



LA LETTRE DU CIO



Gaëlle Malléjac

Directrice des gestions

Entre désescalade et craintes sur l'activité

Les annonces tonitruantes du Liberation Day, du 2 avril, laissent place progressivement à une forme de désescalade. La réalité des contraintes d'accès aux terres rares chinoises et la crainte de pénuries ont forcé Donald Trump à infléchir sa position. La croissance économique est en effet à l'arrêt aux Etats-Unis. Les hausses de prix anticipées pèsent sur le moral des consommateurs et l'investissement. La situation au Moyen-Orient ne fera qu'accentuer ces risques. Le marché du travail est aussi devenu moins porteur. La baisse de l'immigration et du taux de participation retarde toutefois la hausse inexorable du chômage mais ces évolutions induiront bientôt une perte de croissance potentielle. La question budgétaire reste entière alimentant encore la défiance envers le dollar et les actifs américains. En zone euro, après un bon 1^{er} trimestre, l'activité devrait subir l'incertitude internationale avant le déploiement l'an prochain des plans d'investissement allemands. La Chine résiste au protectionnisme américain en imposant des restrictions ciblées sur ses exportations.

La politique monétaire a tendance à s'assouplir. La Fed résiste néanmoins aux pressions politiques compte tenu du risque inflationniste. La faiblesse de l'emploi justifiera bientôt un allègement. La BCE est proche de la fin de son cycle monétaire, mais pourrait procéder à un allègement supplémentaire cet été. La PBoC, confrontée à la déflation, va continuer l'ajustement des taux. Sur les marchés, le rendement du T-note devrait baisser pour refléter une croissance sous le potentiel. Le Bund semble à son prix autour de 2,50 %. La stabilité des taux sans risque favorise les investissements sur le crédit souverain ou d'entreprises. La convergence des spreads périphériques traduit la consolidation budgétaire en Italie, en Espagne ou au Portugal. Le crédit est favorisé par l'environnement de croissance modérée. Les actions européennes devraient à l'inverse subir l'effet des tarifs sur les marges bénéficiaires. Les actions devraient consolider au second semestre.

VUES ECONOMIQUES

Trois thématiques pour les marchés

1- Croissance

Malgré la trêve partielle sur les taxes douanières, l'activité aux Etats-Unis devrait rester réduite au T2 avant un rebond au second semestre, mais sous le potentiel. Le marché du travail montre des signes d'affaiblissement.

En zone euro, la croissance a été révisée en hausse au T1 (+0,6 %). L'embellie devrait s'atténuer compte tenu de la contraction du commerce mondial à venir.

La Chine a connu un bon premier trimestre et prend des mesures pour limiter l'impact sur sa croissance des tarifs. La désescalade semble amorcée.

2- Inflation

La hausse des tarifs douaniers n'est pas encore visible dans l'inflation aux Etats-Unis (2,4 % en mai). L'impact des taxes semble atténué par la baisse de la consommation discrétionnaire, notamment en services.

En zone euro, l'inflation se situe à 1,9 % en mai et 2,3 % pour l'indice hors énergie et alimentaire. L'inflation pourrait encore diminuer à court terme en raison de l'appréciation de l'euro et des dépenses de consommation médiocres.

En Chine, la déflation persiste avec une inflation annuelle de -0,1 % en mai.

3- Politique monétaire

Les banques centrales restent prêtes à agir.

La Fed sera attentive à l'évolution de l'emploi étant donné que le choc de prix ne devrait pas entretenir l'inflation durablement. Le séquençage des baisses est néanmoins incertain.

La BCE réduira ses taux de 25 pb cet été et pourrait les baisser davantage en cas de ralentissement plus prononcé de la croissance.

En Chine, la PBOC poursuit l'allègement en réduisant le taux des réserves obligatoires et les taux d'intérêt.

POINTS MACROECONOMIQUES

Etats-Unis

Etats-Unis	2025				2026				Moy. Annuelle	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2025	2026
PIB (gl. trim annualisé)										
Ostrum	-0.2	-0.7	2.0	1.4	2.0	1.4	1.6	1.5	1.2	1.5
Consensus	-0.2	1.4	0.8	1.2	1.5	1.8	1.9	2.0	1.2	1.5
Inflation										
Ostrum	2.7	2.3	2.3	2.6	2.4	2.8	2.9	2.8	2.5	2.7
Consensus	2.7	2.6	3.2	3.3	3.1	3.0	2.7	2.5	3.0	2.8
Inflation sous jacente										
Ostrum	2.8	2.6	2.6	2.8	2.8	3.1	3.1	2.9	2.7	3.0

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 du 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.

Zone euro

Zone Euro	2025				2026				Moy. Annuelle	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2025	2026
PIB (gl. trim)										
Ostrum	0.6	0.0	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.9	1.2
Consensus	0.6	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.9	1.1
Inflation										
Ostrum	2.3	2.1	2.1	2.0	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1	2.1
Consensus	2.3	2.1	2.1	1.9	1.7	1.8	2.0	2.0	2.1	1.9
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 bien meilleur qu'attendu, grâce à la hausse des exportations et de l'investissement, 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 s'infléchir. 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'infrastructure de 500 Mds d'euros 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 budgétaires 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.

Chine

Chine	2025				2026				Moy. Annuelle	
	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
Consensus	1.2	0.8	0.9	1.0	1.2	1.0	1.0	1.0	4.7	4.2
Inflation										
Ostrum	-0.1	0.0	0.3	0.3	0.4	0.5	0.9	1.0	0.1	0.7
Consensus	-0.1	0.1	0.2	0.5	1.0	0.8	0.9	0.9	0.2	0.9

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 amènent 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 en raison de 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.

POLITIQUE MONETAIRE

Les banques centrales face à l'incertitude des politiques de Trump

1- La Fed n'hésitera pas à baisser ses taux au 1^{er} signe de dégradation de l'emploi

Lors de sa dernière réunion, le 7 mai, la Fed a laissé ses taux inchangés pour la 3^{ème} fois consécutive. La Banque centrale juge qu'elle est bien positionnée pour attendre d'avoir davantage de visibilité sur l'impact des politiques menées par la Maison Blanche. La Fed se trouve dans une position inconfortable. La hausse de l'incertitude liée aux politiques menées par Donald Trump augmente le risque d'un taux de chômage plus élevé et celui d'une inflation plus forte, selon Jerome Powell. Nous pensons que la Fed n'hésitera pas à baisser ses taux aux premiers signes de dégradation du marché de l'emploi, l'inflation plus élevée ne devant être que temporaire. Nous anticipons ainsi 4 baisses de taux de la Fed d'ici la fin de l'année. Celle-ci pourrait en outre ralentir le rythme de contraction de son bilan, voire le suspendre, tant que la question du plafond de la dette ne sera pas résolue.

Dates FOMC	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	4.50		4.50	0
18-juin-25	4.50	0	4.33	17
30-juil.-25	4.25	-25	4.28	-3
17-sept.-25	4.00	-25	4.14	-14
29-oct.-25	3.75	-25	4.01	-26
10-déc.-25	3.50	-25	3.86	-36

Source: Bloomberg, Ostrum AM

2- Une nouvelle baisse de taux de la BCE attendue cet été

Lors de la réunion du 5 juin, la BCE a procédé à sa 8^{ème} baisse de taux pour porter le taux de dépôt à 2 %. La nette réduction des perspectives d'inflation en 2026 (1,6 % contre 1,9 %) est liée à l'appréciation de l'euro et la baisse du prix du pétrole et se révèle temporaire, étant donné que l'inflation est attendue comme devant revenir à 2 % dès 2027. La BCE est ainsi confiante dans l'atteinte de la cible de 2 % à moyen terme et juge que le cycle de politique monétaire touche à sa fin. La porte reste ouverte pour un nouvel assouplissement monétaire étant donné que la BCE continue de juger les risques pesant sur la croissance comme orientés à la baisse en raison de la forte incertitude, notamment sur le plan commercial. Nous anticipons une nouvelle baisse des taux de 25 pb de la BCE cet été et plus probablement en septembre. Cette réduction pourrait avoir lieu dès juillet si les tensions commerciales avec les Etats-Unis étaient amenées à s'intensifier, le 9 juillet, avec l'annonce éventuelle de tarifs réciproques. Elle pourrait baisser ses taux davantage en cas d'un ralentissement beaucoup plus marqué de la croissance.

Dates BCE	Prev Ostrum	Chg.	Marché (OIS)	Ecart au Marché
Actuel	2.00		1.92	8
24-juil.-25	2.00	0	1.90	10
11-sept.-25	1.75	-25	1.80	-5
30-oct.-25	1.75	0	1.77	-2
18-déc.-25	1.75	0	1.70	5

Source: Bloomberg, Ostrum AM

NOS ATTENTES DE MARCHÉ

Prévisions Ostrum AM	16-juin-25	T3 25	T4 25
Fed funds	4.5 %	4.00	3.50
Etats-Unis T-note 10 ans	4.45 %	4.20	4.30
Etats-Unis T-note 2 ans	3.99 %	3.75	3.75
Courbe 2 - 10 ans (pb)	47 pb	45	55
BCE Taux de dépôt	2 %	1.75	1.75
Allemagne Bund 10 ans	2.58 %	2.50	2.60
Allemagne Schatz 2 ans	1.89 %	1.75	1.75
Courbe 2 - 10 ans (pb)	69 pb	75	85
France OAT 10 ans	71 pb	75	80
Italie BTP 10 ans	93 pb	90	80
Inflation Zone euro 10 ans (swap)	198 pb	190	200

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- **Taux américains** : la Fed devrait réagir à la dégradation de l'emploi mais avec un impact limité sur les taux longs compte tenu du risque budgétaire.
- **Taux européens** : la BCE devrait ramener son taux à 1,75 %. Le Bund à 10 ans intègre la politique budgétaire plus ambitieuse en Allemagne, mais bénéficie des réallocations du dollar vers l'euro.
- **Spreads souverains** : la convergence des spreads périphériques vers les pays core va s'accélérer. Les spreads du BTP et de l'OAT sont projetés à 80 pb.
- **Inflation zone euro** : les anticipations d'inflation sont ancrées autour de l'objectif de 2 %.

Prévisions Ostrum AM	16-juin-25	T3 25	T4 25
Euro Swap Spread 10 ans	0.2 pb	-5	-5
Euro Investment Grade (spread contre Bund)	97 pb	100	105
Euro High Yield (spread contre Bund)	324 pb	320	350
Euro High Yield BB (spread contre Bund)	203 pb	210	230
Euro-dollar	1.158 \$	1.16	1.16
Euro Stoxx	561	550	530
Dette souveraine émergente (spread contre Treasuries)	322 pb	320	300

Source: Bloomberg, Ostrum AM

- **Crédit euro** : les spreads de crédit IG se sont nettement détendus. Un écartement modeste est probable.
- **High yield euro** : les valorisations sur le high yield devraient se normaliser au cours de l'année. Le taux de défaut reste inférieur à la moyenne.
- **Taux de change** : la défiance envers le dollar a fait monter l'euro. La monnaie unique devrait avoisiner 1,16 \$ fin 2025.
- **Actions européennes** : les tarifs pèseront sur les marges. La baisse attendue du marché est atténuée par des multiples revus en hausse.
- **Dette émergente** : les spreads émergents ont effacé les tensions de début avril et resteront proches des plus bas cette année.

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 16/06/2025.

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.

Nos politiques sectorielles et d'exclusion sont disponibles sur le site d'Ostrum Asset Management : <https://www.ostrum.com/fr/nos-politiques-sectorielles>.

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