



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 : Guerre commerciale 2.0 : la Chine est prête au divorce avec les États-Unis**

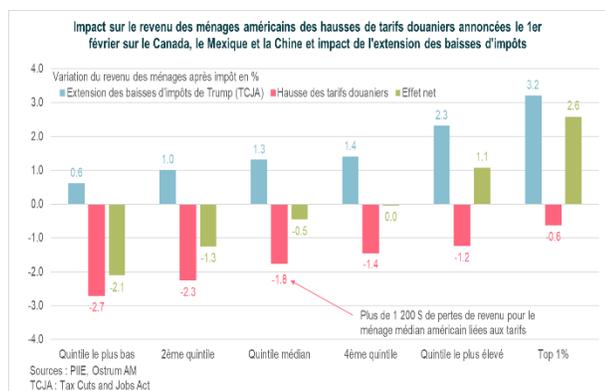
par **Zouhoure Bousbih**

- La dépendance de la Chine au commerce extérieur et aux Etats-Unis s'est considérablement réduite à la suite de la guerre commerciale 1.0 ;
- La Chine a diversifié ses partenaires commerciaux et a augmenté massivement ses investissements directs à l'étranger la rendant moins vulnérable aux tarifs douaniers américains supplémentaires de 10% ;
- Les entreprises chinoises ont compensé la perte de la demande américaine en augmentant leurs investissements à l'étranger pour être à proximité de leurs marchés finaux ;
- Sa riposte est multidimensionnelle au-delà des tarifs douaniers créant ainsi un levier pour les négociations futures ;
- Le yuan n'est plus une arme pour contrer les tarifs douaniers américains.

● **La revue des marchés : Des marchés immunisés contre Trump ?**
par **Axel Botte**

- L'emploi américain solide malgré les révisions à la baisse sur 2024 ;
- La BCE estime le taux neutre entre 1,75 et 2,25 % ;
- Baisse des taux longs, aplatissement des courbes et resserrement généralisé des spreads ;
- Les actions continuent de progresser avec un rebond de la technologie en Chine.

● **Le graphique de la semaine**



Contrairement à ce que prétend Donald Trump, le relèvement des tarifs douaniers sera négatif pour l'économie américaine et en particulier pour les ménages.

Une étude du Peterson Institute for International Economics chiffre l'impact sur le revenu d'un relèvement des tarifs douaniers de 25 % sur le Mexique et le Canada (10 % sur les produits énergétiques) et de 10 % sur la Chine. Cela se traduit par une perte de revenu après impôt de plus de 1 200 \$ pour le ménage médian sur une année. Les ménages percevant les revenus les plus faibles sont les plus affectés.

En outre, la prolongation des baisses d'impôts souhaitées par D. Trump (dans le cadre du Tax Cuts and Jobs Acts) ne permettra pas de compenser l'impact négatif des tarifs pour la majorité des ménages. L'effet net sera négatif à l'exception des ménages les plus aisés.

● **Le chiffre de la semaine**

7

C'est le nombre de membres du conseil de politique monétaire de la BCE dont le mandat arrivera à échéance en fin d'année. C'est sa plus grande réorganisation du personnel depuis 2019.
Source : Bloomberg

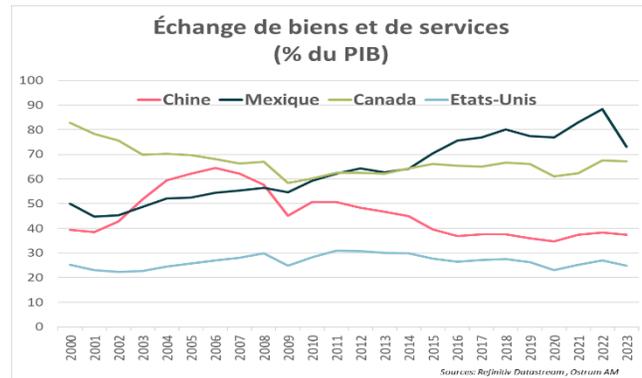
• **Le thème de la semaine**

Guerre commerciale 2.0 : la Chine est prête au divorce avec les États-Unis.

D. Trump a décrété le 1^{er} février 10 % de tarifs douaniers supplémentaires sur les produits chinois, relançant la guerre commerciale qu'il avait initiée lors de son premier mandat. La Chine a immédiatement réagi par des mesures ciblées, plus mesurées que celles de l'administration américaine constituant un prélude à une escalade de tensions.

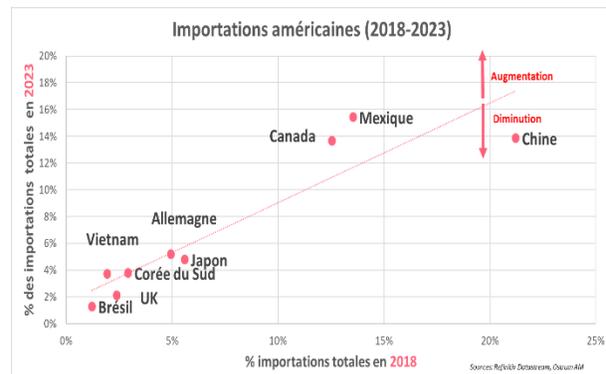
La Chine est moins dépendante du commerce extérieur et des États-Unis ...

La Chine est moins dépendante du commerce extérieur pour sa croissance, comme le montre le graphique ci-contre. Depuis les années 2000, la part du commerce extérieur dans le PIB chinois a été divisée par deux passant de 64% en 2006 à 37% en 2023. Cela reflète le changement structurel de l'économie chinoise qui a développé son industrie. Pour le Mexique et le Canada, bénéficiant d'un sursis d'un mois de la part de l'administration américaine concernant des tarifs douaniers supplémentaires de 25%, le commerce extérieur reste très dominant dans leurs économies respectives représentant près de 70% du PIB. La baisse au Mexique est liée à la forte appréciation du peso (+15% en taux de change effectif réel) sur la période pénalisant les exportations mexicaines.



Depuis les premières sanctions commerciales américaines de 2018, les échanges entre la Chine et les Etats-Unis se sont considérablement réduits notamment pour les produits visés par les précédents tarifs douaniers tels que les pièces automobiles, les panneaux solaires et les semi-conducteurs.

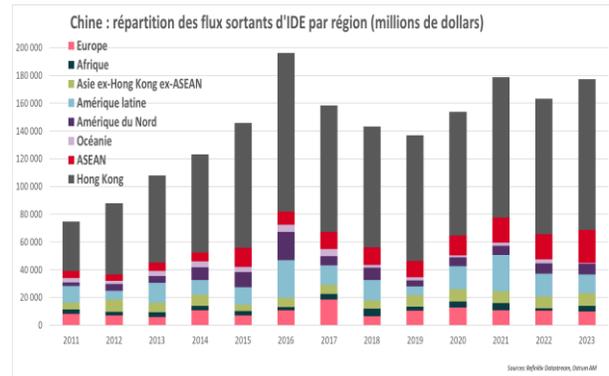
Ainsi, la part de la Chine dans les importations américaines est passée de plus de 21% en 2018 à 13,85% en 2023, soit une réduction de plus de 7 % comme le montre le graphique ci-contre ! En revanche, celle d'autres pays a augmenté comme pour le Mexique (+1,87%) et du Vietnam (+1,77%) reflétant l'intensification de leurs échanges avec la Chine afin de contourner les tarifs douaniers américains.



... En les remplaçant par des investissements directs étrangers des entreprises chinoises

Les précédents tarifs douaniers américains ont contraint la Chine à chercher d'autres opportunités. Ainsi, les entreprises chinoises à l'image de leurs homologues japonaises des années 1980, ont délocalisé une partie de leurs chaînes de production à l'étranger pour se rapprocher de leurs marchés finaux.

Cela s'est traduit par une hausse significative des investissements directs étrangers (IDE) des entreprises chinoises vers l'extérieur, comme le montre le graphique ci-contre. Les flux sortants d'IDE sont restés particulièrement élevés depuis 2016, avant les sanctions commerciales



américaines. En 2023, ils ont atteint 177 milliards de dollars, proches des niveaux historiques de 2016. Hors Hong Kong, les pays de l'ASEAN sont devenus la principale destination des IDE des entreprises chinoises. L'absence de tarifs douaniers chinois (voire très faibles) permet une intégration commerciale et financière des pays de l'ASEAN à la Chine, servant de base manufacturière offshore pour les entreprises chinoises.

La riposte de la Chine est multi-dimensionnelle au-delà des tarifs douaniers

La Chine a immédiatement réagi aux nouveaux tarifs douaniers de D. Trump en annonçant des mesures qui seront effectives le 10 février prochain. Son approche est désormais multi-dimensionnelle au-delà des tarifs douaniers permettant de créer ainsi un levier de négociation plus large avec l'administration américaine.

Comme en 2018, la Chine cible l'électorat de D. Trump

En réponse à la mise en place de 10 % de tarifs douaniers américains supplémentaires sur ses produits, le ministère du Commerce chinois a annoncé une hausse des tarifs douaniers supplémentaire de 15 % sur le charbon et GNL américains ; 10 % sur le pétrole, les équipements agricoles et automobiles.

Selon Brookings, les tarifs imposés par la Chine ciblent 80 produits manufacturiers et énergétiques américains menaçant environ 400000 à 700000 emplois. La majorité des emplois dans les industries visées se trouvent dans des comtés qui ont voté pour Trump en 2024, notamment dans des régions industrielles et du Sud-Est, ce qui suggère que ces communautés pourraient subir un impact plus important que celles qui ont voté pour K. Harris. En juillet 2018, la Chine avait imposé des tarifs douaniers de 25% sur les importations de soja américain en réponse aux premiers tarifs douaniers de Trump entraînant une baisse des exportations vers la Chine de 50 % ! Malgré leur diversification vers l'Union européenne, le Mexique et d'autres marchés asiatiques, les agriculteurs américains n'ont pas pu compenser entièrement la perte de la demande chinoise.

Le contrôle des exportations de terres rares comme mesures préventives à d'éventuels contrôle d'exports américaines de technologies

Un renforcement du contrôle des exportations des terres rares et certains matériaux comme le tungstène utilisé dans les industries électronique, aéronautique et de défense a également été mis en place. Le 3 décembre 2024, la Chine a annoncé qu'elle avait interdit l'exportation de gallium, de germanium et d'antimoine vers les États-Unis. Ces minéraux rares sont cruciaux dans le processus de fabrication des semi-conducteurs, des équipements militaires et pour un usage industriel général. Cette nouvelle mesure des autorités chinoises élargit les restrictions existantes qui étaient en place depuis juillet 2023 sur le gallium et le germanium, et depuis octobre 2023 sur le graphite (MyStratWeekly du 9 décembre 2024 : Terres rares : la Chine a ouvert un nouveau front dans la guerre technologique). Le but du contrôle des exportations de terres rares est de créer des distorsions dans les chaînes d'approvisionnement.

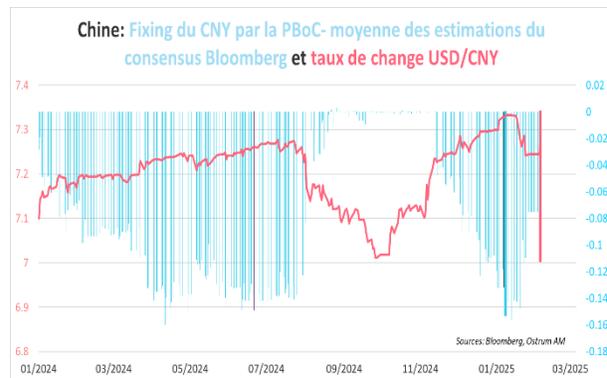
Enquêtes pour violation des lois anti-trust en réponse à l'interdiction de TikTok

La Chine a également lancé une enquête sur plusieurs entreprises américaines comme Google pour violation des lois antitrust ainsi que l'ajout d'entreprises américaines sur sa liste noire. Cela rappelle la « Entity List » de Washington qui interdit les liens commerciaux entre les entreprises américaines et chinoises (alliés compris). La Chine a visé des entreprises ayant d'importants intérêts financiers sur son sol.

Le yuan n'est plus une arme pour contrer les tarifs douaniers américains

Les opérateurs de marchés attendaient avec anxiété la réouverture des marchés financiers chinois fermés pour cause de nouvel an lunaire. C'est notamment le cours pivot du yuan contre dollar fixé par la PBOC qui a attiré toute l'attention. En effet, les opérateurs de marchés craignaient une dévaluation de la devise chinoise en réponse aux nouveaux tarifs douaniers américains.

La Chine n'a plus besoin de dévaluer sa devise comme en 2018 pour contrer les tarifs douaniers américains car elle est devenue la puissance manufacturière mondiale (35 % de la production manufacturière mondiale) indispensable dans les chaînes de production à travers le



monde à cause de ses biens intermédiaires à haute valeur technologique. Le message de la PBOC en maintenant le cours pivot du yuan inchangé à 7,17 est clair : la priorité est la stabilisation du yuan afin d'éviter les sorties de capitaux hors du pays.

Conclusion

La Chine est mieux préparée à un divorce que les États-Unis, eux-mêmes. La dépendance de son économie au commerce extérieur s'est considérablement réduite ainsi que celle vis-à-vis des États-Unis. La Chine a compensé en diversifiant ses partenaires commerciaux et en augmentant massivement ses investissements directs à l'étranger. Ces facteurs lui permettent d'être mieux préparée à une escalade de tensions commerciales. Sa riposte aux tarifs douaniers américains est multidimensionnelle créant un levier de négociation plus large. « Un œil pour œil, et le monde finira aveugle », avait dit Gandhi. Personne n'a intérêt à une escalade des tensions qui impactera sévèrement l'économie mondiale.

Zouhoure Bousbih

● **La revue des marchés****Des marchés immunisés contre Trump ?**

Les marchés résistent à la communication erratique de Trump. L'aplatissement des courbes engendrent un resserrement généralisé des spreads. L'assouplissement monétaire reste la règle malgré le statu quo de la Fed et l'orientation restrictive de la BoJ. La forte hausse de l'or constitue le seul message anxiogène.

La lecture du marché du travail va se compliquer pour la Réserve fédérale. La situation de l'emploi avec un taux de chômage en baisse à 4 % en janvier. La réduction attendue des flux migratoires va abaisser le seuil des créations d'emplois stabilisant le taux de chômage mais pèsera sur l'activité. Le gel des embauches publiques, voire les licenciements, réduiront l'emploi au cours des mois à venir. Cela étant, les pénuries de main d'œuvre feront réapparaître les tensions salariales. L'impact des tarifs sur les produits chinois sur l'inflation est incertain. Lorie Logan, Présidente de la Fed de Dallas, estime d'ailleurs que la neutralité sur les taux est déjà atteinte alors que Donald Trump entend assouplir la politique fiscale. Le statu quo monétaire projeté jusqu'en juin traduit ces incertitudes. En zone euro, la croissance faible et le durcissement des conditions de crédit l'emportent sur l'inertie de l'inflation (2,5 % en janvier). La BCE va poursuivre l'allègement vers la neutralité révisée à 1,75-2,25 %. La BoE abaisse son taux de 25 pb à 4,25 % avec deux votes en faveur d'un allègement de 50 pb. La révision baissière de la croissance prend le pas sur le relèvement de l'inflation prévue en 2025 (3,5 %). Catherine Mann change son fusil d'épaule pointant le risque haussier sur les prêts hypothécaires à politique constante.

Les rendements américains ont replongé sous 4,50 % la semaine passée dans un fort mouvement d'aplatissement. Le refinancement trimestriel du Trésor inchangé pour la période février-avril a rassuré les investisseurs et contribué à la surperformance du T-note contre swaps. Le statu quo monétaire de la Fed vise sans doute à limiter les anticipations d'inflation à moyen terme. La structure part terme des taux réels est à l'inverse très pentue. Le Bund s'approche de 2,30%. Les spreads se resserrent sur l'ensemble des marchés obligataires de la zone euro. Les swap spreads restent sous pression au bénéfice des dettes d'agence et covered bonds. Le swap spread à 10 ans se maintient en territoire négatif (-2 pb). L'accélération du QT de la BCE en janvier (-9 Mds € sur la dette allemande), voire le resserrement quantitatif mondial conjoint à la baisse du taux de dépôt, resserrent les swap spreads en zone euro. Sur les emprunts d'états, l'incertitude budgétaire s'atténue en France avec l'adoption d'un budget pour 2025 et un déficit de l'état plus faible qu'attendu en 2024 (5,4 %). L'OAT se resserre de 10 pb cette année, aidée aussi par l'environnement général favorable au risque. Le crédit reste peu volatil avec un spread moyen contre swap oscillant entre 80 et 90 pb. Le high yield plus cher ne surperforme plus l'IG.

Parallèlement, les marchés d'actions restent bien orientés. Le rebond de la technologie chinoise symbolise un changement de sentiment face aux géants américains engagés dans des investissements massifs dans l'IA. Le secteur bancaire et les ressources de base mènent la cote en Europe, les défensives (consommation de base, services publics) ne participent pas à la hausse.

Axel Botte

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	11-févr.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR Bunds 2a	2.04%	-1	-25	-4
EUR Bunds 10a	2.39%	-1	-21	+2
EUR Bunds 2s10s	34.4 bp	+0	+4	+6
USD Treasuries 2a	4.28%	+6	-10	+4
USD Treasuries 10a	4.51%	+0	-25	-6
USD Treasuries 2s10s	23.2 bp	-6	-14	-9
GBP Gilt 10a	4.46%	-3	-38	-11
JPY JGB 10a	1.32%	+7	-3	-5
EUR Spreads Souverains (10a)	11-févr.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
France	77 bp	+6	+3	-6
Italie	109 bp	-1	0	-6
Espagne	63 bp	+1	+2	-7
Inflation Points-morts (10a)	11-févr.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2%	0	-7	+7
USD 10a Inflation Swap	2.59%	0	-1	+13
GBP 10y Inflation Swap	3.58%	-3	-10	+5
EUR Indices Crédit	11-févr.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR Credit IG OAS	92 bp	-2	-9	-10
EUR Agences OAS	54 bp	-1	-7	-8
EUR Obligations sécurisées OAS	49 bp	-2	-7	-8
EUR High Yield Pan-européen OAS	310 bp	-11	-10	-8
EUR/USD Indices CDS 5a	11-févr.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
iTraxx IG	53 bp	-1	-6	-4
iTraxx Crossover	289 bp	-2	-31	-25
CDX IG	48 bp	0	-4	-2
CDX High Yield	297 bp	-2	-28	-15
Marchés émergents	11-févr.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	315 bp	-3	-5	-11
Devises	11-févr.-25	-1sem (%)	-1m(%)	2025 (%)
EUR/USD	\$1.030	-0.704	0.842	-0.4
GBP/USD	\$1.234	-1.146	1.364	-1.4
USD/JPY	JPY 152	1.527	3.541	3.6
Matières Premières	11-févr.-25	-1sem (\$)	-1m(\$)	2025 (%)
Brent	\$76.6	\$0.4	-\$2.3	3.1
Or	\$2 913.0	\$69.0	\$252.1	11.0
Indices Actions	11-févr.-25	-1sem (%)	-1m(%)	2025 (%)
S&P 500	6 066	1.20	4.11	3.1
EuroStoxx 50	5 358	2.69	7.66	9.4
CAC 40	8 006	1.93	7.74	8.5
Nikkei 225	38 801	0.73	-0.99	-2.7
Shanghai Composite	3 318	2.08	4.72	-1.0
VIX - Volatilité implicite	15.81	-15.09	-19.09	-8.9

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 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 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.

Achevé de rédiger le ...11/02/2025

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.

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 anonyme 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 S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, 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.



www.ostrum.com