

MONDE

SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE 2025-2026

Trimestriel – Juin 2025

Un contexte anxieux, quelques résistances inédites

La liste déjà longue de risques de nature diverse, tant économique que géopolitique, entourait le scénario aussi bien dans ses inflexions conjoncturelles que dans ses aspects structurels. Cette liste vient encore de s'allonger avec l'attaque d'Israël sur l'Iran le 13 juin qui constitue une escalade inédite dans son ampleur et sa gravité, un passage à l'acte qui marque une bascule stratégique pour la région.

C'est donc dans un environnement encore plus incertain dont on ne peut totalement exclure les risques d'événements de rupture (blocage du détroit d'Ormuz, incidents sur les infrastructures du Golfe, etc.) que prend place ce scénario qui a déjà dû supporter la versatilité et l'imprévisibilité de la politique économique américaine.

C'est dans un environnement encore plus incertain dont on ne peut totalement exclure les risques d'événements de rupture que prend place notre scénario qui a déjà dû supporter la versatilité et l'imprévisibilité de la politique économique américaine.

Aux **États-Unis**, le thème de l'exception américaine du début d'année (croissance excédant le potentiel, résistant malgré des taux d'intérêt voués à augmenter, statut privilégié du dollar, capacité illimitée à s'endetter et à faire porter les risques par le reste du monde) a ainsi été supplanté par celui du désamour à l'égard des actifs américains consécutif au « *Liberation Day* ». À la suite du « rétropédalage » du président annonçant une pause de 90 jours assortie d'un abaissement des tarifs dits réciproques à 10%, de sérieux doutes ont été émis sur la capacité de D. Trump à véritablement tenir ses engagements tant domestiques qu'internationaux. Les périodes marquées par un sentiment exagérément négatif ont donc alterné avec celles dominées par un sentiment tout aussi exagérément positif.

Bien que nos prévisions pour 2025 aient été légèrement revues à la baisse, notre scénario américain a maintenu son cap, calé sur le calendrier des mesures de politiques économiques : tout en échappant à la récession, la croissance afficherait un net repli en 2025 couplé à un redressement de l'inflation, avant de retrouver du tonus en 2026. Même avec la récente désescalade, les taux de droits de douane restent nettement plus élevés qu'ils ne l'étaient avant la deuxième élection de Donald Trump. L'impact négatif de la nouvelle politique commerciale est le principal moteur de la baisse de la croissance prévue en 2025 (1,5% après 2,8% en 2024) alors que les aspects plus favorables (« *One Big Beautiful Bill* », baisses d'impôts, déréglementation) contribueraient au rebond attendu en 2026 (2,2%). L'hypothèse d'une récession en 2025 est écartée en raison de fondamentaux solides dont la

moindre sensibilité aux taux d'intérêt, la situation financière très saine des ménages, un marché du travail resté relativement robuste, même si on y décèle des signes de dégradation.

Malgré le ralentissement attendu de la croissance, nos prévisions d'inflation ont été revues à la hausse. Les droits de douane devraient occasionner une augmentation de l'inflation en glissement annuel d'environ 80 points de base (pb) au point d'impact maximal. Bien que cet effet soit temporaire, l'inflation (en moyenne annuelle) atteindrait 2,9% en 2025 et 2,7% en 2026. Elle continuerait donc d'excéder 2%, l'inflation sous-jacente se stabilisant aux alentours de 2,5% fin 2026.

Dans un environnement extérieur conflictuel et imprévisible, l'**Europe** trouverait son salut dans sa demande domestique lui permettant de mieux résister au ralentissement mondial. Deux scénarios alternatifs, entre lesquels l'équilibre est délicat, sont en effet susceptibles de se déployer : un scénario de résilience de l'économie de la zone euro fondée sur une augmentation de la dépense privée mais aussi, voire surtout, de la dépense publique en défense et en infrastructures ; un scénario de stagnation de l'activité sous l'effet d'un cumul de chocs négatifs : chocs de compétitivité liés aux droits de douane plus élevés, appréciation de l'euro et impact négatif de l'incertitude sur la confiance des agents privés. Nous privilégions le scénario de résilience sur fond de résistance du marché du travail, de situation économique et financière saine des agents privés et d'impulsion favorable du cycle du crédit. La mise en œuvre effective des dépenses publiques additionnelles, tout particulièrement du « bazooka allemand », mérite certes d'être confirmée. Mais ces dépenses pourraient offrir à la zone une croissance tirée par une demande domestique plus soutenue au moment où la croissance mondiale fléchirait. Elles offriraient une sorte d'exceptionnalisme, au regard surtout de la décennie passée, qui installerait la croissance de la zone euro sur un rythme supérieur au potentiel à moyen terme. La croissance de la zone euro en moyenne annuelle serait en légère accélération en 2025 au rythme de 0,9% et se renforcerait à 1,3% en 2026. L'inflation moyenne continuerait de s'assagir pour atteindre 2,1% et 1,8% en 2025 et 2026, respectivement.

Ce scénario table sur un *statu quo* dans la confrontation tarifaire avec les États-Unis au 4 juin, soit une hypothèse de hausse généralisée des droits de douane à 10%, à l'exception des produits exemptés, de 25% sur l'automobile et de 50% sur l'acier. Les risques associés à ce scénario central sont baissiers. Le scénario de stagnation pourrait se matérialiser si la confrontation commerciale avec les États-Unis devait se durcir, si la

contrainte de compétitivité devait mordre davantage, si la confiance des agents privés se dégradait sensiblement et, enfin, si la relance budgétaire était mise en œuvre plus graduellement qu'anticipé.

Un contexte aussi incertain, porteur de ralentissement mondial et de contraction des débouchés à l'exportation, aurait certainement par le passé (un passé pas si lointain) impliqué une « sous-performance » des **économies émergentes**, en outre handicapées par l'aversion des marchés au risque, une hausse de leurs taux d'intérêt et des pressions sur leurs devises. Or, malgré les droits de douane (dont les effets seront évidemment très différents selon les économies), notre scénario reste, globalement, plutôt optimiste à l'égard des grands pays émergents. Ceux-ci pourraient faire preuve d'une résistance inédite grâce à des soutiens susceptibles d'amortir partiellement les impacts d'un environnement peu porteur : vigueur relative des marchés de l'emploi, demande intérieure assez solide, assouplissement monétaire (à de rares exceptions près), décélération chinoise limitée. Enfin, les devises émergentes ont correctement résisté et le risque d'éventuelles hausses de taux défensives, pénalisant la croissance, est plus faible que ce que l'on aurait pu redouter. Ces perspectives relativement positives s'accompagnent, cependant, de risques secondaires plus élevés qu'habituellement, en raison de l'imprévisibilité des politiques américaines.

En termes de **politiques monétaires**, la fin des cycles d'assouplissement se rapproche. Aux États-Unis, le scénario (net fléchissement en 2025, rebond en 2026, hausse de l'inflation qui continuerait d'excéder significativement la cible), mais aussi les incertitudes qui l'entourent devraient inciter la Fed à la patience. Elle procéderait toutefois à un léger assouplissement suivi d'une longue pause. Notre scénario table toujours sur deux réductions en 2025, mais les décale d'un trimestre (en septembre et décembre, contre juin et septembre auparavant). Après ces deux baisses, la Fed

maintiendrait ses taux inchangés avec une limite supérieure maximale de 4% tout au long de 2026. Quant à la BCE, bien qu'elle se refuse à exclure toute future baisse de taux, elle pourrait bien être arrivée à la fin de son cycle de baisse en raison d'une croissance supposée se redresser et une inflation à la cible. Bien évidemment, une détérioration de l'environnement économique justifierait davantage d'assouplissement : la BCE se tient prête à baisser ses taux, si nécessaire.

Du côté des **taux d'intérêt**, aux États-Unis, risque d'inflation tenace et de trajectoire budgétaire jugée insoutenable, notation AAA compromise, versatilité des décisions économiques, inquiétudes accrues des investisseurs exercent des pressions haussières. Notre scénario retient un taux souverain (*US Treasury*) à dix ans proche de 4,70% fin 2025 et de 4,95% fin 2026. Dans la zone euro, croissance résistante et prévue en accélération, inflation à la cible et BCE supposée avoir presque achevé son assouplissement plaident pour une légère remontée des taux d'intérêt et une stabilisation, voire un resserrement des *spreads* souverains. Le taux allemand à dix ans (Bund) pourrait ainsi approcher 2,90% fin 2025 et 2,95% fin 2026. Sur la même maturité, le *spread* offert par la France par rapport au Bund oscillerait autour de 60/65 pb et celui de l'Italie se contracterait pour atteindre 90 pb fin 2026.

Enfin, le **dollar** continue à perdre de sa superbe. Inconstance et imprévisibilité des politiques économiques menées par D. Trump, perspectives budgétaires américaines dégradées, spéculations sur les intentions officielles de dépréciation du dollar, résistance des autres économies autant de facteurs qui mettent le dollar sous pression sans pour autant annoncer sa disparition comme monnaie de réserve essentielle à brève échéance. Le cours euro/dollar s'établirait à 1,14 au quatrième trimestre 2025, avant de se déprécier en 2026 (1,10).

Catherine LBOUGRE

Géopolitique – Conflit Israël-Iran : une escalade inédite dans son ampleur et sa gravité

L'attaque sur l'Iran le 13 juin est un passage à l'acte d'Israël qui marque **une bascule stratégique pour la région**. Potentiellement aussi, en fonction des scénarios, **cela peut aussi impacter les relations entre États-Unis, Russie et Chine, donc le cœur de la géopolitique mondiale. En effet, l'Iran est l'un des points de contact entre « l'alliance mongole » (Russie, Iran, Chine) et les alliés occidentaux.**

Cette attaque, et les affrontements directs en cours, ne sont pas comparables aux épisodes d'escalade précédents, car **Israël et l'Iran sont désormais en guerre**. Il y a donc un **changement d'univers de risque** pour toute la région. **Cette montée sur l'échelle des risques rend plus difficile les scénarios de désescalade à court terme.**

Le brouillard de la guerre et le déclenchement récent des événements ouvrent un champ des possibles large, dans lequel il existe un éventail de scénarios désormais résolument sur la table, et la probabilité des scénarios extrêmes, sans être centrale, s'est accrue.

La lecture de cette attaque et de ses conséquences s'inscrit dans un contexte plus large de reconfiguration du Moyen-Orient, dont le 7 octobre a été un accélérateur stratégique pour la puissance israélienne. Depuis cette date, le gouvernement de Benjamin Netanyahu s'est radicalisé dans sa volonté d'anéantir toutes les menaces régionales perçues comme existentielles pour sa sécurité. Mais cette radicalisation est aussi à comprendre dans un contexte de **crise politique interne, qui pousse son premier ministre dans une fuite en avant, car le conflit avec l'Iran a un effet puissant de réaligement politique.**

La guerre est asymétrique sur le plan militaire et technologique, marquée par une supériorité israélienne à plusieurs niveaux : la maîtrise du ciel, le renseignement, la précision des frappes en profondeurs et la supériorité nucléaire – qui, malgré la progression de l'Iran vers une position de puissance du seuil, reste aujourd'hui une réalité stratégique majeure. **Il en découle que la plupart des scénarios d'escalade sont défavorables à l'Iran**, qui a, depuis le 7 octobre, adopté une stratégie de retenue pour éviter d'entrer en conflit. **L'Iran mesure aussi le risque existentiel que représenterait une entrée directe des États-Unis dans la guerre.**

Le choix de la guerre avec l'Iran ne sera pas sans coût pour Israël, car il ne s'agit plus, cette fois, d'un acteur non étatique aux moyens limités comme le Hezbollah, le Hamas ou les Houthis. Cependant, il ne faut pas oublier que l'asymétrie joue au profit de l'Iran en ce qui concerne la taille du territoire et la puissance

démographique. Par ailleurs, **la capacité de frappe militaire de l'Iran est encore mal connue**, d'autant que, depuis vingt ans, Téhéran a donné une totale priorité à son programme de missiles et de drones, qui ont déjà prouvé leur capacité à saturer et à traverser les trois lignes d'interception israélienne (notamment dôme de fer et système Arrow, avec un risque d'épuisement progressif de systèmes intercepteurs, signalé par des sources américaines).

Plus le bilan humain s'accroît en Israël, plus cela pousse à l'escalade et à l'intervention directe des États-Unis. **Le choix par Israël de payer le prix de la guerre pour désamorcer la menace iranienne indique aussi qu'un retour aux négociations avec l'Iran ne pourra plus se faire dans les mêmes termes qu'auparavant : la situation s'est radicalisée, sauf scénario de chute de régime ou de capitulation.**

L'attaque sur l'Iran le 13 juin est un passage à l'acte d'Israël qui marque une bascule stratégique pour la région.

À court terme, malgré la supériorité d'Israël précédemment évoquée, **l'incertitude du « brouillard de la guerre » pèse sur le travail de scénarios tant le résultat de l'affrontement militaire est littéralement imprévisible**. Cependant, cinq catégories de facteurs clés sont à surveiller dans les semaines à venir. Ces facteurs décisifs vont orienter la possibilité de négociations et les scénarios de rééquilibrage : limites et moteurs de l'escalade militaire ; risque d'intervention directe américaine ; risque de chaos iranien ; risque politique en Israël ; risques d'événements de rupture (Ormuz, incidents sur les infrastructures du Golfe, fuites sur des infrastructures nucléaires, etc.).

En termes de scénarios, comme toujours, **il faut différencier les effets selon leur horizon : distinguer les impacts immédiats** (crise, incertitude, volatilité) **des implications à moyen terme** (les repositionnements stratégiques régionaux possibles et les dynamiques économiques et politiques qui en découleraient) **et à long terme** (dynamiques géopolitiques plus profondes)

Les acteurs régionaux et les grandes puissances ont des positionnements à long terme et des intérêts stratégiques en jeu, dans ce contexte d'accélération de la reconfiguration régionale. En revanche, les marchés sont très réactifs aux événements et conséquences potentielles (et supposées) à court terme. À ce stade, il semble que le changement d'univers des risques ne soit pas pleinement perçu par les marchés.

Tania SOLLOGOUB – Laure DE NERVO



PAYS DÉVELOPPÉS

Ni optimisme débridé, ni désespoir abusif

États-Unis – Ralentissement brutal, mais sans récession, dans un contexte de revirements incessants

Zone euro – Et si l'exceptionnalisme était européen ?

Royaume-Uni – Les droits de douane pèsent sur les perspectives de croissance

Japon – Vers une sortie de la déflation structurelle

Ni optimisme débridé, ni désespoir abusif

Le thème de l'exception américaine du début d'année a été supplanté par celui du désamour à l'égard des États-Unis, puis suivi de doutes sérieux quant à la capacité de D. Trump de véritablement tenir ses engagements. Notre scénario a maintenu son cap : la croissance afficherait un net repli couplé à un redressement de l'inflation, mais échapperait à la récession. Dans un contexte de ralentissement mondial, l'Europe se distinguerait en trouvant du ressort dans sa demande domestique.

ÉTATS-UNIS : RALENTISSEMENT BRUTAL, MAIS SANS RÉCESSION, DANS UN CONTEXTE DE REVIREMENTS INCESSANTS

Le début d'année a déjà été caractérisé par des commentaires très changeants à l'égard de l'économie américaine, des discours suscitant optimisme débridé ou désespoir abusif. Les périodes marquées par un sentiment exagérément négatif ont alterné avec celles dominées par un sentiment tout aussi exagérément positif. En revanche, bien que nos prévisions pour 2025 soient légèrement revues à la baisse par rapport au début de l'année, notre scénario retient toujours un net ralentissement, mais sans récession en 2025, avant un rebond en 2026.

Donald Trump a adopté tout au long de sa carrière une approche qui implique de prendre dans un premier temps des positions extrêmes avant de négocier un compromis.

Plus précisément, une croissance annuelle moyenne du PIB de 1,5% en 2025 est désormais prévue, avant un sursaut à 2,2% en 2026. La projection pour 2025 représente un net recul par rapport aux 2,8% enregistrés en 2024 et une révision à la baisse de notre prévision de début d'année (1,9%), relativement limitée par rapport à d'autres ajustements observés.

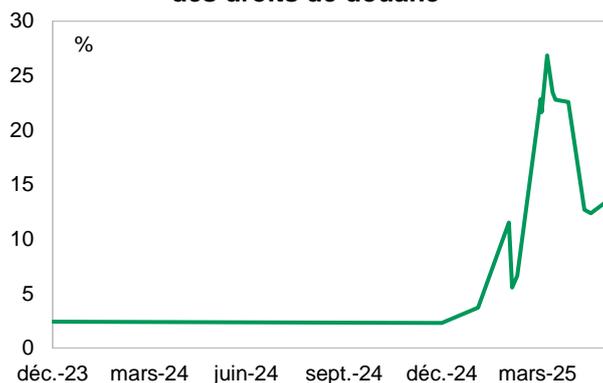
Schématiquement, l'année peut se décomposer en trois phases :

- ✓ **L'exception américaine** : l'année a débuté avec un regain d'optimisme, le marché anticipant une

nouvelle année de forte croissance résistant aux promesses de changement de politique de la nouvelle administration Trump. Nous étions toutefois un peu sceptiques, estimant que ce scénario s'arrêterait aux seuls aspects positifs du programme de Donald Trump, tout en minimisant les aspects défavorables à la croissance. Tablant sur la mise en œuvre concrète de certaines dispositions préjudiciables à la croissance avant le déploiement de politiques plus favorables, nos opinions sur l'enchaînement des politiques nous ont conduits à entamer l'année avec des prévisions inférieures au consensus.

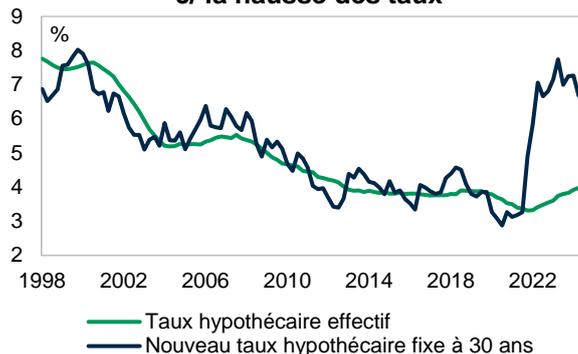
- ✓ **« Vendre les États-Unis »** : or, la chronologie des événements s'est révélée conforme à nos prévisions. L'administration Trump s'est donnée comme priorité de repenser sa politique commerciale et l'optimisme a rapidement cédé la place à la morosité. Non seulement les révisions à la baisse des prévisions se sont succédé mais les anticipations de récession sont devenues de plus en plus fréquentes. Cette réaction négative nous a semblé, de nouveau, excessive. Bien que nous ayons légèrement abaissé nos prévisions, nous avons toujours été sceptiques quant à la volonté de Donald Trump de mettre en œuvre l'ensemble de ses menaces douanières. Il a adopté tout au long de sa carrière une approche basée sur l'« art de la négociation », qui implique de prendre dans un premier temps des positions extrêmes avant de négocier un compromis. Ainsi, la hausse massive

USA : taux effectif moyen des droits de douane



Sources : USITC, Bloomberg, CACIB

USA : prêts hypothécaires à taux fixe, protection des ménages c/ la hausse des taux



Sources : BEA, Bloomberg, CACIB

des droits de douane annoncée lors du « *Liberation day* » nous a semblé être, du moins en partie, une tactique de négociation et nous ne sommes jamais allés jusqu'à intégrer une récession dans nos prévisions.

✓ « **TACO** » (pour « *Trump always chickens out* », soit en français « **Trump se dégonfle toujours** ») : après environ une semaine de perturbations extrêmes sur les marchés consécutives à l'annonce du « *Liberation day* », Trump est partiellement revenu sur ses menaces en annonçant une pause de 90 jours au cours de laquelle les taux réciproques ont été abaissés à 10%. La poursuite de la désescalade dans les négociations avec la Chine a, en outre, conduit certains à conclure hâtivement que Donald Trump allait finir par « se dégonfler » et que ses menaces devaient être prises avec des pincettes. Soyons de nouveau attentifs au risque de discours excessif. Les marchés pourraient en effet se montrer trop optimistes : or, même avec la récente désescalade, les taux de droits de douane restent nettement plus élevés qu'ils ne l'étaient avant la deuxième élection de Donald Trump ; de plus, peu de mesures ont été prises pour réduire les incertitudes et tracer un cap clair.

En tentant de faire abstraction du bruit qui accompagne ces changements de discours, notre scénario continue donc de tabler sur un ralentissement sévère en 2025, mais insuffisamment pour entraîner une récession. L'impact négatif de la nouvelle politique commerciale est le principal moteur de cette nette baisse de régime même si l'administration se concentre désormais sur les aspects plus favorables de son programme, tels que les baisses d'impôts et la déréglementation vers la fin de l'année, qui contribueront au rebond en 2026.

Bien que les changements de politique représentent le principal point d'inflexion de l'économie, au regard des niveaux élevés d'incertitude qui persistent à Washington, les fondamentaux sous-jacents sont solides.

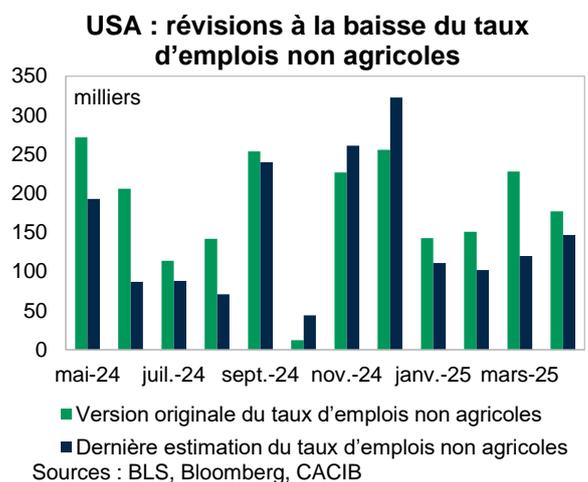
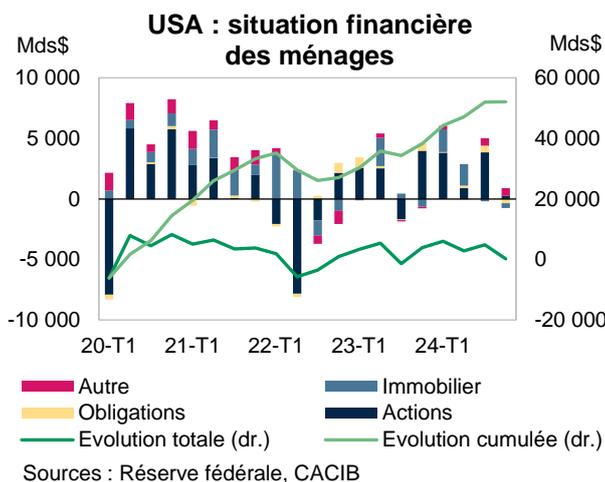
Tout d'abord, l'économie est moins sensible aux taux d'intérêt qu'elle ne l'était au cours des décennies précédentes : de nombreux ménages et entreprises bénéficient encore des taux fixes bas consentis dans le passé, offrant ainsi une certaine protection contre le cycle de relèvement des taux le plus agressif de la Fed depuis des décennies.

De plus, la situation financière des ménages reste extrêmement saine, avec une valeur nette globale en hausse de plus de 50 000 milliards de dollars par rapport à la période pré-Covid. Certes, il s'agit du montant cumulé et la situation n'est pas la même pour tout le monde. Il semble cependant que les îlots de faiblesse concernent principalement les petites entreprises et les ménages à faible revenu et ne soient donc pas généralisés et répartis dans l'ensemble de l'économie.

Enfin, même si on y décèle des signes de ralentissement supplémentaires, le marché du travail est resté relativement robuste et contribue d'apporter un soutien. Pour l'instant, il se maintient à un niveau satisfaisant, avec plus de 100 000 créations d'emplois par mois (ce que la Fed considère comme le point d'équilibre des créations d'emplois), un taux de chômage proche de niveaux historiquement bas, de faibles taux de licenciements, des créations d'emplois toujours plus nombreuses que le nombre de chômeurs et une croissance des salaires supérieure à celle de la période pré-Covid.

Le rythme des gains de pouvoir d'achat a cependant ralenti, les révisions à la baisse sont de plus en plus fréquentes et la participation a fléchi le mois dernier, laissant entrevoir un nouveau ralentissement dans les mois à venir car les incertitudes politiques pourraient également peser sur le marché du travail. **Notre scénario retient un ralentissement toutefois relativement modeste, le taux de chômage atteignant un pic aux alentours de 4,5%.**

Malgré le ralentissement attendu de la croissance, le *policy mix* est également inflationniste. Nos prévisions d'inflation ont été revues à la hausse :



même s'il faut un certain temps avant que leurs effets ne se fassent pleinement sentir, les droits de douane devraient occasionner une hausse de l'inflation en glissement annuel d'environ 80 points de base (pb) au point d'impact maximal. **Plus précisément, notre scénario table sur une hausse de l'indice des prix à la consommation (IPC) global culminant vers 3,2% pour un niveau sous-jacent proche de 3,5% à la fin de l'année, car les droits de douane commenceront à devenir plus pesants en juin.** Cet impact devrait être largement temporaire, avec une inflation restant proche de ce niveau assez élevé au premier semestre 2026, avant de se replier au second semestre 2026. L'inflation globale continuerait,

toutefois, d'excéder 2%, l'évolution de l'IPC sous-jacent se stabilisant aux alentours de 2,5% fin 2026.

 Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	1,5%	2,2%
Inflation	2,7%	2,7%

Nicholas VAN NESS

ZONE EURO : ET SI L'EXCEPTIONNALISME ÉTAIT EUROPÉEN ?

Un environnement extérieur conflictuel et imprévisible entoure notre scénario et l'assortit de bruits qui brouillent les signaux renseignant sur la trajectoire sous-jacente de l'activité. Les équilibres sont délicats et deux scénarios alternatifs sont susceptibles de se déployer : un scénario de résilience de l'économie de la zone euro fondée sur une augmentation de la dépense privée mais aussi, voire surtout, publique en défense et en infrastructures ; un scénario de stagnation de l'activité sous l'effet d'un cumul de chocs négatifs : chocs de compétitivité liés aux droits de douane plus élevés, appréciation de l'euro et impact négatif de l'incertitude sur la confiance des agents privés.

Notre prévision attribue une probabilité plus élevée au scénario de résilience sur fond de résistance du marché du travail, de situation économique et financière saine des agents privés et d'impulsion favorable du cycle du crédit. La mise en œuvre effective des dépenses publiques additionnelles mérite certes d'être confirmée. Mais ces dépenses pourraient permettre à la zone une croissance tirée par une demande domestique plus soutenue au moment où la croissance mondiale fléchirait. Elles offriraient **une sorte d'exceptionnalisme, au regard surtout de la décennie passée, qui installerait la croissance de la zone euro sur un rythme supérieur au potentiel à moyen terme.** La croissance de la zone euro en moyenne annuelle serait en légère accélération en 2025 au rythme de 0,9%, avant de se renforcer à 1,3% en 2026.

Ce scénario table sur une hypothèse de *statu quo* dans la confrontation tarifaire avec les États-Unis au 4 juin, soit une hausse généralisée des droits de douane à 10%, à l'exception des produits exemptés, de 25% sur l'automobile et de 50% sur l'acier.

Les risques associés à ce scénario sont baissiers avec une matérialisation possible du scénario de stagnation si la confrontation commerciale avec les États-Unis devait se durcir, si la contrainte de

compétitivité devait mordre davantage, si la confiance des agents privés se dégradait sensiblement et, enfin, si la relance budgétaire était mise en œuvre plus graduellement qu'anticipé.

Un début 2025 un peu difficile à décoder

Les chiffres de croissance du début d'année ne lèvent pas complètement les doutes sur la matérialisation du scénario de résilience. La croissance de la zone euro au premier trimestre 2025 s'est bien inscrite en accélération (+0,6% sur le trimestre, après +0,3% au T4 2024) et laisse un acquis élevé (+1,1%) à la croissance en moyenne annuelle en 2025.

Cependant, sans la forte croissance irlandaise (9,7%), le taux de croissance du PIB de la zone aurait été de 0,3%, sans accélération notable.

La demande extérieure nette (0,3 point de pourcentage – pp) a renforcé sa contribution à la croissance grâce à une progression des exportations de biens et services en volume (1,9%) plus rapide que des importations (1,4%). L'évolution en volume confirme donc la forte accélération des exportations de biens en valeur au cours du premier trimestre 2025 (7,6% après 0,8%), notamment vers les États-Unis (+27%). Si les progrès des ventes de machines et de matériel de transport outre-Atlantique sont substantiels (6,4%), ceux des produits chimiques sont spectaculaires (64%). Ces évolutions semblent cohérentes avec la hausse des importations américaines, dans une logique d'anticipation des achats avant la remontée effective des droits de douane. On peut donc craindre une correction tout aussi marquée au cours des prochains trimestres : un ajustement consécutif à la hausse généralisée de 10% des droits de douane entrée en vigueur le 9 avril et celle de 25% sur les véhicules (le 3 mai) et sur l'acier et l'aluminium (depuis le 3 avril) relevée à 50% depuis le 4 juin.

La contribution positive de la demande intérieure (0,5 pp), pour le troisième trimestre consécutif, semble néanmoins confirmer **la solidité des fondamentaux domestiques de la croissance européenne : une croissance qui n'est pas « flamboyante » mais assez robuste**. La consommation des ménages a progressé à un rythme modeste mais positif (0,2%), bien qu'en ralentissement par rapport au dernier semestre 2024 (0,5% en moyenne). La consommation publique a stagné, mais après une année de croissance soutenue.

Le rebond de l'investissement (1,8% après 0,7%) est imputable à la forte augmentation de la formation de capital en Irlande (+41,1%). Sans cette composante irlandaise, l'investissement aurait progressé modestement (0,4%), mais aurait tout de même interrompu un an de recul en rythme annuel. L'investissement a augmenté dans la construction (0,6%), à un rythme similaire dans le logement et les autres constructions. Cette reprise dans la construction, pour le deuxième trimestre consécutif, interrompt le repli en cours depuis le printemps 2023. L'investissement productif se montre, en revanche, toujours erratique : il s'est encore contracté dans les machines et équipements (-0,4%). Il a été néanmoins soutenu dans les transports, même si son niveau reste inférieur de 1,7% à celui atteint un an auparavant. L'accumulation de propriété intellectuelle s'est aussi poursuivie à un rythme élevé (7,5%).

Trop tôt pour lire l'impact de la hausse des droits de douane au T2

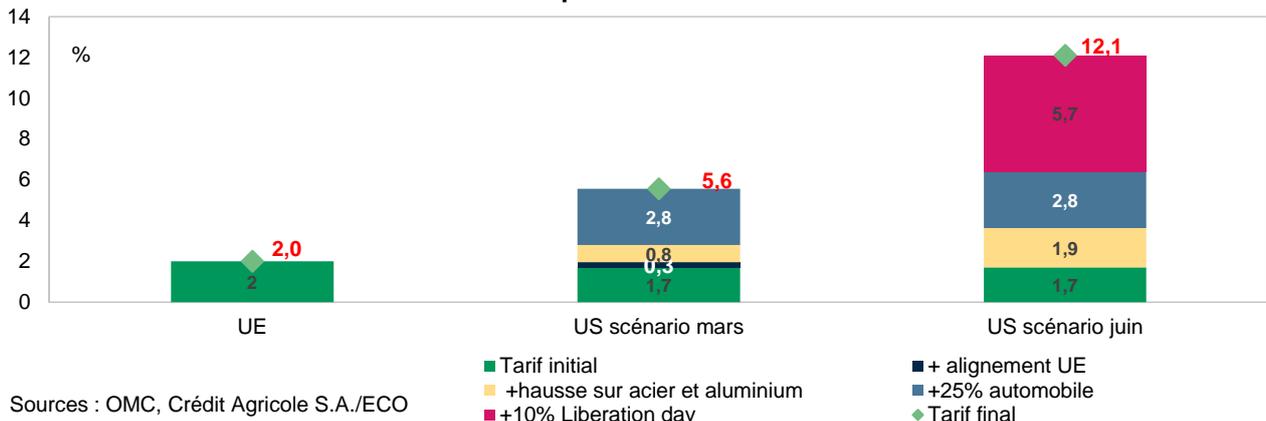
Si la demande américaine, en anticipation de droits de douane plus élevés, a soutenu les exportations de la zone euro au premier trimestre, ces achats avancés peuvent vite se transformer en un frein au deuxième trimestre. **Les signaux fournis par les différents indicateurs disponibles ne sont pas très éclairants**. Ainsi, l'indice des directeurs d'achats dans le secteur manufacturier signale une remontée de la confiance depuis janvier, remontée qui n'a pas été affectée par les annonces du *Liberation Day*. Il indique également

une expansion de la production depuis le mois de mars, tirée par une hausse des exportations à partir d'avril et des perspectives de production en forte progression. Si l'enquête ESI de la Commission européenne confirme ces évolutions, elle signale une dégradation de la confiance en avril, suivie d'une reprise en mai. L'indice de la production industrielle¹ s'est redressé de façon spectaculaire au cours du premier trimestre et, en mars, il était en hausse de 3,9% sur un an. Ainsi la croissance de la valeur ajoutée industrielle a contribué à hauteur de 0,4 point à la croissance du PIB de la zone au premier trimestre 2025, mais cela intervient après deux années durant lesquelles le secteur avait amputé la croissance du PIB de 0,2 point par an à. **Cette amélioration dans l'industrie reste donc fragile et il serait prématuré d'en conclure qu'il s'agit d'un changement de tendance plutôt que d'un simple rebond temporaire dopé par l'anticipation des achats**.

Quant au secteur des services, il a été le principal moteur de la croissance au cours des quatre dernières années, et a continué de soutenir la progression de l'activité au premier trimestre 2025. Son activité est néanmoins annoncée en contraction en mai par l'indice S&P, signalant de nouveau un repli du nombre de nouveaux contrats obtenus par les prestataires de services. Cette baisse de la demande passée et future est confirmée par l'enquête ESI de la Commission européenne qui note également un repli de la confiance au sein du secteur.

Nous inscrivons donc, dans notre scénario, un recul du PIB au deuxième trimestre (-0,3%) : un recul « non dramatique » puisqu'il reflète la contraction largement mécanique des exportations, contre-coup du rebond des importations américaines, ainsi que le repli de l'investissement, imputable à la seule correction du « surinvestissement » enregistré par l'Irlande au premier trimestre.

Hypothèse sur le taux moyen pondéré des droits de douanes américains sur les exportations de l'UE



Sources : OMC, Crédit Agricole S.A./ECO

¹ Cet article ne prend pas en compte les données chiffrées publiées après le 12 juin 2025.

Un environnement international moins favorable à la croissance

La dynamique de la demande étrangère est évidemment fortement impactée par l'hypothèse retenue sur l'issue de la confrontation commerciale avec les États-Unis. Notre scénario retient l'hypothèse d'un accord entre les États-Unis et l'Union européenne sur une hausse généralisée des droits de douane de 10% pour les exportations européennes (hors biens exemptés) et sur une négociation concernant les secteurs stratégiques autour d'un système de quotas qui permettrait plus tardivement une baisse des droits de douane en vigueur sur ces produits.

Nous prévoyons une croissance tirée par une demande domestique plus soutenue au moment où la croissance mondiale fléchirait.

En termes « opérationnels » pour notre scénario, il s'agit donc d'un *statu quo* au 4 juin, soit un tarif moyen pondéré imposé aux biens européens de 12,2%. Les impacts de ces mesures ont été estimés au fur et à mesure des annonces successives ; ils ont déjà été incorporés partiellement dans nos scénarios précédents (décembre 2024 et mars 2025). Ainsi, l'imposition des tarifs américains chiffrée en mars devait soustraire 0,1 pp de croissance en 2025, 0,3 en 2026 et 0,2 en 2027. Cet impact négatif était renforcé par la plus forte incertitude sur l'environnement économique, qui retranchait 0,1 pp de croissance par an, *via* le canal de l'attentisme pesant sur les décisions d'investissement. La remontée des droits sur l'acier de 25% à 50% accroît désormais faiblement le taux moyen (de 11,1% à 12,2%) avec un impact très limité sur la croissance du PIB mais que vient renforcer l'appréciation de l'euro. Ces effets « dépressifs » pourraient néanmoins être minorés pour les biens à forte spécialisation, mais aussi par les gains de compétitivité « spontanés », dus au différentiel entre les droits de douane imposés à l'entrée du marché américain sur les biens européens (12,2%) et chinois (46%).

Un environnement domestique plus propice

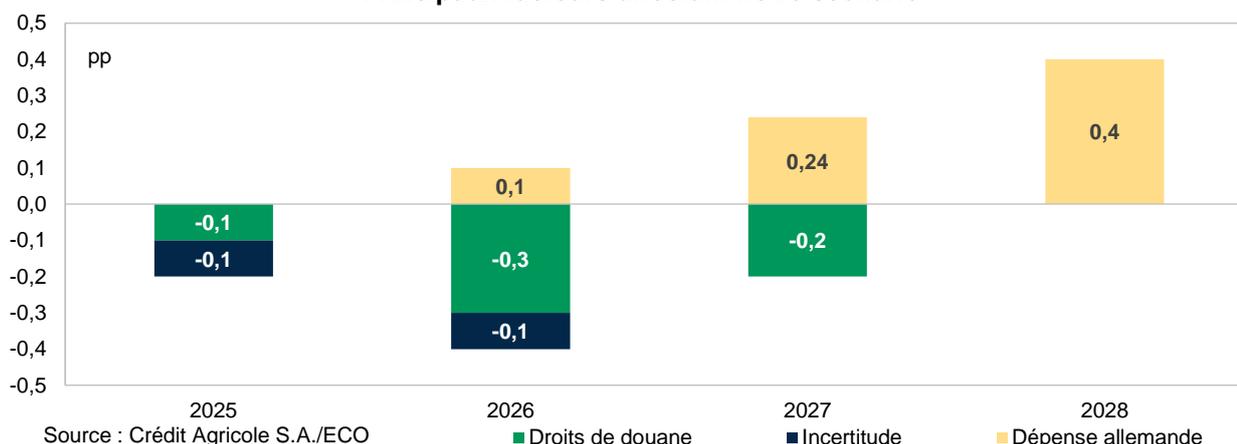
Plusieurs facteurs domestiques jouent favorablement, en particulier à partir de 2026. La résilience du marché du travail et les gains encore à l'œuvre en termes de salaire réel vont soutenir la croissance, certes modérée mais constante, de la consommation privée que notre scénario prévoit à 1,2% en 2025, puis à 1,1% en 2026 (après 1% en 2024).

Le niveau encore élevé des marges devrait en outre jouer un rôle d'amortisseur des chocs externes. La remontée anticipée de la productivité et le ralentissement des salaires devraient permettre une amélioration des marges. Le plein déploiement de la transmission de la baisse des taux sur les coûts du crédit devrait, en partie, compenser l'effet négatif de l'incertitude sur l'investissement. C'est déjà un moteur pour le redémarrage avéré du cycle du crédit dans le logement. L'impulsion de la politique monétaire continue de se transmettre à l'économie, mais ne sera plus alimentée par des changements d'orientation monétaire : notre scénario ne table pas sur d'autres baisses des taux directeurs de la BCE, qui stabiliserait le taux de la facilité de dépôt à 2% à l'horizon de notre prévision.

En revanche, une nouvelle impulsion est attendue sur le front budgétaire. Nous avons modifié le profil de mise en œuvre des dépenses additionnelles liées au fonds d'infrastructures allemand : nous tablons désormais sur une dépense plus graduelle et un effet des mesures sur le PIB allemand révisé à la baisse en 2025, mais à la hausse en 2026 et au-delà. L'impact de ces mesures sur la croissance de la zone euro serait nul en 2025, positif mais limité à 0,1 pp en 2026 et plus significatif ensuite (0,3 pp en 2027 et 0,4 en 2028).

Par ailleurs, avec seulement 33% des fonds du Fonds européen pour la Reprise et la Résilience utilisés par l'Italie et 20% par l'Espagne à fin 2024, les montants restant à dépenser au cours des années 2025 et 2026 se montent à 6,2 points de PIB pour l'Italie et à 8,8 points pour l'Espagne si les deux pays devaient dépenser la totalité de l'enveloppe allouée. S'il est évident que toutes les sommes allouées ne seront pas

Principaux facteurs affectant notre scénario



demandées avant l'échéance de septembre 2026, notamment la composante des prêts dans le cas de l'Espagne, il reste un potentiel important de hausse de l'investissement et de la dépense publique à l'horizon de notre prévision. **Les dépenses en faveur de la défense sont aussi en hausse.** Onze pays de la zone euro ont demandé l'activation de la clause de sauvegarde du Pacte de stabilité leur permettant une déviation de la trajectoire de dépense négociée à hauteur de 1,5% du PIB sur la période 2025-2028.

Notre scénario table donc sur un soutien important de l'investissement public au redressement de la formation brute de capital fixe, qui devrait progresser

au rythme de 2,5% en 2025 et de 3% en 2026, après avoir reculé de 1,8% en 2024.

Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	0,9%	1,3%
Inflation	2,2%	1,8%

Paola MONPERRUS-VERONI

ROYAUME-UNI : LES DROITS DE DOUANE PÈSENT SUR LES PERSPECTIVES DE CROISSANCE

L'accord de prospérité économique signé le 8 mai entre le Royaume-Uni et les États-Unis a maintenu le droit de douane « universel » de 10% sur la plupart des importations de biens britanniques. Les constructeurs automobiles britanniques sont un des principaux bénéficiaires de l'accord : ils se verront appliquer des droits de douane de 10% sur les 100 000 premières voitures importées par les États-Unis (contre 25% pour le reste du monde). En outre, les deux pays ont entamé des négociations afin de porter les droits de douane sur l'industrie de l'acier et de l'aluminium à 0% (contre 25% actuellement) et pour protéger l'industrie pharmaceutique de toute hausse future de droit de douane. En conséquence, environ un quart des produits exportés vers les États-Unis seront exemptés de droits de douane.

Les États-Unis sont le deuxième partenaire commercial du Royaume-Uni après l'Union européenne, les importations de biens britanniques totalisant 59,3 milliards de livres sterling en 2024 (16% du total des exportations de biens du Royaume-Uni, 8,7% du total de ses exportations de biens et services), dont 9 milliards de livres sterling de voitures. L'affaiblissement de la demande américaine pour des biens britanniques et le ralentissement de la demande mondiale résultant des droits de douane devraient peser sur les exportations, l'investissement des

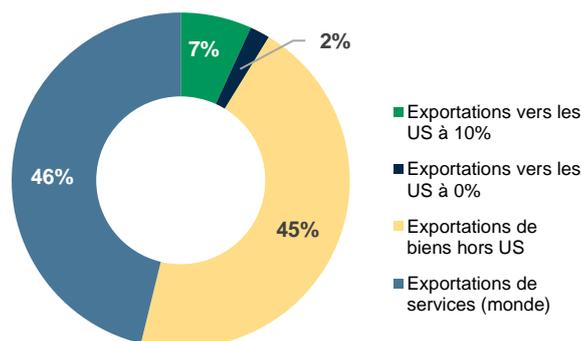
entreprises, l'emploi et la consommation des ménages au Royaume-Uni.

Nous avons révisé à la baisse la croissance séquentielle pour le reste de l'année 2025 et pour 2026 d'environ -0,10 point de pourcentage (pp) à -0,15 pp par trimestre, ce qui entraîne une révision négative de la croissance annuelle du PIB pour 2026 à 1,1%, contre 1,4% attendu précédemment. Les exportations nettes constitueront le principal frein à la croissance au cours des prochains trimestres, la croissance des exportations étant appelée à s'affaiblir plus rapidement que celle des importations.

Les exportations nettes constitueront le principal frein à la croissance au cours des prochains trimestres.

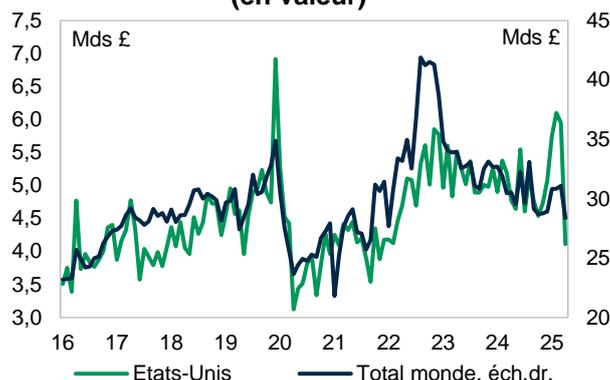
Alors que la croissance du PIB devra être portée de plus en plus par la demande intérieure, les fondamentaux relatifs à la consommation des ménages se sont dégradés. Le taux de chômage augmente, atteignant 4,6% en avril, son plus haut niveau depuis quatre ans. Cette tendance devrait se poursuivre, le taux de chômage étant désormais attendu à 5% d'ici la fin de l'année (contre 4,7% précédemment). La croissance des salaires reste élevée (5,2% en valeur nominale, 2,1% en valeur

R-U : exportations totales, % total biens & services, 2024



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A./ECO

R-U : exportations de biens (en valeur)



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A./ECO

réelle), mais elle devrait ralentir au cours des prochains trimestres à mesure que l'emploi diminuera. Dans un contexte de dégradation des conditions du marché de l'emploi et de politiques budgétaire et monétaire restrictives, la consommation des ménages devrait rester faible, bien que résiliente (+1,5% en rythme annuel cette année, +1,6% attendu l'an prochain). Les ménages accumulent de l'épargne de précaution depuis déjà un certain temps, le taux d'épargne ayant atteint 11,6% au premier trimestre 2025, son niveau le plus élevé depuis le deuxième trimestre 2021.

 Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	1,1%	1,1%
Inflation	3,2%	2,2%

Bien que les perspectives du Royaume-Uni se soient dégradées, notre prévision de croissance

annuelle du PIB pour 2025 est révisée à la hausse à 1,1% (contre 0,9% il y a deux mois), en grande partie en raison de la hausse considérable et inattendue du PIB survenue en début d'année. L'économie britannique a progressé de 0,7% en glissement trimestriel au premier trimestre 2025, les exportations nettes ayant contribué à hauteur de 0,4 pp et les investissements des entreprises ayant augmenté de près de 6% en variation trimestrielle. Toutefois, ces taux de croissance ne devraient pas se maintenir et nous anticipons un ralentissement prononcé du PIB à 0,1% en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2025. La consommation des ménages et les dépenses publiques devraient être les seules composantes à contribuer positivement. Les enquêtes auprès des entreprises indiquent une demande intérieure faible et sont globalement cohérentes avec une économie en stagnation, voire en légère contraction. Les risques autour de nos prévisions restent légèrement orientés à la baisse, compte tenu de l'incertitude accrue en matière de politique commerciale mondiale.

Slavena NAZAROVA

JAPON : VERS UNE SORTIE DE LA DÉFLATION STRUCTURELLE

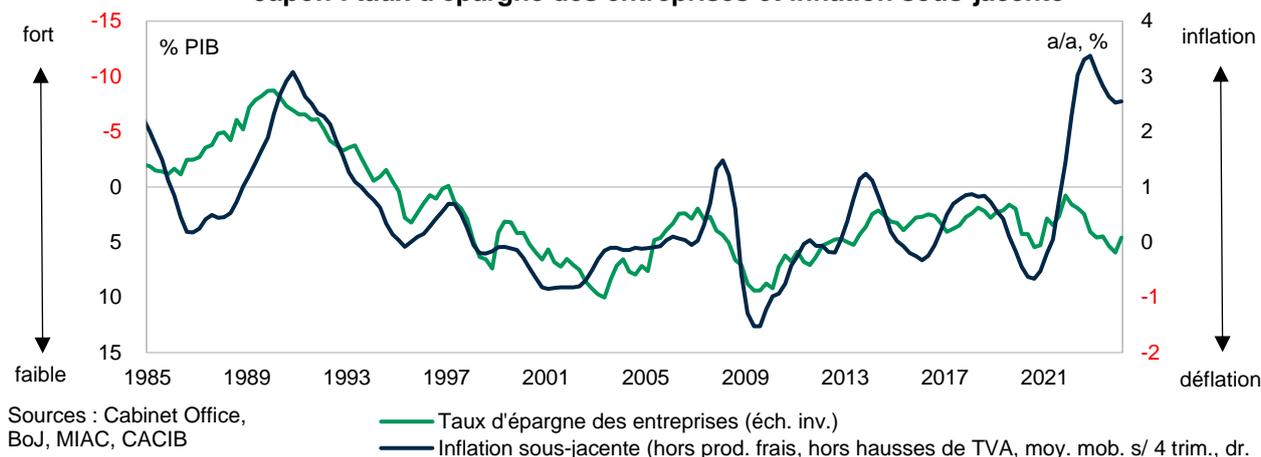
Les mesures économiques de grande ampleur seraient reportées à l'automne

Le PIB réel a reculé de 0,2% en variation trimestrielle (en rythme annualisé de -0,7%) au premier trimestre 2025 : il s'agit de la première baisse en quatre trimestres et la réalité pourrait être plus préoccupante que ce recul, léger, ne le laisse entendre. Les exportations réelles ont reculé de 0,6%, en dépit d'exportations anticipées avant l'imposition des droits de douane par Donald Trump et les effets du ralentissement économique mondial se font déjà sentir. La consommation réelle est restée stable au cours du trimestre, mais cette stabilité a été soutenue par des révisions techniques, notamment une modification de l'échantillon de données des statistiques de tendances du secteur des services. Réflétant la faiblesse de la demande, la contribution des stocks au PIB réel s'est établie à +0,3% en

glissement trimestriel, et des signes indiquent une accumulation des stocks. Certains craignent que les droits de douane imposés par Donald Trump et la faiblesse de la demande ne provoquent une baisse de la croissance au deuxième trimestre 2025. Compte tenu de la réduction des stocks, **la croissance du PIB réel du deuxième trimestre 2025 devrait rester faible, nulle en glissement trimestriel**. Il existe également un risque de croissance négative pendant deux trimestres consécutifs, ce qui constituerait une récession technique.

Après le vote du budget du gouvernement pour l'exercice 2025 par la Diète fin mars, le gouvernement était censé préparer un budget supplémentaire contenant des réductions d'impôts et des subventions visant à soutenir la demande des ménages. Toutefois, craignant que cela ne conduise à

Japon : taux d'épargne des entreprises et inflation sous-jacente



une discussion sur la baisse de la TVA, le gouvernement n'a pas pris de mesures audacieuses et n'a répondu qu'avec des fonds de réserve. Il semble que les mesures économiques de grande envergure visant à favoriser la reprise de la demande soient reportées à la session extraordinaire de la Diète d'automne après les élections à la Chambre haute en juillet. L'ampleur et l'efficacité de ces dispositions, notamment des réductions d'impôts, dépendront de mesures prises par le parti politique qui aura gagné les élections. À l'heure actuelle, le Parti libéral démocrate (PLD) est réticent à l'idée de réduire la TVA, mais il semble que cette mesure ait le soutien de l'opinion publique. Par ailleurs, **il existe un risque élevé que le gouvernement PLD-Komeito soit battu par les partis d'opposition qui prônent une baisse de la TVA lors des élections de juillet.**

Les pressions déflationnistes structurelles persistent

En raison de la baisse des prix du pétrole brut et de l'appréciation du yen, les prix à l'importation ont fortement chuté en avril, reculant de 7,2% en glissement annuel. Les entreprises financièrement saines devraient essayer de gagner des parts de marché en baissant les prix. La tendance actuelle à la hausse des prix par les entreprises devrait ainsi atteindre un pic avec à la clé un reflux de l'inflation serait plus notable à partir du second semestre. Les pressions déflationnistes structurelles liées à un taux d'épargne positif des entreprises pourraient réapparaître. **D'ici le milieu de l'année prochaine, l'inflation sous-jacente se tasserait vers environ +1% en glissement annuel.** Cette diminution augmenterait les salaires réels et soutiendrait la

reprise de la demande intérieure en 2026. Un fort ralentissement temporaire de l'inflation est donc nécessaire pour que la demande intérieure se redresse. Le recul de l'inflation pourrait être plus important que ne l'anticipe la BoJ, ce qui pourrait finalement la conduire à cesser de relever ses taux cette année.

Un fort ralentissement temporaire de l'inflation est nécessaire pour que la demande intérieure se redresse.

Le taux d'inflation élevé actuel n'est pas dû à une reprise de la demande intérieure, mais est artificiellement gonflé par l'inflation importée. Après la reprise de la demande intérieure à partir de 2026 et le ralentissement de l'inflation à environ +1%, il faudra plusieurs années pour que le rythme de hausse des prix accélère à nouveau vers l'objectif de stabilité des prix de 2% fixé par la banque du Japon (BoJ). Cela marquerait (enfin) la fin de la période de stagnation-déflation.

 Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	0,7%	1,0%
Inflation (hors prod. frais & énergie)	2,7%	1,3%

Takuji AIDA – Ken MATSUMOTO



PAYS ÉMERGENTS

Un pas après l'autre

Panorama – Un pas après l'autre

Chine – Le pari de l'affrontement

Brésil – Non-alignement avec biais chinois

Inde – Passer à la vitesse supérieure

Un pas après l'autre

Notre scénario reste plutôt optimiste à l'égard des marchés émergents malgré les droits de douane. L'incertitude élevée à l'échelle mondiale pourrait être partiellement amortie par quatre soutiens.

Il reste particulièrement difficile de faire des prévisions concernant la croissance économique des pays émergents au cours des prochains trimestres, en raison de l'incertitude qui règne, notamment, autour des droits de douane américains. À l'heure où nous écrivons, une désescalade est en cours entre les États-Unis et la Chine, mais dans le même temps, de nombreux paramètres restent indécis.

Le coût des droits de douane

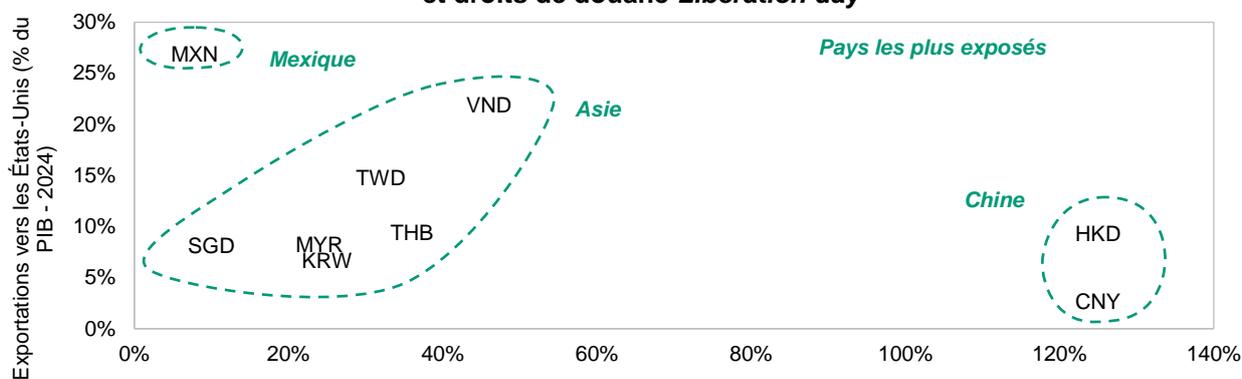
Si les droits de douane du « *Liberation day* » venaient à être mis en œuvre, les coûts pour les marchés émergents seraient très disparates. L'Asie serait de loin la plus exposée. Même si ses exportations vers les États-Unis représentent moins de 3% de son PIB, la Chine serait relativement exposée, en raison des droits de douane « punitifs » qui lui ont été imposés le jour de la libération. Ensuite, un groupe composé du Vietnam, de Taïwan et, dans une moindre mesure, de la Thaïlande, de la Malaisie, de la Corée et de Singapour paierait également un prix fort (ce qui incite aussi ces pays à négocier avec les États-Unis). Le Mexique est également fortement exposé sur le

papier en raison de sa forte intégration commerciale avec les États-Unis, ce qui constitue là aussi une incitation forte à négocier.

L'avenir dira à quel niveau les droits de douane seront fixés et quels pays concluront un accord avec les États-Unis. Il est actuellement prévu que la pause sur les droits de douane prenne fin le 12 août pour la Chine et le 9 juillet pour le reste du monde. L'hypothèse intermédiaire selon laquelle les droits de douane augmenteraient par rapport au taux général actuel de 10%, mais resteraient à terme nettement inférieurs aux « droits de douane du jour de la libération », paraît raisonnable. Cela permettrait de ne pas trop alimenter l'inflation américaine et de limiter les dégâts sur le marché boursier (ces deux paramètres étant politiquement pertinents pour l'administration américaine, à deux niveaux différents – population et investisseurs).

Si l'environnement international reste volatil et défavorable, la croissance des marchés émergents bénéficie cependant de soutiens.

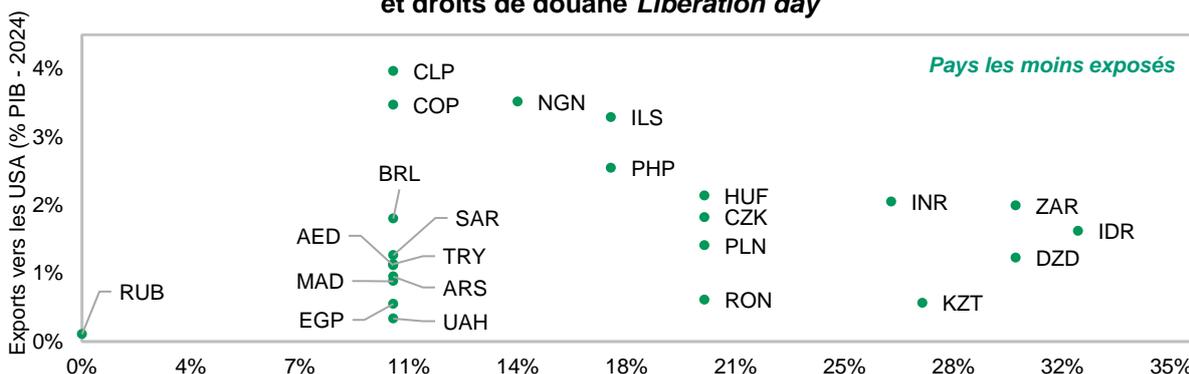
Emergents : exposition commerciale aux USA et droits de douane *Liberation day*



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

Tarifs douaniers américains au « *Liberation day* »

Emergents : exposition commerciale aux USA et droits de douane *Liberation day*



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

Tarifs douaniers américains au "*liberation day*"

La demande intérieure devrait aider

La **demande intérieure** continue de tirer parti de la désinflation passée (qui soutient le pouvoir d'achat). Les banques centrales ont poursuivi leurs baisses de taux d'intérêt dans de nombreux pays et le nouvel assouplissement monétaire devrait rester de mise au second semestre. Parmi les plus grands marchés émergents que nous couvrons, seule la banque centrale brésilienne relèvera encore (légèrement) ses taux au second semestre. Dans le reste de cet échantillon de marchés émergents, les banques centrales baisseront leurs taux d'une ampleur moyenne similaire à celle de la Fed (plus ou moins 50 pb), à l'exception de la Turquie et de la Russie.

Nos perspectives relativement positives s'accompagnent de risques secondaires plus élevés que d'habitude, en raison de l'imprévisibilité des politiques américaines.

La **consommation privée devrait également bénéficier de la vigueur relative des marchés de l'emploi dans de nombreux pays**. Dans beaucoup de grands pays émergents, le taux de chômage n'a augmenté que marginalement depuis la fin de l'année dernière. En moyenne pour les marchés émergents, il reste proche de niveaux historiquement bas, inférieurs à leur niveau pré-Covid de 2019.

États-Unis : entre sévérité et solidité

La **question des droits de douane assombrit les perspectives d'exportations des marchés émergents**. Cependant, on s'attend au moins à ce que la demande extérieure émanant des marchés développés résiste. Selon notre scénario de base, la croissance séquentielle cumulée aux États-Unis, en Europe et au Japon devrait accélérer à partir du second semestre. Les États-Unis devraient notamment éviter la récession. Ils devraient bénéficier à partir du quatrième trimestre et au cours de l'année prochaine d'un renforcement de l'investissement grâce à une clarification progressive de la politique douanière et du budget (avec le projet de loi « *One Big Beautiful Bill Act* » ainsi que l'ampleur et les effets des droits de

douane). Il est donc logique de s'attendre à ce que la vigueur de la demande compense en partie l'effet négatif des droits de douane sur les exportations des marchés émergents.

Résilience de la Chine

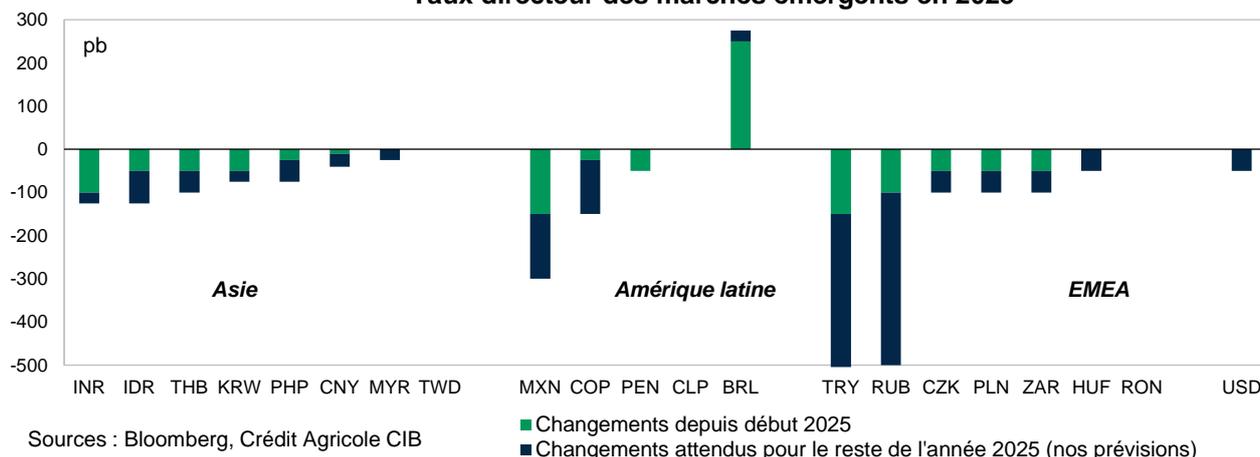
La **croissance chinoise devrait décélérer, mais de manière limitée**. La Chine est déterminée à résister à la pression américaine et a les moyens de soutenir la croissance économique. Elle est loin d'avoir rééquilibré son modèle de développement au profit de la consommation privée ; le marché immobilier reste un frein à la reprise et la démographie continuera de limiter la croissance. Toutefois, les ventes au détail ont enfin progressé ces derniers mois. Par ailleurs, l'investissement (dans les infrastructures et dans la transition énergétique) reste un puissant moteur de croissance. Nous anticipons un léger ralentissement de la croissance au second semestre en raison des droits de douane américains. La Chine ne devrait cependant décélérer que légèrement et voir sa croissance se tasser de 5,0% en 2024 à 4,6% en 2025, puis à 4,3% en 2026.

Variation annuelle	2025	2026
PIB	3,8%	3,9%
Inflation	4,2%	3,6%

Stress de marché limité

Les **devises émergentes ont mieux résisté que prévu à l'incertitude mondiale au premier semestre**. D'un point de vue macro-économique, cela signifie que le risque d'éventuelles hausses de taux défensives dans les marchés émergents (qui pourraient pénaliser la croissance) est plus faible que ce que l'on aurait pu redouter initialement.

Taux directeur des marchés émergents en 2025



Résilience et risques

Dans l'ensemble, la croissance des marchés émergents devrait résister. **Dans notre scénario de base, nous prévoyons un léger ralentissement de la croissance économique globale des marchés émergents, de 4,2% en 2024 à 3,8% en 2025 (et 3,9%**

en 2026). Néanmoins, ces perspectives relativement positives s'accompagnent de risques secondaires plus élevés que d'habitude, en raison de l'imprévisibilité des politiques américaines.

Sébastien BARBÉ

CHINE : LE PARI DE L'AFFRONTMENT

La Chine a fait le pari de l'escalade, face à des États-Unis engagés dans une guerre commerciale mondiale. En répondant aux droits de douane « réciproques » annoncés par Donald Trump le 2 avril, la Chine s'est engagée dans un bras de fer à l'issue très incertaine. Malgré tous les doutes entourant le résultat des négociations, plusieurs hypothèses fortes déterminent notre scénario.

La première hypothèse est que, **si Trump est un accélérateur de la guerre commerciale, cette dernière va se poursuivre, car elle figure parmi les rares sujets transpartisans aux États-Unis.** Elle prendra sûrement une forme et une ampleur différentes, mais la Chine et les États-Unis, conscients des interdépendances qui les lient, vont continuer d'essayer de se détacher l'un de l'autre.

En répondant aux droits de douane « réciproques » annoncés par D. Trump le 2 avril, la Chine s'est engagée dans un bras de fer à l'issue très incertaine.

La deuxième, c'est que **les droits de douane vont rester à un niveau élevé.** Probablement pas remonter aux 145% côté américain et 125% côté chinois, mais sûrement se situer entre les 30% actuels et les 60% promis par Trump lors de la campagne présidentielle.

La troisième hypothèse est qu'**à court terme, la Chine semble sortir plutôt gagnante de l'affrontement.** La stratégie d'escalade lui a permis d'avoir son propre espace de négociation, distinct de celui des autres pays, tous renvoyés à la même échéance. En revanche, les exemptions de tarifs douaniers

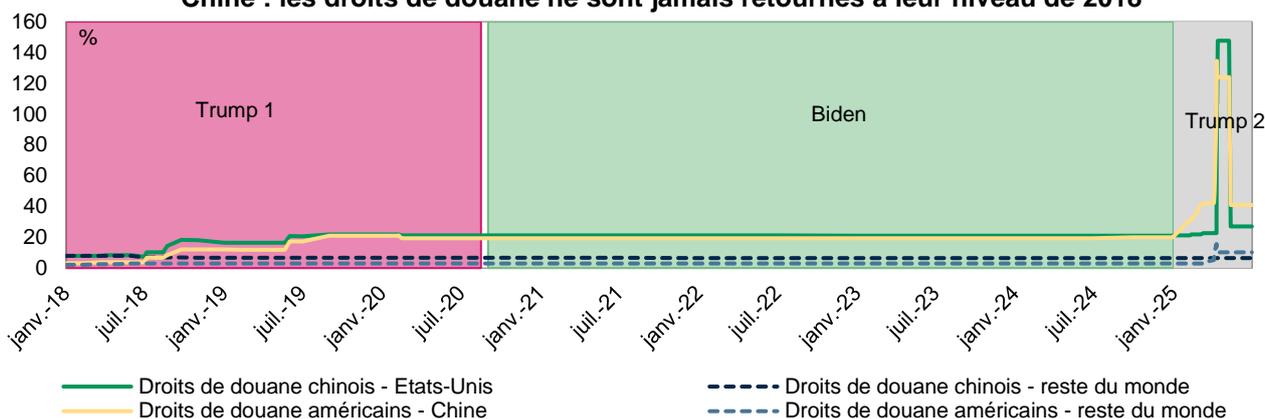
auxquelles elle a consenti, avant même l'accord de Genève du 9 mai, ont révélé ses faiblesses dans les secteurs stratégiques des semi-conducteurs, des équipements médicaux de pointe et de l'aéronautique. Dans ces domaines, le rattrapage technologique chinois, ralenti par les barrières non-tarifaires mises en place par les États-Unis, constitue un vrai défi.

Quel impact sur la croissance chinoise ?

Avec un commerce extérieur redevenu contributeur net à la croissance, **la Chine ne peut se permettre de perdre son accès au marché américain.** La part de ce dernier a certes baissé, en relatif et en absolu, depuis 2018, mais a été plus que compensée par la mise en place de circuits de contournement, en particulier *via* le Vietnam et le Mexique. Cela signifie également que la Chine va chercher à maintenir le montant de ses exportations, quitte à explorer de nouveaux débouchés, d'où la crainte du reste du monde, redoutant de devenir les récipiendaires forcés des surcapacités chinoises. À court terme, le premier test portera sur les secteurs de l'acier et de l'aluminium.

L'impact des tarifs douaniers est encore difficilement mesurable, car les entreprises exportant vers le marché américain avaient anticipé une ligne dure de Trump. Elles ont donc nettement accru leurs exportations vers les États-Unis en début d'année ou mobilisé les pays tiers, taxés à 10% supplémentaires jusqu'au 9 juillet. L'impact pourrait néanmoins se faire sentir à partir du deuxième semestre et la fin de la période des 90 jours, qui s'achèvera le 12 août.

Chine : les droits de douane ne sont jamais retournés à leur niveau de 2018



Sources : PIIE, Crédit Agricole S.A/ECO

Pour l’instant donc, la croissance a tenu et même positivement surpris au premier trimestre (5,4%).

La politique de subventions aux biens de consommation, mise en place par les autorités et élargie depuis janvier, a permis de soutenir la demande interne. Elle pourrait être élargie à de nouveaux biens (électroménager), voire à des services. Elle signale tout de même que les ménages chinois restent frileux lorsqu’il s’agit de dépenser et que le surplus de consommation ne se fait qu’au prix d’un effort de l’État et des entreprises, qui se livrent toujours à une guerre des prix.

Malgré les chiffres du premier trimestre et les données d’activité qui se maintiennent – même si la croissance de la production industrielle a ralenti – **la Chine reste traversée par des défis structurels** : sortir de la crise immobilière et surtout de la déflation qui s’installe. Maintenant perçue comme un phénomène durable, les autorités ont même intégré un déflateur du PIB négatif pour calculer leur cible de croissance, toujours fixée « autour de » 5% pour 2025.

Dans ce contexte d’incertitude, la banque centrale chinoise cherche également à stabiliser le yuan, afin que l’aspect monétaire ne soit pas une cible de griefs supplémentaires dans la négociation avec les États-Unis. Elle a pour l’instant réussi à maintenir la

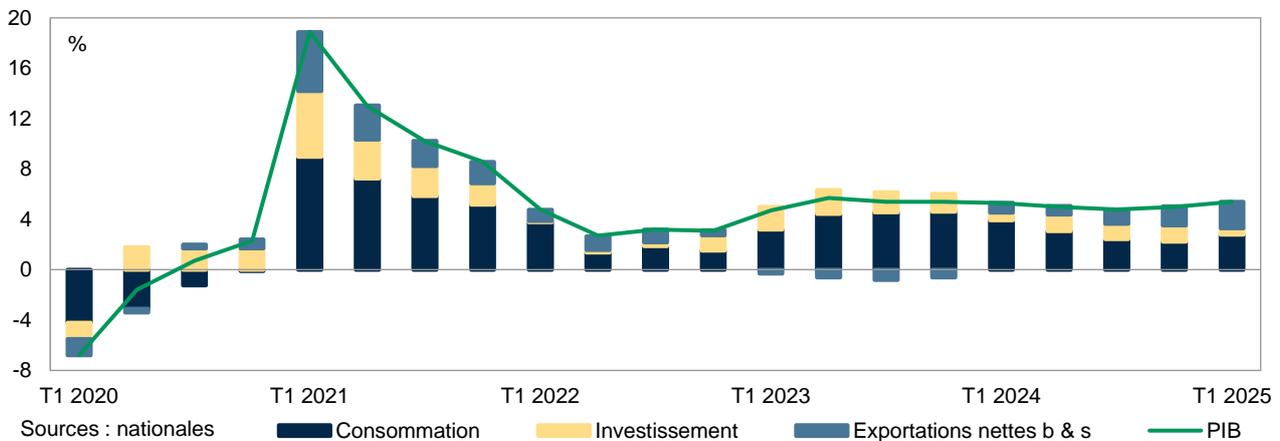
devise autour de 7,2 renminbi par dollar, en-dessous du pic de 7,35 observé en début d’année. **Elle devrait poursuivre sa politique d’assouplissement monétaire**, avec de nouvelles baisses de taux attendues sur différents segments (taux directeurs et taux de réserves obligatoires). Quant aux émissions obligataires, elles pourraient accélérer au second semestre, notamment en cas de ralentissement marqué de la croissance, pour se rapprocher au plus près de la cible de 5%.

 Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	4,6%	4,3%
Inflation	0,1%	0,6%

Nous tablons toujours sur une croissance proche de 4,6% en 2025, sous la cible officielle, intégrant un risque sur une baisse, voire un retournement de la contribution du commerce extérieur et une demande interne toujours marquée par un arbitrage des ménages en faveur d’une épargne de précaution.

Sophie WIEVIORKA

Chine : contributions à la croissance



BRÉSIL : NON-ALIGNEMENT AVEC BIAIS CHINOIS

Sur fond de poursuite de la saga budgétaire (un thème qui ne cesse d’irriguer les scénarios mais de façon moins dramatique), **la croissance s’est de nouveau révélée robuste, alors que l’inflation semble enfin s’assagir.**

Au premier trimestre, la croissance satisfaisante du PIB (1,4% en variation trimestrielle annualisée, 2,9% sur un an) a bénéficié du raffermissement de la demande intérieure privée : après sa contraction (trimestrielle) de fin d’année, la consommation des ménages s’est reprise et l’investissement a accéléré

en dépit d’un environnement peu propice (incertitudes internationales, resserrement monétaire, conditions financières tendues). Les exportations nettes ont contribué négativement à la croissance en raison de la forte progression des importations en volume. Bien que la croissance ne soit plus aussi dynamique, elle résiste et valide un scénario qui la situe vers 2% pour l’ensemble de l’année. Et ce d’autant plus que l’inflation semble enfin timidement ralentir.

Après avoir légèrement excédé 5,5% sur un an en avril, en raison notamment de la résistance des prix

des services, **l'inflation s'est repliée en mai**. À 5,3% sur un an, elle excède évidemment encore la fourchette cible de la Banque centrale (BCB, [1,5%, 4,5%]), mais celle-ci semble désormais plus sereine ou, au moins, disposée à patienter. **Lors de sa dernière réunion de politique monétaire** (COPOM du 18 juin), **la BCB a relevé son taux directeur** (Selic) de 25 points de base (pb) à **15%**, mais signalé une interruption dans son cycle de hausse des taux : elle entend examiner les impacts de l'ajustement déjà mis en œuvre, tout en soulignant qu'elle reste vigilante. Cela signifie, en creux, que le resserrement cumulé (450 pb depuis septembre 2024) a porté les taux d'intérêt à un niveau suffisamment restrictif pour que le recul de l'inflation se poursuive et que les anticipations d'inflation se calment. Trop élevées, **les anticipations situent encore l'inflation à 5,2% en 2025 et 4,5% en 2026**. Le Selic devrait donc rester sur ce haut plateau assez longtemps.

Si le Brésil entend poursuivre sa stratégie de non-alignement, le renforcement des liens avec la Chine est patent.

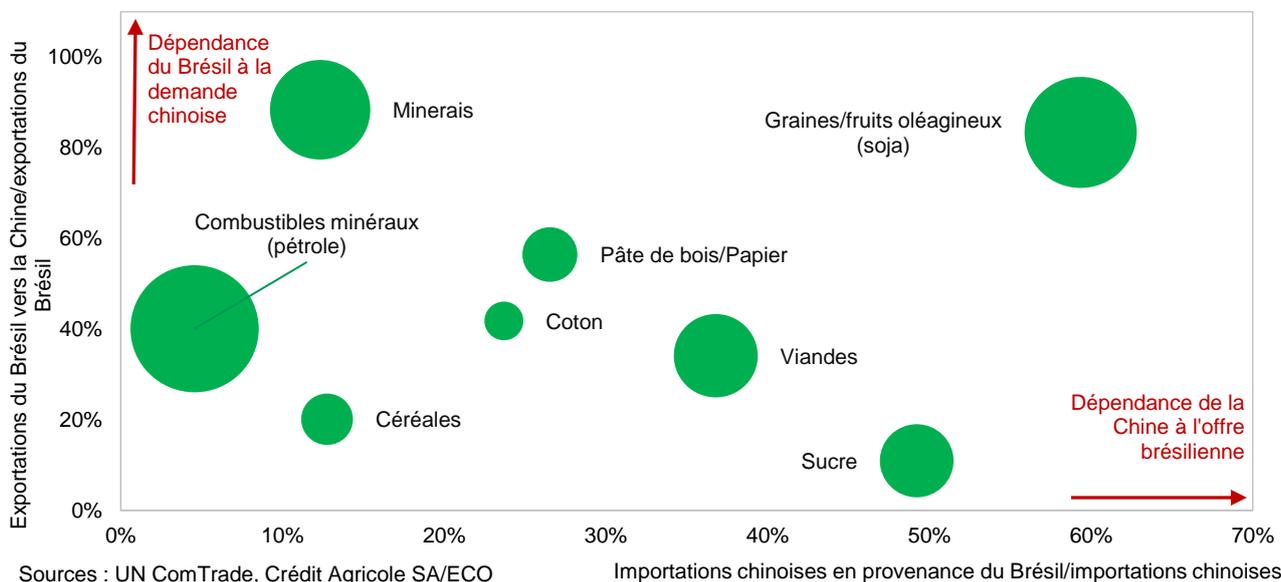
Enfin, **l'excédent commercial a fléchi au cours des quatre premiers mois de l'année** en raison d'effets valeur (recul des prix des matières premières exportées) et volume (importations brésiliennes

soutenues) sans pour autant creuser le déficit courant². L'excédent commercial à l'égard de la Chine s'est replié, en raison notamment de l'importation par le Brésil d'une plate-forme pétrolière fabriquée en Chine. **En mai, à l'occasion de la réception par Pékin des dirigeants de la CELAC** (Communauté des États d'Amérique latine et des Caraïbes), **la visite du président Lula s'est conclue par la signature d'accords bilatéraux d'échanges et de partenariats dans des secteurs divers**, de l'agriculture à l'énergie, en passant par les infrastructures et la biotech. Pourtant courtisé par Pékin, le Brésil a refusé de rejoindre la Route de la Soie en 2024. S'il entend poursuivre sa stratégie de non-alignement, le renforcement des liens avec la Chine est patent et prend notamment la forme de dépendances mutuelles décisives.

	2025	2026
Moyenne annuelle		
PIB	1,9%	1,7%
Inflation	4,8%	4,2%

Catherine **LEBOUGRE**

Commerce Brésil-Chine : des dépendances mutuelles fortes



² Selon les données cumulées sur les quatre premiers mois de 2025, l'excédent commercial a atteint 15 Mds \$ (contre 24 Mds \$ en 2024), mais le déficit courant (-21,4 Mds \$, contre -14,1 Mds \$)

a moins souffert grâce à la diminution des revenus nets versés. Le déficit courant se creuse pour atteindre 3,1% du PIB que couvrent les investissements directs bruts (3,9% du PIB).

INDE : PASSER À LA VITESSE SUPÉRIEURE

La croissance de l'Inde devrait ralentir, passant de 6,8% en 2024 à 6,3% en 2025. L'augmentation du coût de la vie et une politique monétaire restrictive pèsent sur la consommation et les investissements du secteur privé, alors que la croissance mondiale devrait ralentir en 2025. Plusieurs éléments positifs devraient, toutefois, soutenir la croissance et permettre à l'Inde de surpasser ses pairs asiatiques émergents.

Tout d'abord, les investissements reprendront en 2025. D'importantes dépenses publiques d'infrastructures se poursuivront après les élections générales. De plus, après avoir été à la traîne de l'investissement public pendant plusieurs années, l'investissement privé pourrait connaître une embellie. Le climat des affaires s'est redressé à l'approche des élections générales de 2024 puis a retrouvé son niveau préélectoral après la perte de la majorité parlementaire par le Bharatiya Janata Party (BJP). Les levées de fonds et les emprunts ont atteint des niveaux records, ce qui suggère que cet optimisme encourage l'investissement.

Les entreprises privées se sont engagées dans des niveaux records de levée de capitaux propres et de capitaux d'emprunt.

L'oscillation australe et les indices dipolaires de l'océan Indien sont proches de la zone La Nina, ce qui indique des précipitations supérieures à la moyenne pour l'Inde au cours des six prochains mois. Cette évolution sera positive pour la production agricole indienne ainsi que pour les revenus, les emplois et la consommation des zones rurales. La baisse des prix des matières premières industrielles et l'augmentation des exportations agricoles devraient limiter le creusement du déficit courant à 1,6% en 2025, contre 1,4% du PIB en 2024. En effet, la surperformance de la croissance de l'Inde par rapport à ses partenaires a plutôt tendance à dégrader son déficit courant.

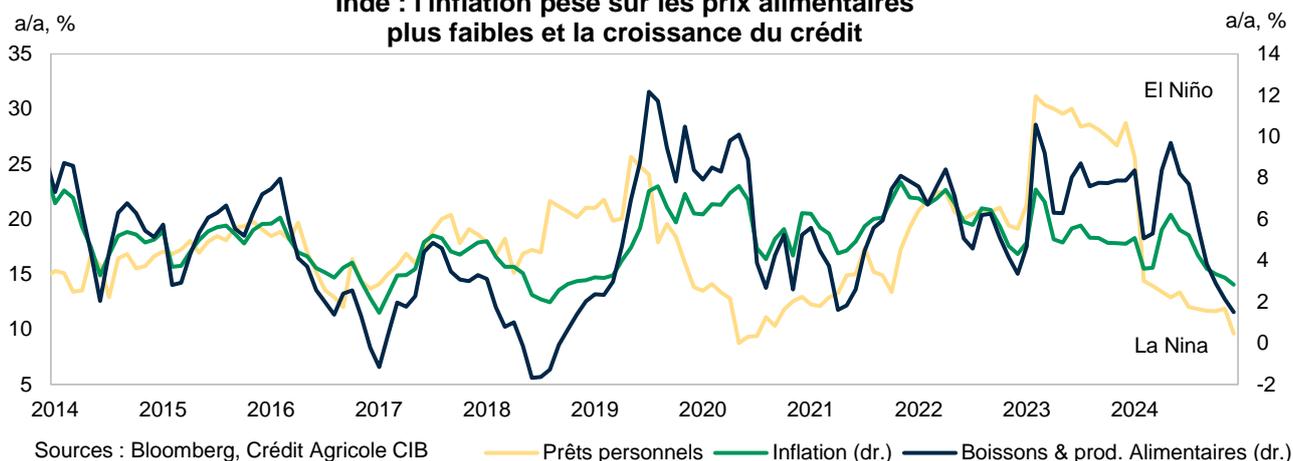
La RBI passe au soutien de la croissance

Avec l'amélioration des rendements agricoles, la hausse des prix des denrées alimentaires devrait ralentir, ce qui allégera la pression sur les finances des ménages, soutiendra leur demande et permettra à la RBI d'entamer son cycle de baisse des taux, contribuant à stimuler la consommation mais aussi l'investissement. L'inflation indienne a été inférieure à 3% pendant la majeure partie de l'année 2024, mais l'inflation des prix des denrées alimentaires a empêché la RBI d'abaisser ses taux. **L'inflation globale en Inde devrait passer de 4,5% en 2024 au centre de la marge de tolérance de 2 à 6% de la RBI et à 4% en 2025.** Le nouveau gouverneur de la RBI, Sanjay Malhotra, bien que potentiellement plus conservateur que l'ancien gouverneur Shaktikanta Das, a adopté une approche pragmatique de la politique monétaire et entamera le cycle de baisse des taux de la banque centrale en février. Après une baisse franche du taux directeur de 100 points de base (pb – de 6,50% à 5,50%) en juin, nous prévoyons une dernière diminution de 25 pb d'ici la fin de l'année. Le taux se trouverait dans la partie supérieure de la neutralité estimée. Cet assouplissement limiterait la pression à la baisse sur la roupie.

L'Inde a des avantages dans la guerre commerciale mondiale

L'affaiblissement du commerce mondial dû à la montée des tensions commerciales pèsera sur la croissance indienne. Cependant, grâce à un marché domestique important et à une exposition relativement faible au commerce mondial, l'Inde ne subira pas autant que d'autres économies émergentes d'Asie les effets négatifs de la guerre commerciale. Les relations entre le Premier ministre, Narendra Modi, et le président Donald Trump seront un élément-clé à surveiller pour l'Inde au cours de l'année et au-delà. Modi a été l'un des premiers dirigeants étrangers à appeler et à féliciter Trump, et ils ont tous deux déclaré que la conversation avait été excellente. Par le passé, Trump a critiqué les droits de douane imposés par

Inde : l'inflation pèse sur les prix alimentaires plus faibles et la croissance du crédit



L'Inde sur les exportations américaines, mais le pivot progressif de l'Inde vers l'Ouest et l'éloignement de la Chine et de la Russie, ainsi que le poids géopolitique croissant de l'Inde, signifient que Modi pourrait s'attirer les faveurs de Trump.

L'Inde pourrait également continuer de bénéficier d'une plus grande diversification des chaînes d'approvisionnement en dehors de la Chine. Les principaux domaines à surveiller sur le front des tarifs douaniers entre les États-Unis et l'Inde seront les secteurs technologique et pharmaceutique, ainsi que la réglementation américaine sur les visas H1B pour les millions d'Indiens qui travaillent et étudient aux États-Unis. La diaspora indienne est une source importante de transferts de fonds et d'investissements étrangers dans son pays d'origine.

La roupie restera sous pression à la baisse

L'importance de l'économie nationale indienne et son exposition relativement faible au commerce mondial font de la roupie la devise présentant la plus faible corrélation de la zone euro-asiatique avec le yuan. La roupie n'est toutefois pas à l'abri de la vigueur du dollar, d'autant plus que la RBI devrait poursuivre sa politique d'assouplissement.

Les sorties des investisseurs étrangers du marché indien des actions pèsent également sur la devise.

Mais, la RBI continue de gérer cette dernière, tentant de freiner l'appréciation du dollar par rapport à la roupie. Avec 700 milliards de dollars de réserves de change, soit près de dix fois la couverture des importations mensuelles, la RBI dispose de réserves importantes pour soutenir le change. Par ailleurs, la RBI a annoncé récemment qu'elle relevait le plafond des taux d'intérêt que les banques locales peuvent offrir aux non-résidents indiens sur les dépôts. Les banques peuvent désormais offrir des taux allant jusqu'à l'*Overnight Alternative Reference Rate* (ARR) plus 400 points de base sur les dépôts bancaires d'une durée comprise entre un et trois ans. Pour les dépôts d'une durée de trois à cinq ans, le plafond des taux d'intérêt a été relevé à plus 500 points de base, au lieu de 350 points de base. **Ces efforts ne feront que ralentir la dépréciation de la roupie, sans inverser la tendance**, et nous prévoyons que le dollar atteindra un pic de 85,00 par rapport à la roupie en 2025.

 Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	6,3%	6,7%
Inflation	3,6%	4,7%

David FORRESTER



SECTEURS D'ACTIVITÉ

Pétrole – L'Arabie saoudite est prête à ouvrir les vannes en pleine crise au Moyen-Orient

Gaz – Les besoins en GNL de l'Europe continuent d'augmenter dans un contexte géopolitique tendu

Automobile – Quelles stratégies développer pour faire face à l'imprévisibilité ?

Conteneurs – Un dernier tour de *roller coaster* ?

Pétrole – L'Arabie saoudite est prête à ouvrir les vannes en pleine crise au Moyen-Orient

Alors que de lourdes menaces pèsent sur les flux pétroliers en provenance du Moyen-Orient, l'Arabie saoudite s'apprête à progressivement récupérer ses parts de marché. La croissance de la demande ne sera pas suffisante pour absorber l'augmentation de l'offre : les prix du pétrole pourraient se détendre sur le dernier semestre 2025.

Avant l'attaque israélienne sur l'Iran, le prix du pétrole avait peu réagi à la dernière annonce de l'OPEP³ d'augmenter sa production de 411 000 barils par jour pour le mois de juillet. Le marché avait, semble-t-il, déjà intégré cette hausse ou n'avait pas été convaincu par l'annonce elle-même et ne redoutait finalement pas une augmentation significative de la production. En effet, l'OPEP et l'OPEP+ ont habitué le marché à produire plus qu'ils ne devraient. D'après les chiffres de l'Agence Internationale de l'Énergie, les huit pays ayant participé aux coupes volontaires de production en 2023³ ont produit près de 1,5 million de barils par jour de plus que leurs quotas. En mars 2025, l'OPEP+ a validé un accroissement progressif de la production des huit pays jusqu'en septembre 2026. Toutefois, la production de certains pays est déjà proche, voire dépasse (comme le Kazakhstan), les quotas fixés pour fin 2026. Pour autant, cela ne signifie pas forcément que les augmentations à venir seront inférieures aux annonces. Il est, en effet, peu probable que les pays qui surproduisent acceptent de réduire leur production pour compenser les mois pendant lesquels ils auraient trop produit. **Ces failles dans la discipline et la cohésion de l'OPEP+ peuvent donc pousser l'Arabie saoudite à augmenter sa production afin de récupérer des parts de marché.**

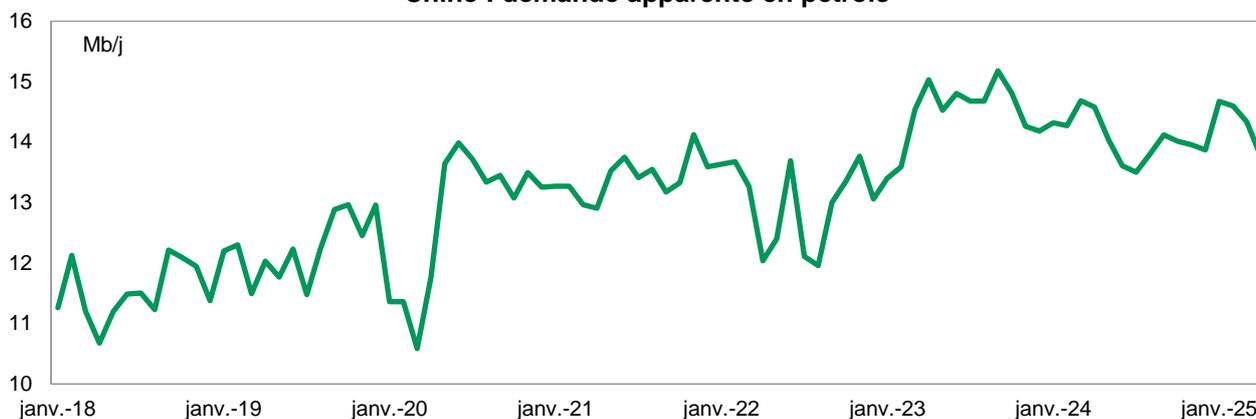
À la différence de la majorité des autres membres de l'OPEP+, l'Arabie saoudite a toujours respecté ses quotas. Entre mai et juillet 2025, l'Arabie saoudite est autorisée à accroître sa production de 500 000 barils par jour. Or, on peut anticiper que

d'autres pays tels que la Russie ou les Émirats arabes unis cherchent également à compenser la perte de revenus liée à une baisse des prix du pétrole, par une hausse de leur production, alimentant ainsi une baisse de prix.

Le risque d'un conflit long entre Israël et l'Iran pourrait bien sûr complètement modifier l'équilibre du marché pétrolier, surtout si les capacités de production de l'Iran étaient touchées par des frappes israéliennes. Pour l'instant, Israël semble épargner les capacités de production et d'exportation de pétrole de l'Iran et se concentre davantage sur les capacités de raffinage et sur les infrastructures de distribution de la république islamique. Une destruction, même partielle, des capacités de production et d'exportation du pétrole iranien provoquerait une augmentation des prix de pétrole que ne souhaite pas forcément l'administration Trump.

Aujourd'hui, malgré les sanctions, l'Iran est le troisième plus gros producteur de l'OPEP avec un peu plus de 3,4 millions de barils par jour. Si les échanges de tirs actuels ont provoqué une augmentation du prix du pétrole, à moyen ou long terme, on peut aisément imaginer que le conflit puisse en revanche accentuer l'excès d'offre. En effet, à court-moyen terme, si le régime actuel n'est pas renversé, l'Iran cherchera sans doute très vite à augmenter ses revenus pour financer, à la fois, son armée, mais aussi les importations de produits pétroliers après la destruction de stocks et de raffineries. Si, *a contrario*,

Chine : demande apparente en pétrole



Source : Crédit Agricole S.A./ ECO

³ Arabie saoudite, Émirats arabes unis, Koweït, Irak, Algérie, Oman, Kazakhstan, Russie.

les frappes israéliennes parviennent à renverser le régime islamique, et qu'un régime se montre plus ouvert aux exigences de la communauté internationale sur le programme nucléaire iranien, alors cette même communauté n'aura d'autres choix que d'alléger ou de supprimer les sanctions sur le commerce du pétrole iranien. Dans un tel scénario, aidé par des investissements étrangers, l'Iran, en s'appuyant sur ses vastes réserves en pétrole, pourrait augmenter substantiellement ses exportations de pétrole à moyen et long termes.

En mars 2025, l'OPEP+ a validé une augmentation progressive de la production des huit pays jusqu'en septembre 2026.

Notre scénario se base, d'une part, sur un conflit israélo-iranien court sans impact sur les capacités d'exportation de pétrole iranien et, d'autre part, sur la volonté saoudienne de reprendre des parts de marché, même si son ambition affecte certains de

ses partenaires, tels la Russie dont les revenus restent très exposés au prix du pétrole. Cette augmentation de l'offre ne sera pas compensée par un accroissement de la demande, pénalisée par une faible croissance, notamment en Chine. Les prix du pétrole devraient donc subir des pressions à la baisse au cours du second semestre 2025. L'impact du conflit actuel entre Israël et l'Iran portera essentiellement sur le troisième trimestre 2025. Ce repli des prix pèsera sur les investissements et la production de pétrole des producteurs nord-américains.

	Prix moyen du pétrole par baril
T3 2025	70 \$
2025	69 \$

Stéphane FERDRIN

Gaz – Les besoins en GNL de l'Europe continuent d'augmenter dans un contexte géopolitique tendu

Avec l'arrêt des importations de gaz russe par l'Ukraine et des besoins de remplissage des stocks plus importants cette année, l'Europe doit augmenter ses approvisionnements en gaz naturel liquéfié (GNL), alors que le conflit actuel entre Israël et l'Iran menace la libre circulation des méthanières par le détroit d'Ormuz. La baisse des importations de GNL par la Chine et l'Inde, combinée à la mise en service de nouveaux terminaux de liquéfaction, limite la hausse des cours du gaz naturel.

La fin des importations de gaz russes par gazoduc depuis le 1^{er} janvier 2025 couplée à un hiver plus rigoureux et moins venteux ont provoqué des besoins en gaz naturel plus importants que ceux de l'année passée. Pour y faire face, l'Europe a augmenté, d'une part, ses importations de GNL au cours du premier trimestre 2025 (+12%) et, d'autre part, les tirages sur ses stocks. Au 1^{er} avril, qui marque le début de la période d'injection, les stocks de l'Union européenne (UE) n'étaient remplis qu'au tiers. Par rapport à l'année dernière, l'Union européenne a été contrainte de puiser 23 milliards de m³ de plus dans ses stocks : un volume qu'elle va devoir se procurer sur le marché du GNL entre les mois d'avril et octobre. Pour remplir ses stocks à 90% de leurs capacités au 1^{er} novembre 2025, mais aussi compenser la perte des importations de gaz russes qui transitaient encore par l'Ukraine en 2024, les importations mensuelles de GNL de l'Union européenne devront avoisiner 12 milliards de m³ contre 8,4 milliards en moyenne il y a un an. Selon les premières estimations, les importations de GNL de l'UE au cours des mois d'avril et mai 2025 ont bien atteint 12 milliards de m³, permettant ainsi aux stocks de gaz de se remplir à un rythme satisfaisant. Si ce rythme de restockage est maintenu, les stocks de gaz naturel devraient bien atteindre l'objectif de 90% de remplissage au 1^{er} novembre.

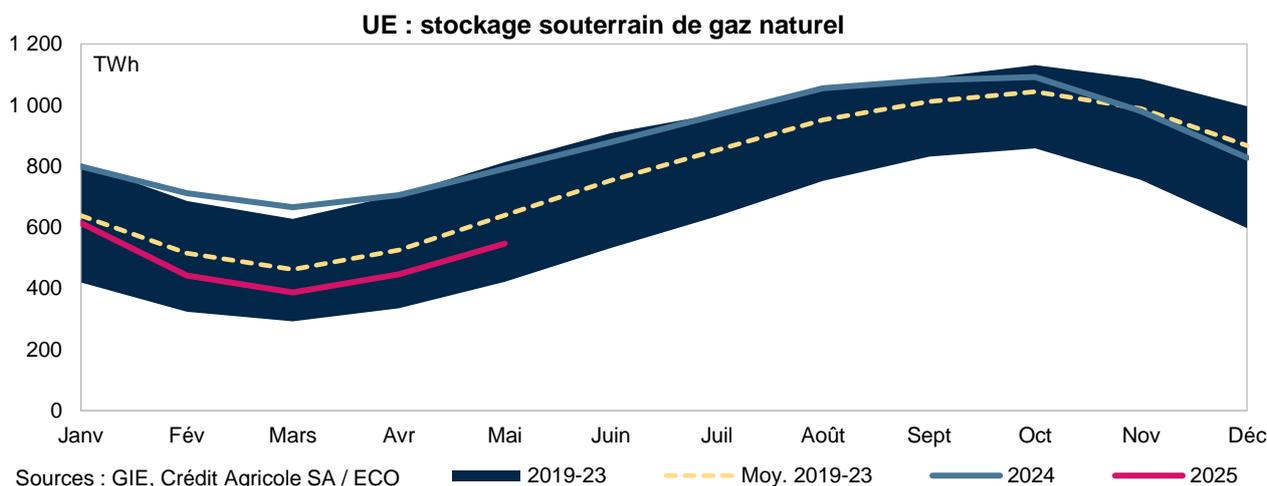
Alors que les importations de GNL ont augmenté de 40% en avril et mai 2025 par rapport à l'année dernière à la même époque, les prix du gaz naturel

en Europe n'ont progressé que de 15%. Actuellement, le prix du gaz naturel en Europe est relativement stable et s'affiche autour de 35 euros par mégawattheure (MWh), en baisse par rapport aux cours du premier trimestre 2025 (46,8 €/MWh).

Des offres supplémentaires, apportées notamment par le terminal de liquéfaction américain Plaquemines, ont certes permis de détendre le marché du gaz naturel. La baisse des importations de GNL par la Chine et l'Inde sur ce début de période d'injection des stocks en Europe a également contribué à fluidifier le marché en libérant des volumes pour l'Europe.

Les prochaines mises en service de nouveaux terminaux de liquéfaction aux États-Unis et au Qatar devraient soulager le marché du gaz naturel.

Les prochaines mises en service de nouveaux terminaux de liquéfaction aux États-Unis et au Qatar devraient soulager le marché du gaz naturel, à condition que la circulation des méthanières en provenance du Qatar et traversant le détroit d'Ormuz ne soit pas affectée par le conflit entre Israël et l'Iran. Près de 125 milliards de m³ de nouvelles capacités sont attendues entre 2025 et 2027. Si la demande en gaz naturel de l'Asie n'augmente pas brutalement, alors ces capacités permettront à l'UE de progressivement mettre un terme aux importations de GNL russe (entre 15 et 17 milliards de m³ par an) d'ici 2027.



Il est toutefois possible que, cet été, les prix du gaz naturel connaissent quelques hausses passagères. En effet, les opérations de maintenance sont souvent programmées durant la période estivale et peuvent donc diminuer temporairement l'offre en gaz naturel.

À long terme, et dans l'hypothèse d'un changement de régime en Iran, l'attaque israélienne pourrait aussi bouleverser le marché du gaz naturel. La levée des sanctions en échange d'un renoncement à l'arme atomique par un éventuel nouveau régime, favoriserait l'investissement de terminaux de liquéfaction en Iran qui possède les deuxièmes plus importantes réserves

de gaz naturel. Un tel scénario pourrait alors conduire à un marché du gaz excédentaire à long terme, mais qui arriverait trop tard pour les industriels européens gros consommateurs en gaz naturel, comme la pétrochimie ou les engrais.

	Importations de GNL de l'UE
T1 2025	32,6 milliards de m ³

Stéphane FERDRIN

Automobile – Quelles stratégies développer pour faire face à l'imprévisibilité ?

LES DROITS DE DOUANE IMPACTENT L'ÉQUATION AUTOMOBILE

À moins que les droits de douane spécifiques à l'automobile ne soient réduits ou supprimés, un scénario désormais peu probable selon nous, le secteur va enregistrer des baisses de profitabilité de l'ordre de 20 à 30% en 2025 et 2026.

En raison de l'imprévisibilité des politiques commerciales américaines et si les droits de douane actuels de 25% imposés par les États-Unis sur le secteur automobile restent en vigueur, **le secteur devra faire face à un probable ralentissement de sa croissance au niveau mondial.**

Les ventes combinées des cinq derniers mois des plus grands marchés européens ont reculé de 1%, à 3,8 millions d'unités, les deux plus gros marchés – l'Allemagne (-2,4%) et la France (-8,2%) – restant en recul, tandis que l'Italie (-0,5%), le Royaume-Uni (+2,8%) et surtout l'Espagne (+13,6%) opèrent un rattrapage.

La production européenne du premier trimestre est désormais estimée en baisse de 6%. Pour l'ensemble de l'année 2025, la production devrait baisser de 6% sur un an, avec un marché mondial globalement stable à 88,1 millions d'unités

Nous prévoyons une baisse de la production automobile mondiale de 1,2 million d'unités (-1,4%) en 2025, sachant que l'éventail des résultats potentiels est large, et que l'écart s'accroît encore davantage sur 2026. L'Amérique du Nord devrait être la plus touchée, avec -8% en glissement annuel. Mais d'autres régions, notamment l'Europe, seront également affectées par une baisse des exportations et des perspectives de croissance plus faible.

En conséquence, le secteur automobile étant un secteur à forte intensité capitalistique, les marges risquent de chuter encore davantage et plus longtemps. Elles atteindraient un plancher fin 2026 et pourraient même être inférieures à celles de 2020 (année du Covid). Cette contre-performance risque aussi d'impacter les investissements et pèsera sur les flux de trésorerie.

Le secteur automobile va enregistrer des baisses de profitabilité de l'ordre de 20 à 30% en 2025 et 2026.

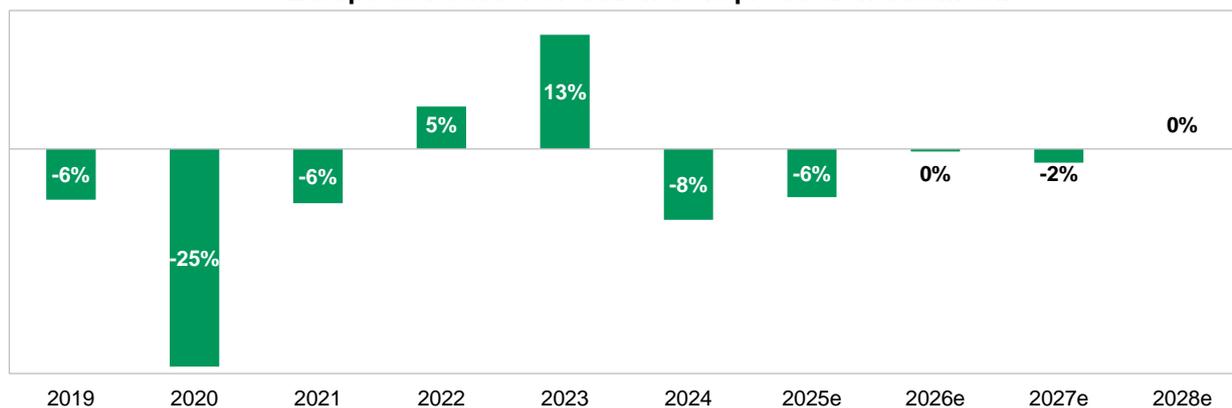
Les défis en matière de rentabilité persisteront jusqu'en 2028. Même si les résultats trimestriels des équipementiers sont encore satisfaisants au premier trimestre, ces derniers ont été soutenus grâce aux achats d'anticipation et ils comptent sur les clauses contractuelles qui permettent, en principe, de répercuter les droits de douane sur les constructeurs.

INTENSIFICATION DE LA CRISE D'UN SECTEUR DÉJÀ MARQUÉ PAR DE PROFONDES RUPTURES TECHNOLOGIQUES

En effet, le recul s'intensifiera probablement en 2025 sous l'effet de cinq tendances-clés :

- ✓ **La stagnation des volumes en Europe**, alors que le niveau des prix reste élevé même si une baisse des taux peut redonner un peu de pouvoir d'achat ;
- ✓ **Le ralentissement de l'adoption des véhicules électriques à batterie (VEB)** en partie favorisé par l'assouplissement de la réglementation sur les émissions en Europe ;
- ✓ **La hausse des coûts** liés à l'automatisation avec une demande croissante des clients pour les

Europe de l'Ouest : évolution de la production automobile



Source : Crédit Agricole S.A./ECO

systèmes avancés d'aide à la conduite (ADAS) et les fonctionnalités de connectivité ;

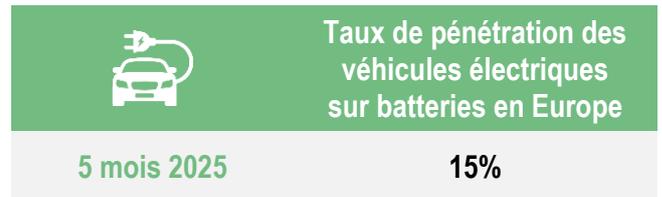
- ✓ **L'intensification des pressions économiques et concurrentielles émanant de Chine**, en surcapacités notables, qui bouleverse les conditions de la concurrence en Europe où les véhicules électriques rechargeables chinois prennent d'ores et déjà 4% du marché ;
- ✓ **La résurgence des tensions géopolitiques et des barrières commerciales mondiales sur toutes les composantes de la *supply chain***, en particulier sur les métaux stratégiques et les terres rares qui sont nécessaires à la fabrication des moteurs électriques.

En outre, l'industrie subit une pression croissante sur ses coûts due à des transformations technologiques prolongées.

Indépendamment des droits de douane, **nous prévoyons un redressement avec le démarrage d'un nouveau cycle à partir de 2028.**

Pour atténuer l'impact potentiel des droits de douane, le secteur devra augmenter ses prix (ce que le niveau des prix des voitures d'occasion aux États-Unis reflète déjà). Notre hypothèse est qu'une **hausse moyenne des prix de 8% impactera les volumes.**

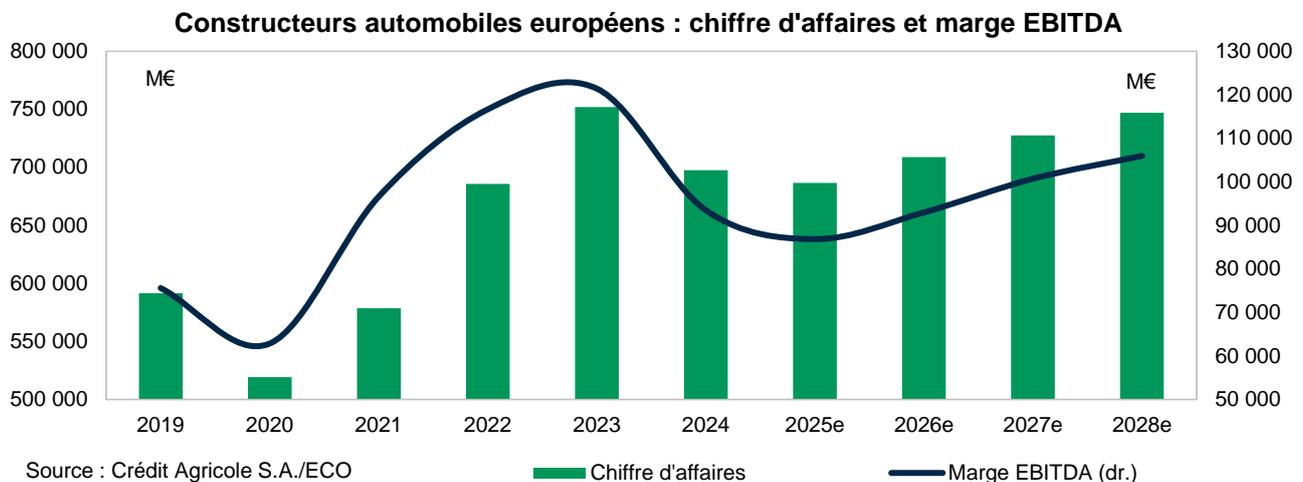
Enfin, **les constructeurs automobiles envisagent de relocaliser leurs capacités industrielles aux États-Unis**, mais cela risque de prendre plusieurs années.



INTENSIFICATION DU PROCESSUS DE TRANSFORMATION SECTORIELLE

En substance, **l'industrie automobile européenne a un besoin urgent de transformation des modèles économiques établis depuis des décennies.** Pour rester compétitifs dans le paysage automobile dynamique actuel et préparer l'avenir, tous les acteurs du secteur s'affairent à optimiser leurs portefeuilles grâce à des partenariats, à rationaliser leur offre de produits et se concentrer sur les technologies stratégiques.

Véronique VIGNER



Conteneurs – Un dernier tour de *roller coaster* ?

Les revirements de la Maison Blanche n'en finissent pas de faire des vagues. La suspension temporaire de droits « réciproques » exorbitants frappant la Chine a ouvert une fenêtre d'opportunité dans laquelle s'engouffrent les chargeurs. Elle donne lieu à une nouvelle flambée des frets qui risque de ne pas durer.

La stratégie américaine génère une instabilité sans précédent, produisant d'importants mouvements d'anticipation et de fortes variations dans le déploiement des capacités. Sur les quatre premiers mois de l'année, elle s'est traduite par une vague de restockage aux États-Unis, venue abonder un trafic mondial toujours soutenu par la vigueur des exportations chinoises vers les autres continents.

Alors que les tarifs « réciproques » très redoutés étaient suspendus pour la plupart des pays, **l'application à la Chine de droits de 145% a fait chuter les réservations sur la route transpacifique** en avril (les trafics des ports de la côte ouest américaine reculant de 16% sur un an en mai), forçant les transporteurs à réduire leurs services et à redéployer navires et conteneurs sur d'autres routes.

La trêve commerciale du 11 mai ramenant ces droits à 30% pour 90 jours a inversé le mouvement et relancé la demande sur une route transpacifique aux capacités réduites. Faute de source alternative d'approvisionnement suffisante, les importateurs américains s'empressent de reconstituer leurs stocks depuis la Chine, tandis que les transporteurs rapatrient des navires vers cette route redevenue prioritaire.

Divisés par deux entre janvier et avril en raison d'une offre en croissance rapide, **les taux de fret connaissent ainsi une nouvelle flambée, qui s'étend de la route transpacifique à l'Asie-Europe** par l'effet des transferts de capacités.

Le « deal » conclu le 11 juin avec la Chine, présenté comme un *statu quo* sur les droits de douane, pourrait changer la donne en permettant de différer sans surcoût les importations chinoises. Outre les livraisons encore importantes attendues cette année, d'autres contraintes sur l'offre donnent également des signes de détente.

La pause du trafic transpacifique en mai contribue à une détente temporaire de la congestion portuaire, aggravée depuis le début de l'année par le déploiement des nouvelles alliances, les hausses d'activité, ainsi que d'autres facteurs (conflits sociaux, basses eaux du Rhin) toujours à l'œuvre en Europe.

La pression s'est également desserrée sur le projet de taxes à l'escale visant les navires construits en Chine. Son entrée en vigueur a été reportée au mois

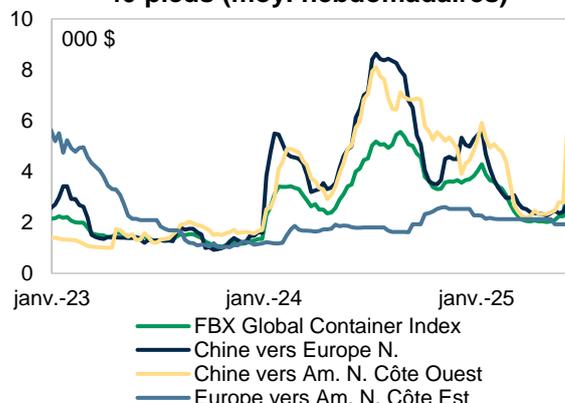
d'octobre et son contenu, sensiblement édulcoré, épargne notamment les petits navires et limite la taxation à une escale par voyage.

À l'inverse, la reprise des transits en mer Rouge, susceptible de faire plonger les frets, n'est toujours pas en vue malgré l'annonce en mai par Donald Trump de la réouverture de la route, après deux mois de bombardements et un fragile engagement obtenu des Houthis. **L'escalade du conflit entre Israël et l'Iran qui n'affecte pas jusqu'ici le trafic des porte-conteneurs pourrait accroître les menaces, voire restreindre, l'accès au détroit d'Ormuz sans pour autant peser sur l'offre globale de transport.**

Au total, le choc Trump jusqu'ici différé devrait affecter les trafics à partir de l'été. **Sauf nouveaux coups de théâtre, l'accord du 11 juin et la fin des sursis de 90 jours devraient tarir les mouvements anticipés de stockage aux États-Unis, réduire les importations américaines et inverser la tendance haussière des frets, malgré la hausse prévisible des coûts de carburants.** L'impact négatif à venir sur les trafics mondiaux devrait être compensé par la croissance robuste des autres routes au départ d'Asie, avec l'inconnue des trafics vers le golfe Persique.

Enfin, si les chocs géopolitiques récents ont pu être surmontés grâce aux importantes livraisons de navires des dernières années, une surcapacité latente s'est constituée qui pourrait bientôt redevenir apparente.

Prix du transport d'un conteneur 40 pieds (moy. hebdomadaires)



Sources : Datastream, Freightos, Crédit Agricole S.A.

Bertrand GAVAUDAN



MARCHÉS

Politique monétaire – La fin des cycles d’assouplissement monétaire se rapproche

Taux d’intérêt – Risques de diverses natures et pressions haussières

Taux de change – Le dollar perd de sa superbe

Politique monétaire – La fin des cycles d'assouplissement monétaire se rapproche

Aux États-Unis, le scénario (net fléchissement en 2025, rebond en 2026, hausse de l'inflation qui continuerait d'excéder significativement la cible), mais aussi les incertitudes qui l'entourent devraient inciter la Fed à la patience. Elle procéderait toutefois à un assouplissement modeste suivi d'une longue pause. Quant à la BCE, bien qu'elle se refuse à exclure toute future baisse de taux, elle pourrait bien être arrivée à la fin de son cycle de baisse.

RÉSERVE FÉDÉRALE : L'ATTENTISME PRÉVAUT TOUJOURS

La Fed continue de privilégier l'attentisme et de prôner la patience dans l'attente de précisions quant à l'évolution de la politique commerciale et de ses implications économiques. Notre scénario table toujours sur un léger assouplissement supplémentaire, mais intervenant plus tardivement dans l'année.

Plus précisément, notre scénario maintient deux réductions en 2025, mais celles-ci interviendraient en septembre et décembre, contre juin et septembre auparavant. Après ces deux baisses, la Fed entamerait toutefois une pause prolongée, maintenant ses taux inchangés avec une limite supérieure maximale de 4,00% tout au long de 2026. Nos prévisions sont cohérentes avec les prix du marché pour 2025, mais restent plus agressives que le marché à l'horizon 2026. Ce dernier anticipe deux baisses supplémentaires en 2025 ; notre taux terminal excède d'environ 50 points de base (pb) celui du marché.

Notre prévision plus restrictive des taux terminaux de la Fed peut être attribuée à deux facteurs principaux. D'une part, notre scénario est plus optimiste que le consensus sur les perspectives pour 2026, car il retient un rebond plus marqué de la croissance après la guerre commerciale et les incertitudes politiques pesant sur 2025. D'autre part, la fonction de réaction de la Fed pourrait finir par donner la priorité au volet inflation de son mandat par rapport

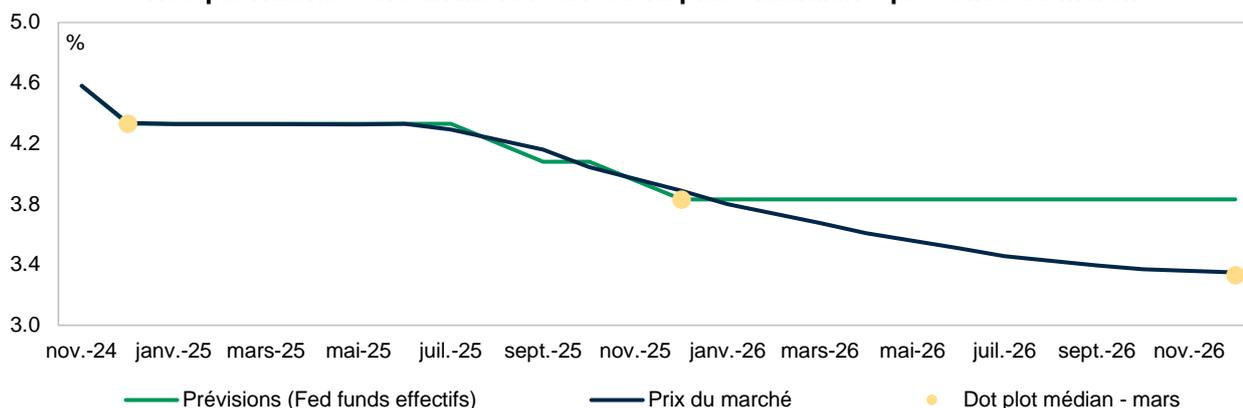
au volet emploi : plusieurs membres du FOMC ont souligné que le marché du travail ne pouvait être durablement solide sans stabilité des prix, tout en rappelant que les années 1970 devaient servir de leçon. Cela n'empêche pas l'adoption de nouvelles mesures d'assouplissement mais en limite l'ampleur. Les incertitudes restent néanmoins élevées et la Fed pourrait être confrontée à un environnement difficile mettant en tension les deux objectifs de son double mandat.

Plusieurs membres du FOMC ont souligné que le marché du travail ne pouvait être durablement solide sans stabilité des prix.

En ce qui concerne le bilan, la réunion du FOMC de mars ayant entraîné un nouveau ralentissement du rythme du resserrement quantitatif, la réduction pourrait désormais se poursuivre jusqu'en 2026. Les soldes de réserve sont le principal élément du bilan à surveiller dans le cadre de cette décision, la Fed visant un ratio réserves/PIB d'environ 10-11% d'après les commentaires des membres du FOMC. Dans ce contexte, le processus de réduction s'achèvera avec des soldes de réserve de l'ordre de 3 000 milliards de dollars et un bilan total situé autour des 6 000 milliards de dollars.

Nicholas VAN NESS

Nos prévisions concernant la Fed restent plus "hawkish" que celles du marché



Sources : Bloomberg, Réserve fédérale, CACIB

BCE : LA FIN D'UN CYCLE

La BCE arrive à la fin de son cycle de baisse, selon les mots de Christine Lagarde. Bien que la banque centrale se refuse – logiquement – à exclure toute future baisse de taux, nous estimons que **la baisse effectuée en juin sera la dernière de ce cycle**.

La mise à jour des prévisions macro-économiques de juin est de nature à rassurer sur les perspectives économiques et, de manière plus intéressante, sur la manière dont la BCE envisage l'avenir.

Dans son scénario central, la BCE s'attend à une croissance de 0,8% en 2025, 1,1% en 2026 et 1,3% en 2027. Christine Lagarde, elle-même, reconnaît que les risques sur ces prévisions sont plutôt à la hausse. Dans un scénario incluant des barrières douanières élevées avec les États-Unis, la croissance, bien que plus faible, se situerait fermement en territoire positif.

L'inflation sous-jacente passerait légèrement en dessous de 2% au cours de 2026, mais resterait proche de la cible de la BCE jusqu'à la fin de l'horizon de prévision, quel que soit le scénario.

Dans ce contexte, une nouvelle baisse de taux ne semble pas justifiée : la BCE est probablement déjà en territoire accommodant et la reprise attendue en

zone euro devrait favoriser un maintien de l'inflation autour de 2% de manière pérenne.

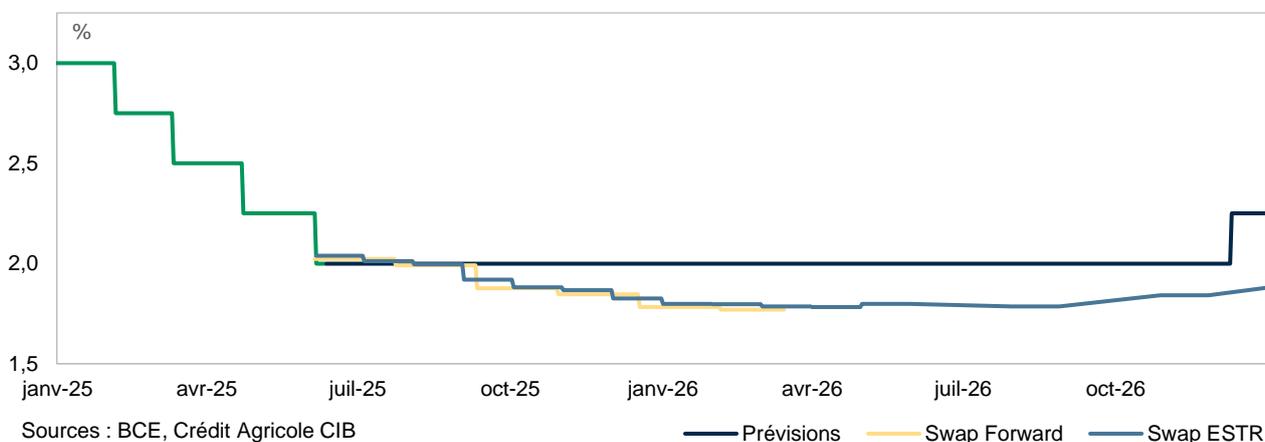
Bien évidemment, **une détérioration de l'environnement économique justifierait davantage d'assouplissement et la BCE se tient prête à baisser ses taux, si nécessaire**. Cependant, si le scénario central se réalise, ce ne serait pas justifié.

Il nous semble peu probable que la BCE relève ses taux avant la fin de l'année 2026.

Dans ce contexte, et alors que la mise en place du plan fiscal allemand pourrait accélérer la croissance au cours des années à venir, **la BCE devra se poser la question d'un éventuel resserrement des conditions monétaires**. Cette question ne devrait pas être soulevée avant, au moins, la seconde moitié de 2026 et il nous semble peu probable que la BCE relève ses taux avant la fin de l'année 2026. Toutefois, alors que le cycle de baisse touche à sa fin et que les perspectives économiques devraient s'améliorer, le prochain mouvement sur les taux pourrait être une hausse, qui pourrait survenir à partir de fin 2026.

Louis HARREAU

Taux de dépôt de la BCE et pricing de marché



BANQUE D'ANGLETERRE : LÉGÈRE BAISSÉ DES PRÉVISIONS DE TAUX DIRECTEUR

La politique commerciale américaine et les incertitudes qui en découlent devraient peser sur les perspectives de croissance et d'inflation du Royaume-Uni, entraînant une légère révision à la baisse de nos prévisions concernant le taux directeur de la BoE (-25 points de base pour 2026). La croissance du PIB devrait être inférieure à son potentiel au cours des prochains trimestres et les capacités inutilisées sur le marché de l'emploi devraient continuer d'augmenter. L'impact des droits de douane devrait être légèrement désinflationniste en raison de la baisse des prix du pétrole, du recul de l'inflation importée, de l'appréciation passée de la livre sterling et de la dégradation des perspectives de la demande intérieure. En conséquence, l'inflation devrait être inférieure à l'objectif de 2% de la BoE à la mi-2026.

La BoE a abaissé son taux directeur de 25 points de base à 4,25% lors de sa réunion de politique monétaire de mai, conformément à nos anticipations et à celles du consensus. Mais la décision était loin de faire l'unanimité. Le Comité de politique monétaire (MPC) était partagé en trois : deux membres ont voté en faveur d'une réduction du taux directeur de 50 points de base à 4%, deux membres se sont prononcés pour le maintien du taux directeur à 4,5% et cinq membres ont voté en faveur d'une réduction de 25 points de base. Les principales raisons de ces divergences ont été, pour les plus bellicistes, la persistance des pressions inflationnistes et le raffermissement des anticipations des ménages en matière d'inflation, tandis que les récents développements mondiaux, conjugués au tassement de la demande intérieure et à l'apparition de capacités inutilisées sur le marché de l'emploi, ont été les principaux arguments des partisans d'une baisse plus importante des taux.

Depuis sa réunion de mai, deux séries de données revêtent une importance capitale pour le MPC : l'inflation de l'IPC pour le mois d'avril et les statistiques du marché de l'emploi pour le mois de mai. Le premier indicateur a surpris massivement à la hausse, tandis que le second s'est montré plus faible. L'inflation a

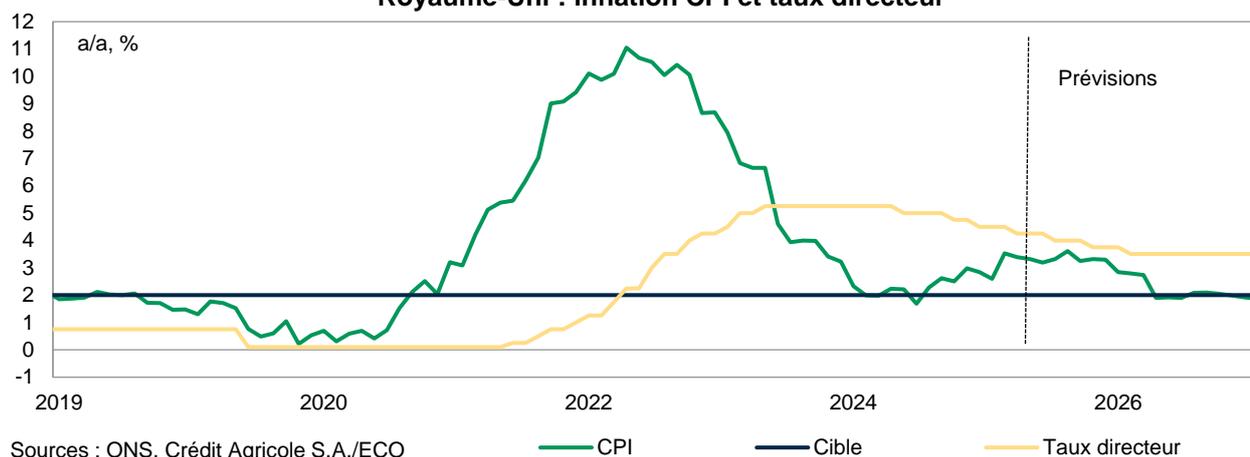
bondi, passant de 2,6% en glissement annuel en mars à 3,5% en avril (contre une prévision de 3,3% pour nous et le consensus), principalement en raison de facteurs temporaires comme la hausse des factures de gaz, d'électricité et d'eau et des droits d'accise sur les véhicules, ainsi qu'une hausse des prix des billets d'avion et des forfaits vacances à l'occasion de Pâques. En outre, les hausses des cotisations sociales patronales (NIC) et du salaire minimum vital (NLW) en avril ont probablement eu des répercussions sur les prix, en particulier dans les restaurants et les hôtels, où les hausses de prix mensuelles restent supérieures aux moyennes historiques. En conséquence, l'inflation des services a surpris à la hausse en avril (5,4% en glissement annuel contre 4,7% en mars) et l'inflation sous-jacente a atteint 3,8% en glissement annuel en avril (3,4% en mars).

Variable-clé pour le MPC, la croissance des salaires a surpris à la baisse.

Sur le marché de l'emploi, les évolutions récentes indiquent une augmentation des capacités inutilisées, le nombre de postes vacants ayant poursuivi sa trajectoire baissière et le taux de chômage ayant continué d'augmenter (pour atteindre 4,6% en avril, son plus haut niveau depuis quatre ans) sur fond de hausse du taux de participation. Les intentions d'embauche ont décliné. Variable-clé pour le MPC, la croissance des salaires (5,2% sur les trois mois à fin avril) a surpris à la baisse. Ainsi, même s'il est probable que les augmentations des cotisations sociales patronales en avril continueront de se répercuter sur les prix dans les mois à venir, le principal canal de transmission de la hausse des coûts de main-d'œuvre semble être l'affaiblissement de l'emploi. Par conséquent, les capacités inutilisées sur le marché de l'emploi devraient augmenter (nous tablons sur un taux de chômage de 5% d'ici la fin de l'année), ce qui freinera la croissance des salaires et, au final, l'inflation des services.

Les chiffres de l'inflation supérieurs aux anticipations en avril auraient mécaniquement entraîné une révision

Royaume-Uni : inflation CPI et taux directeur



à la hausse de nos prévisions d'inflation de l'IPC pour l'année à venir, si l'Ofgem (*Office of Gas and Electricity Markets*) n'avait pas annoncé une baisse du plafond des prix de l'énergie de 7% entre juillet et septembre et si nous n'avions pas révisé à la baisse nos prévisions sur le pétrole. **Nous tablons désormais sur une inflation moyenne de l'IPC de 3,4% aux deuxième et troisième 2025** (contre un pic à 3,6% au T3 2025 précédemment) **et sur un retour à l'objectif vers le milieu de l'année prochaine.**

Nous anticipons deux baisses de taux supplémentaires cette année (en août et en novembre) de 25 points de base (pb) chacune dans la mesure où la persistance d'une inflation élevée justifiera probablement le maintien d'une certaine prudence de la part de la BoE. Toutefois, compte tenu de l'affaiblissement des perspectives de croissance et d'inflation, nous avons ajouté une baisse des taux début 2026, ce qui porterait le taux directeur à 3,50%.

Slavena NAZAROVA

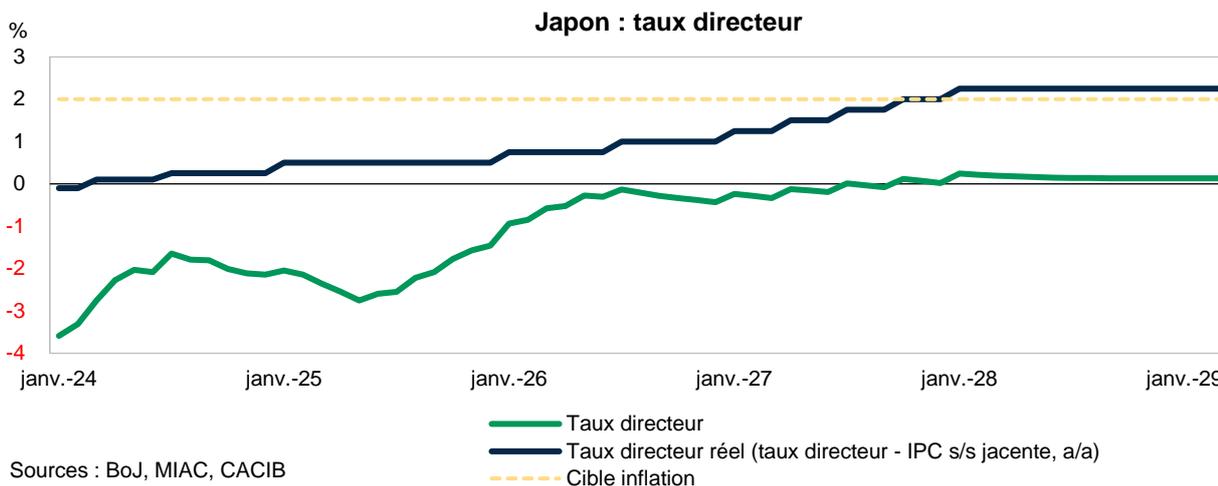
BANQUE DU JAPON : LA BOJ NE PEUT PLUS RELEVER SES TAUX AVANT JANVIER 2026

La politique monétaire de la Banque du Japon (BoJ), qui a conduit à la levée de la politique de taux d'intérêt négatifs en mars de l'année dernière, à la hausse des taux en juillet et à une nouvelle hausse des taux en janvier de cette année, a été un échec. Le marché boursier a continué de stagner en raison des multiples hausses de taux passées mais aussi celles anticipées pour le futur. Le durcissement monétaire, *via* notamment son impact sur les crédits a pesé sur les ménages. Quant aux PME, elles s'inquiètent des futurs relèvements de taux. Un ralentissement de la croissance des salaires et des investissements dans les PME est déjà décelable. Après avoir quasiment stagné en 2024, le PIB a affiché une croissance négative en variation trimestrielle au premier trimestre 2025. Les hausses de taux ont étouffé la reprise de la demande intérieure qui reste proche de son niveau pré-Covid (+0,2%). Or, **seule la croissance de la demande intérieure peut atténuer les pressions baissières émanant d'une demande extérieure stagnante en raison des droits de douane de Donald Trump.**

La politique de la BoJ, qui privilégie la « normalisation » de la politique monétaire à la « normalisation » de l'économie, tout en ignorant la faiblesse de la demande intérieure en deçà des niveaux pré-Covid, semble problématique. Cette approche audacieuse se reflète également dans la vision de l'économie et de l'inflation justifiant ainsi la hausse des taux.

La BoJ justifie son resserrement monétaire par la grave pénurie de main-d'œuvre et, en conséquence, l'incapacité des entreprises à pleinement exploiter les moyens de production. Il existerait donc un excédent de capital inexploité en raison de la pénurie de main-d'œuvre ; ainsi, même s'il n'y a pas d'excès de demande, l'inflation jugée trop forte devrait perdurer. Si l'analyse de la BoJ était correcte, pour stabiliser l'inflation dans un contexte de pénurie de main-d'œuvre, il conviendrait de promouvoir les investissements. Pour renforcer la substituabilité du capital et de la main-d'œuvre (qui est faible), il faudrait inciter les entreprises à investir grâce à une expansion nominale soutenue du PIB en maintenant une certaine dose d'accommodation. Or, avec ses hausses de taux directeurs, la BoJ a ralenti les activités d'investissement dans les industries non manufacturières et les PME, qui auraient permis d'accroître la productivité du travail et, ainsi, les salaires réels. Les investissements privés non résidentiels réels ont progressé de 1,4% en glissement trimestriel au premier trimestre ; cela reste solide mais un ralentissement est attendu à l'avenir, y compris dans l'industrie manufacturière.

Bien que la BoJ soit indépendante, la loi dite « BoJ Act » stipule que « compte tenu du fait que le contrôle monétaire est une composante de la politique économique globale, la Banque du Japon doit toujours maintenir un contact étroit avec le gouvernement et échanger suffisamment, afin que son contrôle



monétaire et la position de base de la politique économique du gouvernement soient compatibles ». Il s'agit donc d'une indépendance « encadrée » avec des décisions qui ne procèdent pas exclusivement d'une logique de banque centrale.

La politique de la BoJ, qui privilégie la « normalisation » de la politique monétaire à la « normalisation » de l'économie, tout en ignorant la faiblesse de la demande intérieure en deçà des niveaux pré-Covid, semble problématique.

Lors de la réunion de politique monétaire d'avril, le gouvernement a clairement indiqué son orientation de politique économique, déclarant : « Le gouvernement sera attentif à l'évolution des négociations des droits de douane avec les États-Unis et à l'impact des mesures douanières américaines sur les secteurs

exportateurs du Japon, sur les petites et moyennes entreprises et les économies régionales touchées par ces droits de douane, ainsi que sur la vie quotidienne de la population. Le gouvernement fera tout son possible pour apporter le soutien nécessaire, par exemple en matière de financement. » La BoJ, qui va devoir gérer sa politique monétaire en cohérence avec les orientations de politique économique du gouvernement, pourra sans doute plus resserrer sa politique qui bride le crédit et la demande intérieure.

La BoJ attendre janvier de l'année prochaine pour relever potentiellement ses taux, lorsqu'elle aura confirmation que le PIB du troisième trimestre 2025 – publié en novembre – n'a pas baissé et qu'elle révisera ses scénarios économiques et d'inflation dans son rapport sur les perspectives.

Ken MATSUMOTO – Takuji AIDA

Taux d'intérêt – Risques de diverses natures et pressions haussières

Risques d'inflation tenace et de trajectoire budgétaire jugée insoutenable, notation AAA compromise, versatilité des décisions économiques, inquiétudes accrues des investisseurs pèsent sur les taux d'intérêt américains. Dans la zone euro, croissance résistante et prévue en accélération, inflation à la cible et BCE supposée avoir presque achevé son assouplissement plaident pour une légère remontée des taux d'intérêt et un resserrement des *spreads* souverains.

ÉTATS-UNIS : DES INQUIÉTUDES LIÉES AUX DROITS DE DOUANE AUX CRAINTES ENTOURANT LE DÉFICIT

Le sentiment des marchés de taux a expérimenté différentes phases depuis le début de l'année, allant de l'exception américaine aux récentes inquiétudes budgétaires en passant par l'angoisse des droits de douane en avril. Bien que les tensions commerciales se soient pour l'instant apaisées, les responsables de la Fed ont réitéré leur attentisme en raison des incertitudes économiques accrues. Les accords commerciaux potentiels et le report des droits de douane ont ramené les acheteurs vers les actifs risqués. Les conditions financières se sont améliorées et les rendements des bons du Trésor ont augmenté.

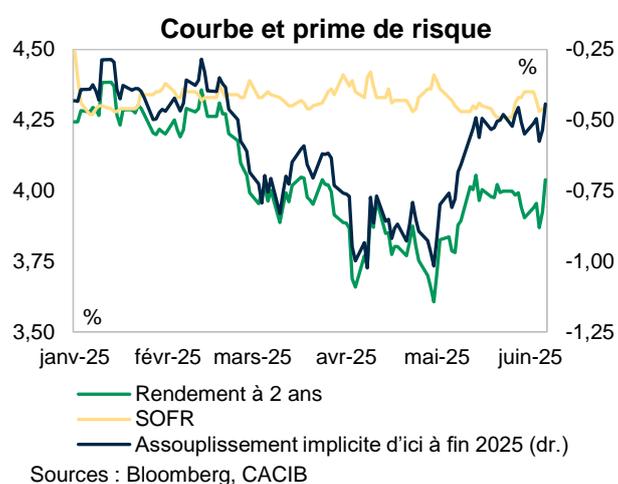
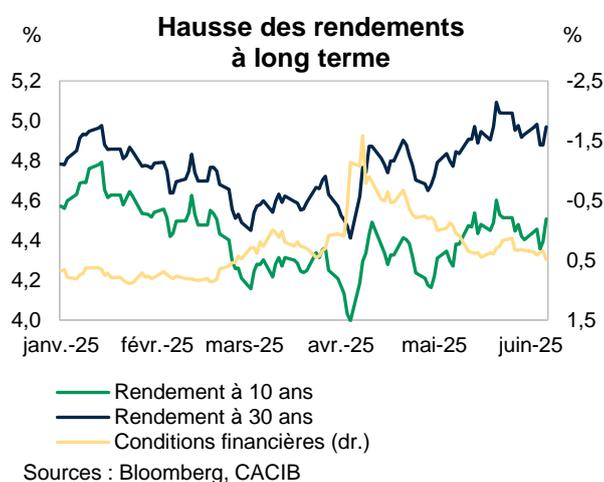
Nous prévoyons une légère hausse des taux à long terme, en particulier si le Sénat ratifie le projet de loi des républicains de la Chambre des Représentants au cours des prochaines semaines, donnant une impulsion positive à la croissance fin 2025 et en 2026. La dégradation par Moody's de la note des États-Unis de Aaa à Aa1 le 16 mai et le projet de loi de la Chambre des Représentants ont ravivé les craintes des investisseurs.

La dégradation de Moody's a mis en évidence les risques entourant la soutenabilité de la trajectoire budgétaire. L'agence de notation a précisé que : « les administrations américaines successives et le Congrès ne sont pas parvenus à s'entendre sur des mesures

visant à inverser la tendance aux importants déficits budgétaires et à la hausse des charges d'intérêt. » Selon le *Congressional Budget Office* (CBO), le projet de loi de la Chambre ajouterait 3 000 milliards de dollars au déficit au cours de la prochaine décennie, y compris les coûts supplémentaires du service de la dette, ce qui porterait le ratio dette sur PIB à 124% en 2034, contre 117% dans le scénario de base actuel. Ce ratio pourrait atteindre 129% si le Congrès prolonge finalement les dispositions temporaires du projet de loi, sur la base d'une estimation du Comité pour un budget fédéral responsable.

Selon le CBO, le projet de loi ajoute 3 000 milliards de dollars au déficit au cours de la prochaine décennie.

Le Trésor devra augmenter les émissions de titres pour financer les réductions d'impôts et les dépenses, ce qui exercera probablement une pression haussière sur les primes de terme. Depuis le début de l'année, la courbe des bons du Trésor à cinq-trente ans s'est pentifiée de plus de 50 points de base (pb) et la prime de terme de « l'ACM » à dix ans⁴ s'est élargie de 25 pb, reflétant les inquiétudes accrues entourant les perspectives budgétaires. Les mesures de relance budgétaire devraient ainsi porter les rendements des bons du Trésor à dix et trente ans à,



⁴ Estimation sur longue période des primes de terme du Trésor pour des échéances d'un à dix ans, par T. Adrian, R. Crump et E. Moench, économistes de la Fed de New York.

respectivement, 4,70% et 5,20% d'ici la fin de l'année et la hausse des taux devrait se poursuivre en 2026.

Les taux à court terme devraient évoluer dans une fourchette étroite. Le potentiel de volatilité des rendements à deux ans est réduit dans un contexte d'assouplissement limité. Non seulement les marchés ont ajusté leurs anticipations de baisse des taux d'ici la fin de l'année, passant d'un pic de 100 pb en avril à 50 pb actuellement, mais ils ont également reporté la

prochaine baisse des taux de la Fed à la réunion du FOMC de septembre ou d'octobre.

Dans tous les cas, les responsables de la Fed ne semblent pas pressés d'ajuster les taux, l'économie restant solide malgré l'incertitude et un marché du travail qui avoisine son niveau maximal d'emploi.

Alex LI

EUROPE : FIN DU CYCLE D'ASSOULISSEMENT

Le recul de l'inflation dans la zone euro, qui est passée de 10% fin 2022 à son objectif de 2%, a rencontré peu d'obstacles. Cela permet à présent de procéder rapidement à des baisses de taux dans les limites de son propre niveau d'évaluation neutre, qui est situé entre 1,75 et 2,25%. Malgré une forte dispersion entre pays, les derniers chiffres du PIB de la zone euro (1,2% en glissement annuel) sont synonymes de croissance tendancielle et le taux de chômage de 6,2% est à son niveau le plus bas jamais observé. Par ailleurs, à mesure que l'expansion budgétaire de l'Allemagne prendra de l'ampleur, la croissance européenne pourrait se redresser au point d'approcher 1,5%. Les marchés seront donc confrontés à une situation marquée par une inflation conforme à l'objectif, l'absence de capacités inutilisées sur le marché de l'emploi et une relance budgétaire axée sur les infrastructures et la défense, qui propulserait la croissance au-dessus de son rythme potentiel.

Dans ce scénario, et compte tenu des perspectives de hausse des rendements des bons du Trésor américain, les rendements nettement plus faibles des obligations d'État européennes ne sont pas réalistes. Avec la fin du cycle d'assouplissement de la BCE, les taux directeurs marqueront une pause, tandis que le resserrement quantitatif se poursuivra. Cela augure d'une nouvelle compression des *spreads* des obligations d'État européennes dans les mois à venir, les investisseurs étant à la recherche de rendement.

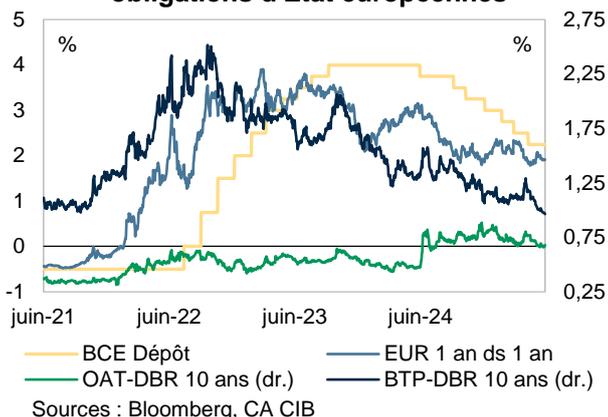
La croissance alimentée par les mesures budgétaires, sous l'impulsion de l'Allemagne, devrait inciter les investisseurs à se positionner plus bas sur la courbe de crédit, plutôt que plus haut sur la courbe des taux à des fins de durée. La stabilité des taux de financement et la réduction de la volatilité du marché monétaire devraient inciter les investisseurs à effectuer des opérations de portage dans un contexte de taux directeurs réels nuls ou presque.

Avec la fin du cycle d'assouplissement de la BCE, les taux directeurs resteront inchangés pendant un certain nombre de trimestres, tandis que le resserrement quantitatif se poursuivra.

Compte tenu de leur avantage en termes de rendement, les BTP, OAT et Bonos devraient être privilégiés par les investisseurs en raison de leur avantage en termes de portage par rapport au Bund. Les plans de financement de l'Allemagne pour 2026, qui devraient être annoncés vers la fin de l'année, entraîneront une augmentation des niveaux d'émissions nettes. Parallèlement, le faible taux de chômage et le niveau raisonnable de la croissance soutiendront l'Italie et l'Espagne, ce qui devrait se traduire par un relèvement de leurs notes de crédit.

Pour les OAT, les prix reflètent déjà des risques de dégradation de notation et les incertitudes politiques qui ont éloigné les acheteurs. Les

Orientation des *spreads* des obligations d'État européennes



Le rendement réel reste élevé malgré les baisses de taux



inquiétudes sur le plan politique ressurgiront certainement à l'approche des élections présidentielles de 2027, mais pour l'heure, la France bénéficie de facteurs techniques favorables et de la perspective d'une hausse de la demande allemande lui profitant. Par conséquent, nous anticipons une nouvelle compression des *spreads* vis-à-vis de l'Allemagne, dans une moindre proportion que l'Italie, dont les perspectives politiques sont plus stables.

Comme sous-entendu, **les taux directeurs à 2% suggèrent que le Bund à cinq ans à 2,05% ne présente pas beaucoup de valeur**. La croissance alimentée par les mesures budgétaires sur fond de resserrement quantitatif plaide en faveur d'une hausse des rendements réels. Sur notre horizon prévisionnel,

le marché commencera à intégrer le prochain cycle de taux de la BCE, lequel devrait aboutir à une hausse des taux, compte tenu du contexte macro-économique. L'assouplissement de la politique monétaire est associé à une pentification des courbes, tandis que le resserrement implique généralement des courbes plus plates. Par conséquent, le segment cinq ans-trente ans commencera à s'aplatir en raison de l'intégration d'une croissance plus élevée dans la partie médiane de la courbe. Les rendements du Bund à dix ans devraient se rapprocher de 3%, même si cela dépend de l'évolution des rendements des bons du Trésor américain, stimulés par la hausse des rendements réels plutôt que par les attentes en matière d'inflation.

Bert LOURENCO

Taux de change – Le dollar perd de sa superbe

Versatilité et imprévisibilité des politiques économiques (mais pas que) menées par D. Trump, perspectives budgétaires américaines dégradées, spéculations sur les intentions officielles de dépréciation du dollar, résistance des autres économies : autant de facteurs qui mettent le dollar sous pressions sans pour autant annoncer sa disparition comme monnaie de réserve essentielle à brève échéance.

PAYS DÉVELOPPÉS : NOUVELLE DÉGRADATION DES PERSPECTIVES DU DOLLAR

Nous abaissons une nouvelle fois nos perspectives sur le dollar américain pour tenir compte des éléments suivants :

- ✓ Les dommages causés à l'économie américaine et aux actifs libellés en dollar par les politiques de l'administration Trump pourraient conduire à un rééquilibrage supplémentaire des portefeuilles hors des États-Unis et à une augmentation des couvertures de positions courtes sur le dollar.
- ✓ Les craintes entourant les perspectives budgétaires des États-Unis et la domination budgétaire sur la Fed, ainsi que les spéculations entourant un accord de Mar-a-Lago visant à déprécier le dollar, qui renforcent les craintes de dédollarisation.
- ✓ La résilience des autres économies du G10 face à la guerre commerciale mondiale menée par les États-Unis qui pourrait alimenter le rapatriement de fonds des États-Unis vers l'Europe et le Japon, ainsi que vers de plus petits marchés d'actifs du G10.

Cependant, contrairement à beaucoup de nos pairs, **notre scénario ne retient pas d'effondrement du dollar**. Les rapports sur la « disparition » du dollar en tant que monnaie de réserve sont exagérés. Les anticipations du marché concernant un accord de Mar-a-Lago visant à déprécier le dollar ne se concrétiseront en outre pas, car les États-Unis devraient, pour l'instant, maintenir leur politique en faveur d'un dollar fort. Par ailleurs, les politiques du président Donald Trump devraient finir par ouvrir la voie à une reprise économique solide aux États-Unis. Cela devrait permettre à la Fed de suspendre tout assouplissement

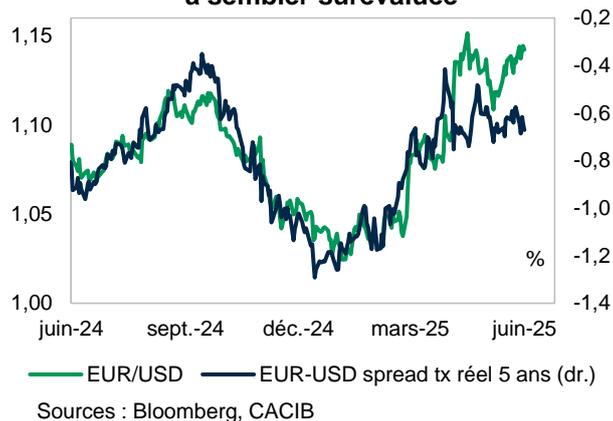
agressif de sa politique, en particulier si l'inflation américaine persiste. Dans nos prévisions de change actualisées, nous tablons donc sur une faiblesse du dollar par anticipation, qui devrait être suivie d'une reprise progressive à six-douze mois.

Nous relevons notre profil de prévision euro/dollar qui devrait s'établir à 1,14 au quatrième trimestre 2025, avant de reculer en 2026. L'euro devrait continuer de bénéficier du rapatriement de fonds et du retour des « esprits animaux » de la zone euro à l'approche du déploiement des mesures de relance budgétaire. À long terme, les perspectives de croissance de la zone euro pourraient toutefois être à nouveau inférieures celles des États-Unis, tandis que le ton relativement plus accommodant de la BCE pourrait pénaliser le rendement de l'euro – donc l'euro lui-même. La livre sterling continuera de surperformer l'euro et le dollar en 2025, car l'économie britannique pourrait bénéficier de l'apaisement des tensions commerciales avec les États-Unis et du *Brexit* avec l'UE. Nous tablons désormais sur une parité livre britannique/dollar de 1,38 au quatrième trimestre 2025 et de 1,36 au quatrième trimestre 2026.

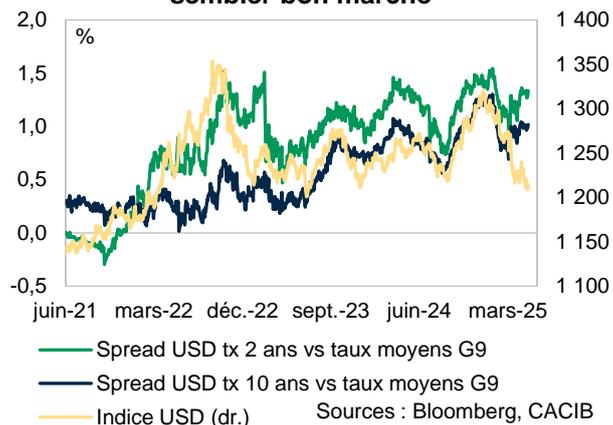
La livre sterling continuera de surperformer l'euro et le dollar en 2025.

Le yen bénéficiera de la poursuite de la diversification des investisseurs en dehors des actifs américains et constituera une bonne couverture contre les risques de « stagflation » aux États-Unis. La vigueur du franc suisse pourrait ralentir plus progressivement que prévu, car les

La paire euro/dollar commence à sembler surévaluée



Le dollar commence à sembler bon marché



perspectives de taux négatifs ne freinent pas encore la demande de valeurs refuges. Les craintes des investisseurs concernant une guerre commerciale mondiale ont atteint un pic, laissant les dollars australien et néozélandais sur une trajectoire haussière. Ils bénéficieront également de la diversification des investisseurs en dehors des États-Unis et en faveur des actifs asiatiques, ainsi que de la valorisation trop agressive des marchés en vue de nouvelles baisses des taux locaux. Le sort du dollar canadien à

court terme reste incertain, même si les menaces ont de toute évidence diminué en raison de l'amélioration des relations entre les États-Unis et le Canada. La surperformance de la couronne suédoise cette année pourrait être consolidée par un profil euro/dollar plus élevé, tandis qu'à l'inverse, notre opinion positive sur la couronne norvégienne est atténuée par la récente faiblesse des marchés mondiaux de l'énergie.

Valentin MARINOV

PAYS ÉMERGENTS : LA RÉSILIENCE MALGRÉ DES FACTEURS TRÈS DÉFAVORABLES

Les devises émergentes ont étonnamment bien résisté au premier semestre, malgré l'accroissement des incertitudes mondiales consécutives à l'entrée en fonction de Donald Trump. Cette résilience devrait persister et limiter la faiblesse des devises émergentes, malgré des tensions internationales persistantes, en particulier à l'égard des droits de douane.

Droits de douane

En ce qui concerne les droits de douane américains, la version la plus sombre du cauchemar tarifaire ne s'est, pour l'instant, pas concrétisée. Juste après le « *Liberation day* » (2 avril), les devises émergentes se sont dépréciées. Puis, une pause a été rapidement annoncée par le président Trump quelques jours plus tard, suscitant un rebond des devises émergentes.

La question des droits de douane reste centrale. Il est évidemment difficile d'estimer avec précision ce qui est susceptible d'être mis en œuvre (calendrier, niveaux, périmètres). L'hypothèse centrale que nous retenons semble « équilibrée » : la pause sur les droits de douane prendra fin au cours de l'été et les tarifs douaniers moyens sur les importations américaines augmenteront considérablement. Ils ne reviendront toutefois pas aux niveaux du « *Liberation day* » et varieront en fonction des accords conclus avec les partenaires commerciaux des États-Unis.

Dans le monde émergent, l'ouverture commerciale, l'exposition aux États-Unis et les positions commerciales bilatérales font de l'Asie la région qui devrait payer la plus lourde partie de la facture, même si d'autres économies plus petites devraient également être touchées.

L'érosion partielle du statut de valeur refuge du dollar américain tend à renforcer la résilience des devises émergentes.

Toutefois, l'Asie est aussi la région émergente qui affiche en moyenne les bilans macro-économiques les plus solides (profil souverain et balances des paiements). Elle a également bénéficié de la baisse des prix du pétrole (même si l'évolution du pétrole dépend de la montée des tensions au Moyen-Orient).

Le dollar américain, toujours une valeur refuge ?

La résilience des devises émergentes reflète également l'érosion partielle du statut de valeur refuge du dollar américain. Certes, il reste central, toujours bien noté et offrant une grande quantité d'actifs liquides et peu risqués. Il reste de loin la principale monnaie de réserve au monde. Néanmoins, la versatilité de la gouvernance américaine et les doutes quant à la viabilité de la trajectoire de la dette publique américaine (notamment avec le vote sur le projet de loi « *One Big Beautiful Bill Act* » et la rétrogradation de Moody's) limitent l'appétit du marché pour le dollar américain. Cette situation contribue à

Taux de change des devises émergentes par rapport au dollar



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

l'affaiblir et à protéger les devises émergentes contre la dépréciation.

Ce facteur restera à l'œuvre au second semestre, car l'inconstance de la politique américaine pourrait perdurer dans de nombreux domaines (non seulement les droits de douane, mais aussi la politique budgétaire ou encore les interactions entre l'administration Trump et la Fed). Les devises émergentes devraient également être protégées par des perspectives globales de croissance raisonnablement solides, des taux d'intérêt toujours élevés chez certains d'entre eux et des positions commerciales acceptables.

Profil des devises émergentes

Dans l'ensemble, nos prévisions sur les devises émergentes font état d'un profil relativement résilient. Le panier de devises émergentes devrait légèrement se déprécier à court terme face au dollar

américain en raison de l'absorption de la hausse des droits de douane par le marché. Ensuite, à l'automne et à l'hiver, nous prévoyons une grande stabilité, voire une légère augmentation, compte tenu des facteurs de résilience mentionnés ci-dessus.

Région par région, nous anticipons un **affaiblissement des devises d'Amérique latine**, mais principalement en raison de facteurs idiosyncrasiques (notamment les profils souverains). **Les devises des quatre principaux pays d'Europe centrale et le rand devraient résister et s'apprécier légèrement ; la livre turque devrait se déprécier à un rythme maîtrisé.** Les devises asiatiques devraient s'affaiblir en raison de l'annonce de droits de douane, avant de se montrer globalement résilientes durant le reste de l'année. **Le yuan pourrait faiblir progressivement** mais seulement de manière limitée.

Sébastien BARBÉ



PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES & FINANCIÈRES

Scénario économique

Taux d'intérêt

Taux de change

Matières premières

Comptes publics

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE DU GROUPE CRÉDIT AGRICOLE

	PIB (a/a, %)			Inflation* (a/a, %)			Balance courante (% du PIB)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Etats-Unis	2,8	1,5	2,2	2,9	2,7	2,7	-3,9	-3,6	-3,5
Japon	0,2	0,7	1,0	2,4	2,7	1,3	4,7	2,5	2,0
Zone euro	0,8	0,9	1,3	2,4	2,2	1,8	2,6	2,0	1,9
Allemagne	-0,2	0,1	1,2	2,5	2,3	2,2	5,7	5,2	5,0
France	1,1	0,6	1,2	2,3	0,9	1,3	0,4	-0,1	0,0
Italie	0,7	0,6	0,7	1,1	1,6	1,3	0,9	1,8	1,7
Espagne	3,2	2,3	2,0	2,6	1,9	2,0	3,0	1,0	1,6
Pays-Bas	1,0	1,4	1,4	3,2	2,4	2,0	9,9	10,4	10,5
Belgique	1,0	1,1	1,3	4,3	2,9	1,8	-0,9	-1,1	-1,3
Autres pays développés									
Royaume-Uni	1,1	1,1	1,1	2,5	3,2	2,2	-2,7	-2,9	-3,3
Canada	1,6	1,1	1,5	2,4	2,0	2,1	-0,5	-0,8	-1,0
Australie	1,2	2,1	2,2	3,3	3,3	3,0	-0,9	-1,1	-1,3
Suisse	1,3	0,8	1,6	1,1	0,3	0,5	5,1	4,6	7,2
Suède	0,9	1,9	2,1	2,8	1,1	2,0	7,4	6,8	6,6
Norvège	0,6	1,7	1,9	3,1	2,6	2,1	16,9	14,6	12,5
Asie	5,2	4,6	4,7	1,7	1,4	1,9	2,0	1,5	1,2
Chine	5,0	4,6	4,3	0,2	0,1	0,6	2,2	1,6	1,1
Inde	6,8	6,3	6,7	4,9	3,6	4,7	-1,4	-1,6	-1,7
Corée du Sud	2,0	0,8	2,3	2,3	2,0	2,0	5,3	4,8	4,9
Indonésie	5,0	4,7	4,9	2,3	2,0	2,2	-0,6	-1,0	-1,2
Taiwan	4,6	2,6	2,5	2,2	1,9	1,8	14,3	13,0	12,2
Thaïlande	2,5	2,2	2,3	0,4	1,0	1,2	2,2	2,8	3,2
Malaisie	5,1	4,2	4,3	1,8	2,3	2,2	1,7	2,0	2,5
Singapour	4,4	1,7	2,0	2,4	1,2	1,6	17,5	16,6	17,5
Hong Kong	2,5	2,3	2,2	1,8	2,5	2,2	11,3	10,7	10,0
Philippines	5,6	6,0	6,1	3,2	2,0	3,2	-3,5	-3,5	-2,9
Vietnam	7,1	6,1	6,0	3,6	3,2	3,3	4,5	5,6	4,1
Amérique latine	2,4	2,3	2,4	3,7	3,1	2,7	-1,3	-1,6	-1,8
Brésil	3,4	1,9	1,7	4,4	4,8	4,2	-2,8	-2,5	-2,0
Mexique	1,2	0,0	1,2	4,7	3,8	3,3	-0,3	-0,5	-0,8
Europe émergente	3,2	2,1	2,3	20,9	13,7	7,8	0,6	0,3	0,2
Russie	4,1	1,5	1,5	8,4	6,8	5,5	3,0	2,2	2,1
Turquie	3,0	3,0	3,2	60,1	36,0	17,0	-1,5	-1,5	-1,5
Pologne	2,9	3,1	3,3	3,6	3,5	2,7	0,1	0,2	0,1
Rép. tchèque	1,0	2,0	2,1	2,5	2,4	2,2	1,8	1,2	0,6
Roumanie	0,8	1,5	2,3	5,6	4,8	3,5	-8,3	-7,0	-6,5
Hongrie	0,5	1,0	2,5	3,7	4,5	3,5	2,1	1,5	1,0
Afrique, Moyen-Orient	1,4	2,7	2,7	12,3	10,4	9,2	2,8	1,6	1,1
Arabie saoudite	1,3	3,9	3,7	1,7	2,3	2,1	-0,5	-1,8	-2,1
Emirats Arabes Unis	3,8	4,5	4,7	1,7	2,2	2,0	9,1	8,8	8,3
Afrique du Sud	0,6	1,5	1,3	4,4	3,8	4,5	-0,6	-1,5	-1,8
Egypte	2,4	3,9	4,3	33,2	21,0	15,6	5,4	5,8	4,2
Algérie	3,2	2,9	2,9	4,1	5,0	5,3	-0,7	-2,7	-3,2
Qatar	2,4	2,5	5,2	1,3	1,7	2,0	18,0	12,5	13,9
Koweït	-2,8	3,1	2,2	2,9	2,3	2,2	29,1	21,2	19,2
Maroc	3,2	3,8	3,5	0,9	2,1	2,5	-1,5	-1,9	-2,2
Tunisie	1,4	1,6	1,5	7,0	6,0	6,5	-1,7	-2,5	-2,8
Total	3,0	2,7	2,9	4,3	3,4	2,9	0,8	0,4	0,2
Pays industrialisés	1,5	1,1	1,6	2,5	2,3	2,0	0,0	-0,4	-0,4
Pays émergents	4,2	3,9	3,9	5,7	4,2	3,6	1,5	1,1	0,8

* HICP pour les pays zone euro, CPI pour les autres

	2024				2025				2026			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Croissance PIB, t/t, %												
Etats-Unis (annualisée)	1,6	3,0	3,1	2,4	-0,2	1,5	1,2	1,9	2,5	2,5	2,4	2,4
Japon	-0,3	1,0	0,2	0,6	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4
Eurozone	0,3	0,2	0,4	0,3	0,6	-0,3	0,1	0,3	0,5	0,4	0,5	0,4
Allemagne	0,2	-0,3	0,1	-0,2	0,4	-0,3	0,1	0,1	0,7	0,3	0,3	0,4
France	0,1	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Italie	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,3	0,2
Espagne	1,0	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,3	0,3	0,5	0,6	0,6	0,7
Royaume-Uni	0,9	0,5	0,0	0,1	0,7	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4

	2024				2025				2026			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Prix à la consommation, a/a %												
Etats-Unis	3,2	3,2	2,6	2,7	2,8	2,4	2,7	2,9	2,8	2,7	2,6	2,6
Japon	3,2	2,2	2,0	2,3	2,7	3,1	2,8	2,1	1,5	1,1	1,2	1,4
Eurozone (HICP)	2,6	2,5	2,2	2,2	2,3	2,1	2,2	2,1	1,7	1,9	1,7	1,8
Allemagne	2,7	2,6	2,2	2,5	2,6	2,2	2,2	2,3	2,2	2,2	2,1	2,2
France	3,0	2,5	2,1	1,7	1,2	0,7	0,8	0,8	1,0	1,3	1,5	1,5
Italie	1,0	0,9	1,2	1,3	1,8	1,9	1,5	1,2	0,9	1,4	1,4	1,4
Espagne	3,2	3,6	2,3	2,4	2,7	2,2	2,9	2,7	1,9	1,9	1,8	1,8
Royaume-Uni	3,5	2,1	2,0	2,5	2,8	3,4	3,4	3,3	2,8	1,9	2,1	1,9

	2024				2025				2026			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Taux de chômage, %												
Etats-Unis	3,8	4,0	4,2	4,1	4,1	4,3	4,5	4,4	4,3	4,3	4,2	4,1
Japon	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,6	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6
Eurozone	6,5	6,5	6,4	6,2	6,3	6,3	6,3	6,2	6,2	6,1	6,1	6,1
Allemagne	3,3	3,4	3,5	3,4	3,6	3,5	3,5	3,4	3,3	3,3	3,3	3,3
France	7,5	7,3	7,4	7,3	7,4	7,6	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Italie	7,1	6,8	6,3	6,1	7,1	6,8	6,3	6,1	7,1	6,8	6,3	6,1
Espagne	11,8	11,6	11,3	10,8	10,8	10,4	10,2	10,0	9,8	9,6	9,4	9,3
Royaume-Uni	4,4	4,2	4,3	4,4	4,5	4,7	4,9	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0

	PIB (b)	Consom- mation privée (b)	Consom- mation publique (b)	FBCF (b)	Exportations (b)	Importations (b)	Exportations nettes (a)	Variations de stock (a)
Zone euro								
2024	0,8	1,0	2,4	-1,8	1,0	0,1	0,5	0,1
2025	0,9	1,2	1,1	2,5	1,2	2,7	-0,6	0,2
2026	1,3	1,1	1,0	3,0	2,0	2,5	-0,2	0,3
T1 2025	0,6	0,2	0,0	1,8	1,8	1,4	0,3	0,1
T2 2025	-0,3	0,2	0,2	-0,9	-0,7	0,5	-0,6	0,3
T3 2025	0,1	0,3	0,1	0,7	0,0	0,4	-0,2	0,3
T4 2025	0,3	0,3	0,2	0,7	0,5	0,6	0,0	0,3
Allemagne								
2024	-0,2	0,2	3,2	-2,5	-1,7	-0,6	-0,5	0,0
2025	0,1	0,7	1,5	1,9	-1,3	1,6	-1,2	0,2
2026	1,2	0,4	1,8	5,6	1,0	2,2	-0,5	-0,1
T1 2025	0,4	0,5	-0,3	0,9	3,2	1,1	0,9	-0,9
T2 2025	-0,3	-0,3	0,4	0,9	-1,8	0,2	-0,9	0,4
T3 2025	0,1	0,1	0,4	0,9	0,2	0,3	0,0	-0,2
T4 2025	0,1	0,1	0,4	0,9	0,2	0,3	0,0	-0,2
France								
2024	1,1	1,0	1,4	-1,3	2,4	-1,3	1,2	-0,7
2025	0,6	0,7	0,8	0,0	-0,9	1,9	-0,9	0,8
2026	1,2	1,1	0,3	1,7	2,0	1,8	0,1	0,0
T1 2025	0,1	-0,2	0,2	0,0	-1,8	0,5	-0,8	1,0
T2 2025	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,1
T3 2025	0,2	0,3	0,1	0,3	0,4	0,4	0,0	0,0
T4 2025	0,3	0,3	0,1	0,3	0,6	0,5	0,0	0,0
Italie								
2024	0,5	0,4	1,1	0,0	-0,3	-1,5	0,3	-0,2
2025	0,6	0,8	0,1	2,0	2,3	3,6	-0,3	0,0
2026	0,7	0,8	0,3	1,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
T1 2025	0,3	0,2	-0,3	1,6	2,8	2,6	0,1	-0,3
T2 2025	0,2	0,2	0,0	-0,2	0,9	1,0	0,0	0,1
T3 2025	0,0	0,2	0,0	0,1	-0,9	-0,7	-0,1	0,0
T4 2025	0,1	0,2	0,1	0,2	-0,1	-0,2	0,0	-0,1
Espagne								
2024	3,2	2,9	4,1	3,0	3,1	2,4	0,3	-0,2
2025	2,3	2,6	1,9	4,3	2,1	3,1	-0,2	-0,1
2026	2,0	2,1	1,1	3,5	2,0	2,5	-0,1	0,0
T1 2025	0,6	0,4	0,2	1,1	1,0	0,7	0,1	-0,1
T2 2025	0,6	0,5	0,2	0,6	0,7	0,4	0,1	0,0
T3 2025	0,3	0,5	0,2	0,8	0,1	0,5	-0,1	0,0
T4 2025	0,3	0,4	0,2	0,6	0,4	0,8	-0,1	0,0
Portugal								
2024	1,9	3,2	1,1	3,1	3,3	5,0	-0,8	0,0
2025	1,6	2,2	1,1	2,1	1,7	3,4	-0,9	0,5
2026	2,3	2,0	0,9	5,7	2,6	3,1	-0,3	0,4
T1 2025	-0,5	-1,1	0,4	-2,5	-0,4	1,0	-0,7	0,0
T2 2025	0,0	0,3	0,2	1,8	1,3	0,8	0,2	0,4
T3 2025	1,2	0,5	0,1	2,3	0,6	0,4	0,1	0,3
T4 2025	0,9	0,5	0,1	2,0	0,4	0,6	-0,1	0,3
Pays-Bas								
2024	1,0	1,0	3,6	-0,5	0,1	0,0	0,1	-0,4
2025	1,4	2,0	1,8	0,7	0,8	1,1	-0,1	0,1
2026	1,4	1,9	1,3	2,8	2,0	2,5	-0,2	-0,1
T1 2025	0,1	-0,2	0,5	-2,2	-0,8	-0,1	-0,6	1,1
T2 2025	0,3	1,1	0,1	0,1	0,5	0,6	0,0	-0,2
T3 2025	0,3	0,6	0,1	0,5	0,5	0,6	0,0	0,0
T4 2025	0,3	0,4	0,1	1,0	0,5	0,6	0,0	-0,1
Royaume-Uni								
2024	1,1	0,6	3,0	1,5	-1,2	2,7	-1,3	0,2
2025	1,1	0,9	1,1	2,3	0,3	6,8	-2,3	0,3
2026	1,1	1,2	2,4	3,0	1,8	5,1	-1,3	0,2
T1 2025	0,7	0,2	-0,5	2,9	3,5	2,1	0,4	-0,4
T2 2025	0,1	0,3	0,5	-2,0	-2,5	2,0	-1,5	-0,1
T3 2025	0,2	0,2	0,6	0,8	1,0	1,5	-0,2	0,0
T4 2025	0,2	0,2	0,6	0,8	0,6	1,0	-0,2	0,0

(a) contribution à la croissance (% t/t)

(b) t/t, %

TAUX D'INTÉRÊT

Taux courts		19-juin	Sep-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Etats-Unis	Fed funds	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
	Sofr	4,31	4,07	3,82	3,82	3,82	3,82	3,82
Japon	Call rate	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00
Zone euro	Refinancement	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,40
	Dépôt	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,25
	€str	1,92	1,93	1,93	1,93	1,93	1,93	2,18
Royaume-Uni	Euribor 3m	2,04	1,96	1,97	1,98	1,99	2,00	2,25
	Taux de base	4,25	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50
	Sonia	4,25	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50
Suède	Repo	2,25	2,25	2,25	2,25	2,00	2,00	2,00
Norvège	Deposit	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00
Canada	Overnight	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50

Taux 10 ans		19-juin	Sep-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Etats-Unis		4,39	4,55	4,70	4,80	4,90	4,90	4,95
Japon		1,42	1,50	1,60	1,90	1,95	2,20	2,25
Zone euro (Allemagne)		2,50	2,73	2,92	2,97	3,00	2,94	2,95
Spread 10 ans / Bund								
France		0,74	0,65	0,60	0,55	0,60	0,60	0,65
Italie		1,01	1,00	0,95	0,90	0,90	0,85	0,90
Espagne		0,70	0,60	0,60	0,55	0,55	0,55	0,50

Asie		19-juin	Jun-25	Sep-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Chine	1Y deposit rate	1,40	1,40	1,30	1,10	1,10	1,00	1,00	1,00
Hong Kong	Taux de base	5,50	5,50	5,50	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
Inde	Taux repo	5,50	5,25	5,00	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75
Indonésie	BI rate	2,50	2,50	2,25	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00
Corée	Taux de base	3,00	3,00	3,00	2,75	2,75	2,50	2,50	2,50
Malaisie	OPR	5,50	5,25	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Philippines	Taux repo	1,81	2,30	2,20	2,15	2,15	2,15	2,10	2,10
Singapour	6M SOR	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,88	1,88	1,88
Taïwan	Redisc	1,75	1,50	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
Thaïlande	Repo	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Vietnam	Refinancing rate	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Amérique Latine									
Brésil	Overnight/Selic	5,00	5,00	5,00	5,00	4,50	4,50	4,50	4,50
Mexique	Taux overnight	0,00	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Europe Emergente									
Rép. tchèque	Repo 14 j.	6,50	6,50	6,25	6,00	5,50	5,25	4,75	4,50
Hongrie	Repo 2 sem.	0,00	5,25	4,75	4,75	4,25	4,25	4,25	4,25
Pologne	Repo 7 j.	6,50	6,50	6,50	6,50	6,25	6,00	5,50	5,25
Roumanie	Repo 2 sem.	20,00	21,00	18,00	16,00	15,00	14,00	12,00	12,00
Russie	1W auction rate	7,25	7,25	7,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Turquie	Repo 1 sem.	46,00	46,00	41,00	36,00	33,00	29,00	26,00	24,00

TAUX DE CHANGE

Taux de change USD

Pays industrialisés		19-juin	Sep-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Euro	EUR/USD	1,15	1,13	1,14	1,13	1,12	1,11	1,10
Japon	USD/JPY	145	143	142	145	146	147	148
Royaume-Uni	GBP/USD	1,34	1,36	1,38	1,38	1,37	1,36	1,36
Suisse	USD/CHF	0,82	0,85	0,85	0,86	0,88	0,88	0,89
Canada	USD/CAD	1,37	1,40	1,38	1,37	1,36	1,35	1,35
Australie	AUD/USD	0,65	0,66	0,68	0,68	0,69	0,70	0,70
Nouvelle Zélande	NZD/USD	0,60	0,60	0,61	0,62	0,62	0,64	0,64

Parités croisées c/ euro

Pays industrialisés		19-juin	Sep-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Japon	EUR/JPY	167	162	162	164	164	163	163
Royaume-Uni	EUR/GBP	0,85	0,83	0,83	0,82	0,82	0,81	0,81
Suisse	EUR/CHF	0,94	0,96	0,97	0,97	0,98	0,98	0,98
Suède	EUR/SEK	11,06	10,90	10,80	10,70	10,60	10,50	10,50
Norvège	EUR/NOK	11,55	11,40	11,20	11,00	10,80	10,60	10,50

Asie		19-juin	Sep-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Chine	USD/CNY	7,19	7,23	7,25	7,26	7,28	7,27	7,26
Hong Kong	USD/HKD	7,85	7,80	7,78	7,76	7,76	7,77	7,77
Inde	USD/INR	86,72	85,00	84,50	84,00	83,50	83,25	83,00
Indonésie	USD/IDR	16 390	16 500	16 400	16 400	16 300	16 400	16 500
Malaisie	USD/MYR	4,26	4,25	4,20	4,25	4,30	4,30	4,30
Philippines	USD/PHP	57,4	56,0	55,5	56,0	56,3	56,5	56,5
Singapour	USD/SGD	1,29	1,30	1,29	1,29	1,30	1,31	1,31
Corée du Sud	USD/KRW	1379	1390	1380	1370	1360	1360	1370
Taiwan	USD/TWD	29,6	30,2	30,0	30,0	30,2	30,3	30,4
Thaïlande	USD/THB	32,8	34,5	35,0	35,5	36,0	35,8	35,6
Vietnam	USD/VND	26 123	25 700	25 600	25 400	25 300	25 500	25 500
Amérique latine								
Brésil	USD/BRL	5,49	5,75	5,80	5,85	5,90	5,95	5,90
Mexique	USD/MXN	19,04	20,50	20,75	21,00	21,00	21,00	21,00
Afrique								
Afrique du Sud	USD/ZAR	18,09	17,70	17,50	17,40	17,40	17,60	17,70
Europe émergente								
Pologne	USD/PLN	3,72	3,79	3,75	3,78	3,80	3,83	3,85
Russie	USD/RUB	78,37	80,00	83,00	86,00	87,00	88,00	88,00
Turquie	USD/TRY	39,48	40,50	41,20	41,80	42,20	42,60	43,00
Europe centrale								
Rép. tchèque	EUR/CZK	24,82	24,60	24,40	24,20	24,10	24,00	23,90
Hongrie	EUR/HUF	403	395	385	380	370	368	365
Pologne	EUR/PLN	4,28	4,28	4,28	4,27	4,26	4,25	4,24
Roumanie	EUR/RON	5,03	5,10	5,10	5,10	5,10	5,10	5,10

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix moy. du trim.		19-juin	2025			2026			
			T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Brent	USD/BBL	78	66.0	70	63.0	60.0	65.0	70.0	72.0

Prix moy. du trim.		19-juin	2025			2026			
			T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Or	USD/oz	3 364	3 200	3 300	3 500	3 300	3 200	3 100	3 000

COMPTES PUBLICS

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dettes publiques (% du PIB)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Etats-Unis	-6,5	-6,8	-6,6	99,5	101,9	104,0
Japon	-4,5	-3,5	-2,5	232,4	223,3	215,3
Zone euro	-2,9	-2,5	-2,4	87,9	88,5	89,1
Allemagne	-2,8	-1,3	-1,4	62,4	62,4	62,2
France	-5,8	-5,6	-5,1	113,2	117,2	119,0
Italie	-3,2	-3,4	-2,9	135,6	136,8	139,4
Espagne	-3,1	-2,9	-2,8	102,3	102,1	103,2
Pays-Bas	-0,9	-2,2	-2,8	43,4	46,4	49,9
Belgique	-4,5	-5,4	-5,6	104,7	104,7	106,4
Grèce	-1,2	-1,0	-0,7	156,8	148,4	145,4
Irlande	4,3	2,2	1,0	40,9	35,5	34,7
Portugal	0,3	0,4	0,4	96,0	92,1	88,1
Royaume-Uni	-6,0	-4,7	-4,0	101,3	103,0	104,3

Texte achevé de rédiger le 19 juin 2025

Prévisions établies au 12 juin 2025

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE
Rédacteurs en chef : Catherine LEOUGRE – Armelle SARDA – Jean François PAREN

Comité de rédaction

Pays développés

Paola MONPERRUS-VERONI – Zone euro
Alberto ALEDO – Allemagne, Autriche, Pays-Bas
Ticiano BRUNELLO – Espagne
Slavena NAZAROVA – Royaume-Uni
Marianne PICARD – France
Sofia TOZY – Italie
Nicholas VAN NESS – États-Unis
Takuji AIDA, Ken MATSUMOTO – Japon
Philippe VILAS-BOAS – Scénario

Secteurs d'activité

Stéphane FERDRIN – Pétrole & gaz
Bertrand GAVAUDAN – Transport maritime
Véronique VIGNER – Automobile

Pays émergents

Sébastien BARBÉ – Pays émergents
Xiaoja ZHI – Chine
Catherine LEOUGRE, Olga YANGOL – Amérique latine
Laure de NERVO – Afrique du Nord & Moyen-Orient
Nathan QUENTRIC – Europe centrale et orientale, Asie centrale
Tania SOLLOGOUB – Russie, Europe centrale et orientale, Asie centrale, géopolitique
Sophie WIEVIORKA – Asie émergente

Marchés financiers

Nicholas VAN NESS – Réserve fédérale
Louis HARREAU – Banque centrale européenne
Slavena NAZAROVA – Banque d'Angleterre
Takuji AIDA, Ken MATSUMOTO – Banque du Japon
Alex LI – Taux d'intérêt États-Unis
Bert LOURENCO – Taux d'intérêt zone euro
Guillaume MARTIN – Taux d'intérêt zone euro
Valentin MARINOV – Taux de change pays développés
Sébastien BARBÉ – Taux de change pays émergents

Documentation : Elisabeth SERREAU – **Statistiques :** Datalab ECO

Maquette & Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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. Le 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.

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**