

Perspectives

Hebdomadaire – N°25/180 – 13 juin 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Aux inquiétudes sur la guerre commerciale succède l'escalade des tensions au Moyen-Orient.....	2
☞ Union européenne : l'excédent commercial en biens vis-à-vis du reste du monde se normalise en avril	4
☞ France : la Banque de France revoit en baisse sa prévision de croissance et d'inflation d'ici 2027	5
☞ Allemagne : bon début d'année, mais la reprise reste reportée à 2026	7
☞ Espagne : immobilier, accélération confirmée du cycle haussier	8
☞ Royaume-Uni : nette dégradation de la conjoncture en avril après un premier trimestre de croissance exceptionnellement forte	9

👉 Aux inquiétudes sur la guerre commerciale succède l'escalade des tensions au Moyen-Orient

Deux jours de négociations intenses à Londres ont permis d'aboutir à un « accord-cadre » entre les États-Unis et la Chine. Le conflit commercial les opposant avait été mis entre parenthèses après la trêve conclue à Genève un mois plus tôt, permettant des pourparlers plus « constructifs ». L'accord négocié à Londres établit des droits de douane américains atteignant 55% à l'encontre des importations de biens chinois, tandis que la Chine appliquerait des taxes de 10% sur les produits américains. La nouvelle tarification américaine correspond au cumul des tarifs « réciproques » appliqués à tous les partenaires commerciaux à hauteur de 10%, d'un taux « punitif » additionnel de 20% appliqué à l'encontre des pays supposés faciliter l'entrée du fentanyl aux États-Unis et enfin d'un taux supplémentaire de 25% correspondant aux droits de douane préexistants, établis lors du premier mandat de D. Trump. La Chine accepte de lever ses restrictions à l'exportation de terres rares et composants critiques, mais les licences délivrées par les autorités ne seront valables que six mois, ne soulevant que temporairement l'épée de Damoclès pesant sur Washington. Quant aux États-Unis, ils consentent à desserrer leurs restrictions sur les moteurs d'avions et les pièces détachées de l'aéronautique, sans pour autant retirer les limitations portant sur les semi-conducteurs les plus avancés.

Même si les détails et ses modalités de mise en œuvre ne sont pas encore tous scellés, cet accord permet néanmoins d'apaiser les tensions commerciales entre les deux géants commerciaux : un répit favorablement accueilli par les marchés financiers.

Dorénavant, le regard des investisseurs devrait se tourner davantage vers l'Union européenne en quête d'un accord « satisfaisant » avec son partenaire américain ; un tel accord semble pour l'heure encore éloigné. De nombreux sujets épineux, tels l'accès au marché agricole européen ou le prix des produits pharmaceutiques, complexifient les négociations. En revanche, sur le secteur des services, en particulier la réglementation technologique, l'UE pourrait faire montre d'un peu de souplesse, une attitude susceptible de calmer les ardeurs de l'administration Trump.

Du côté des données macro-économiques, l'attention s'est surtout portée sur l'inflation américaine. L'indice des prix (CPI) a progressé de 2,4% sur un an au mois de mai, après 2,3% en avril. La baisse du prix de l'essence n'a que partiellement compensé la hausse des loyers et du prix de l'alimentation, tirant l'indice faiblement vers le haut. L'inflation sous-jacente est stable à 2,8%, tandis que les prix à la production ont légèrement accéléré (+2,6% contre +2,5% en avril). Les effets inflationnistes des droits de douane mis en place

par l'administration Trump ne semblent pas encore visibles sur l'économie américaine, en grande partie parce que les entreprises continuent de vendre des marchandises accumulées avant le mois d'avril. Les premiers effets devraient davantage se faire sentir au mois de juin. Par ailleurs, le nombre de nouvelles inscriptions hebdomadaires au chômage est demeuré identique, à 248 000 demandes, conformément aux attentes.

Ces résultats plutôt satisfaisants en matière, à la fois, d'inflation et d'emploi ne devraient pas pour autant conduire la Réserve fédérale à modifier ses taux lors de sa réunion de politique monétaire mercredi prochain, celle-ci attendant d'avoir davantage de visibilité sur les effets des droits de douane. Mais ce *statu quo* pourrait prendre rapidement fin selon les marchés, qui demeurent optimistes et tablent sur une reprise de l'assouplissement monétaire en septembre. Les investisseurs anticipent, avec une probabilité de 70%, une baisse d'un quart de point des taux directeurs d'ici septembre.

En zone euro, la production industrielle n'a progressé que de 0,8% sur un an au mois d'avril, après 3,6% en mars. Seule la production de biens de consommations non durables ressort en hausse en rythme annuel, alors que les autres composantes, à l'exception des biens de consommation durables qui sont stables, reculent.

Enfin, citant (sans grande surprise) la forte augmentation des barrières commerciales et de l'incertitude politique accrue dans de nombreux pays, la Banque mondiale a abaissé ses prévisions de croissance mondiale à 2,3% en 2025 (-0,4 point de pourcentage par rapport aux prévisions de janvier dernier) et 2,4% en 2026 (-0,3 point).

Dans ce contexte, les marchés actions mondiaux sont divisés : les indices américains, rassurés par l'accord commercial sino-américain, restent en hausse tandis que les indices européens se sont retournés. L'Euro Stoxx 50 enregistre ainsi un recul de 2,7% ; le S&P500 progresse de 0,7%, toujours soutenu par les perspectives de croissance des bénéficiaires des sociétés technologiques.

Cet optimisme (mesuré) s'est effondré en toute fin de semaine en raison du regain de tensions géopolitiques au Moyen-Orient. L'offensive aérienne israélienne ciblant le programme nucléaire iranien et ses installations militaires a immédiatement fait craindre des répercussions majeures sur les capacités de production pétrolières des pays de la région, notamment de l'Irak, cinquième producteur mondial et deuxième producteur de l'OPEP derrière l'Arabie saoudite. Le prix du baril de pétrole en mer du Nord est remonté à son plus haut niveau depuis janvier 2025, atteignant les 78 dollars

avant de redescendre autour des 74 dollars à la mi-journée vendredi (+12% sur la semaine). Sur les marchés obligataires, les investisseurs se sont alors reportés sur les titres souverains les plus sûrs, entraînant une baisse des rendements. Le rendement des bons du Trésor américain à dix ans (à l'égard desquels les investisseurs semblaient

avoir témoigné un peu de « désamour » ces derniers temps) a perdu 16 points de base sur la semaine et celui du Bund allemand de même échéance 9 points de base. Les primes de risque française, espagnole et italienne, face au Bund, ne se sont que légèrement écartées (2 à 3 points de base).

Zone euro

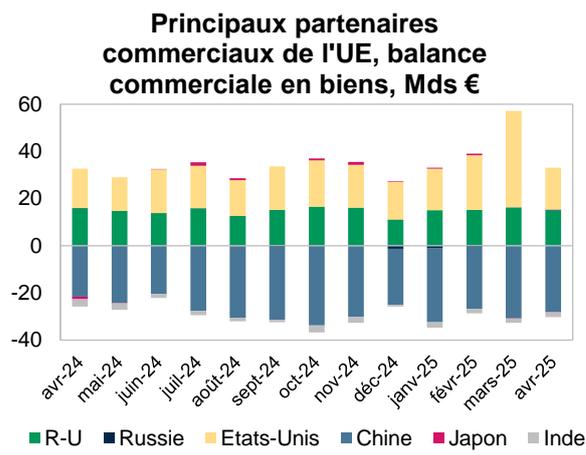
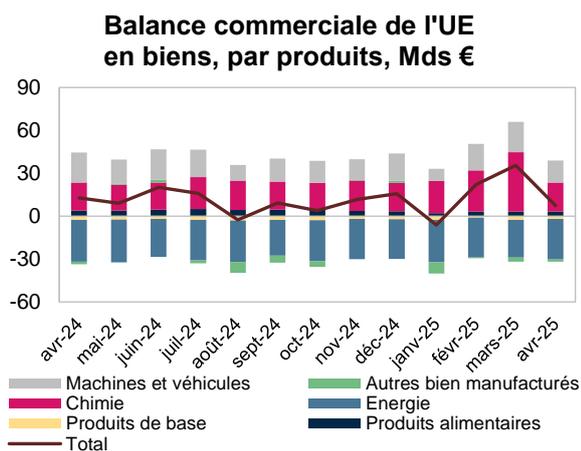
Union européenne : l'excédent commercial en biens vis-à-vis du reste du monde se normalise en avril

Les dernières données pour le mois d'avril 2025 sur le commerce de biens de l'Union européenne soulignent un excédent commercial de 7,4 milliards d'euros vis-à-vis du reste du monde. Il s'agit là d'un déclin par rapport au mois d'avril 2024 où ce chiffre avait atteint 12,8 Mds €. Ce recul s'explique à la fois par la baisse des exportations vers le reste du monde (-1,9%), notamment du secteur des machines et véhicules, et à la légère hausse des importations (+0,5%). En avril 2025, les exportations de l'Union européenne vers le reste du monde s'élevaient à hauteur de 218,2 Mds € et 210,7 Mds € pour les importations. À titre de comparaison, le commerce intra-UE représente 341,9 Mds € et a chuté de 1,7% entre avril 2024 et avril 2025.

L'excédent en biens de l'UE revient à son niveau normal en avril après les sommets atteints en février (22,2 Mds €) et mars (35,5 Mds €) qui faisaient suite à une anticipation des importations américaines, avant que la hausse des droits de douane ne devienne effective. En effet, les exportations du secteur chimique ont fortement décliné entre mars et avril (de près de 50%) tout comme celles du secteur des machines et véhicules. Au total, les exportations à destination du reste du monde ont décliné de 14,5% entre mars et avril. L'énergie est, quant à elle, toujours le principal produit importé – 28 Mds € d'importations énergétiques par mois en moyenne.

Les États-Unis demeurent le marché le plus important pour les exportations européennes. En

effet, 47,6 Mds € de marchandises y ont été exportées en avril 2025. C'est presque le double du Royaume-Uni et le triple de la Chine – deuxième et troisième marchés des exportations de l'UE. En termes de croissance, le montant des exportations, pour avril 2025, a chuté dans la majeure partie des zones par rapport à avril 2024, -15,9% pour le Royaume-Uni ou -4,8% pour la Chine par exemple. À l'inverse, les exportations (en valeur) à destination du Japon ont crû de 5,8% sur un an, toutes comme celles destinées au marché américain (+3,8%). Néanmoins, en rythme mensuel, les exportations de l'Union vers les États-Unis ont chuté de 33,5% en avril par rapport à leur niveau de mars. Ainsi, le mouvement d'augmentation des exportations vers le sol américain entraperçu au T1 2025 semble s'être retourné, celles-ci ayant même retrouvé leur niveau d'octobre 2024. Par ailleurs, les États-Unis sont le deuxième pays à partir duquel l'UE importe le plus, après la Chine. En avril, 29,9 et 44,4 Mds € de biens ont, respectivement, été importés depuis ces deux pays – un chiffre en hausse par rapport à avril 2024. Ainsi, ces derniers, avec le Royaume-Uni, représentent les deux principaux partenaires commerciaux de l'UE. À une nuance près, en avril 2025, l'UE affiche un surplus commercial en biens avec les États-Unis (17,7 Mds €) et avec le Royaume-Uni (15 Mds €) tandis qu'avec la Chine, c'est un déficit de 28,1 Mds €.



✓ Notre opinion – Nous avons assisté en avril au retour à la normale du niveau de l'excédent commercial en biens de l'Union européenne vis-à-vis du reste du monde. Après être monté en flèche les deux mois précédents, ce dernier s'établit à 7,4 Mds €. L'UE affiche un fort excédent avec les États-Unis, bien que celui-ci ait baissé par rapport au mois de mars notamment à cause de l'important ralentissement des exportations lié à l'anticipation des achats des importateurs américains avant la remontée effective des droits de douane. En effet, après un accroissement spectaculaire au T1, le niveau des exportations européennes à destination des États-Unis fait son retour à la normale en avril.

 **France : la Banque de France revoit en baisse sa prévision de croissance et d'inflation d'ici 2027**

La Banque de France a publié ce mercredi 11 juin ses nouvelles projections macro-économiques. Par rapport à ses projections intermédiaires de mars, elle révisé à la baisse ses prévisions de croissance ainsi que d'inflation pour la France à horizon 2027. L'institution revoit également en baisse ses prévisions de taux de chômage en 2025 et 2026, ce qui peut paraître paradoxal à première vue, mais qui s'expliquerait par un moindre regain de productivité.

Dans ses projections macro-économiques de juin, la Banque de France anticipe une croissance de 0,6% en 2025 (-0,1 point de pourcentage par rapport aux prévisions de mars), 1% en 2026 (-0,2 pp) et 1,2% en 2027 (-0,1 pp) pour l'économie française. Les révisions à la baisse par rapport à ses dernières projections intermédiaires sont liées à la politique commerciale des États-Unis, ainsi qu'à un taux de change plus élevé, dont les effets sont seulement partiellement compensés par des prix de l'énergie plus faibles. L'inflation au sens de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est désormais attendue par l'institution à 1% en moyenne annuelle cette année (-0,3 pp), 1,4% l'année prochaine (-0,2 pp), et 1,8% l'année suivante (-0,1 pp).

Malgré les révisions à la baisse de la croissance, le taux de chômage est revu en baisse en 2025 (-0,2 pp) et 2026 (-0,1 pp), à respectivement 7,6% et 7,7% au sens du bureau international du travail (BIT) pour la France entière. Ces révisions proviennent de l'hypothèse d'un moindre regain de productivité du travail, avec des prévisions d'emploi peu révisées. La Banque de France explique en effet avoir réévalué à la hausse la contribution des facteurs durables aux pertes de productivité passées selon une méthode jugée plus robuste, laissant moins de marges de rattrapage sur les facteurs considérés comme temporaires (principalement les rétentions de main d'œuvre). La prévision de taux de chômage pour 2027 reste en revanche inchangée, à 7,4%.

La consommation des ménages serait le principal moteur de la croissance sur l'ensemble de l'horizon de prévision, avec une croissance de 0,7% en 2025, 1% en 2026 et 1,1% en 2027. Le pouvoir d'achat des ménages a en effet fortement progressé en 2024 (+2,5%), et il continuerait de progresser sur l'horizon de prévision, quoiqu'à un rythme plus faible (+0,5% en 2025, +0,2% en 2026 et +0,5% en 2027). Des effets de composition ont pu expliquer le faible dynamisme de la consommation des ménages au regard de celui de leur pouvoir d'achat sur le passé récent, avec des revenus tirés notamment par ceux du patrimoine et les prestations sociales (indexées sur l'inflation, en particulier les pensions de retraites) dont la propension à être consommés est plus faibles que les revenus du travail. Or, le pouvoir d'achat serait essentiellement tiré par la masse salariale réelle sur l'horizon de prévision (forte hausse des salaires réels en 2025, relayée ensuite

par celle de l'emploi), ce qui aurait davantage tendance à soutenir la consommation.

L'investissement des ménages et celui des entreprises se stabiliseraient au cours de l'année 2025, mais diminueraient toutefois de 0,5% en moyenne sur l'année, souffrant des baisses passées et donc d'un acquis de croissance négatif à l'issue du premier trimestre. Ils repartiraient à la hausse en 2026 et 2027, conformément au délai de transmission de l'assouplissement des conditions financières (respectivement +2,1% et +2% pour l'investissement des ménages et +1,2% et +1,8% pour celui des entreprises).

Le commerce extérieur pèserait sur la croissance en 2025 à hauteur de 0,5 point, compte tenu d'un léger repli des exportations en lien avec la baisse de la demande adressée extra-zone euro (droits de douane états-uniens et appréciation du taux de change), alors que les importations progresseraient. L'effet du commerce extérieur sur la croissance serait relativement neutre les années suivantes (0 point en 2026 et +0,1 point en 2027), du fait d'une hausse des exportations similaire à celles des importations. Les variations de stocks soutiendraient en revanche la croissance en 2025 (+0,5 point), ce qui serait essentiellement lié à l'important phénomène de restockage déjà observé au premier trimestre. Elles n'auraient plus d'impact sur la croissance les années suivantes.

En termes de finances publiques, le déficit public s'établirait à 5,4% du PIB cette année, conformément aux prévisions du gouvernement dans la loi de finances initiale. En revanche, la Banque de France estime par convention que l'ajustement budgétaire serait moindre que celui prévu par le gouvernement dans le rapport annuel d'avancement les deux années suivantes, compte tenu d'économies non encore documentées : 0,6 point de PIB potentiel en 2026, et 0,4 point en 2027 (contre 0,9 point et 0,7 point dans la copie du gouvernement). Ces efforts ne suffiraient pas à stabiliser le ratio de dette publique, qui atteindrait 120% du PIB en 2027.

La Banque de France estime à 0,4 point de PIB l'effet négatif de la hausse des droits de douane états-uniens sur l'économie française en cumul d'ici 2027 (y compris l'effet de l'incertitude, qui en représente les trois quarts), sur la base d'une hausse à 10% pour les exportations de la zone euro, en sus de mesures sectorielles comme une hausse à 25% sur l'acier et l'automobile. À titre de comparaison, l'effet à l'échelle de la zone euro est estimé à 0,7 point de PIB par la Banque centrale européenne à cet horizon.

L'incertitude toujours élevée fait peser des risques conséquents sur la prévision, principalement orientés à la baisse sur le scénario d'activité en France. Au niveau international, le scénario de

politique commerciale pourrait en particulier affecter la zone euro, à la fois directement en cas de droits de douane plus élevés que prévu (risque à la baisse sur l'activité), mais aussi indirectement notamment en cas de déversement des produits chinois sur le marché européen (risque à la baisse sur l'inflation). La Banque de France quantifie ainsi à -0,3 point de pourcentage l'effet additionnel sur la croissance française d'une hausse des droits de douane états-uniens à 20% sur les exportations européennes, à la fois en 2025 et en 2026 (scénario alternatif sévère).

Une réponse européenne à des droits de douane états-uniens plus élevés (représailles) pourrait aussi avoir des effets sur le scénario macro-économique (risque à la hausse sur l'inflation et à la baisse sur l'activité). Un taux de change qui continuerait de s'apprécier aurait un impact à la baisse à la fois sur l'activité (renchérissement des exportations) et sur l'inflation (baisse du prix des importations) en zone euro. L'incertitude sur la politique économique française constitue par ailleurs un risque d'origine intérieure non négligeable.

✓ **Notre opinion** – Nous avons récemment révisé notre propre prévision de croissance pour la France à 0,6% en 2025 (scénario à paraître). Nous sommes donc en ligne avec la nouvelle prévision de la Banque de France, avec d'ailleurs une même hypothèse de persistance de droits de douane à 10% sur les exportations de l'Union européenne vers les États-Unis (et des mesures sectorielles avec par exemple 25% sur l'acier et l'automobile) après le 9 juillet, sans mesures de représailles majeures de la part de l'UE. Notre prévision de croissance pour 2026 est toutefois plus élevée que celle de la Banque de France, à 1,2%, mais elle intègre des effets de bord (spillovers) des mesures allemandes (grand plan d'investissement en infrastructures et réforme du frein à l'endettement), qui ne sont pas mentionnés dans la prévision de l'institution, bien que la Bundesbank ait intégré ces mesures dans ses nouvelles prévisions pour l'Allemagne. Nos prévisions d'inflation sont un peu plus faibles que celles de la Banque de France (0,9% en 2025 pour l'IPCH, 1,3% en 2026), mais en restent proches. En termes de taux de chômage, nos prévisions annuelles correspondent à celles de la Banque de France en 2025 et 2026.

Dans le détail, nos prévisions diffèrent de celles de la Banque de France sur certains points même en 2025, à la fois sur les composantes de la croissance, mais aussi sur les ratios de comptes d'agents (ménages et sociétés non financières). Les prévisions de la Banque de France ayant été arrêtées le 21 mai, elles n'intègrent pas en effet les résultats détaillés des comptes trimestriels du premier trimestre. La Banque de France explique que la révision à la baisse de l'acquis de croissance pour 2025 à l'issue du premier trimestre (de 0,4% dans la première estimation à 0,3% dans les résultats détaillés) ne remet pas en cause sa prévision de croissance annuelle. Cependant, des révisions plus importantes sont intervenues sur les composantes de la demande, et les données de comptes d'agents ont été publiées à cette occasion pour le premier trimestre.

- ✓ Sur les composantes de la croissance, la différence de contribution n'est pas sensible pour la demande intérieure hors stocks entre les deux prévisions. En revanche, la contribution négative du commerce extérieur en 2025 est beaucoup plus marquée (-0,9 point contre -0,5 point) et la contribution positive des variations de stocks plus favorable (+0,8 point contre +0,5 point) dans notre prévision comparativement à celle de la Banque de France, conformément aux révisions intervenues à l'occasion de la publication des résultats détaillés du premier trimestre (intégrés dans notre prévision).
- ✓ Pour les comptes d'agents, des écarts importants existent en particulier sur la prévision de pouvoir d'achat des ménages, dont la hausse est de seulement 0,5% cette année dans les prévisions de l'institution, contre +1,3% dans nos prévisions. Or, la hausse du pouvoir d'achat du revenu disponible brut (RDB) au premier trimestre (+0,3% t/t) et les révisions à la hausse sur le passé récent réhaussent mécaniquement les perspectives annuelles. L'acquis de croissance pour le RDB réel à l'issue du premier trimestre est en effet déjà de 1,1% pour 2025. Dans la même veine, la prévision de taux d'épargne des ménages de la Banque de France (18,1% en moyenne en 2025) est plus basse que la nôtre (18,8%), ce qui peut s'expliquer au moins partiellement par la non prise en compte de la hausse à 18,8% au premier trimestre. Il faut toutefois souligner que la Banque de France table comme nous sur un taux d'épargne qui resterait durablement élevé et ne retrouverait pas ses niveaux pré-Covid à l'horizon de la prévision.

 **Allemagne : bon début d'année, mais la reprise reste reportée à 2026**

La consommation des ménages a accéléré au premier trimestre 2025, portée par la hausse du revenu disponible réel et la baisse du taux d'épargne des ménages. La confiance des consommateurs, bien qu'en amélioration grâce à la dynamique favorable de l'inflation et des salaires, demeure faible, en grande partie due aux incertitudes sur le marché du travail et les conditions économiques. La consommation des ménages devrait augmenter de 0,7% en 2025, puis ralentir à 0,4% en 2026, en raison d'une moindre croissance des salaires.

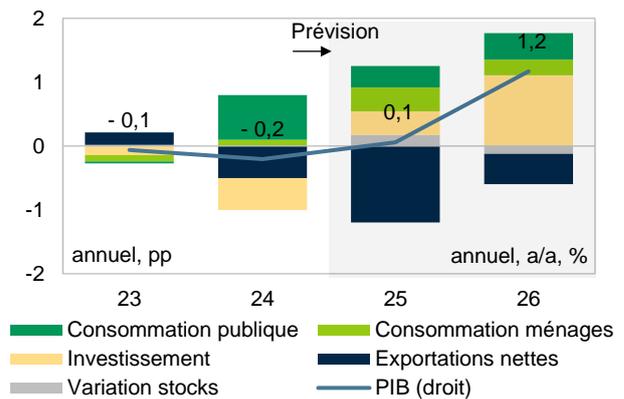
La consommation publique a reculé au premier trimestre, en raison principalement des retards en matière budgétaire. La mise en œuvre des nouvelles mesures fiscales, y compris la hausse notable des dépenses en infrastructures, serait finalement reportée à 2026, limitant ainsi l'effet de relance dans l'immédiat. Cependant, la consommation publique devrait augmenter de 1,5% en 2025, puis accélérer à 1,8% en 2026, à mesure que la hausse des dépenses en infrastructures seront déployées.

La formation brute de capital fixe a progressé au premier trimestre, soutenue par l'investissement public et la reprise de l'activité dans la construction, du fait de l'amélioration des conditions de financement et l'anticipation d'une relance publique. Les contraintes de capacité, notamment en matière d'infrastructures publiques, constituent un facteur limitant. L'investissement privé, en particulier dans le productif, a légèrement reculé, pénalisé par les incertitudes liées au commerce international et par un climat des affaires faible. La formation brute de capital fixe devrait augmenter de 1,9% en 2025, puis accélérer à 5,6% en 2026, portée par la hausse de l'investissement public, des incitations fiscales attendues pour les entreprises et des taux d'intérêt plus bas. Les incertitudes liées aux possibles perturbations des chaînes d'approvisionnement à

cause du conflit des droits de douane américains représentent des risques baissiers importants.

Les exportations ont bondi au premier trimestre, portées par l'anticipation de commandes en vue de l'entrée en vigueur de la hausse de droits de douane américains, ce qui a temporairement gonflé la performance des exportations. Toutefois, nous prévoyons une contraction des exportations de 1,3% en 2025, due au conflit des droits de douane américains. La projection d'une reprise des exportations de 1% en 2026 serait soutenue par la stabilisation des conditions dans le commerce international et l'amélioration de la demande extérieure. Par ailleurs, les importations ont progressé au premier trimestre, soutenues par la demande intérieure et l'anticipation de commandes due aux droits de douane américaines. Nous prévoyons une hausse des importations de 1,6% en 2025, puis une accélération à 2,2% en 2026, portée par la reprise de la demande intérieure.

Contribution à la croissance du PIB



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

☑ Notre opinion – Nous prévoyons une croissance du PIB de 0,1% en 2025, lestée par les retards dans l'adoption de nouvelles mesures budgétaires et les chocs externes, en particulier dans le domaine du commerce international. Nous anticipons une accélération de la croissance du PIB à 1,2% en 2026, soit une révision à la baisse de 0,3 point par rapport à notre précédente estimation, pénalisée par les retards dans la mise en œuvre des mesures fiscales, notamment en matière d'investissements publics en infrastructure et défense.

Espagne : immobilier, accélération confirmée du cycle haussier

Le marché immobilier espagnol entame l'année 2025 sur une pente clairement ascendante. Après un redressement notable en 2024, les données du premier trimestre confirment que l'Espagne est bien entrée dans une phase d'expansion. Selon l'INE, les prix des logements ont augmenté de 12,2% en glissement annuel et de 3,5% en variation trimestrielle au T1, une accélération marquée par rapport à la fin de l'année précédente (1,8% au T4 2024).

Les transactions immobilières ont atteint 673 000 opérations sur douze mois, en hausse de 13,7%, avec une progression spectaculaire dans l'achat de logements neufs (+40% en glissement annuel), qui représentent désormais 23,3% du total. Cette envolée est soutenue par la baisse des taux d'intérêt, la vigueur de la demande étrangère (près de 97 000 achats par des non-résidents, un record),

des flux migratoires dynamiques et l'augmentation du revenu disponible des ménages.

Du côté de l'offre, les permis de construire ont progressé de 20%, atteignant 133 600 logements sur douze mois. Cependant, ce rythme reste insuffisant pour répondre à la demande et résorber le déficit estimé de 500 000 logements accumulés depuis 2021. Ce déséquilibre structurel alimente la pression sur les prix.

La situation est homogène sur le territoire : toutes les communautés autonomes ont enregistré des hausses à deux chiffres, avec des pics en Andalousie, Murcie et La Rioja. En termes réels, le prix moyen reste encore inférieur de 20% à son pic d'avant la crise de 2008, mais la construction neuve a déjà dépassé ses niveaux historiques dans plusieurs régions, comme les Baléares, Madrid ou l'Andalousie.

☑ Notre opinion – *La flambée actuelle des prix de l'immobilier espagnol ne relève pas d'une bulle irrationnelle, mais bien d'un déséquilibre classique : une demande soutenue par des fondamentaux solides face à une offre lente et rigide. Le recul des taux d'intérêt et l'attractivité croissante du pays auprès des étrangers, conjugués à une croissance démographique soutenue par l'immigration, ont déclenché une nouvelle phase haussière du cycle.*

Cependant, considérer cette inflation des prix comme un succès de la politique du logement revient à saluer une pénurie comme un indicateur de vitalité économique. Une telle accélération des prix – bien supérieure à la hausse des revenus – menace directement l'accessibilité au logement, en particulier dans les grandes villes. Le dynamisme des logements neufs ne suffit pas à combler le retard accumulé, tandis que la part croissante d'achats sans recours à un crédit immobilier (près d'un tiers des ventes) suggère une forme de segmentation croissante du marché. Si rien n'est fait pour stimuler une offre abondante et abordable, le risque n'est pas celui d'un krach, mais d'une fracture sociale aggravée entre les ménages propriétaires ou fortunés, et ceux exclus de plus en plus tôt du marché. Le retour du cycle haussier n'est pas une victoire : c'est une alerte.

Royaume-Uni

Royaume-Uni : nette dégradation de la conjoncture en avril après un premier trimestre de croissance exceptionnellement forte

Les statistiques économiques publiées pour le mois d'avril ont été globalement plus mauvaises qu'anticipé : contraction du PIB, accroissement du déficit commercial, hausse du taux de chômage et envolée de l'inflation des prix à la consommation. Le contexte international, notamment la hausse des droits de douane américains, semble le principal responsable de cette détérioration conjoncturelle, avec le contre-coup d'un premier trimestre de croissance exceptionnellement dynamique. Néanmoins, des facteurs domestiques sont également en jeu, notamment les hausses de cotisations sociales patronales et du salaire minimal de subsistance, effectives à partir du 1^{er} avril, qui ont introduit un nouveau choc sur les coûts salariaux, tandis que les ménages ont subi une nouvelle hausse des tarifs réglementés de l'électricité, du gaz et de l'eau.

Le PIB a baissé de 0,3% en variation mensuelle au mois d'avril (consensus : -0,1%), après une hausse de 0,2% au mois de mars et surtout après une hausse de 0,7% en variation trimestrielle au premier trimestre. Il s'agit en partie du contre-coup du fort rebond de l'activité au début d'année observé en anticipation de la mise en place de droits de douane par la Maison Blanche. Dans le secteur industriel, l'*output* baisse de 0,6% sur le mois, principalement à cause d'une chute de 0,9% dans le secteur manufacturier, où huit secteurs sur treize se contractent. Cela n'est pas surprenant au regard de la forte hausse observée au T1 en amont de la hausse des droits de douane. La production d'équipements de transport (-5,2% après +5% en mars) contribue le plus à la baisse dans le secteur, tandis que la production pharmaceutique enregistre la plus forte hausse (+5,2% après -5,8% en mars).

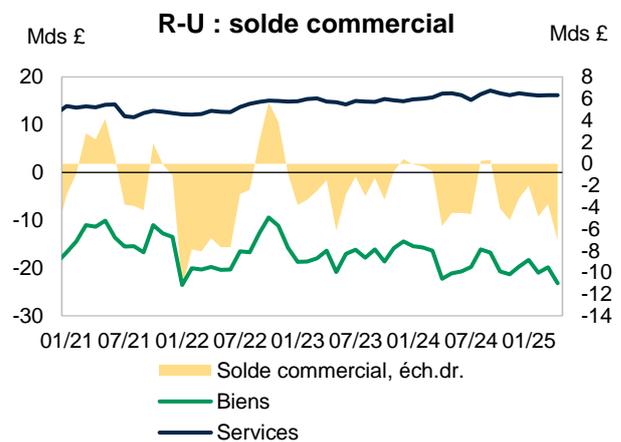
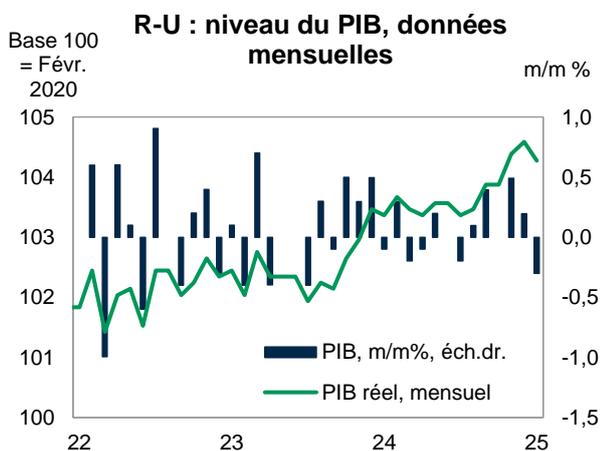
Néanmoins, la contraction de l'activité ne concerne pas uniquement le secteur industriel mais également les services (-0,4% après +0,4% en mars). Des changements de taxes ont pesé sur l'activité dans

certains secteurs. Les plus fortes baisses sont enregistrées dans les services professionnels, scientifiques et techniques, notamment dans les services juridiques où une hausse du droit de timbre sur les transactions immobilières (*stamp duty land tax*) a pesé sur les transactions dans le secteur immobilier résidentiel. D'autres secteurs ont contribué fortement à la baisse dans les services, comme la vente de gros, et l'information et la communication.

Du côté positif, l'activité dans les services aux consommateurs parvient à croître légèrement (+0,1%, après +0,6% au mois de mars), grâce à des ventes au détail hors véhicules soutenues (+1,2%) et aux activités de services personnels (+2,4%). Cela témoigne d'une certaine résilience de la consommation des ménages face au contexte d'incertitude lié aux droits de douane, à la hausse du coût de la vie (hausses des prix de l'énergie, de la taxation des entreprises) et à la détérioration du marché du travail (voir plus bas). L'inflation des prix à la consommation a grimpé en avril à 3,5% sur un an après 2,6% en mars, tirée à la hausse par les prix de l'énergie.

La baisse de l'activité dans l'industrie et dans les services a été partiellement compensée par une hausse de 0,9% de l'activité dans la construction.

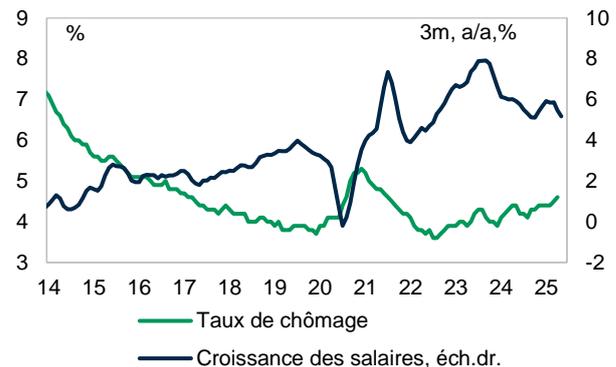
Le commerce extérieur s'est fortement détérioré en avril. Les exportations de marchandises chutent (-8,8% en valeur sur le mois), en raison d'une forte baisse des exportations de biens vers les États-Unis (-30,9%) vraisemblablement due à la mise en place des droits de douane américains. Néanmoins, les exportations vers l'UE baissent également (-4,3%). Le déficit commercial en biens augmente pour s'établir à 21,6 Mds £, un plus haut depuis janvier 2022, tandis que le déficit en services se stabilise à 16,2 Mds £.



Les données du marché du travail pour le mois d'avril confirment que l'économie a bel et bien tourné la page de la surchauffe : il y a désormais un excès de capacités non utilisées dans l'économie qui semble s'amplifier. Le taux de chômage augmente de 4,5% à 4,6% en avril, au-dessus de son niveau d'équilibre de long terme (estimé à 4,25%) et au plus haut depuis le T2-2021. Le nombre d'employés sous contrat a continué de baisser pour le septième mois consécutif, avec une baisse au mois de mai estimée à 109 000 (estimation préliminaire), la plus forte depuis mai 2020 et de -0,9% sur un an. C'est dans le secteur de la restauration que la baisse de l'emploi a été la plus forte (-124 000 salariés), probablement en lien avec la hausse du salaire minimum (NLW ou *national living wage*) qui a augmenté de 6,7% (de 16% à 18% pour les moins de 21 ans) le 1^{er} avril et des cotisations sociales patronales (*national insurance contributions* ou NIC), +1,2 point de pourcentage. Les entreprises continuent de revoir à la baisse leurs plans de recrutement : le nombre de postes à pourvoir continue de reculer (-63 000 sur le trimestre, -7,9% en variation trimestrielle), soit le 35^e trimestre consécutif de baisse, plongeant davantage sous son niveau pré-Covid (-59 000 par rapport à la période janvier à mars 2020). Il y a désormais 2,2 chômeurs par poste à pourvoir, un plus haut depuis février 2021. Ce ratio est une mesure privilégiée de la *Bank of England* du degré d'assouplissement du marché du travail. Les

tensions inflationnistes domestiques semblent donc diminuer. En témoigne également la croissance des salaires qui s'inscrit en baisse pour le deuxième mois consécutif (5,2% en avril après 5,5% en mars et 5,9% en février) avec une décélération encore plus forte dans le secteur privé (5,1% après 5,5% en mars), en dépit de la hausse du salaire minimum. La croissance des salaires devrait ralentir vers 3,75% en fin d'année (selon les estimations de la *Bank of England*). Cela devrait conduire à une modération de l'inflation dans les services dans les prochains mois, dont le rythme toujours très élevé (+5,4% sur un an en avril après 4,7% en mars) inquiète la BoE.

R-U : taux de chômage et croissance des salaires



Source : ONS, Crédit Agricole SA

✓ Notre opinion – La baisse du PIB au mois d'avril n'est pas une surprise étant donné le très fort rebond du premier trimestre. Il est largement anticipé que la croissance au deuxième trimestre devrait être faible (+0,1% prévue par la BoE). Les chiffres d'avril laissent un acquis de croissance nul pour le deuxième trimestre, ce qui implique un léger biais négatif sur notre prévision de croissance de +0,2%.

Comme le suggère la détérioration du déficit commercial en avril, ce contre-coup devrait être le produit d'une contribution négative du commerce extérieur. Les exportations devraient baisser après la forte hausse des exportations vers les États-Unis du premier trimestre, les entreprises importatrices américaines ayant anticipé les droits de douane dits réciproques annoncés par Donald Trump le 2 avril (« Liberation day»). L'investissement devrait également contribuer négativement à la croissance, après avoir été soutenu par des hausses d'achats d'avions au premier trimestre.

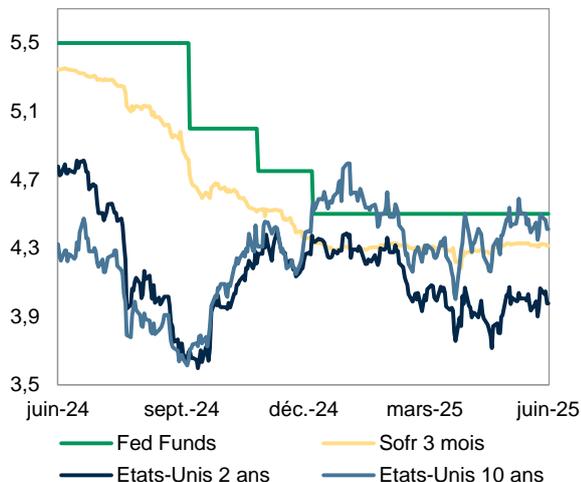
Enfin, les détails du PIB d'avril suggèrent une certaine résilience de la consommation privée, ce qui est en ligne avec notre scénario. Bien que les ménages doivent faire face à une nouvelle envolée du coût de la vie et à une détérioration des conditions du marché du travail, la croissance des salaires réels demeure positive (+1,4% en avril) et le taux d'épargne anormalement élevé (+11,6% au T1). Nous anticipons une croissance de la consommation des ménages faible mais positive dans les prochains trimestres, les consommateurs pouvant puiser dans leur épargne en cas de choc sur les revenus et face à un marché du travail qui devrait continuer de se détériorer dans les prochains mois.

La BoE devrait laisser son taux directeur inchangé à l'issue de la réunion du 19 juin prochain, comme il est largement anticipé, d'autant que le taux d'inflation a surpris à la hausse en avril. La réunion du mois d'août est plus incertaine. Les marchés sont partagés quant à la nécessité de baisser les taux. Néanmoins, l'accumulation de signes de détérioration du marché du travail et la détérioration des perspectives globales nous conduit à maintenir notre prévision de baisses de taux en août (et en novembre).

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

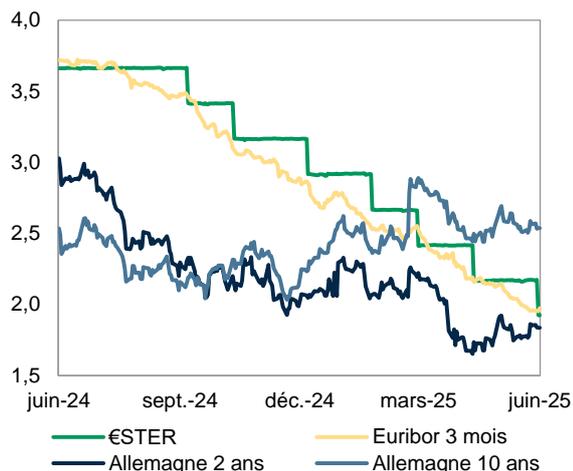
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

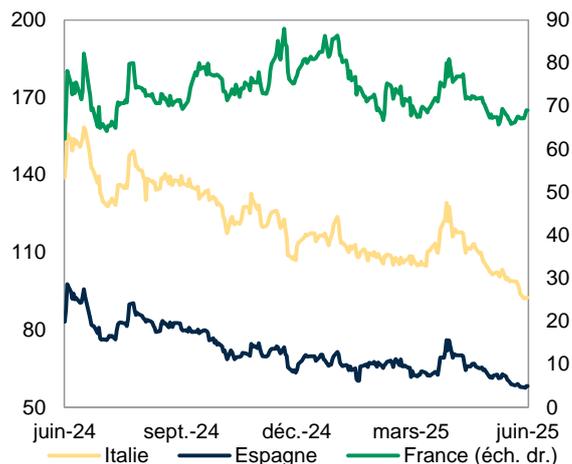
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

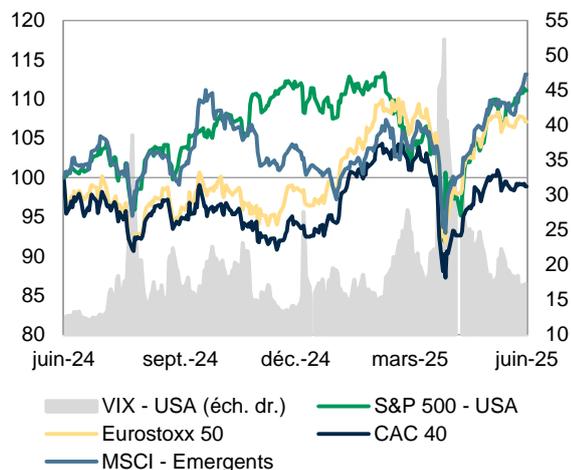
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

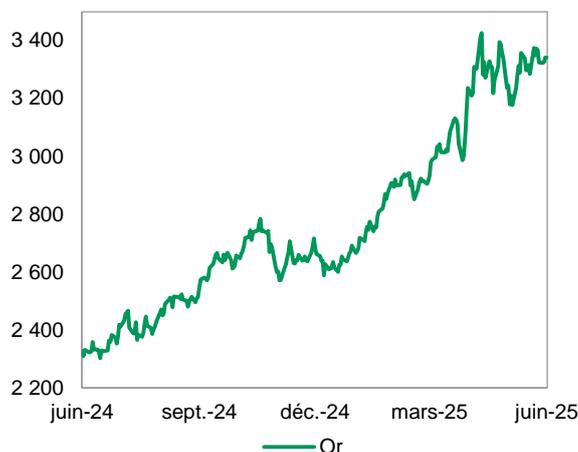
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

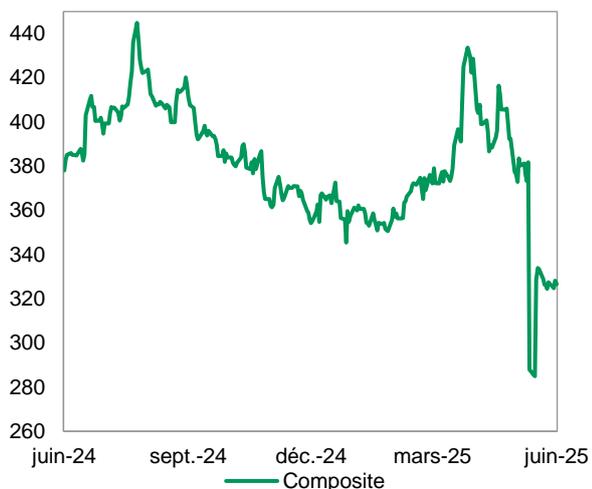
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

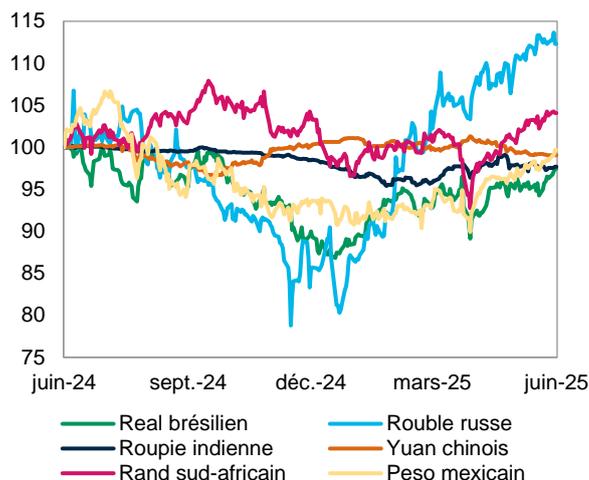
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

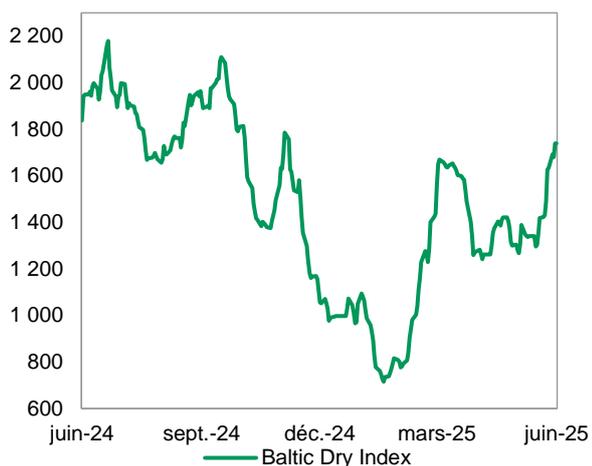
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

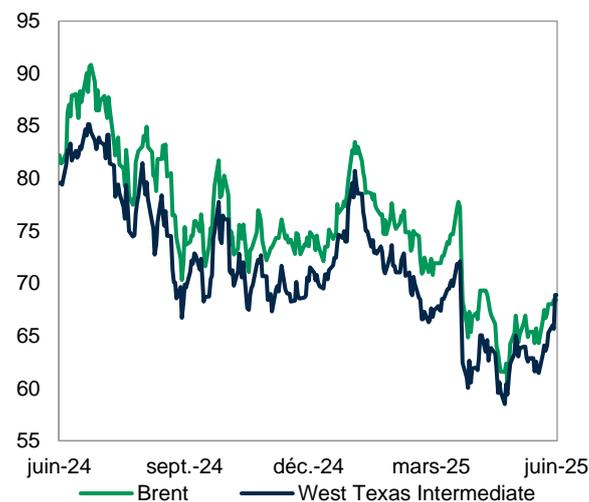
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

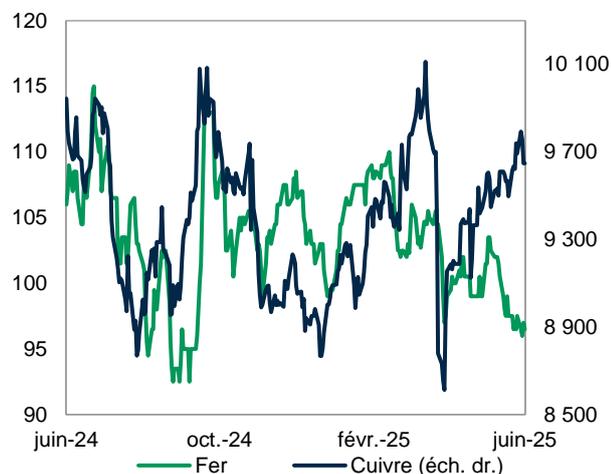
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

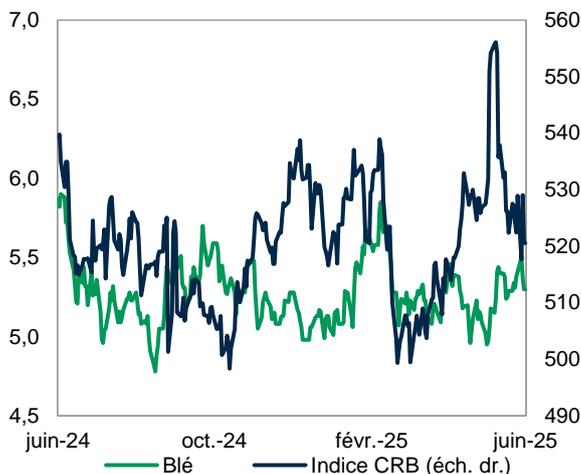
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

SRW Wheat (USD/boisseau) et CRB foodstuffs (USD/point)



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2025-2026 – Avril 2025

[Le temps des paris](#)

Date	Titre	Thème
10/06/2025	BTP France – Situation et perspectives : ralentissement de la baisse d'activité en 2025	BTP, France
06/06/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
05/06/2025	Maroc : we can do it !	Afrique, Moyen-Orient
02/06/2025	Mexique – Où en sommes-nous ?	Amérique latine
28/05/2025	Les États-Unis et le Royaume-Uni signent un « Accord de prospérité économique » : quelques baisses de tarifs et beaucoup de promesses	Royaume-Uni, États-Unis
28/05/2025	Zone euro – La guerre commerciale pèse sur les prévisions de la Commission européenne	Zone euro
28/05/2025	Sous le vernis de l'adoption, ce que pensent vraiment les Américains des cryptomonnaies	Cryptomonnaies
28/05/2025	Union européenne – 30% des fonds de la Facilité pour la reprise et la résilience utilisés depuis 2020	Union européenne
27/05/2025	France – Une immigration en hausse et de plus en plus qualifiée depuis 2006	France
27/05/2025	Immobilier commercial en France – Situation et perspectives : Taux de vacance en hausse et stabilisation fragile des valeurs vénales prime au T1 2025	Immobilier commercial

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

Rédacteurs en chef : Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

Zone euro : Alberto ALEDO, Ticiano BRUNELLO, Marianne PICARD, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Simon SEINCE, Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

Europe centrale et orientale, Asie centrale, géo-économie :

Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QUENTRIC

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LÉBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient, Afrique sub-saharienne : Laure DE NERVO

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

Application Etudes ECO disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.