Le retour de l'aversion pour le risque par Axel Botte

- Etats-Unis : l'emploi en hausse de 119k en septembre mais le chômage pointe à la hausse ;
- Actions : Coup de semonce sur les bourses mondiales malgré les bons résultats de Nvidia ;
- Japon : le plan de soutien budgétaire engendre un dérapage des taux à long terme ;
- Malgré la volatilité ambiante, les spreads de crédit restent quasi-stables.

Le graphique de la semaine



Le bitcoin connaît une forte correction depuis son sommet en clôture le 6 octobre dernier au-delà des 126 000 dollars. La monnaie virtuelle a dégringolé vers les 83 000 dollars, soit les niveaux moyens observés au début de la guerre tarifaire initiée par Donald Trump.

La baisse de la principale cryptomonnaie entraîne dans son sillage tout un écosystème et les valeurs connexes accumulant des positions de ce type. Les cryptomonnaies capitalisent environ 2,5 à 3 billions de dollars au total. Leur volatilité extrême et les enjeux récurrents de sécurisation des portefeuilles mettent à mal le discours sur leur statut de réserve de valeur ou de couverture contre les risques multiples. L'aversion pour le risque sur les actions entretient une pression baissière dans l'univers numérique.

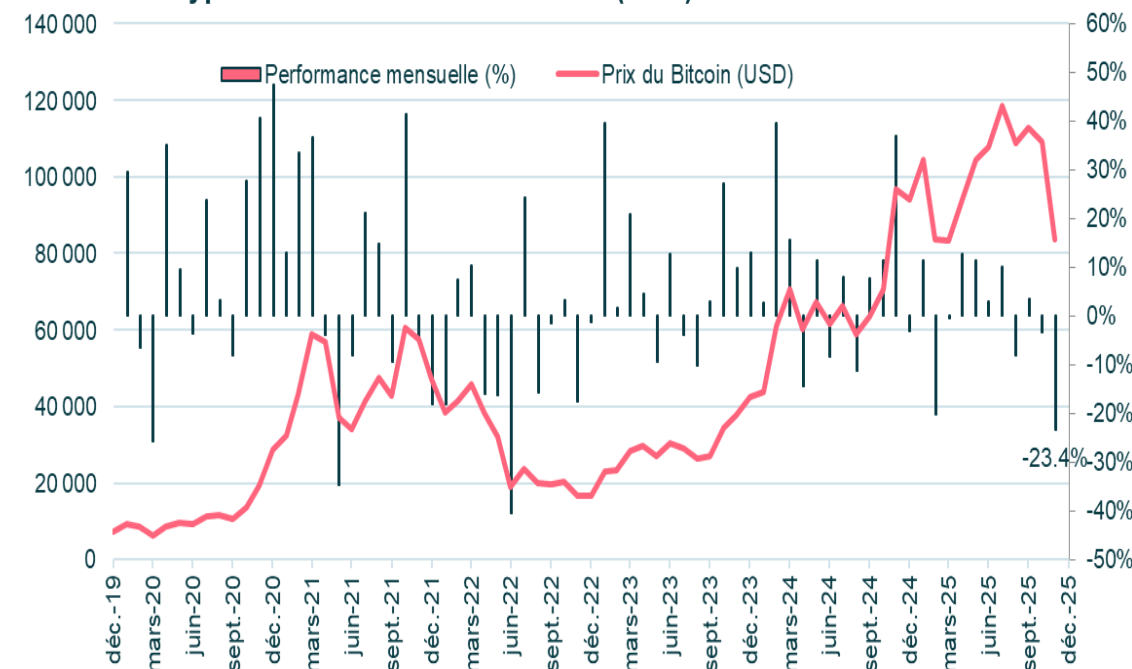
Le chiffre de la semaine

21,3

Le gouvernement japonais a adopté un stimulus budgétaire massif : 21,3 billions de yens (135 Mds de \$), le plus important depuis la crise du Covid-19, afin de relancer la croissance et protéger les ménages de la hausse du coût de la vie.
Source : Bloomberg.

LE GRAPHIQUE DE LA SEMAINE

Cryptomonnaies - Prix du Bitcoin (USD) et variation mensuelle



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

