

**Point sur le marché des
taux, change et matières
premières**

Commission Risques AFTE

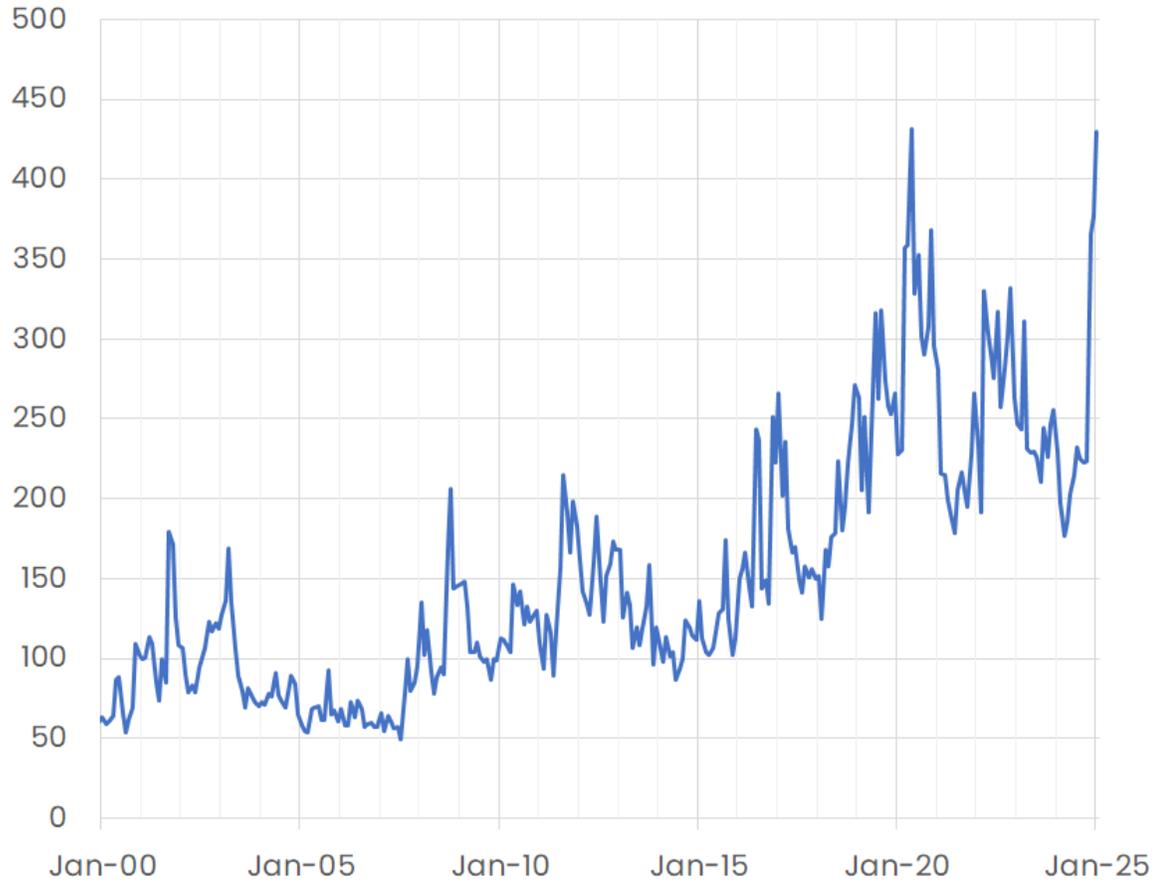
Avril 2025



Scénario macro 2025

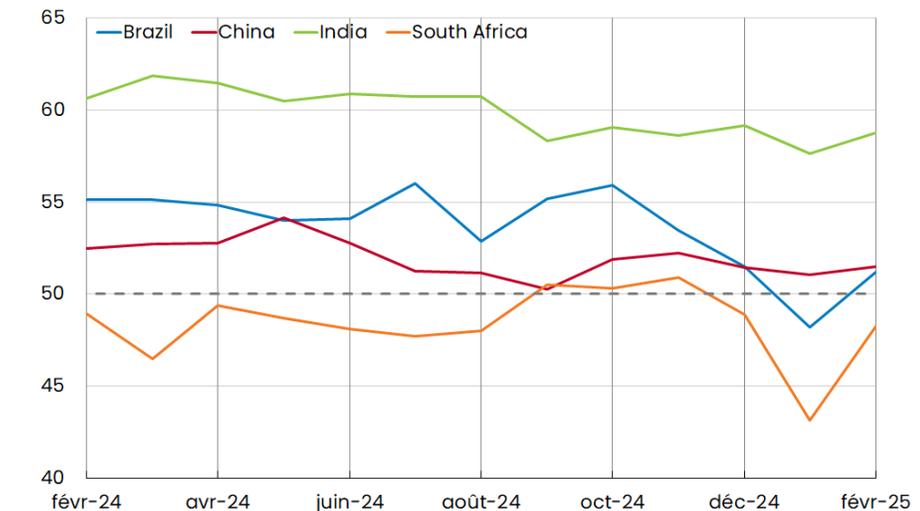
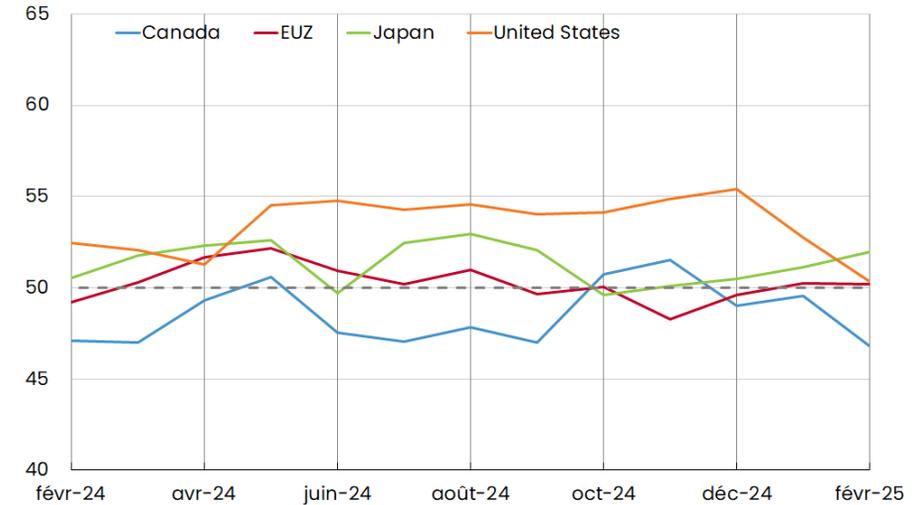
Situation macro au T12025: Des économies résilientes mais une montée de l'incertitude affectant la confiance

Global Economic Policy Uncertainty Index



Sources: EPU

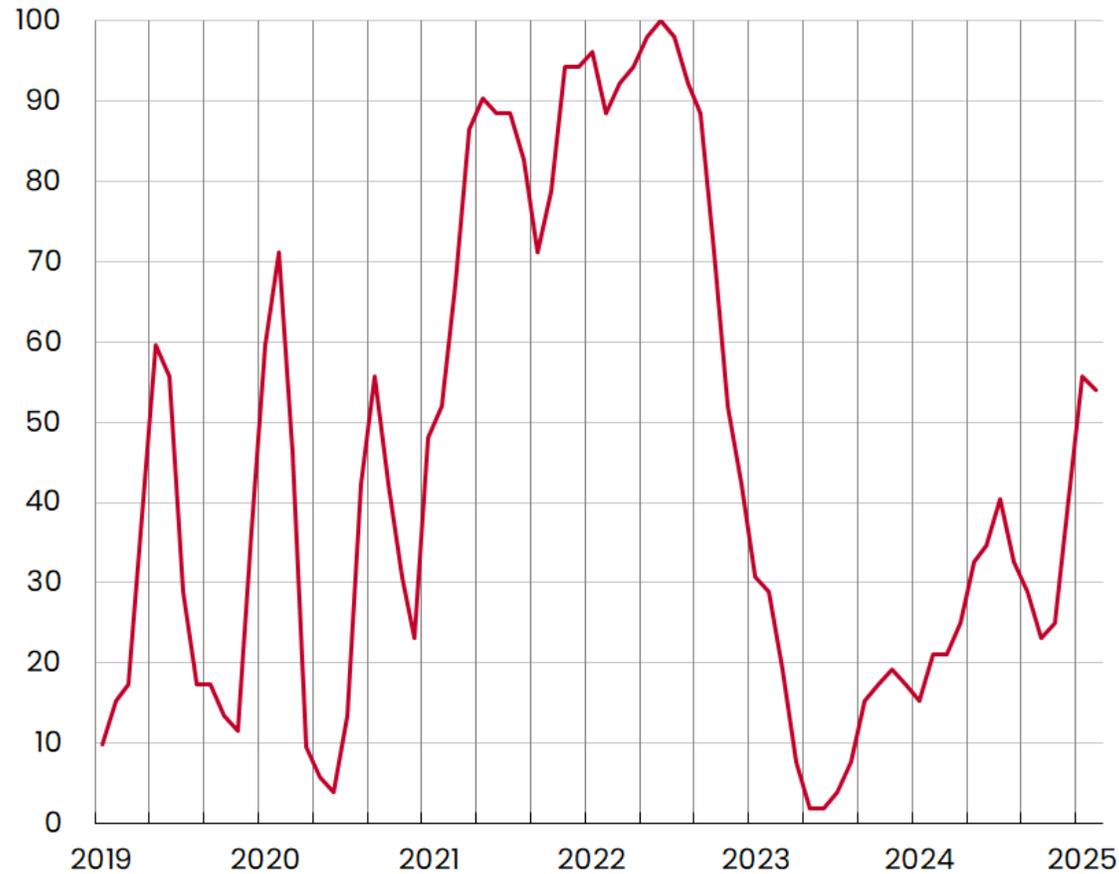
Indicateur Composite PMI



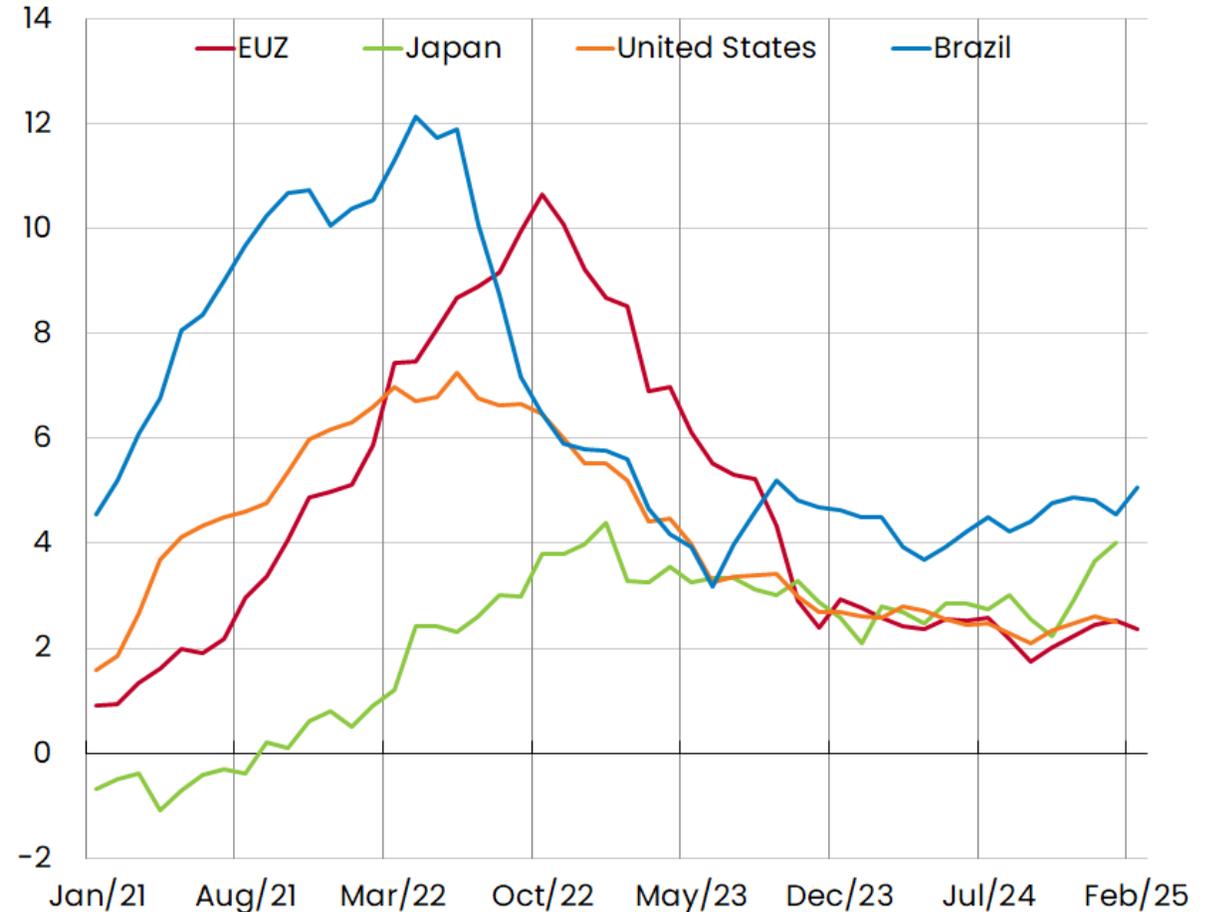
Sources: S&P Global

Situation macro au T12025: Des niveaux d'inflation stabilisés au-delà des cibles banques centrales, avec un risque haussier

Pourcentage de pays où l'inflation a augmenté par rapport au trimestre précédent



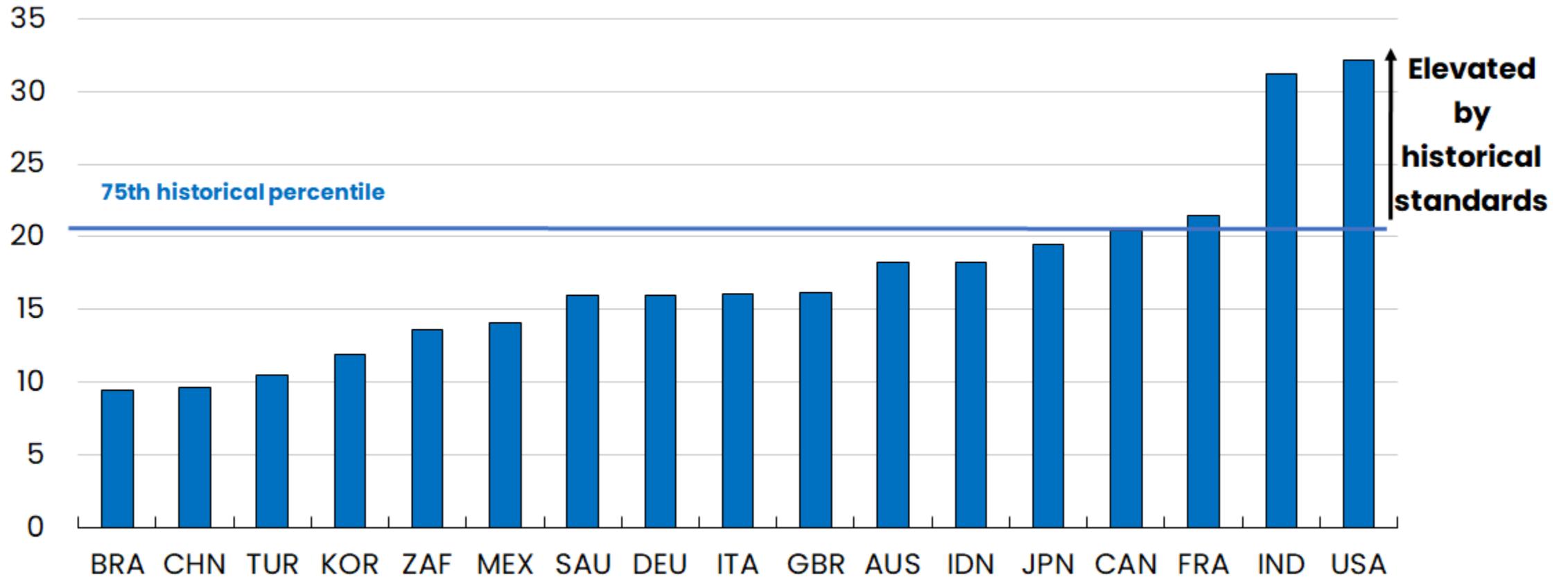
Inflation headline Y/Y, in %



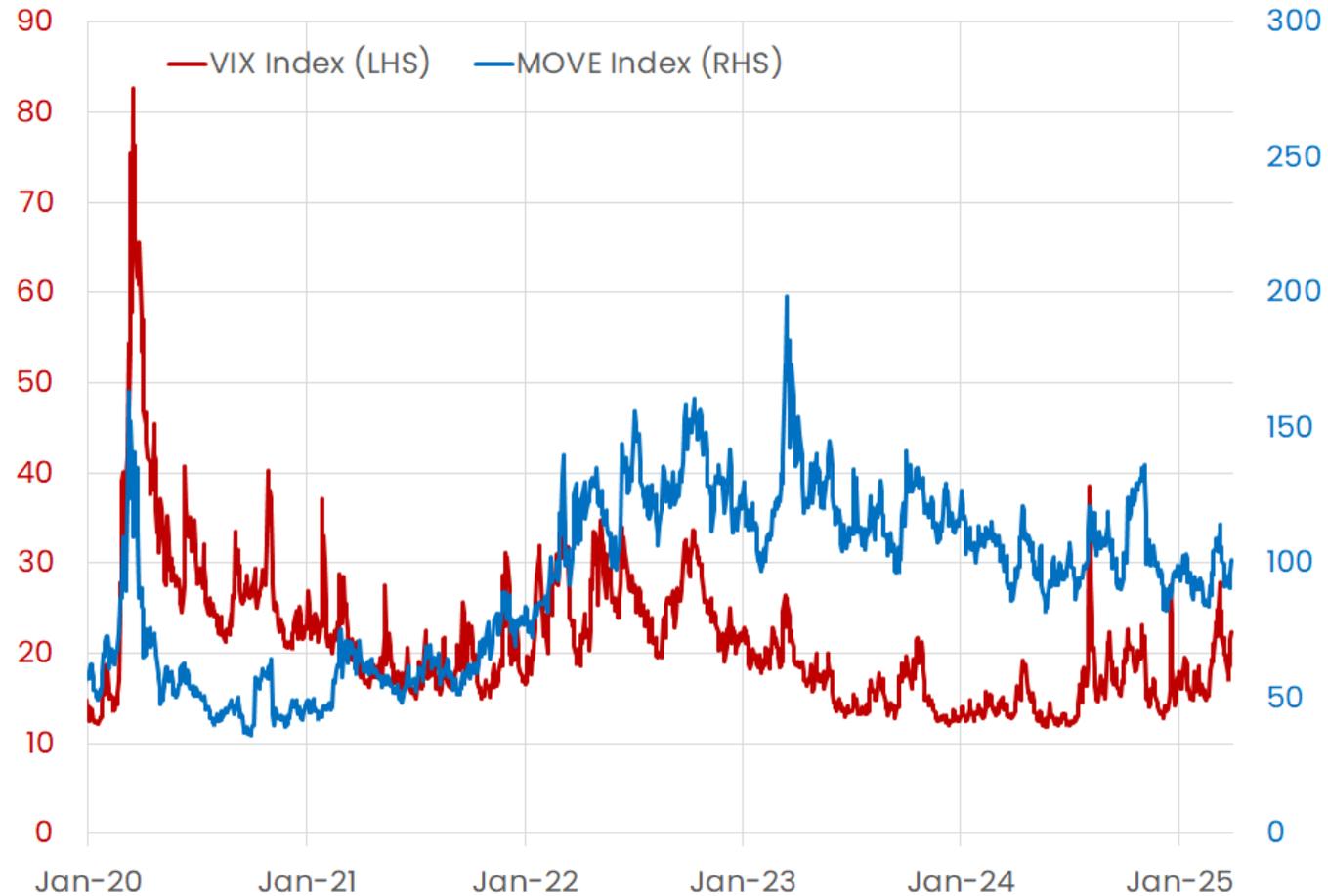
Situation macro au T12025: Une survalorisation des actifs risqués

Cyclically adjusted price-to-earnings ratios

Share price relative to historical earnings



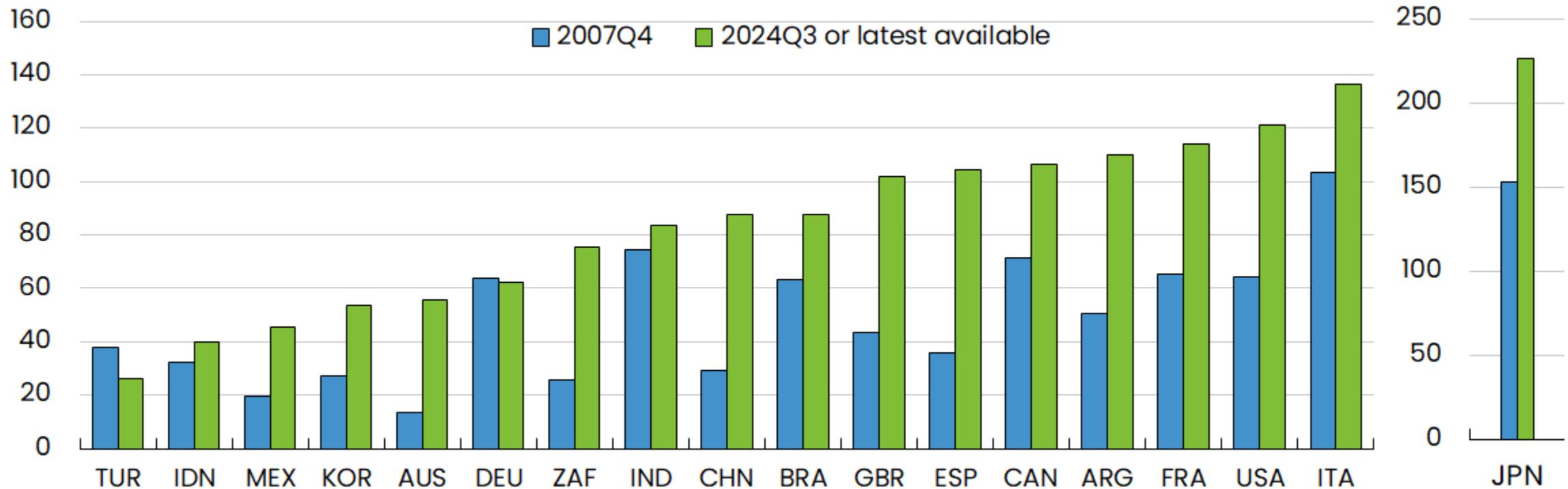
Indice de volatilité



Sources: TAC ECONOMICS Datalab

Situation macro au T12025: Un endettement élevé

Dette publique En % du PIB





Contexte géopolitique



Facteur Trump



Europe de la défense

Impact initial minimal des tarifs avant une possible escalade avec des mesures de réciprocité

- Les effets de la première vague de tarifs douaniers (25 % sur le Canada/Mexique, 20 % sur la Chine, potentiellement 10 % sur l'Europe, secteurs spécifiques) restent limités et absorbables pour les économies américaine (-0,3 point de PIB, +0,5 point d'inflation) et chinoise (-0,1 point de PIB, +0,1 point d'inflation).
- Cependant, ces tarifs entraîneront des perturbations importantes pour le Mexique et le Canada, et dans une moindre mesure pour l'Europe.
- L'impact de cette première vague doit être interprété comme un outil de négociation. Les tarifs sont avant tout un levier stratégique pour Trump afin d'obtenir des concessions politiques et économiques, tout en affichant une posture de fermeté.
- Les modèles sont à prendre avec recul car ils sous-estiment l'impact des tarifs. Leur effet dépend des ajustements des entreprises, et les incertitudes liées aux représailles, aux variations de change et aux changements de politique compliquent les prévisions.
- La véritable menace tarifaire commencera le 02 avril, avec les négociations suite (si?) à l'application des tarifs réciproques.

Impact of Targeted Tariff Policies (25% Mexico/Canada, 10% China/EU) on growth and inflation

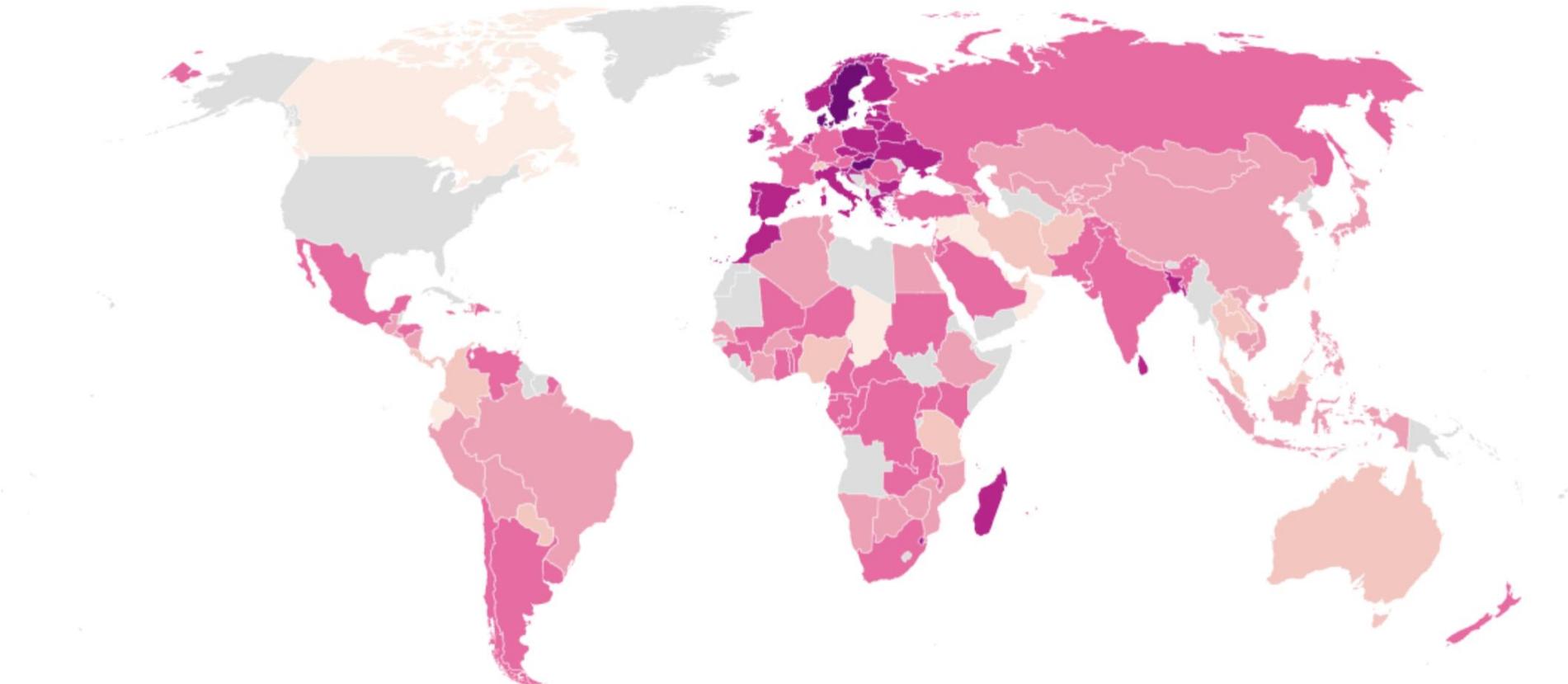
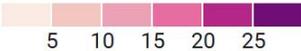
Average of General Equilibrium Model Estimates

Country	Tariffs Applied	Impact on GDP growth	Impact on inflation
United States	25% on Canada & Mexico, +10% on China	-0.3% pp	+0.7pp
China	Retaliatory tariffs on U.S. imports, trade shift to EU, Mexico, and Vietnam	-0.1% pp	Limited inflation impact due to diversified import sources
Eurozone	10% on EU imports, potential retaliation	-0.4 pp	+0.4 pp
Mexico	25% on all imports, with U.S. retaliation	-2% to -6% if a full trade war occurs with the U.S.	Significant price increases due to dependence on U.S. imports
Canada	25% on all imports, with U.S. retaliation	-1.6% to -3.7% GDP decline	Inflationary pressure due to gradual pass-through of costs to consumers

Sources : Bouet, Sall & Zheng (2024) CEPII, Ai et al. (2025), Saussay (2024) LSE, Clausing & Lovely (2024) Tax foundation, Budget Lab (2025), Boston Fed (2025)

Figure 1. Change in Effective Tariff Rate Under Illustrative "Reciprocal" Tariffs

Percentage point increase



Map: The Budget Lab • Source: GTAP v7 [Corong et al. (2017)], USITC, OECD, The Budget Lab analysis • Created with Datawrapper

L'économie américaine ferait face à un ralentissement de la croissance et à une hausse de l'inflation en raison des tarifs réciproques

Table 1. Summary Economic & Fiscal Effects of Illustrative "Reciprocal" Tariffs*

	Conventional Score****					Add'l Dynamic Effects in Equilibrium		
	2025-34		In Equilibrium			Change in 2025 Q4-Q4 Real GDP Growth (p.p.)	% Change in Medium-to-Long Run Real GDP Level	Add'l 2026-35 Dynamic Revenue Effects (\$bn)
	\$billions	% of GDP	% Change in PCE Price Level*	Decline in Average Real Disposable Income per Household (2024\$)**	Add'l Effective Tariff Rate (p.p.)***			
No Retaliation	\$3,515	0.9%	1.66%	-\$2,721	13.1	-0.6	-0.33%	-\$213
Retaliation	2,659	0.7%	2.07%	-3,401	13.0	-1.0	-0.60%	-387

* Assumes US tariff hike equal to each country's tariff spread with the US plus each country's VAT/consumption tax rate ** Pre-substitution. *** Post-substitution. **** Under relaxed conventional assumptions.

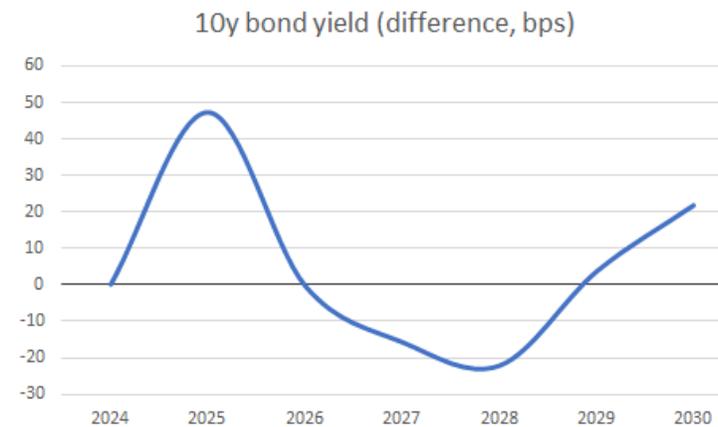
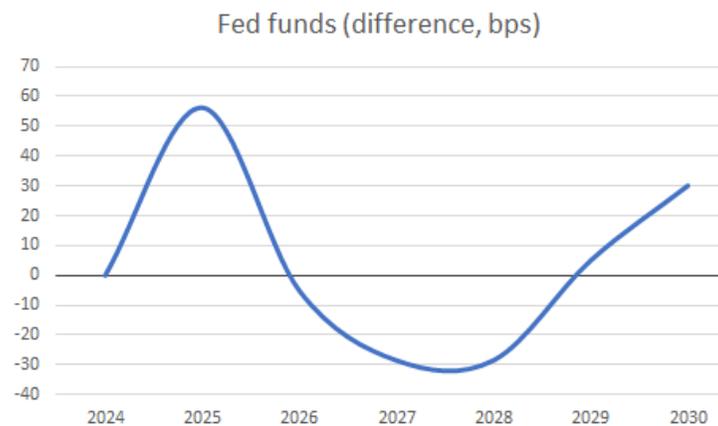
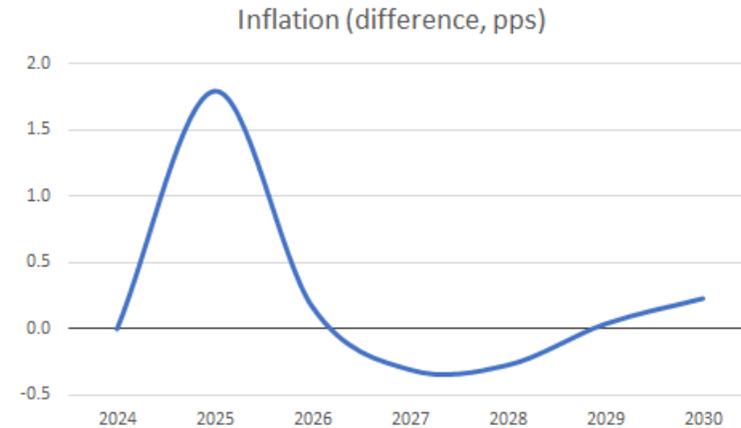
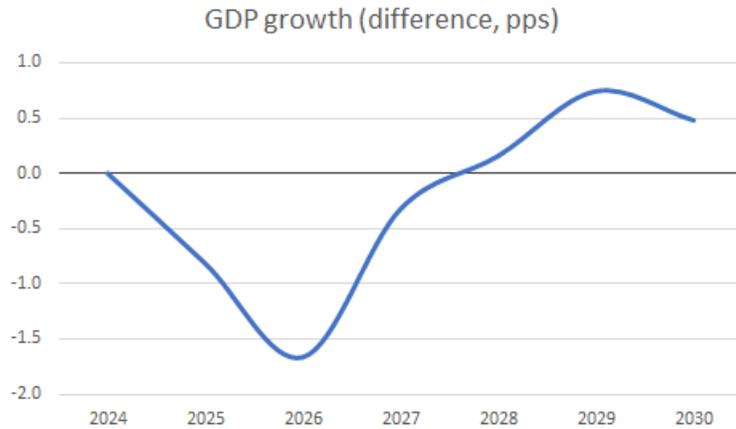
Table: The Budget Lab • Source: Congressional Budget Office, GTAP v7 [Corong et al (2017)], The Budget Lab analysis. • Created with [Datawrapper](#)

- L'impact sur le PIB des premiers tarifs reste contenu, avec un effet direct des mesures tarifaires (baisse de la croissance de 0,6 à 1,0 point en 2025) qui pourrait être atténué par un soutien budgétaire, notamment une prolongation du TCJA (Tax Cuts and Jobs Act), ce qui soutiendrait les revenus des ménages et l'investissement des entreprises.
- Les tarifs réciproques entraîneraient une hausse de l'inflation américaine de 1,7 à 2,1 %.
- Bien que plusieurs forces désinflationnistes soient à l'œuvre pour 2025 (appréciation du dollar, baisse des prix du pétrole, ralentissement des loyers), l'inflation devrait repartir à la hausse au second semestre 2025 et en 2026, d'autant que les anticipations d'inflation sont déjà orientées à la hausse.
- La réaction de Trump à une éventuelle insatisfaction des électeurs, ainsi que la position de la Fed, seront déterminantes pour évaluer les perspectives 2025/2026.

Au delà du scénario "central, consensual", quels autres scénarios US dans l'incertitude?

Scenario Trump full speed

Assumptions: Reciprocal tariffs application, inflation shock and low confidence affecting activity, budgetary adjustment



- Selon plusieurs études, les multiplicateurs budgétaires varient entre 0,3 et 0,9, en fonction de la structure des investissements et de la capacité d'un pays à développer une production nationale. L'effet sur la croissance dépend donc largement du contenu en importations et du mode de mise en œuvre (calendrier, ciblage) des dépenses.
- Dans un scénario central, avec un multiplicateur de 0,3 pour la défense et de 1,2 pour les infrastructures, la croissance du PIB allemand serait rehaussée de 0,3 à 0,5 point en 2025, puis de 0,8 à 1 point en 2026, pour atteindre 1,7 à 1,8 point en 2027 et 2028. À plus long terme, le PIB serait supérieur de 4,5 % en 2028 et d'environ 12 % en 2035, soulignant l'impact significatif des plans d'investissement, notamment à travers les infrastructures.
- À l'échelle de la zone euro, l'effet sur la croissance resterait plus modéré à court terme, car près de 80 % des dépenses de défense de l'UE sont aujourd'hui tournées vers des fournisseurs extérieurs à l'Union.
- Toutefois, une coordination accrue des plans d'investissement et une hausse des dépenses en recherche et développement pourraient, avec le temps, renforcer les multiplicateurs budgétaires. D'après l'Institut de Kiel, une augmentation des dépenses de défense équivalente à 1 % du PIB pourrait accroître le potentiel de croissance de long terme de 0,25 %, à condition qu'une part suffisante soit allouée à la R&D.

1. Le scénario central qui se dessine est celui d'un scénario de stagflation aux Etats-Unis.
2. L'incertitude Trump ne s'arrêtera pas à l'annonce des politiques tarifaires, la dérive autocratique des Etats-Unis ne doit pas être minimisée et suggère une approche Trump plus idéologique que pragmatique. Cette imprévisibilité suggère une volatilité plus élevée permanente et des ajustements significatifs sur les classes d'actifs.
3. Une reprise en Zone Euro soutenue par les investissements en défense/infra, qui mettra du temps à se matérialiser sur le PIB, mais soutiendrait la dynamique de la Zone à travers la confiance en 2025.
4. Au-delà de 2025, les hypothèses de récession/ajustement significatifs de marchés doit être intégré comme une hypothèse de risque.
5. La combinaison de nécessité d'investissement significatifs (défense, climat), de facteurs permissifs d'une inflation plus élevée et d'un ajustement des primes de risque plaident pour des taux longs plus élevés à terme.

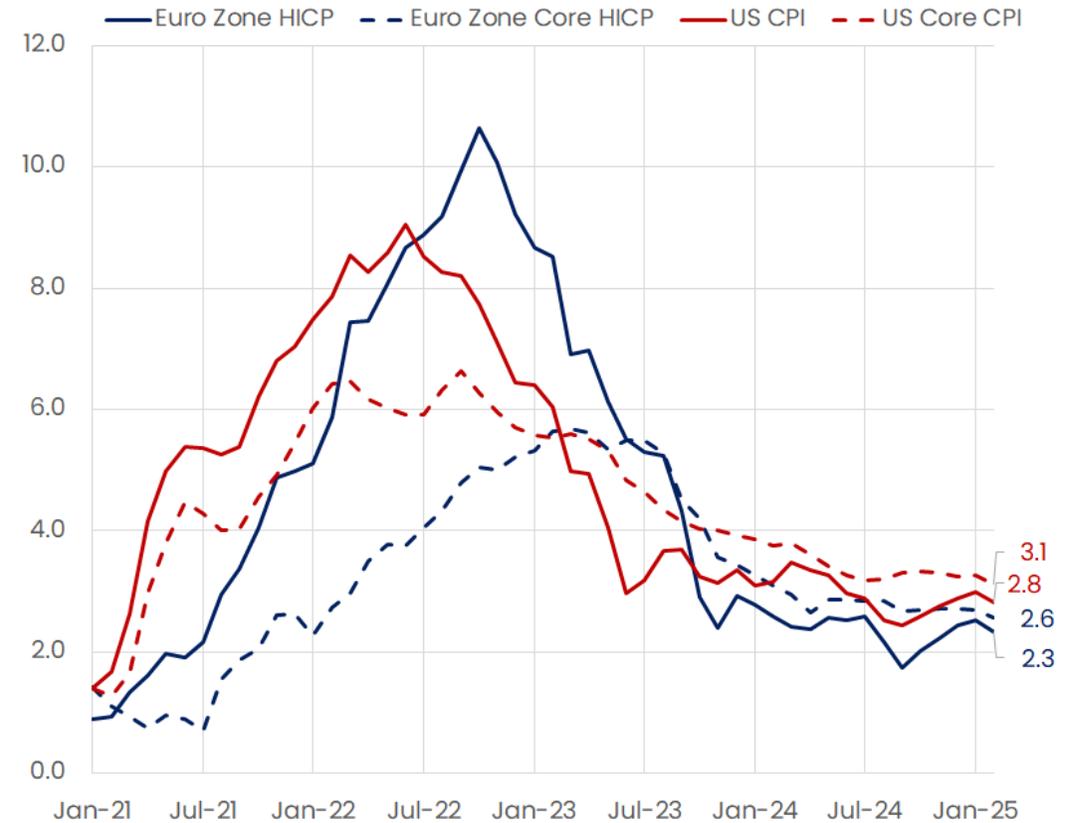
Taux d'intérêt

Une bascule du sentiment de l'activité US/EUZ avec une stabilisation de l'inflation au delà des cibles banques centrales

Citi Economic Surprise Index EUZ/US



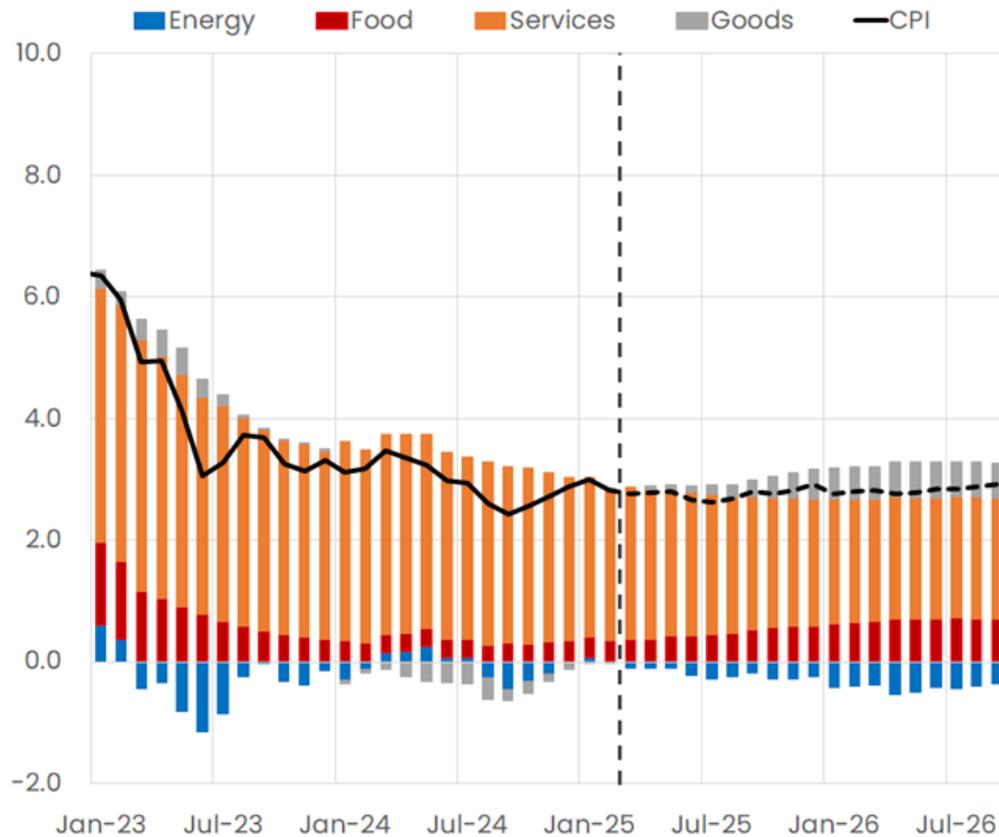
Headline and core inflation EUZ/US



Source: TAC ECONOMICS

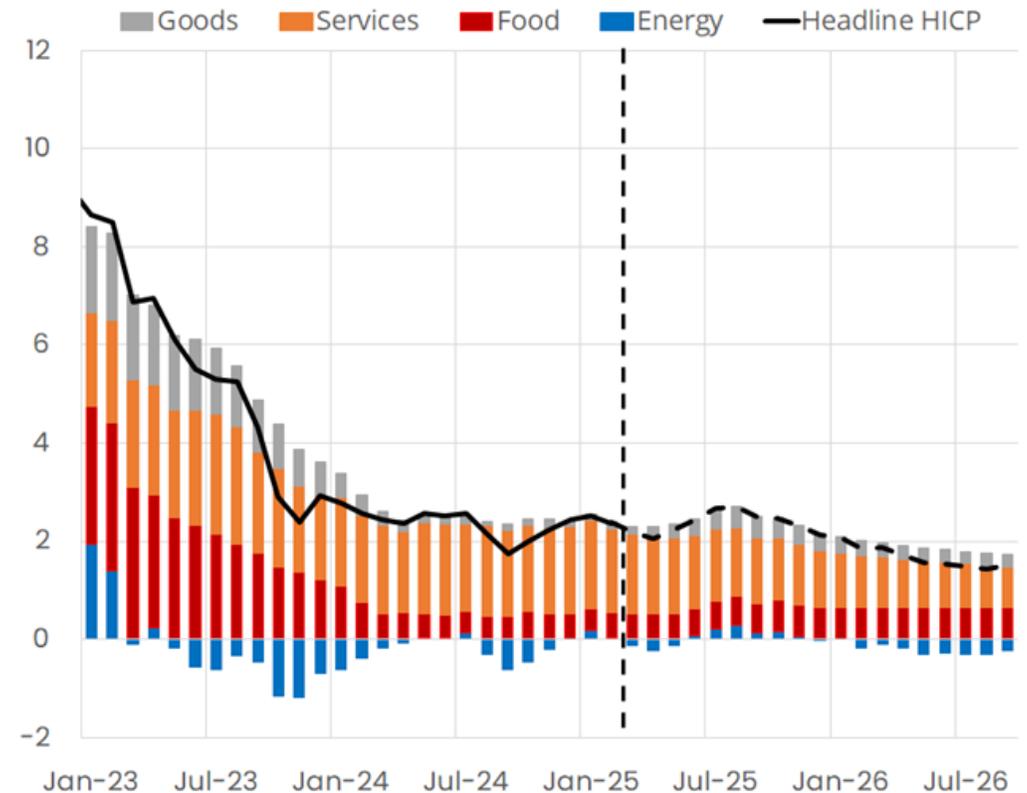
Le scénario 2025 suggère une poursuite de ce mouvement avec une décélération de l'éco US/ (légère) accélération EUZ et une reprise de l'inflation

US headline inflation (Y/Y, in %)



US CPI perspectives at 2.9% in 2025 and 3.0+ in 2026

EUZ Headline inflation projections
Y/Y in % and pp



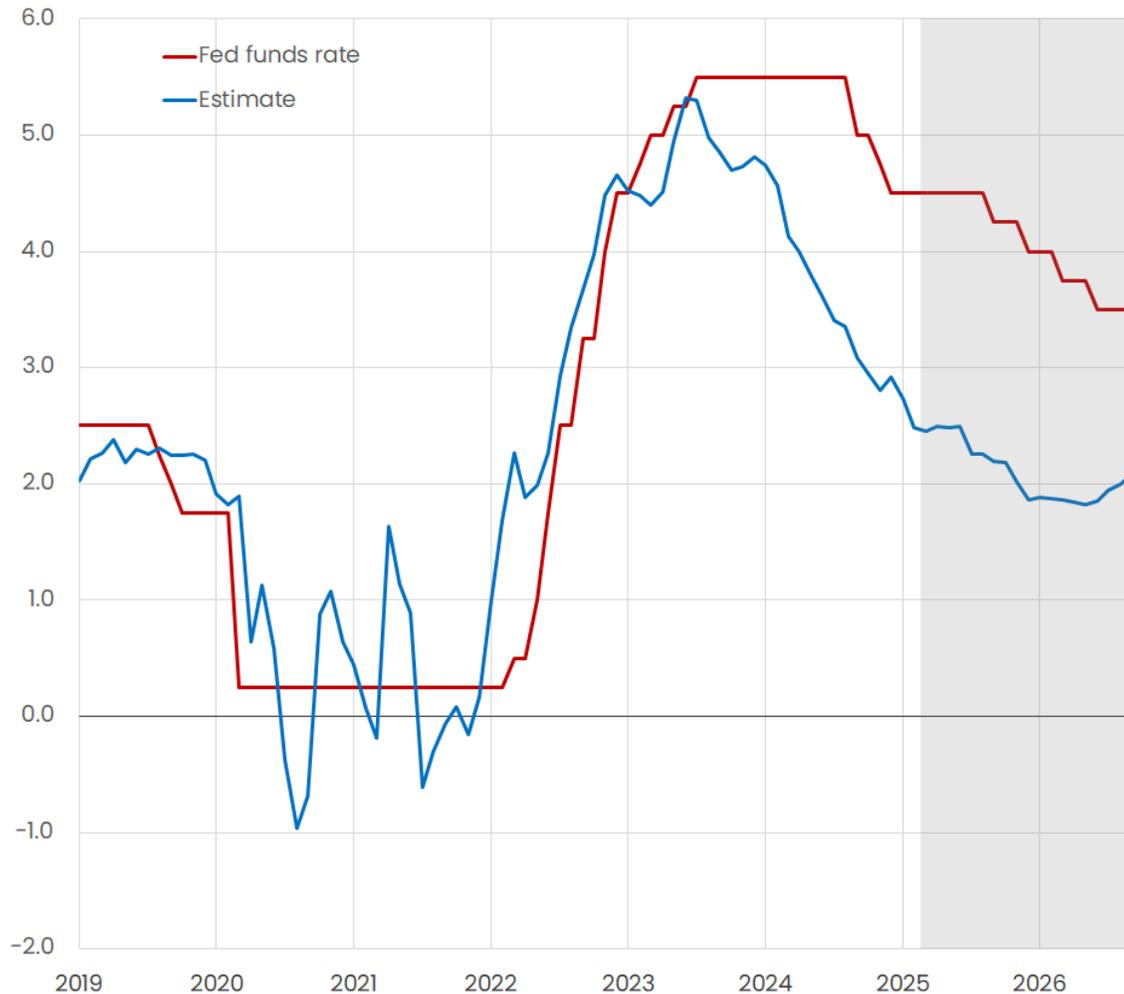
EUZ CPI perspectives at 2.4% in 2025 and 1.7+ in 2026

Source: TAC ECONOMICS Datalab

Une poursuite de l'assouplissement monétaire BCE face à une Fed en attente compte tenu de la contrainte ralentissement croissance/hausse inflation

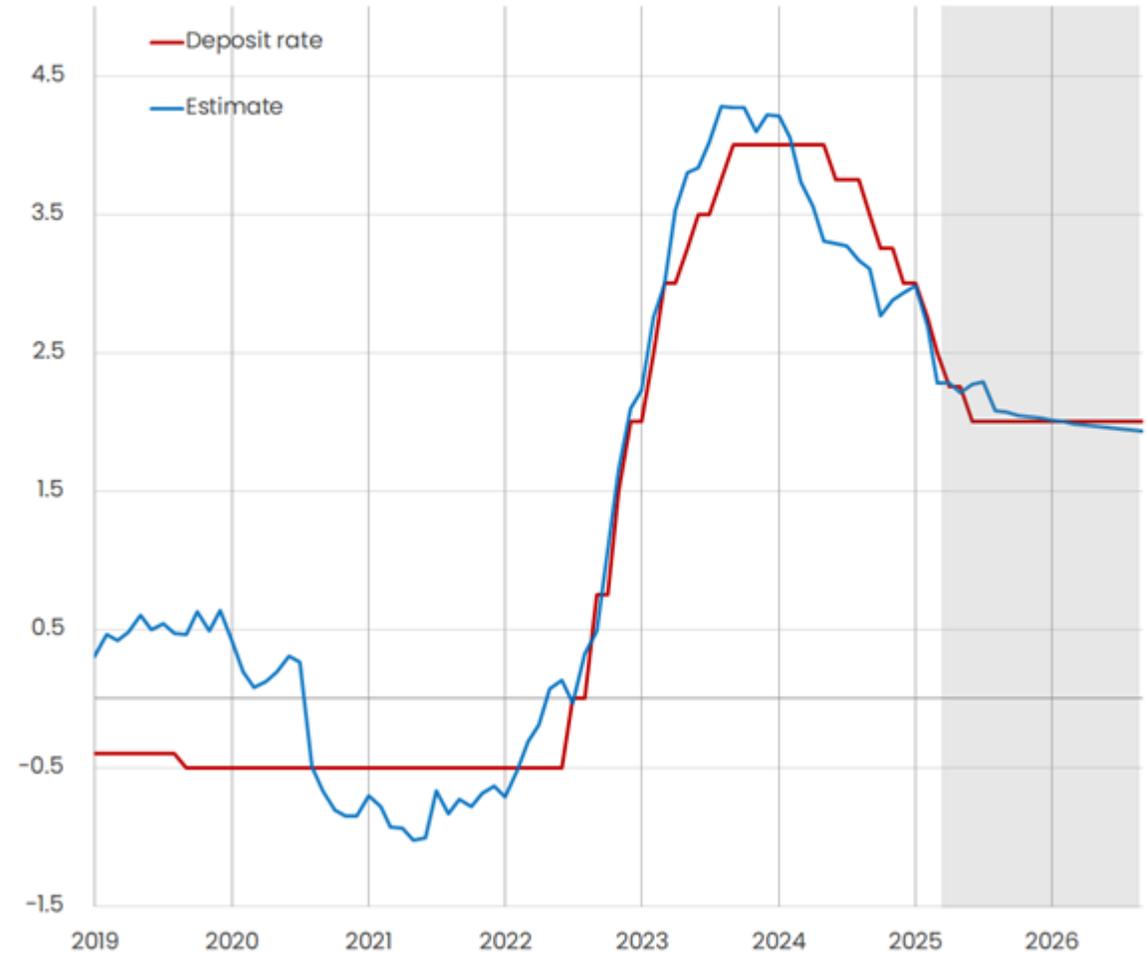
FED policy rate projection

In %



ECB Deposit rate projection

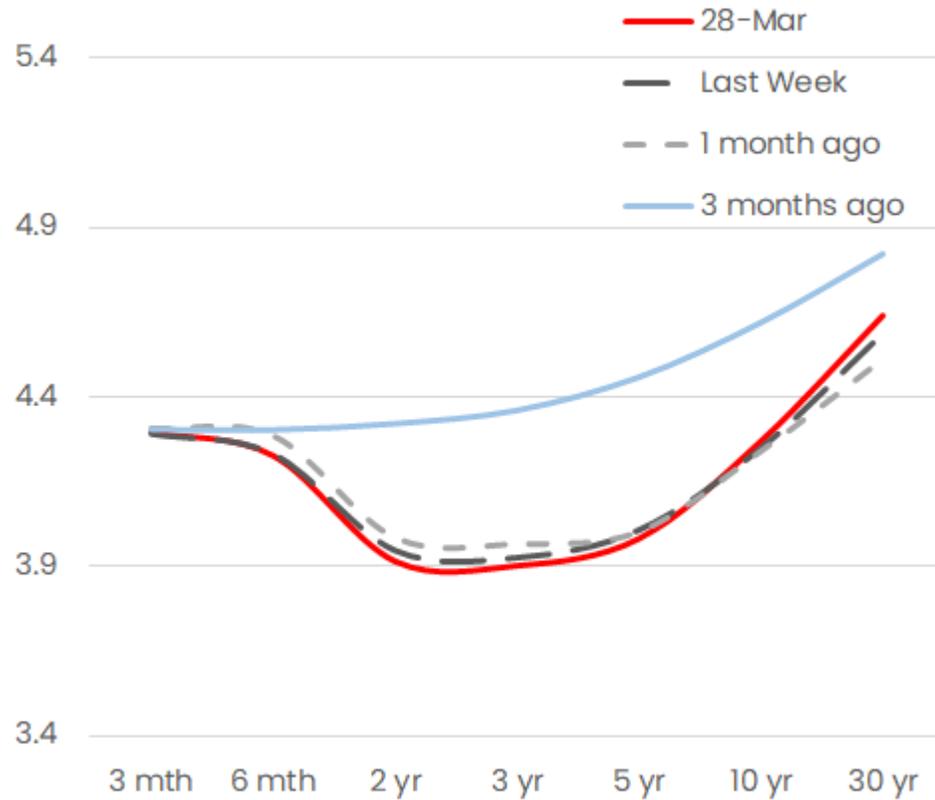
In %



Un ajustement des courbes de taux suite à la reprise de la prime de terme EUZ vs craintes sur le scenario de croissance US

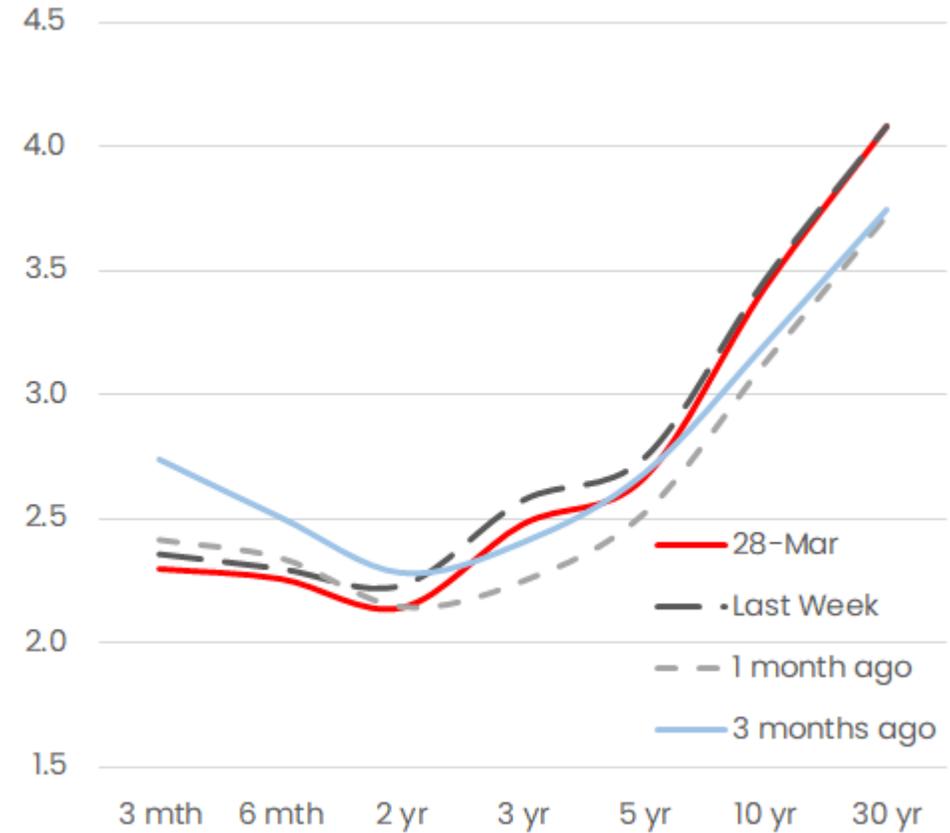
US bond yield curve

In %



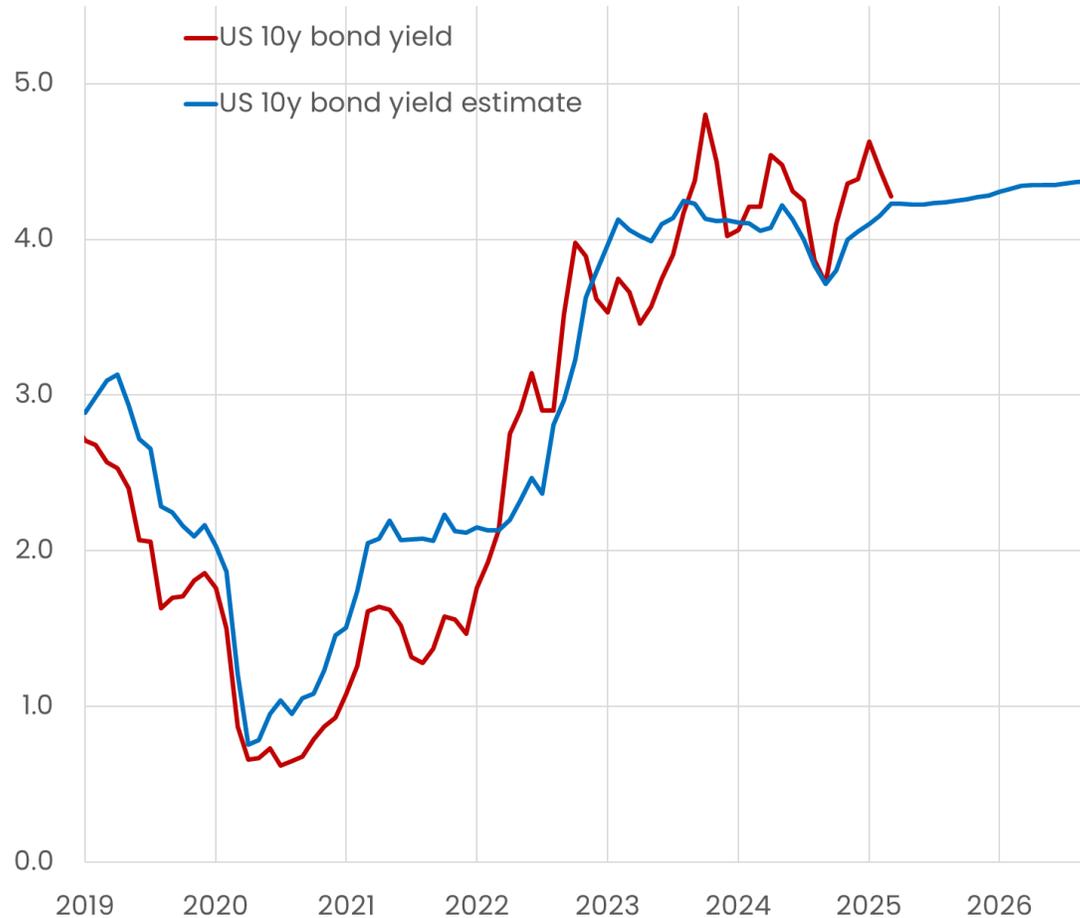
France bond yield curve

In %

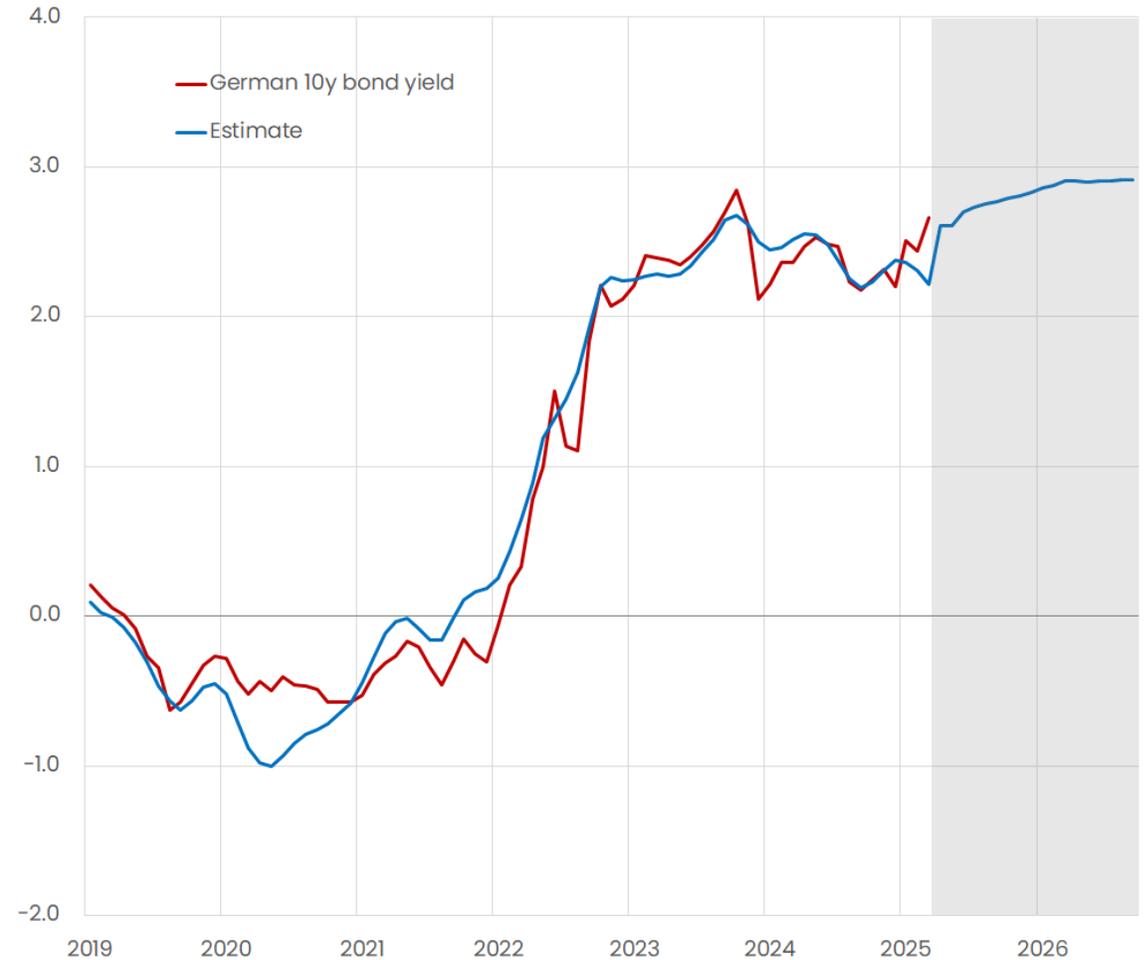


Biais haussier plus marqué sur les taux EUZ avec un questionnement quant à la trajectoire des taux US dans un scénario de derive politique

US 10y bond yield projections In %

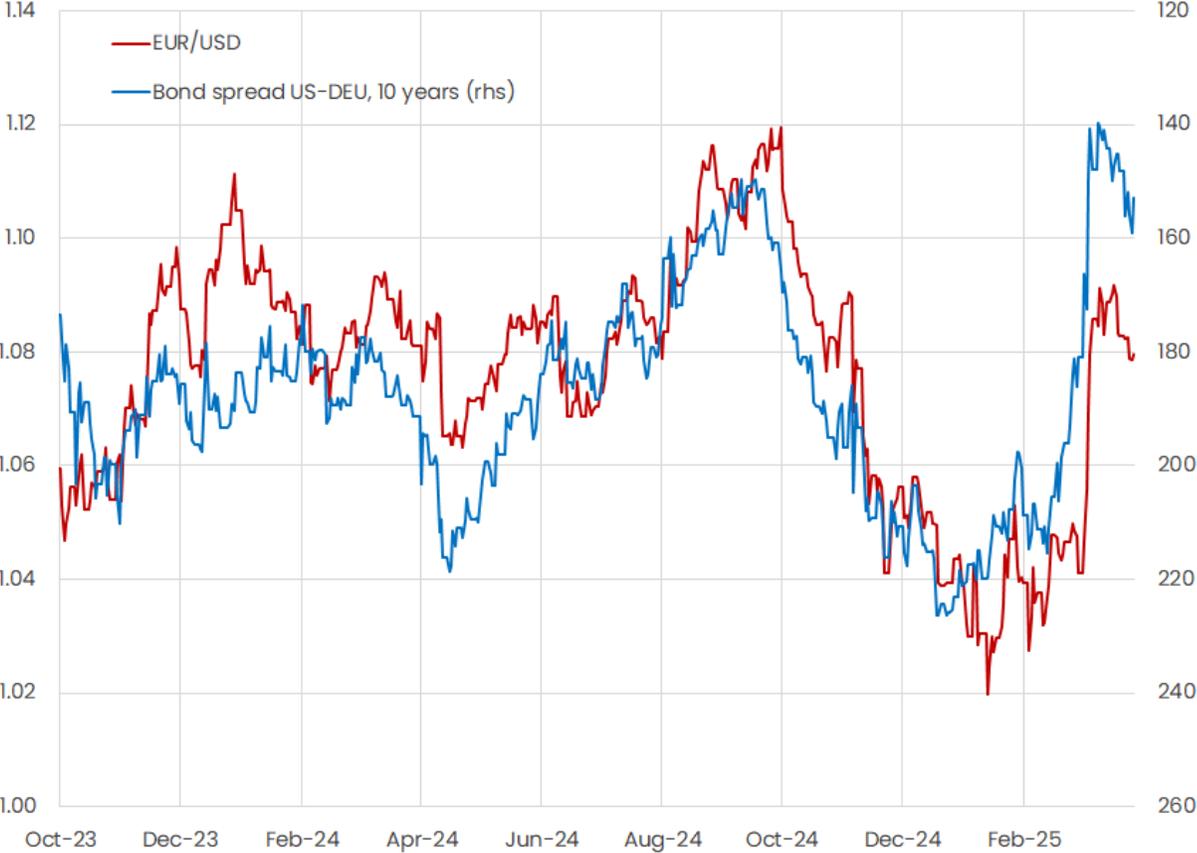


German 10y bond yield projections In %



FX analysis

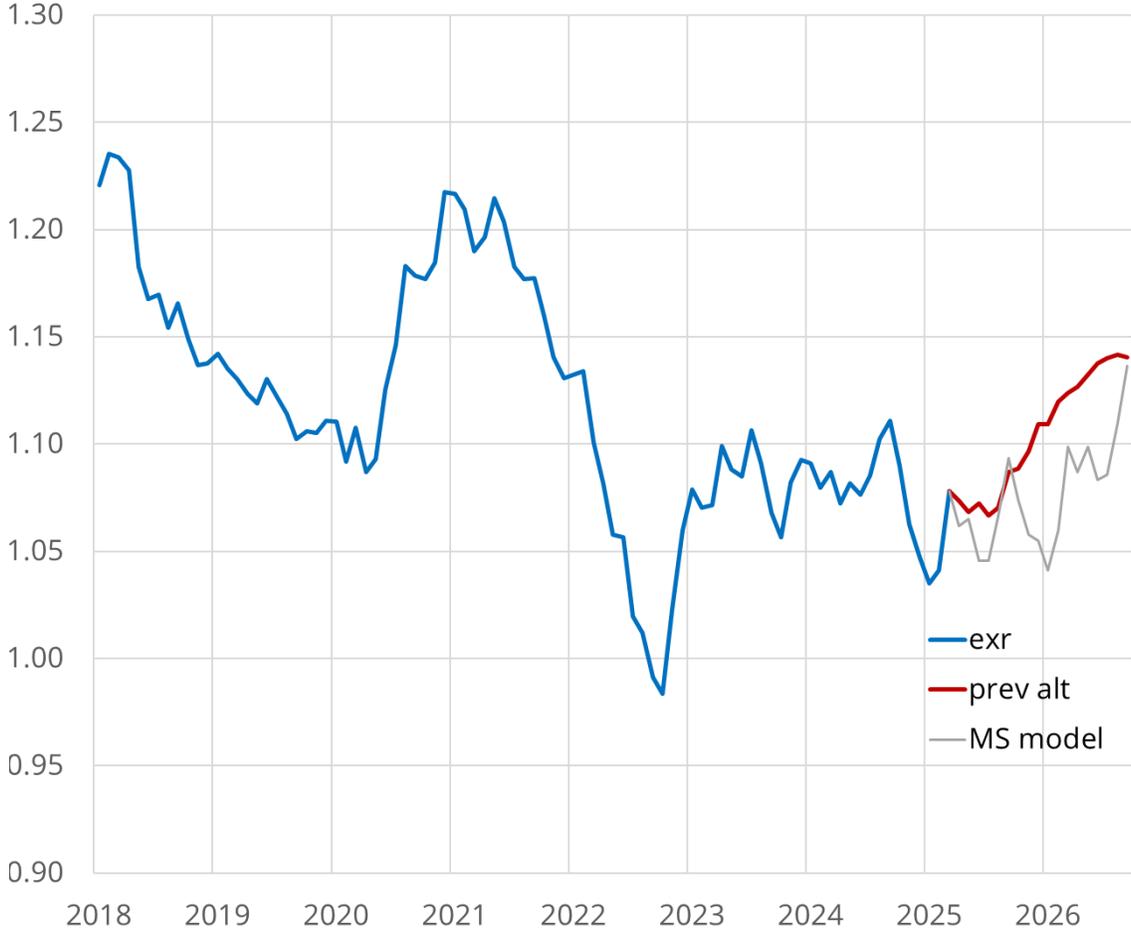
Relation between EUR/USD and 10y bond yield differential



Relation between EUR/USD and 10y bond yield differential

	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3	
Real GDP growth (y/y %)									
USA	2.5	2.2	1.7	1.0	0.6	0.8	0.8	1.1	
EUZ	0.9	1.0	1.0	0.9	1.0	1.2	1.5	1.7	
<i>Difference</i>	<i>1.6</i>	<i>1.2</i>	<i>0.7</i>	<i>0.1</i>	<i>-0.4</i>	<i>-0.4</i>	<i>-0.7</i>	<i>-0.6</i>	→ <i>In favor of EUR appreciation</i>
CPI inflation (y/y %)									
USA	2.7	2.9	2.8	2.8	3.0	3.0	3.0	3.1	
EUZ	2.2	2.3	2.2	2.6	2.3	1.9	1.6	1.5	
<i>Difference</i>	<i>50</i>	<i>51</i>	<i>51</i>	<i>16</i>	<i>70</i>	<i>107</i>	<i>140</i>	<i>162</i>	→ <i>In favor of EUR appreciation</i>
10-year bond yield (bp)									
USA	4.3	4.5	4.2	4.2	4.3	4.3	4.3	4.4	
EUZ	2.3	2.6	2.6	2.7	2.8	2.9	2.9	2.9	
<i>Difference</i>	<i>202</i>	<i>188</i>	<i>159</i>	<i>149</i>	<i>146</i>	<i>144</i>	<i>145</i>	<i>146</i>	→ <i>In favor of EUR appreciation</i>

EUR/USD Projections



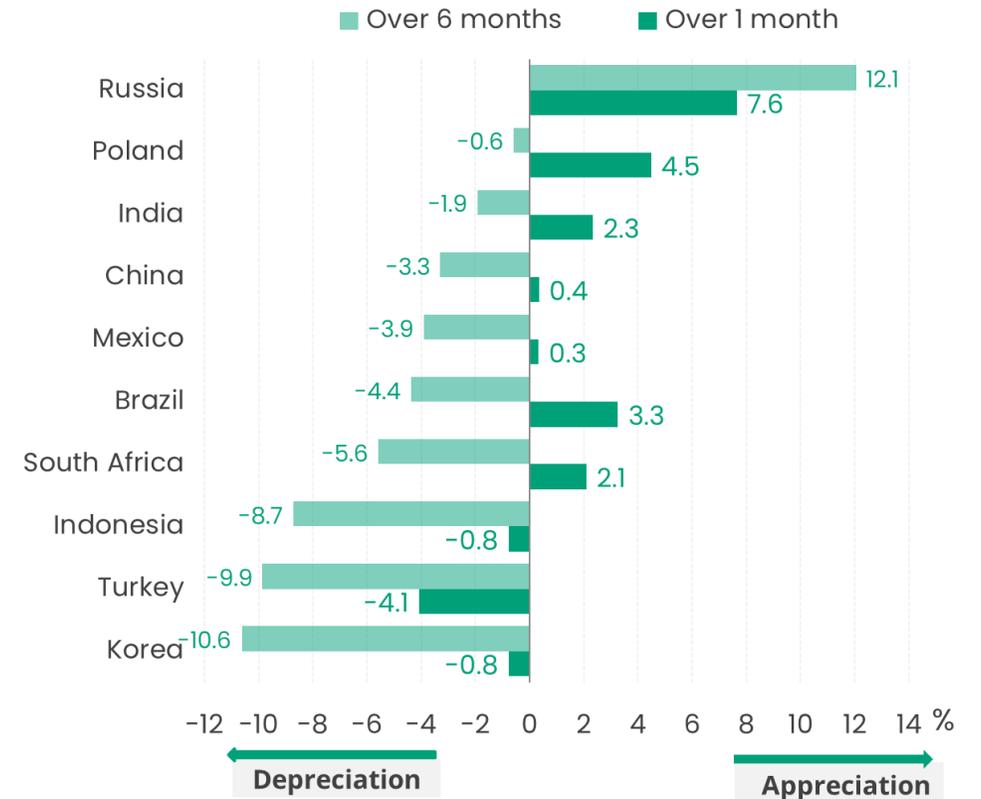
Evolution des taux de change émergents

Nominal Emerging Market Economies US Dollar Index
Jan. 2024 = 100



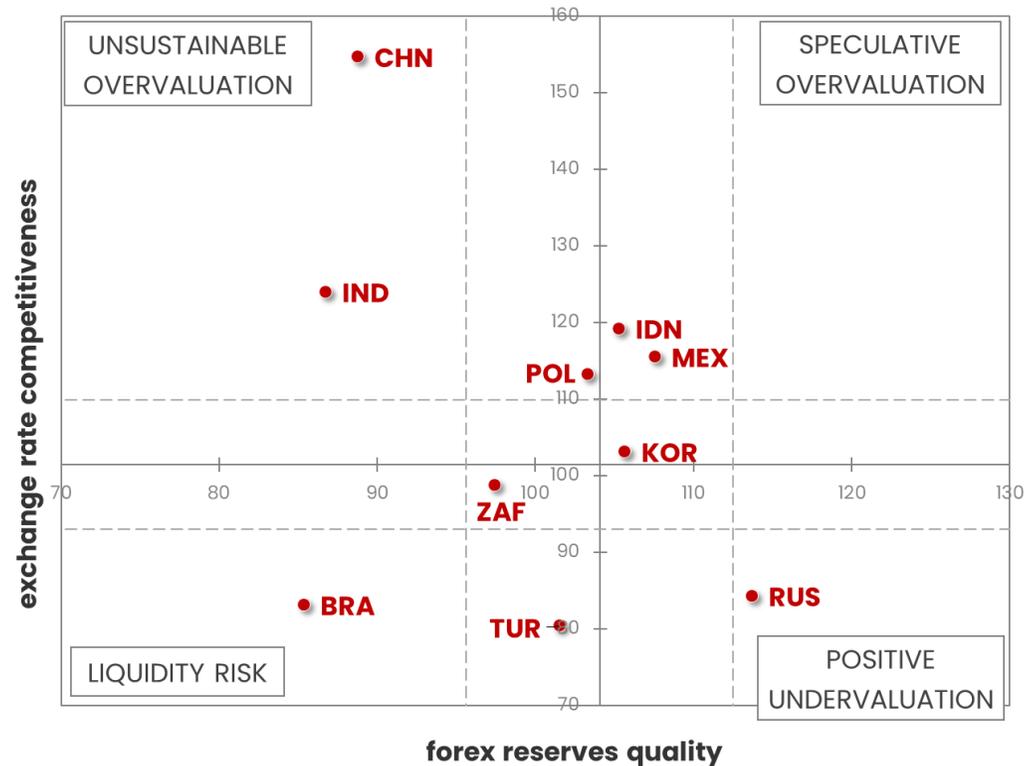
Source: TAC ECONOMICS Datalab

Nominal Exchange Rate against USD
Change in % as of Mar. 31, 2025



Foreign Exchange Balance

The Foreign Exchange Balance looks at the relative competitiveness of the currency as well as at the dynamics of official foreign currency reserves.

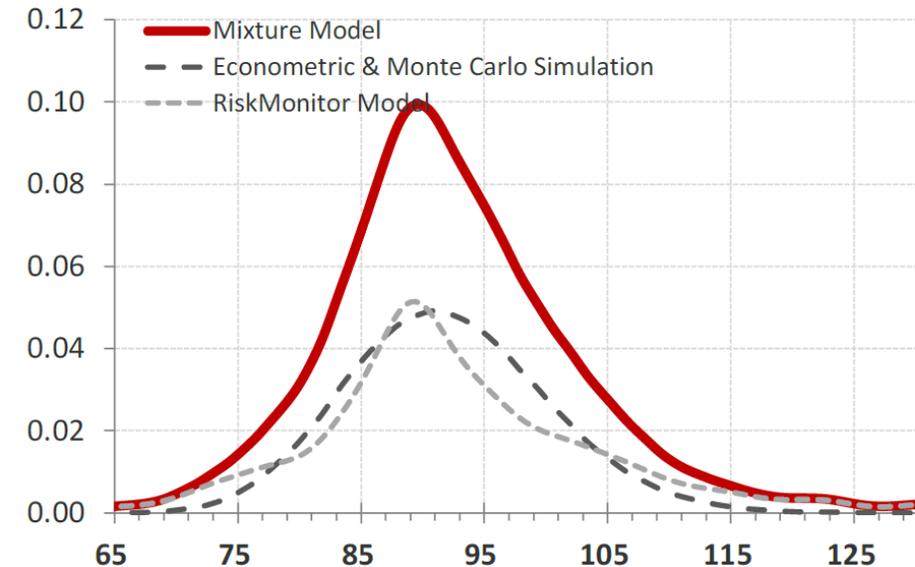


Source: TAC ECONOMICS Datalab

Monte Carlo Simulation

Probability density
Indian Rupee (/ EUR)
Confidence intervals 18 months ahead - June 2026

	75%	80%	85%	90%	95%	99%
High	100.8	102.0	103.4	105.3	108.2	114.3
Low	82.1	81.1	79.9	78.3	76.0	71.5
	Mean: 92.0		Mode: 91.1		Std dev 8.3	



Matières premières

Evolution globale par classe de matières premières

Commodity Price Index

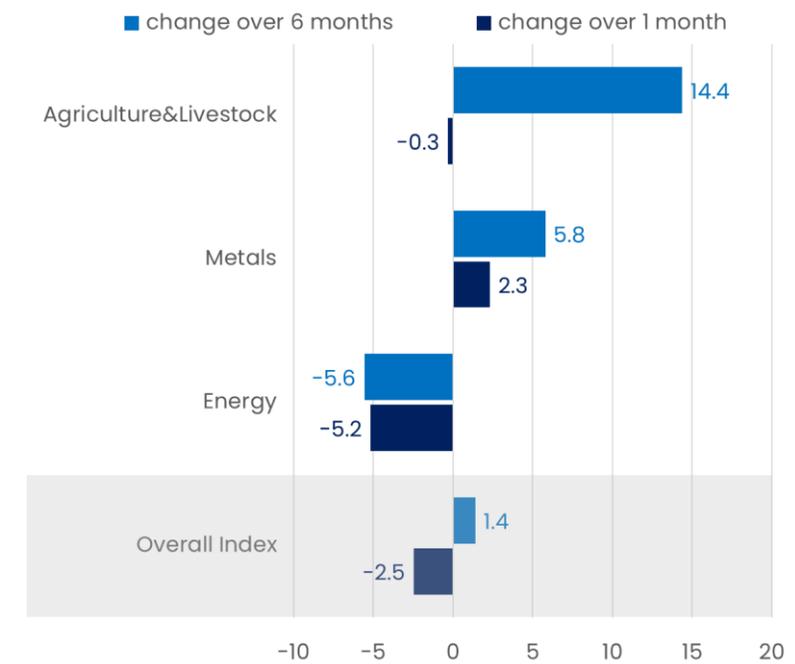
Since 2008



Since 2020



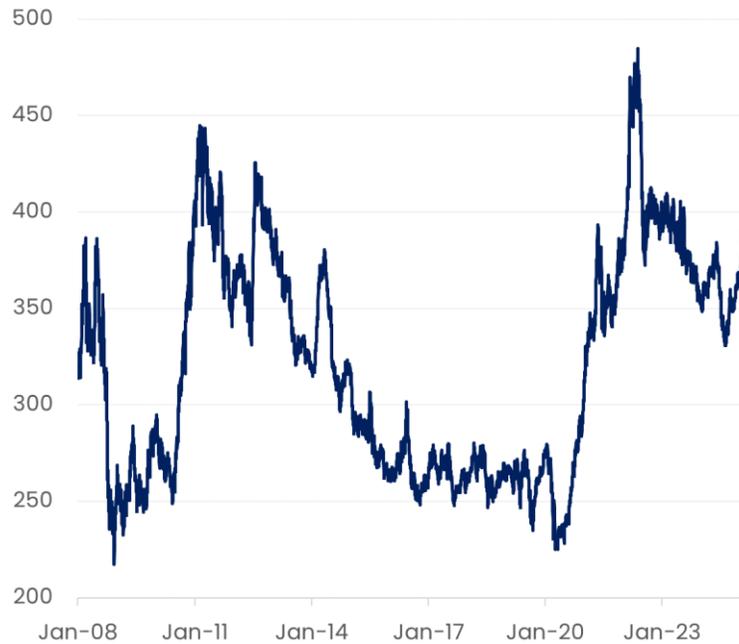
Change by category



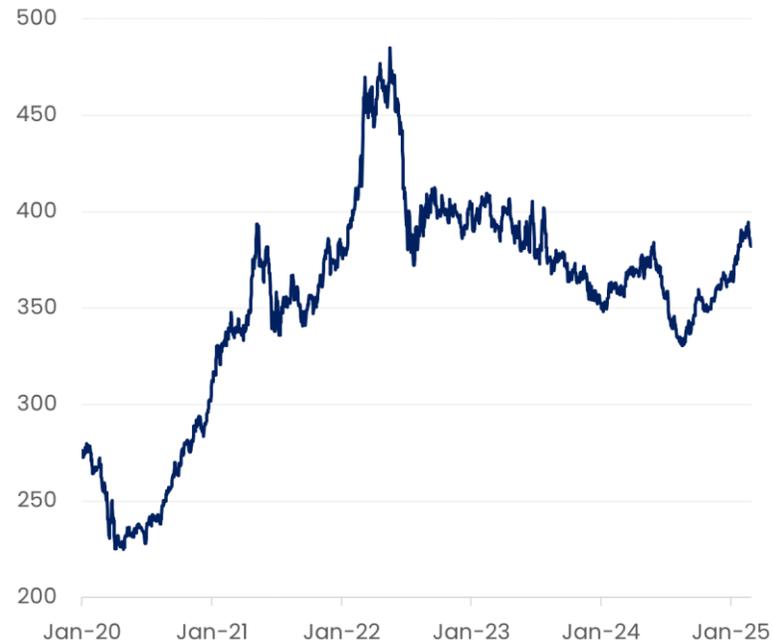
Evolution globale par classe de matières premières agri

Agriculture Commodity Price Index

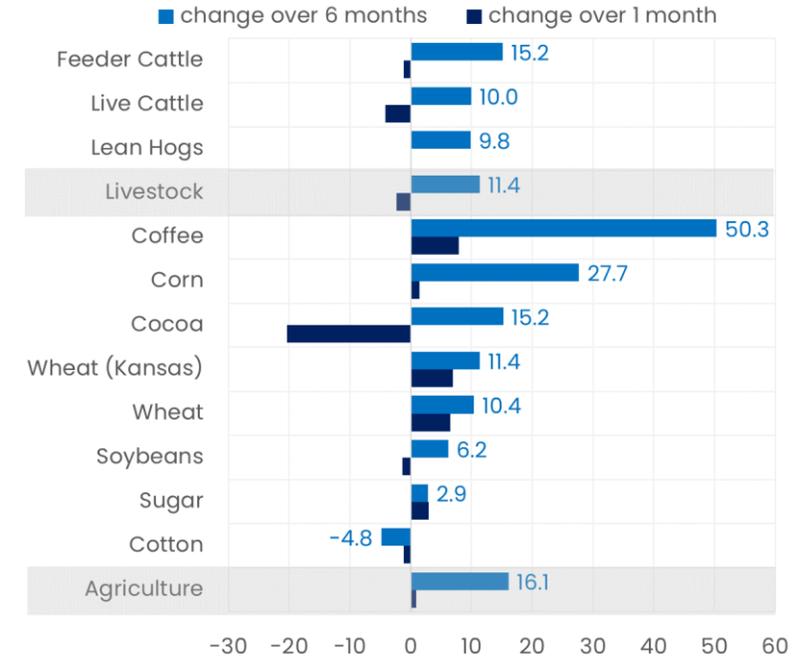
Since 2008



Since 2020



Change by category



Evolution globale par classe de matières premières énergie

Energy Commodity Price Index

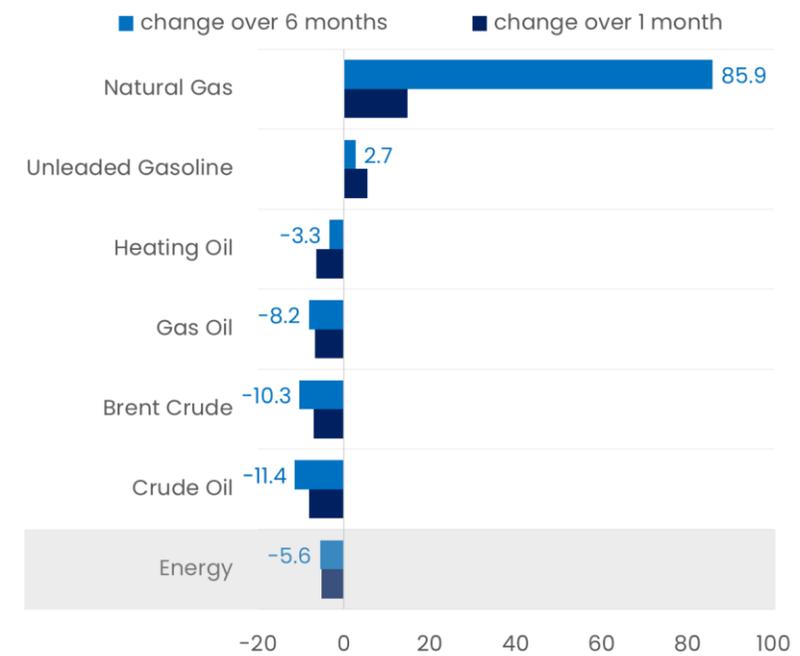
Since 2008



Since 2020



Change by category



Evolution globale par classe de matières premières métaux

Metals Commodity Price Index

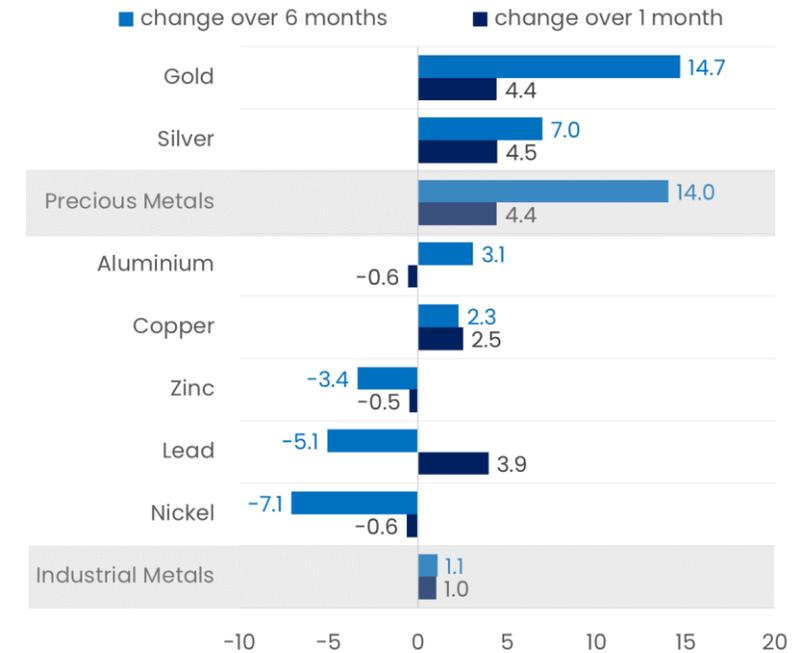
Since 2008



Since 2020

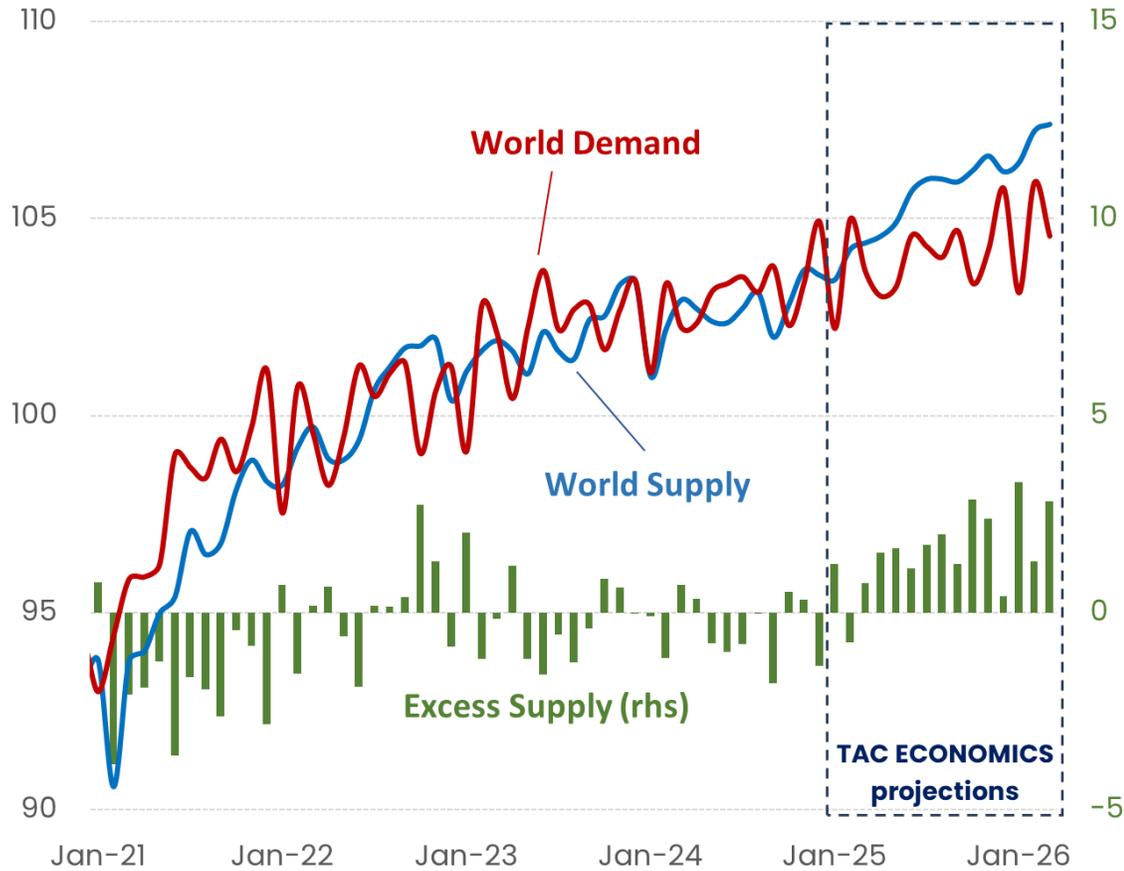


Change by category

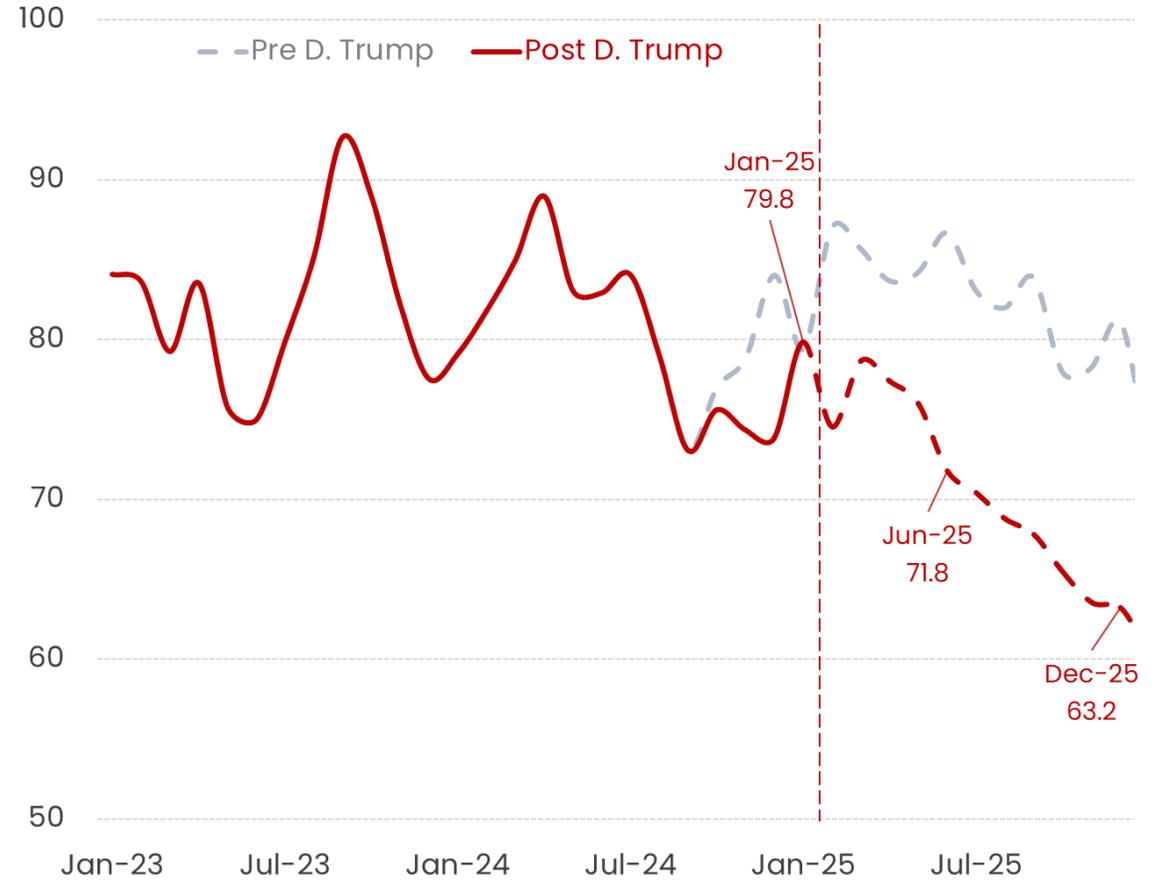


Evolution prix du pétrole

Global oil supply, demand, and excess supply
Mb/d



Brent price projections
\$/bl



Secteur	Matière première	Perspectives de prix 2025	Facteurs haussiers	Facteurs baissiers
Agriculture	Blé	Stable à légèrement haussier	Conditions climatiques en Europe de l'Est	Offre robuste
	Maïs	Haussier (+5-10%)	Forte demande US, prix des engrais élevés	Risques de barrières commerciales
	Soja	Légèrement haussier	Demande chinoise croissante	Offre abondante au Brésil
	Lait	Stable à légèrement baissier	Hausse des coûts de production (aliments, énergie)	Demande mondiale incertaine
	Porc	Légèrement haussier	Forte demande asiatique	Production chinoise en hausse
Énergie	Pétrole (Brent)	65USD/bl fin 2025	Géopolitique tendue, sanctions sur la Russie, OPEP+	Surplus de production, faible demande chinoise
	Électricité & Gaz	Volatile, mais plutôt baissier en Europe	Forte demande hivernale, tensions géopolitiques	Retour potentiel du gaz russe
Métaux	Cuivre	Haussier (>9 400 USD/MT)	Tarifs US, transition énergétique	Ralentissement chinois
	Aluminium	Stable à légèrement haussier	Hausse des coûts de production	Offre suffisante
	Nickel	Stable	Demande pour les batteries	Surplus indonésien
	Or	Objectif 3 000 USD/oz	Achats des banques centrales, incertitude	Taux d'intérêt élevés

Remarques candides dans cet environnement 2025

Les implications clés au niveau du management:

- Construire une culture géopolitique et établir ex ante les outils de pilotage et d'alerte, ainsi que les mécanismes / modes d'organisation internes en cas de crise;
- Mesurer et potentiellement diversifier les sources d'approvisionnement et définir une politique de couverture des risques (prix, flux, Faits du Prince), y compris le coût de ces couvertures;
- Réfléchir au portefeuille de pays d'opérations et à leur « neutralité » géopolitique;

Quelques remarques sur les outils et méthodes nécessaires :

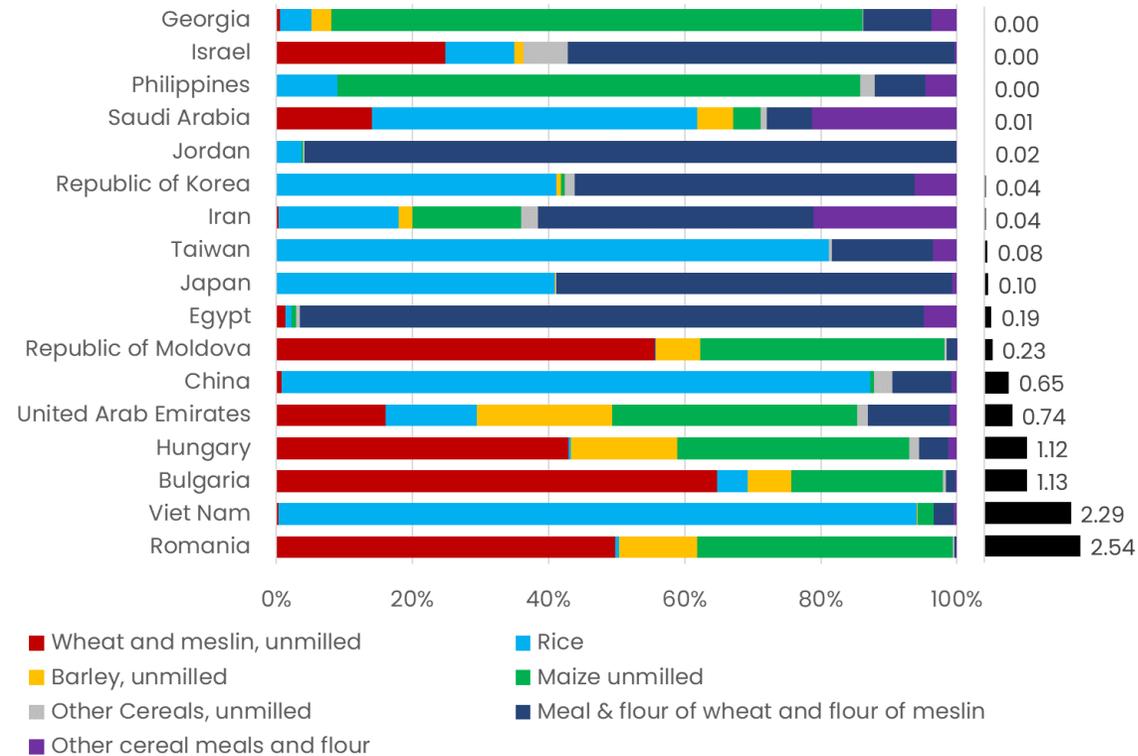
- Définir la « cartographie des flux », identifier les géographies (directes et indirectes) et les produits (y compris amont) qui seraient (les plus) vulnérables à des tensions géopolitiques et à leurs conséquences globales (analyse statistique des échanges, liens avec diagnostic géopolitique)
- Construire les outils de préparation ex ante:
 - Mesures de vulnérabilités ex ante (exemple d'outils de TAC ECONOMICS)
 - Construire ex ante des scénarios alternatifs fournissant les logiques et les ordres de grandeur clés, en cas de choc géopolitique, et réfléchir aux réactions possibles de l'entreprise, ex ante comme au moment du choc (exemple, analyse récente de TAC ECONOMICS sur les conséquences économiques d'un blocage du détroit d'Ormuz).
- Mettre en place des instruments d'alerte (Early Warning Systems, exemple du Alert-GPT développé par TAC ECONOMICS).

Exemple d'illustration commerce agro et tensions géopolitiques

Cereals Exports

By cereal, % total

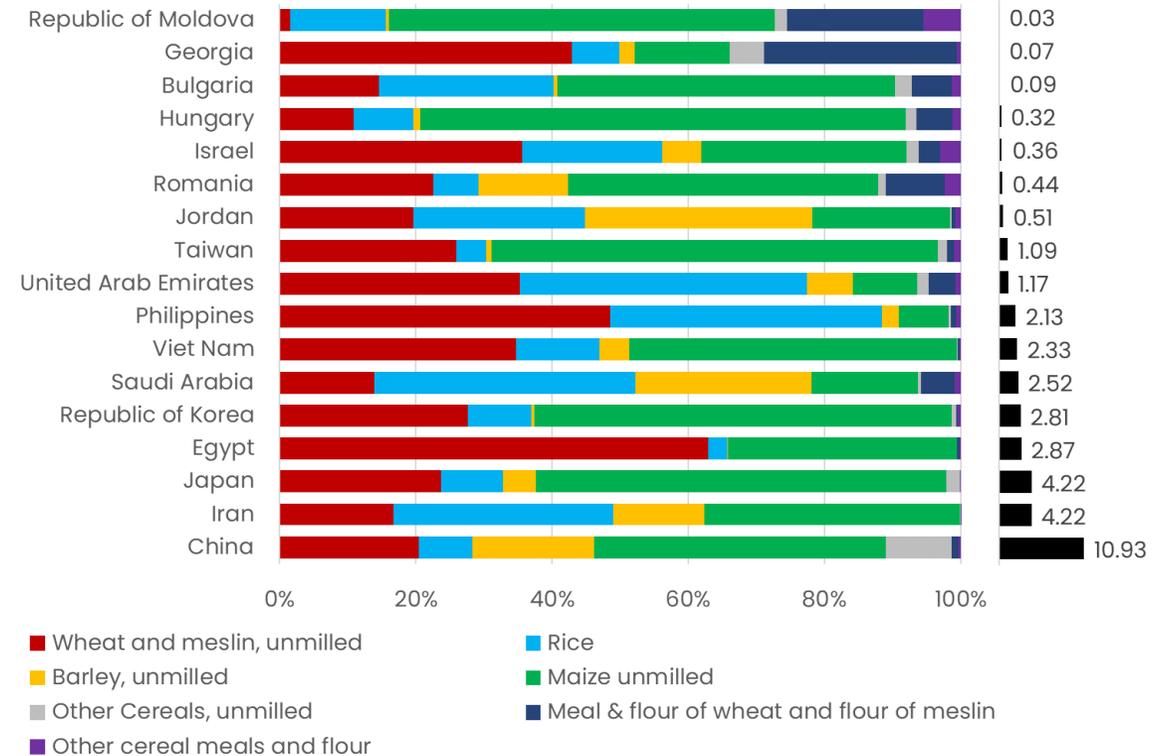
% world exports



Cereals Imports

By cereal, % total

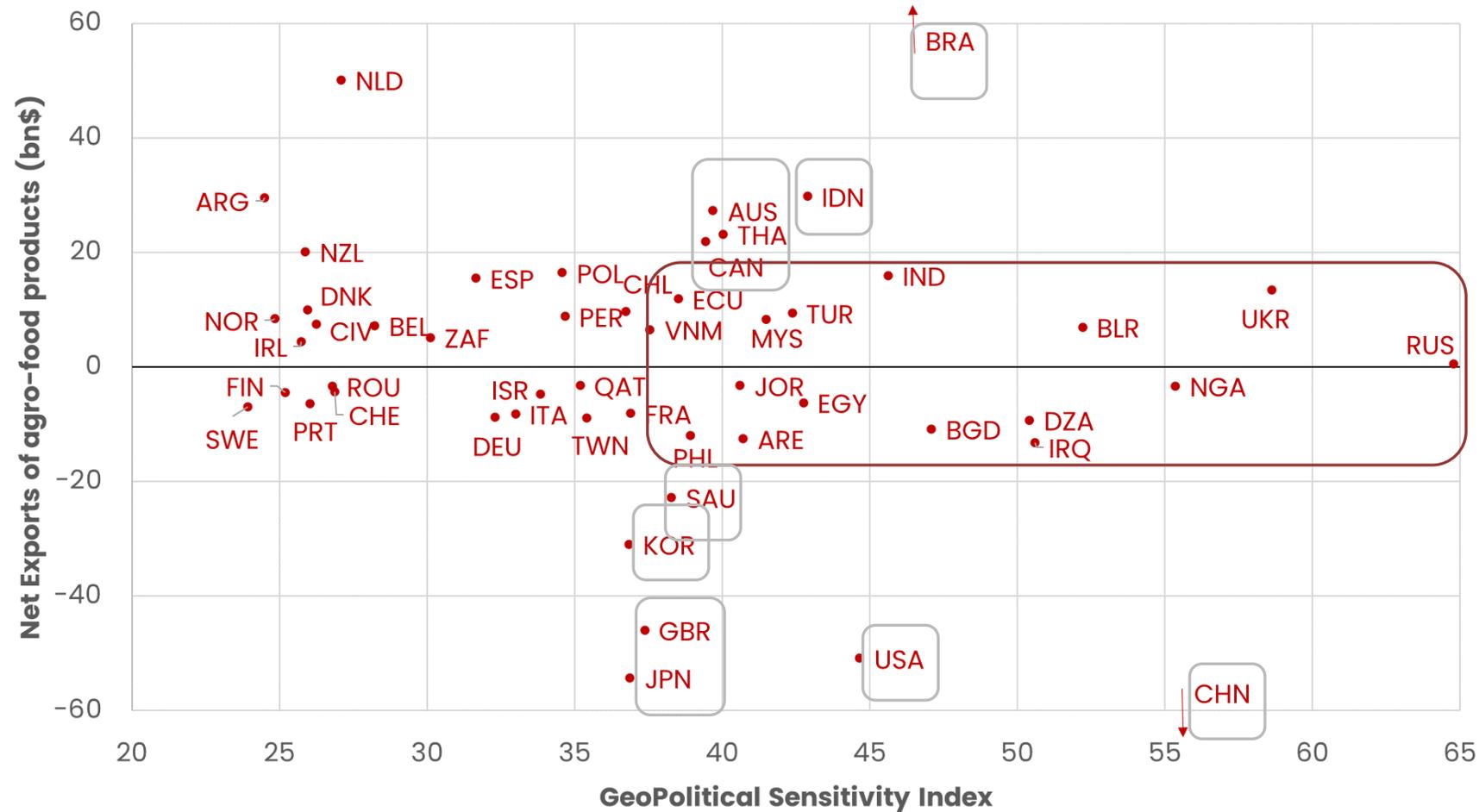
% world imports



Source: UNCTAD

Exemple d'illustration commerce agro et tensions géopolitiques

GPSI versus Net Exports of agro-food products



Source: TAC ECONOMICS, UNCTAD

Contacts

Léa Dauphas

Chief Economist

lea.dauphas@taceconomics.com

Sandrine Lunven

CEO

sandrine.lunven@taceconomics.com

Tel: 33 2 99 39 31 40

