



MONDE
SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE
2026-2027

Trimestriel – Avril 2026

Scénario à consommer de préférence... rapidement

Les conséquences politiques et géopolitiques, puissantes, du conflit dans le golfe Persique s'étendront durablement bien au-delà de celles, plus immédiates, que ce scénario a pour vocation de cerner. Ce conflit ne constitue pas un accident isolé, mais s'inscrit dans une série de chocs d'offre (pandémie de Covid, guerre en Ukraine, attaques houthies) qui témoigne des dépendances critiques à quelques points névralgiques (produits, détroits, *hubs*, etc.).

Pour l'instant, que savons-nous ? Que l'envolée des prix du pétrole et du gaz consécutive à la guerre va se traduire par un sursaut, immédiat et substantiel, de l'inflation totale dommageable à la croissance. Chiffrer le préjudice est particulièrement délicat : au-delà des particularités nationales (dépendance à l'égard du pétrole, du gaz, robustesse ou vulnérabilité des économies pré-guerre, pare-feux...), les dégâts seront conditionnés par la durée du conflit et de la fermeture du détroit d'Ormuz. Sur la base d'un scénario « raisonnablement conservateur », la croissance devrait s'effriter sans s'effondrer. « Raisonnablement conservateur » ? Ce scénario ne suppose pas de « normalisation » rapide, mais une réouverture seulement progressive et incomplète du détroit d'Ormuz à laquelle s'ajoutent des destructions d'infrastructures pétrolières et gazières maintenant élevés les prix du pétrole et du gaz.

Aux **États-Unis**, en dépit de la versatilité des décisions économiques de l'administration Trump, les performances en termes de croissance ont résisté et devraient rester correctes. Si leur statut d'exportateur net d'énergie est plus confortable (la hausse des prix du pétrole peut stimuler l'investissement dans le secteur et, notamment, les infrastructures), il ne les immunise pas contre l'inflation énergétique qui s'ajoute aux pressions déjà alimentées par les droits de douane. En glissement annuel, l'inflation totale pourrait culminer vers 3,6% mi-2026 et s'établir en moyenne à 3,2% en 2026 et 2,3% en 2027 (après 2,7% en 2025). Pour résister à cette nouvelle offensive inflationniste (encore mesurée au regard du choc *post-covid*), l'économie pourra compter sur les effets favorables de la politique budgétaire, sa moindre sensibilité aux taux d'intérêt, un refroidissement contenu du marché du travail, la bonne santé financière des ménages et, enfin, un investissement non résidentiel solide en raison des dépenses dans l'IA. En dépit de poches de vulnérabilités concentrées sur le segment des ménages à faible revenu et des petites entreprises, peu susceptibles de faire chanceler l'ensemble de l'économie, la croissance s'établirait à 2,2% en 2026, contre 2,5% prévus précédemment.

La **zone euro** était, lors du déclenchement de la guerre en Ukraine, exposée à un réel risque de pénurie qui, à

ce stade, est encore confiné dans des scénarios adverses où sévissent les contraintes physiques sur les capacités de production. Mais, le choc d'offre d'énergie et son corollaire inflationniste, accompagnés d'un durcissement des conditions financières et d'une incertitude croissante, viennent percuter notre scénario pré-guerre de résistance de la demande domestique : accélération de l'investissement et bonne tenue de la consommation, grâce aux gains de pouvoir d'achat inscrits dans notre scénario de désinflation, sont désormais mises à mal. L'inflation sur douze mois pourrait, en effet, approcher de 3,7% en mai 2026 et voir sa moyenne annuelle avoisiner 3,1% en 2026 et 2,1% 2027, soit le rythme de 2025. Plus inertielle, l'inflation sous-jacente connaîtrait un pic en mai 2026 à 2,5%, mais excéderait la cible de 2% sur tout l'horizon de la prévision pour s'établir, en moyenne annuelle, à 2,3% en 2026 et en 2027.

Sur la base d'un scénario « raisonnablement conservateur », la croissance devrait s'effriter sans s'effondrer.

Notre scénario exclut actuellement une récession au profit d'un ralentissement substantiel de la croissance qui, après 1,5% en 2025, n'atteindrait que 0,8% en 2026, contre 1,2% précédemment prévu. Pénalisée par le choc d'inflation et le durcissement monétaire prévu, la croissance bénéficierait toutefois de la situation économique et financière solide des acteurs privés, de l'orientation globalement neutre et localement (notamment en Allemagne) expansionniste de la politique budgétaire. À la relance allemande (dépenses en infrastructures et en défense non remises en cause) s'ajoutent en effet, en 2026, les dépenses d'investissement liées aux fonds NGEU et l'accélération généralisée des dépenses en défense.

Dans « **l'univers émergent** », le choc provoqué par le conflit au Moyen-Orient révèle et amplifie les fragilités : un monde composite fait de vulnérabilités prégnantes mais d'intensité variable. Statut d'importateur ou d'exportateur net d'hydrocarbures, dépendance externe (à l'énergie, au commerce, au tourisme, aux financements y compris envois de fonds des travailleurs émigrés – *remittances*), dynamique inflationniste (dont sensibilité aux prix volatils tels ceux de l'énergie et de l'alimentation), robustesse financière (dont marges de manœuvre budgétaires et monétaires) et, enfin, faiblesses politiques : autant d'éléments (la liste n'est pas exhaustive) qui conditionnent la capacité à absorber un choc externe sans déclencher de déséquilibres macro-financiers ingérables. Ainsi, même en Asie, à laquelle pourtant 90% du pétrole transitant par Ormuz est destiné, les histoires nationales promettent d'être singulières. Quant à la **Chine**, elle dispose des moyens de se protéger des vents

contraires tant que ses exportations, moteur de croissance essentiel en ce début d'année, ne se grippent pas sous l'effet des perturbations des échanges mondiaux liées au conflit iranien. En dépit du ralentissement prévu des exportations nettes, la croissance devrait réussir à se hisser vers 4,7% en 2026 après 5% en 2025.

En termes de **politique monétaire**, afin de minimiser le risque de spirale inflationniste et de désancrage des anticipations d'inflation, les banques centrales pourraient entreprendre des actions préemptives quitte à mordre sur la croissance. Aux États-Unis, un scénario de pause monétaire remplace l'assouplissement espéré par les marchés. Dans la zone euro, un resserrement précoce et bref se substitue à la stabilité auparavant anticipée des taux directeurs. Aux États-Unis, la révision à la hausse des prévisions d'inflation vient, en effet, conforter (opportunément) notre posture agressive du début d'année. La **Fed** devrait marquer ainsi une pause en 2026 (borne supérieure inchangée du taux des *Fed funds* à 3,75%) ; en 2027, à la faveur du ralentissement plus marqué de l'inflation, elle procéderait à une baisse portant le taux cible à 3,50%. Le scénario de resserrement monétaire de la **BCE** est dessiné en supposant que, quitte à relever les taux à brève échéance pour garantir l'ancrage des anticipations d'inflation, autant agir immédiatement et concentrer les hausses sur une courte période. Notre scénario retient donc des hausses de 25 points de base (pb) chacune, dont une première dès avril, suivie d'au moins deux hausses, en juin puis en juillet. La BCE terminerait l'année avec un taux de dépôt à 2,75%,

entouré d'un risque haussier, avant d'entreprendre un assouplissement timide (taux de dépôt à 2,50% fin 2027).

La nouvelle trajectoire des taux directeurs s'accompagne, globalement, d'un scénario de hausses contenues des **taux d'intérêt** et d'aplatissement net, mais transitoire, de la courbe par la partie courte. Aux **États-Unis**, alors que les marchés recalibrent leur scénario monétaire, différant tout en diminuant les baisses de taux attendues de la part de la Fed, le taux à dix ans (*US Treasuries*) se situerait vers la fin de l'année à 4,55% pour un taux à deux ans vers 3,85%. Dans la **zone euro**, les taux allemands à deux et dix ans atteindraient, respectivement, en fin d'année, environ 3% et 3,25%. Les inquiétudes sur la croissance ou les déficits publics devraient susciter un élargissement des *spreads* souverains qu'aggraveront des facteurs spécifiques telles la sensibilité à l'énergie (Italie) ou les futures élections (France).

Enfin, en matière de **taux de change**, le conflit au Moyen-Orient s'est immédiatement traduit par une baisse des actifs risqués et une appréciation du dollar. Confrontées à des chocs différents sur les termes de l'échange et sur les prix, dotées de sensibilités variables au risque d'inflation, les banques centrales adopteront des réponses divergentes. La vigilance prévue de la BCE pourrait ainsi soutenir l'euro au-delà de ce qui était préalablement anticipé.

Catherine LEBOUGRE

Focus Géopolitique – Un point de bifurcation historique

Derrière le choc énergétique se dessine un changement profond de régime géopolitique dont quelques axes vont perdurer, quels que soient les scénarios.

Cette nouvelle guerre ne frappe pas un système international stable, il faut rappeler le contexte pour en comprendre les conséquences. Le choc intervient alors que la hiérarchie mondiale de puissance se fragmente ; que la capacité américaine à gérer simultanément plusieurs théâtres a diminué ; et que les alliances deviennent beaucoup plus transactionnelles. En clair, les États-Unis ne peuvent plus porter à la fois l'Europe, le Moyen-Orient et l'Asie, tout en reconstituant leur base industrielle et technologique. De plus, ils ont déjà perdu un important capital de *soft power*.

L'érosion de l'hégémonie américaine est visible dans les perceptions. En 2025, Pew relevait une baisse de l'image des États-Unis dans quinze des vingt-quatre pays étudiés, avec des chutes de plus de 20 points au Canada, en Pologne, en Suède et au Mexique, tandis qu'une majorité dans dix-neuf pays déclarait ne pas faire confiance à Donald Trump pour gérer les affaires mondiales.

C'est ce contexte qui rend la crise iranienne structurelle, quel que soit son dénouement militaire. Même si les prix de l'énergie se détendent, le système de relations internationales ne reviendra pas à son état antérieur. La vraie rupture n'est donc pas seulement énergétique, elle est politique. Le *Munich Security Report 2025* parlait déjà d'un monde « multipolarisé », et le rapport 2026 insiste sur une phase de destruction des cadres anciens plutôt que de réforme ordonnée. Le conflit au Moyen-Orient accélère ce processus chaotique de destruction des normes internationales.

Réalisme géopolitique et grammaire de la pénurie

Nous entrons dans un âge de pragmatisme dur et la séquence en cours accentue la tendance : les États arbitrent de plus en plus en fonction de leurs vulnérabilités matérielles, et de moins en moins à partir d'un récit universaliste fondé sur les droits et l'alignement idéologique. Ce glissement ne signifie pas la disparition des valeurs ; il signifie qu'en situation de risque, les États reviennent immédiatement aux impératifs de sécurité, d'accès aux ressources et de continuité stratégique. Le meilleur exemple de cette tendance est l'évolution que la crise énergétique est en train de provoquer vis-à-vis de la Russie. Les États-Unis autorisent ainsi provisoirement l'Inde à acheter le pétrole russe, dans une volte-face stratégique qui n'est pas anodine pour la suite.

La guerre au Moyen-Orient va donc renforcer les stratégies de moindre dépendance. Les États importateurs d'énergie, les puissances manufacturières asiatiques, les économies alimentaires fragiles et les

pays du Golfe eux-mêmes vont chercher à réduire les concentrations de risque. Cela pousse vers trois mouvements simultanés : la diversification des fournisseurs, des routes et des alliances. Certes, la crise peut produire de l'alignement à court terme, c'est logique en temps de guerre, et c'est très sensible dans l'évolution des postures de l'Arabie et des Émirats, en particulier. Mais elle va surtout produire, après la guerre, du multi-alignement défensif.

Le premier refus de plusieurs alliés de participer à une coalition pour rouvrir Ormuz est, à cet égard, un symptôme majeur : le fournisseur d'ordre maritime américain n'arrive plus automatiquement à fédérer une coalition autour du bien commun qu'est la liberté de navigation.

Ce qui se joue ? Une érosion du monopole narratif du pétrodollar.

Les difficultés américaines ont une portée bien au-delà du Golfe. Elles dégradent la crédibilité du parapluie américain non seulement au Moyen-Orient, mais aussi en Asie et beaucoup d'États cherchent d'ores et déjà à étoffer les dispositifs régionaux. Riyad a accueilli le 18 mars une réunion rassemblant l'Égypte, le Pakistan, la Turquie, le Qatar, les Émirats et d'autres acteurs pour discuter de sécurité régionale. Et le pacte de défense signé entre l'Arabie saoudite et le Pakistan le 17 septembre 2025 prend rétrospectivement une grande importance. En Asie, le Japon et les Philippines ont approfondi leur coopération en janvier 2026, quelques mois après l'entrée en vigueur de leur *Reciprocal Access Agreement*.

La Chine, elle, travaille le vide narratif ouvert par l'hégémon déclinant. Pékin appelle à l'arrêt des opérations militaires, insiste sur le coût économique global de la guerre et se présente comme une puissance de stabilité, de désescalade et de continuité commerciale. Même si cette posture est intéressée et sélective, elle lui permet de se vendre comme acteur « responsable » face à une Amérique perçue comme plus imprévisible. Dans un moment de perte de *soft power* américain, cet avantage narratif compte, évidemment.

La crise des « verrous » : quand la mondialisation par les chaînes de valeur devient une vulnérabilité

Le conflit doit aussi être lu comme un nouvel épisode d'une série de chocs d'offre, et non comme un accident isolé. Covid, Ukraine, attaques houthies, crise d'Ormuz : dans chaque cas, on retrouve la même logique de transmission systémique. Le problème n'est

pas seulement la guerre, c'est la structure d'une mondialisation très efficace quand elle est stabilisée par un parapluie hégémonique crédible, mais fragile parce qu'elle repose sur quelques détroits, quelques *hubs*, quelques plateformes et des dépendances critiques. Une économie mondiale qui est totalement dépendante du « *just in time* »... Ormuz est l'illustration de cette vulnérabilité, car les capacités de contournement existent, mais elles sont insuffisantes. Dit autrement : les alternatives logistiques réduisent le choc, elles ne l'absorbent pas. Ce régime de chocs successifs fragilise aussi, progressivement, les assureurs et réassureurs. Et, en réalité, c'est aussi la solvabilité assurantielle qui rend le passage impraticable. En revanche, le reroutage massif, qui redessine la carte portuaire mondiale, montre aussi que la crise des verrous crée des gagnants périphériques : à Port-Louis, les ventes de carburant ont doublé.

Quant aux décisions rapides de certains États qui bloquent des exportations pour privilégier le marché domestique, elles s'inscrivent dans les principes de cette économie de la pénurie qu'on avait déjà vu pointer pendant le Covid (par exemple, la Russie pour les engrais, ou la Chine pour le fuel). Cela accentue malheureusement les conséquences systémiques de la crise. À terme, cette peur de la pénurie peut aussi très vite créer de nouvelles relations de vassalisation entre les États les plus immédiatement en difficulté et ceux qui possèdent les ressources en tension. Trump exerce d'ailleurs immédiatement un chantage sur l'Europe, menaçant de monnayer l'accès au GNL en fonction des décisions commerciales de l'Union. En résumé, la crise d'Ormuz montre à quel point les interdépendances économiques dessinent une nouvelle grammaire de la puissance : capacité à bloquer le système pour certains acteurs, et capacité à instrumentaliser le risque de pénurie pour d'autres.

Ce que la crise révèle des États-Unis : surextension et aveuglement stratégique

Premier enseignement : le rapport américain au réel est dégradé. La surprise ne vient pas du fait que la crise ait eu lieu – le risque Ormuz est documenté depuis des années –, mais du niveau d'impréparation politique et industrielle face à une escalade pourtant classique dans sa logique. En fait, la capacité américaine à gérer plusieurs théâtres s'est drastiquement réduite, alors même que la demande d'intelligence stratégique augmente dans un monde fragmenté... Nous sommes très proches, ici, de l'« *imperial overstretch* », cette loi de l'histoire qui veut qu'un empire meurt surtout de sa taille : trop d'engagements, pas assez de marges et des arbitrages sécuritaires au détriment des alliances. Cette impréparation stratégique interpelle aussi sur l'écart qui se creuse entre une pensée stratégique américaine de plus en plus à court terme, marquée par le cycle électoral intérieur, face à des États autoritaires qui s'inscrivent au contraire dans une pensée stratégique très longue. Enfin, la surprise américaine face aux ripostes iraniennes témoigne d'une forme d'*hubris*

stratégique, et de sous-estimation récurrente de l'adversaire. Tout cela est d'autant plus inquiétant que ces faiblesses sont documentées (débat sur l'absence de buts de guerre) et perçues, en interne et en externe. Quant à la question de l'autonomie stratégique américaine vis-à-vis d'Israël, qui poursuit une reconfiguration du Moyen-Orient, elle est largement posée dans l'opinion publique internationale.

Deuxième enseignement : la guerre confirme la prime à l'attaque asymétrique. L'économie de la guerre est défavorable aux défenses sophistiquées. Le prix des drones Shahed et le temps de fabrication ne se comparent pas à ceux d'un missile Patriot PAC-3, et encore moins d'un intercepteur THAAD (*Terminal High Altitude Area Defense*). Les analyses convergent : une stratégie d'attrition visant à saturer les couches d'interception est rationnelle pour l'attaquant. L'Iran a donc logiquement cherché à déplacer le conflit vers l'épuisement des stocks et l'escalade horizontale (dans l'espace), plus que vers la précision absolue.

Troisième enseignement : les stocks et les capacités comptent plus que les démonstrations technologiques. Le *Center for Strategic and International Studies* (CSIS) estime le coût initial de l'opération américaine à plusieurs milliards en quelques jours, largement tiré par la consommation de munitions. Cette logique de stocks se retrouve dans la gestion de la crise énergétique. Le 11 mars, l'Agence internationale de l'énergie (IEA) a annoncé la plus grande libération coordonnée de réserves de son histoire. Certes, les États membres disposent encore de stocks d'urgence publics, et de stocks industriels obligatoires, mais cette mobilisation dit bien la logique d'attrition qui pèse sur des amortisseurs sollicités à répétition : 1991, 2005, 2011, deux fois en 2022, puis de nouveau en 2026.

Quatrième enseignement : la crédibilité de l'allié américain s'use quand il redéploie. Le transfert de batteries Patriot depuis Osan vers l'Arabie saoudite et les Émirats inquiète les alliés asiatiques ; de même que le déplacement d'éléments THAAD depuis la Corée du Sud, et les deux destroyers de Yokosuka en route vers la mer d'Arabie. Même si Washington affirme que les livraisons à Taïwan ne sont pas retardées, l'effet politique est là, ineffaçable. À Séoul, à Tokyo, à Taipei, chacun voit que les ressources américaines sont fongibles et que les arbitrages inter-théâtres sont réels.

Cinquième enseignement : tout peut désormais devenir actif stratégique. Les attaques perturbant des infrastructures énergétiques, des *hubs* logistiques, des systèmes de données et des installations critiques montrent que la guerre contemporaine ne se limite plus au militaire, au sens étroit. La *data*, l'énergie, l'eau, la pharma, le *cloud*, les câbles, les ports, les raffineries et les sites de transformation sont entrés dans le champ de la coercition. Les entreprises doivent intégrer toutes les conséquences de cette mutation profonde.

Le piège de l'idée de normalisation

Même s'il y a, à un moment donné, « normalisation » des prix, cela n'effacera pas la rupture géopolitique.

En particulier, parce que le conflit remet en cause la liberté de circulation maritime qui est au cœur même de la puissance américaine et un pilier profond de la mondialisation. Un Iran capable de faire payer un péage pour le contrôle d'un détroit écrit en réalité les règles d'une autre mondialisation. Le moment doit être compris dans toute sa profondeur géo-économique.

La référence au « pacte du Quincy » est également importante.

La rencontre du 14 février 1945 entre Roosevelt et Ibn Saoud à bord de l'USS *Quincy* est réelle. En revanche, le fameux pacte « sécurité contre pétrole » relève plus d'une matrice stratégique que d'un traité juridiquement constitué. Mais c'est précisément cela qui importe : pendant des décennies, la sécurisation américaine du Golfe et la circulation libre des hydrocarbures ont servi de colonne vertébrale à l'ordre mondial. Si ce cadre se fissure, c'est l'architecture profonde de la mondialisation qui change.

Le paiement d'hydrocarbures en yuan n'a donc pas besoin d'être majoritaire pour être stratégique.

Le dollar conserve sa centralité, mais dans un contexte de chaos géopolitique, chaque transaction de contournement, chaque contrat hors dollar, chaque diversification de réserve acquièrent une valeur symbolique et politique supérieure à son poids actuel.

Ce qui se joue ici n'est pas un remplacement immédiat du dollar, mais une érosion du monopole narratif du pétrodollar, qui liait la production énergétique des États du Golfe à la puissance financière des États-Unis.

Et les autres ? La Russie sort renforcée de cette séquence. Elle bénéficie de prix énergétiques plus élevés, d'une diversion stratégique américaine loin du front européen, d'une pression accrue sur les capacités industrielles occidentales et d'un déplacement du centre d'attention diplomatique. Plus la crise du Golfe dure, plus Moscou récupère de marge économique, militaire et politique.

L'Europe est, quant à elle, poussée vers davantage de réalisme géopolitique.

La hausse des coûts énergétiques, la vulnérabilité logistique, le doute sur la disponibilité américaine et le besoin de sécuriser approvisionnements, infrastructures et industries critiques convergent : moins d'idéalisme commercial, plus de stratégie, plus d'autonomie capacitaire, plus d'attention aux dépendances concrètes. Mais la crise iranienne ne crée pas cette évolution, elle l'accélère brutalement.

Derrière cette guerre, une autre mondialisation est donc en train de se dessiner.

Moins fluide, plus coûteuse, plus militarisée, plus redondante dans ses solutions logistiques, plus régionale, dans laquelle les mers en feu redonnent de la valeur aux corridors terrestres, aux routes de contournement, aux ports périphériques, aux stocks et aux alliances souples. Pour les entreprises comme pour les investisseurs, le sujet n'est donc plus le retour à la normale, mais l'adaptation à une normalité géopolitique dégradée.

Tania SOLLOGOUB



PAYS DÉVELOPPÉS

Une certitude, une seule

États-Unis – L’horizon s’assombrit, mais l’économie est moins vulnérable à un choc pétrolier

Zone euro – Les forces domestiques éloignent le risque récessif

Royaume-Uni – Un nouveau choc « stagflationniste »

Japon – Le plan de l’administration Takaichi pour sortir de la stagnation économique structurelle

Une certitude, une seule

Que savons-nous ? Que l'envolée des prix du pétrole consécutive à la guerre dans le golfe Persique se traduit par un sursaut, immédiat et substantiel, de l'inflation totale préjudiciable à la croissance. Chiffrer le préjudice est particulièrement délicat : au-delà des particularités nationales (dépendance à l'égard du pétrole, du gaz, robustesse ou vulnérabilité des économies pré-guerre, etc.), les dégâts seront conditionnés par la durée du conflit et de la fermeture du détroit d'Ormuz. Sur la base d'un scénario « raisonnablement conservateur », la croissance devrait s'effriter sans s'effondrer.

ÉTATS-UNIS : L'HORIZON S'ASSOMBRI, MAIS L'ÉCONOMIE EST MOINS VULNÉRABLE À UN CHOC PÉTROLIER

Malgré la volatilité liée au *shutdown* au quatrième trimestre 2025, la croissance américaine a globalement bien encaissé les volte-face politiques de l'administration Trump. C'est désormais à un choc pétrolier qu'elle doit faire face, après le début du conflit en Iran. Compte tenu de notre scénario central sur les prix du pétrole, nous avons abaissé nos prévisions pour 2026 et 2027 à 2,2% et 1,9% en moyenne annuelle, respectivement, contre 2,5% et 2,0% précédemment. À très brève échéance, le rythme trimestriel devrait rester perturbé : contre-coup du ralentissement lié au *shutdown* du quatrième trimestre 2025, le premier trimestre 2026 s'inscrirait dans le haut de la fourchette autour des 2%.

Même volatiles à très court terme et revues à la baisse, les performances en termes croissance devraient rester correctes. Les révisions des prévisions sont relativement modestes : la raison ? Au regard des décennies précédentes, l'économie américaine semble moins vulnérable à un choc pétrolier, contrairement à de nombreux pays. Deux facteurs expliquent en partie cette robustesse :

✓ **Tout d'abord, la consommation américaine est devenue beaucoup plus sobre en énergie au fil du temps.** Par exemple, si l'on convertit les dépenses d'essence et d'autres biens énergétiques en pourcentage du total des dépenses nominales, la tendance est nettement baissière, à quelques sursauts près. En effet, la part de ces dépenses

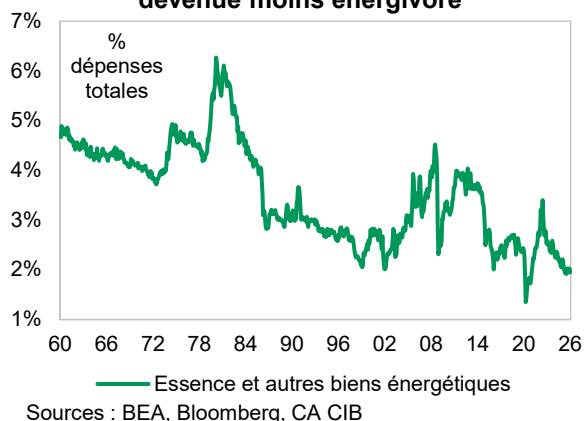
oscille entre 4 et 5% durant la majeure partie des années 1970, puis grimpe jusqu'à 6% en 1980. Mais, plus récemment, elle retombe dans la fourchette des 2% voire, au cours des derniers mois, légèrement en dessous. La part des dépenses directement affectée par une hausse des prix du pétrole est désormais plus faible : même si les consommateurs ne sont pas totalement à l'abri, ils devraient globalement être moins vulnérables.

✓ **Deuxièmement, les États-Unis sont désormais un exportateur net d'énergie**, en rupture totale avec la période précédant la crise financière mondiale. Face à un secteur de l'énergie qui gagne en importance, la hausse des prix du pétrole stimule désormais l'investissement dans les infrastructures, ce qui compense, du moins en partie, les effets négatifs dans d'autres secteurs. La Fed de Kansas City a, par exemple, publié des études qui montrent même une corrélation positive entre les prix du pétrole et la croissance des investissements fixes non résidentiels.

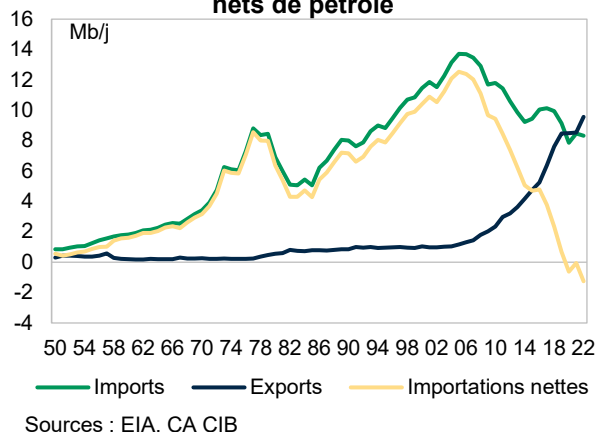
La politique budgétaire devrait commencer à produire ses effets en 2026

Outre la moindre vulnérabilité à un choc pétrolier, le contexte est plus favorable sur le front de la politique économique, dans le droit fil de nos prévisions de l'année dernière concernant le séquençage des décisions économiques de

USA : la consommation est devenue moins énergivore



USA : désormais exportateurs nets de pétrole



l'administration de D. Trump. Début 2025, celle-ci était focalisée sur les droits de douane et les restrictions en matière d'immigration. En 2026, alors que l'incertitude, notamment sur le front commercial, commence à s'estomper (elle ne disparaîtra jamais totalement sous l'administration actuelle), la politique budgétaire devrait commencer à produire ses effets.

Outre le paysage politique, à l'aune du conflit, **les fondamentaux économiques continuent de témoigner de leur bonne santé** : celle-ci a permis d'amortir les chocs politiques qui ont frappé l'économie au cours de l'année précédente et qui pourraient encore frapper. Dans l'ensemble, l'économie est devenue beaucoup moins sensible aux taux d'intérêt qu'elle ne l'était au cours des dernières décennies, car de larges pans de l'économie ont été en mesure de se « sécuriser » avec de faibles taux fixes, ce qui offre une certaine protection contre un lent dénouement (à ce stade) du cycle de hausses agressives de la Fed.


La santé financière des ménages demeure, en outre, très satisfaisante, avec une valeur nette globale en hausse de plus de 68 000 milliards de dollars par rapport à la période pré-Covid. Il s'agit certes de chiffres agrégés et tout le monde n'est évidemment pas « logé à la même enseigne ». Les poches de faiblesse semblent toutefois se concentrer dans le segment des ménages à faible revenu et des petites entreprises, sans toucher l'ensemble de l'économie. Ainsi, selon notre scénario de base, ces dynamiques en forme de K restent contenues, sans être sévères au point d'affecter l'économie dans son ensemble.

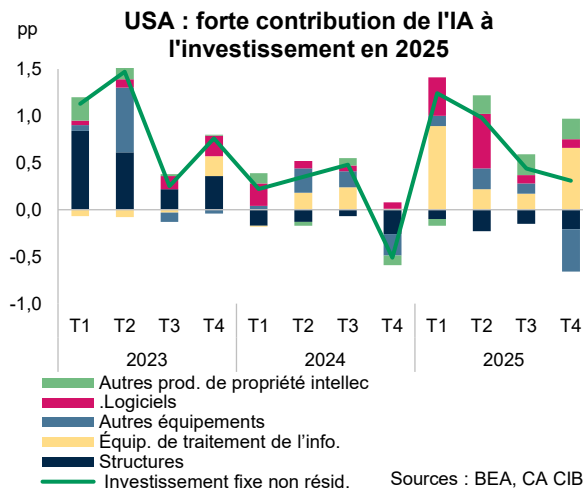
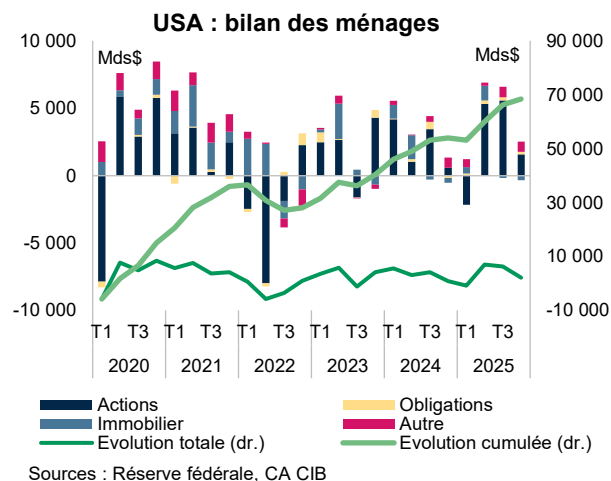
Comme nous l'avons déjà noté, **l'essor de l'IA joue également un rôle-clé**, les investissements dans les équipements de traitement de l'information et dans les logiciels contribuant en moyenne à la croissance d'environ 0,8 point de pourcentage de 2025. **Le rythme effréné observé au cours du premier semestre 2025 ne sera pas maintenu, mais les investissements dans l'IA ne s'évaporeront pas**, laissant augurer d'une nouvelle année solide pour les investissements non résidentiels.

Force est d'admettre que le marché de l'emploi est plus que mitigé, avec des signes manifestes de ralentissement. Première illustration de ce dernier, les créations d'emplois calent, avec des chiffres négatifs cinq mois sur neuf et une moyenne mobile sur douze mois de seulement 13 000 : les créations ont donc vraiment marqué le pas au cours de l'année écoulée.

Il y a néanmoins lieu d'interpréter ce refroidissement à la lumière des brusques revirements de la politique migratoire, sachant qu'avec une immigration nette sans doute nulle (voire négative), le rythme des créations d'emplois pour maintenir l'équilibre a fortement ralenti. Après avoir franchi la barre des 200 000 durant les derniers mois de la présidence de Biden, il pourrait se situer autour des 30 000 à ce stade (et le président de la Fed, Jerome Powell, a même souligné la possibilité d'un rythme d'équilibre proche de zéro). D'où, probablement, la très faible progression du taux de chômage, assez stable autour de 4,4% ces derniers mois.

Le marché du travail nous semble donc, actuellement, se maintenir proche de l'équilibre dans un contexte de faiblesse des embauches et des licenciements. Cette situation devrait largement persister : le taux de chômage terminerait l'année autour des niveaux actuels, avant de finalement reculer très progressivement. Force est cependant d'admettre que le ralentissement des embauches signale des risques baissiers avec un marché du travail plus vulnérable aux chocs potentiels.

 Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	2,1%	2,2%
Inflation	2,7%	3,2%



La flambée des prix du pétrole s'ajoute aux pressions inflationnistes, déjà alimentées par les droits de douane. L'inflation sous-jacente devrait rester beaucoup plus contenue que l'inflation globale. Nous tablons actuellement sur une inflation totale excédant 3% en glissement annuel en mars, pour s'établir à près de 3,6% en milieu d'année, avant de retomber dans le bas de la fourchette de 2% au second semestre 2027. Quant à l'inflation sous-jacente, elle

avoisinerait 2,9% d'ici la fin de l'année, légèrement alimentée par des effets de second tour. Elle devrait toutefois refluer vers 2,5% à la mi-2027 avant de terminer l'année à environ 2,4%. La situation reste toutefois extrêmement « fluide » et les prévisions sont susceptibles d'évoluer rapidement, notamment en ce qui concerne l'inflation globale.

Nicholas VAN NESS

ZONE EURO : LES FORCES DOMESTIQUES ÉLOIGNENT LE RISQUE RÉCESSIF

Ce scénario est élaboré sur un fond d'incertitude militaire, politique et économique telle qu'elle rend l'exercice de prévision de l'ampleur des chocs et de leur impact macro-économique particulièrement hasardeux. Mais une certitude existe. C'est celle du resserrement de la contrainte extérieure pour la zone euro, subissant des prix plus volatiles sur les marchés mondiaux de l'énergie. Si, contrairement à 2022, le risque se pose moins en termes de pénuries, sa vulnérabilité aux prix mondiaux a augmenté et la zone ne s'inscrit plus sur le chemin désinflationniste tranquille d'avant la guerre au Moyen-Orient. Même si le scénario suppose une « normalisation » lente et imparfaite de la circulation par le détroit d'Ormuz, la récession et la persistance de l'inflation sont reléguées dans des scénarios adverses. Le choc d'offre d'énergie et son corollaire inflationniste sont néanmoins amplifiés par la combinaison de possibles contraintes sur des capacités d'offre, d'un durcissement des conditions financières et d'une incertitude croissante : une combinaison défavorable à notre scénario pré-guerre d'accélération de l'investissement. La situation économique et financière solide des acteurs privés couplée à une orientation globalement neutre et localement (notamment en Allemagne) expansionniste de la politique budgétaire devrait toutefois assurer une croissance de 0,8% en 2026 et de 1,1% en 2027.

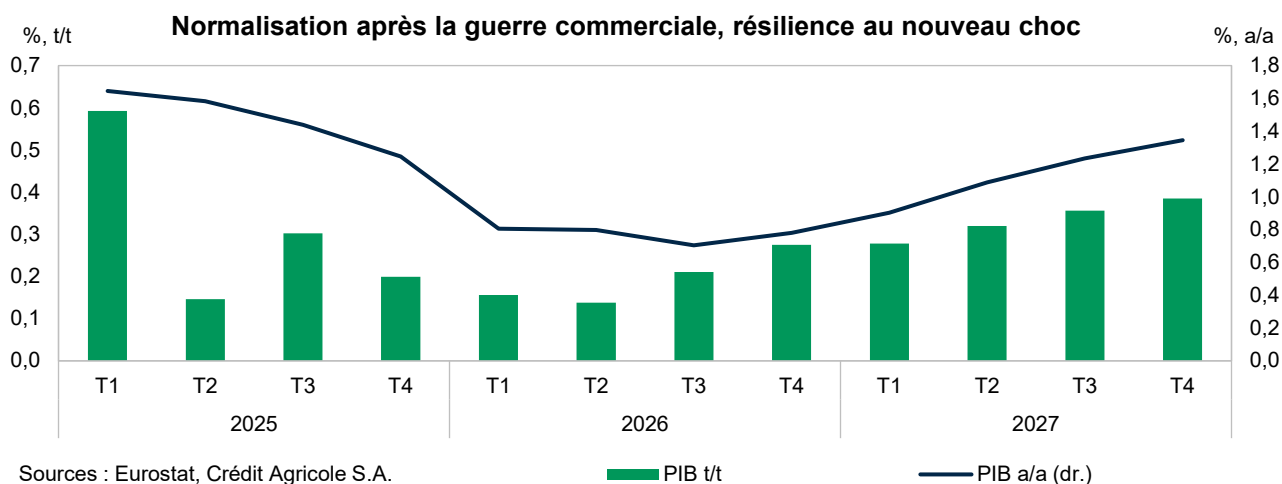
Évaluer les points de force

La transmission du choc d'offre dépend, d'une part, du point de départ et, d'autre part, des

facteurs qui animent la croissance de la zone euro en ce début de 2026. Alors que l'année 2025 avait débuté dans un climat de forte incertitude, sous la menace d'une distorsion brutale des flux d'exportation et d'importation liée à la politique douanière américaine, les ajustements ont été moins brutaux qu'initialement anticipé et la croissance a retrouvé une composition plus conforme aux forces domestiques. Après avoir enregistré un taux de croissance trimestriel de 0,6% au premier trimestre, porté par les fortes exportations en anticipation de la hausse des droits de douane, la croissance s'est modérée sans pourtant être nulle au deuxième trimestre (0,1%), avant de retrouver son dynamisme à l'été à des rythmes de 0,3% et 0,2% respectivement aux troisième et quatrième trimestres. En fin d'année, le rythme annuel de croissance (1,3% par rapport à la fin 2024) était de peu supérieur au potentiel et, en tout cas, supérieur au rythme tendanciel de la décennie passée. **Cette performance laisse le PIB de fin 2025 à un niveau supérieur de 6,8% à celui d'avant le Covid.**

La croissance annuelle moyenne de 1,5% en 2025 s'est inscrite en accélération par rapport à 2024 (0,9 point) portée par un net renforcement de la contribution de la demande intérieure (1,8 point) et par une contribution positive des variations des stocks (0,2 point), qui ont amplement compensé l'impact négatif de la demande extérieure nette, qui a enlevé 0,6 point à la croissance.

Résilience de la demande domestique



La résilience de la croissance face au choc du commerce international du premier semestre 2025 s'explique par des dynamiques domestiques très porteuses, avec une croissance de la consommation des ménages installée sur un rythme annuel de 1,4% en fin d'année et une consommation publique toujours dynamique (1,5% en glissement annuel au quatrième trimestre). La consommation des ménages peut se « reposer » sur une progression encore soutenue de la masse salariale (3,9% sur un an), qui malgré son ralentissement demeure supérieure à l'inflation (2,3% pour le déflateur de la consommation privée). Cette progression est permise par des créations d'emploi encore positives (+0,7% sur un an au T4 2025), bien qu'à un rythme inférieur à celui de la croissance de l'activité (1,3%). Le salaire par tête ralentit aussi (3,3% sur un an). Mais, après quatre années de perte de son pouvoir d'achat, il dépasse enfin, en 2025, son niveau de 2019. Depuis la crise du Covid, le salaire réel n'aura finalement progressé que de 1,4%. **La poursuite des gains de pouvoir d'achat était inscrite dans notre scénario de désinflation d'avant la guerre au Moyen-Orient : cette source de croissance pourrait être compromise si le choc inflationniste se révélait plus fort qu'actuellement anticipé dans notre nouveau scénario.**

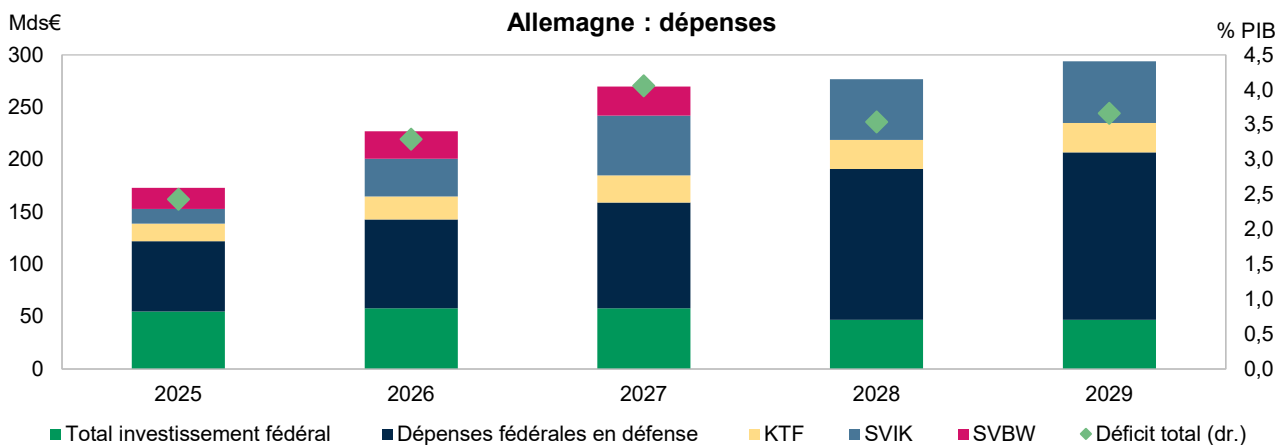
La dynamique désinflationniste des salaires n'est pas remise en question, mais elle se poursuivrait à un rythme ralenti.

L'investissement s'est également inscrit sur une dynamique en renforcement au rythme de 3,2% sur un an au quatrième trimestre, porté par le redressement de l'investissement en logement depuis l'été, après deux ans de repli. L'investissement en équipements (machines, transport et TIC) progresse aussi à un rythme soutenu (à 2,8% sur un an), grâce au redressement de l'investissement en matériels de transport. La contribution de l'investissement en propriété intellectuelle est toujours vigoureuse, bien qu'en modération après sa forte hausse début 2025, liée aux mouvements en anticipation de la remontée des droits de douane dans les secteurs chimiques et pharmaceutiques.

Ce renforcement de l'investissement n'est cependant plus porté par une dynamique de la profitabilité aussi favorable que par le passé récent. Le taux de marge est en baisse depuis son pic de la fin 2022 et retrouve ainsi son niveau moyen de la décennie passée (moyenne 2013-2019). Les profits unitaires ne contribuent donc plus à la croissance des prix (en l'occurrence du déflateur de la valeur ajoutée), qui provient uniquement des coûts salariaux unitaires. La croissance de ces derniers est modérée par la productivité en redressement depuis la mi-2024, mais qui s'est essouffée à la fin 2025. La progression du salaire par tête, encore soutenue, trouve néanmoins son moteur dans un nombre de plus en plus limité de secteurs : le secteur public en Allemagne et en Espagne et les services immobiliers en Allemagne et en Italie. Principal moteur de la croissance des salaires depuis le Covid, les services marchands, n'affichent plus qu'une progression de 2,9% sur un an fin 2025.

Le point de départ, un cycle en renforcement

Avec un acquis de 0,3% au quatrième trimestre, l'impulsion de croissance laissée à 2026 est modeste mais positive. Les indicateurs pointent vers un début d'année plutôt solide avec un redressement de l'activité manufacturière et de la confiance. Les données d'enquêtes les plus récentes (mars), réalisées après le début de la guerre au Moyen-Orient, font état d'une dégradation de l'activité et de la confiance dans les services. C'est en particulier l'activité de ces derniers, dont le ralentissement est signalé depuis octobre 2025, qui s'apprête à souffrir : l'indice PMI indique une stagnation de l'activité et une contraction, à la fois, des nouvelles affaires et des exportations. En revanche, l'indice PMI manufacturier se redresse depuis le début de l'année et signale une expansion de la production sur le premier trimestre, tirée par le fort redressement de l'activité en Allemagne. Les commandes domestiques dans l'industrie sont en hausse, alors que celles en provenance de l'étranger se contractent de moins en moins. Le ratio des commandes par rapport aux stocks est au plus haut depuis 2022, grâce également à la baisse continue des stocks. Les chaînes d'approvisionnement sont cependant déjà lourdement



Sources : Ministère des Finances, Crédit Agricole S.A./ECO

affectées par la guerre au Moyen-Orient avec des retards de livraison d'intrants signalés en mars à leur plus haut niveau depuis le milieu de l'année 2022.

Les enquêtes de mars signalent que le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient a très rapidement entraîné une forte accentuation de l'inflation des coûts, au plus haut depuis plus de trois ans. L'inflation des prix facturés a été nettement moins marquée, et même en baisse dans les services, signalant globalement une compression des marges.

Pas de récession, mais un environnement plus stagflationniste

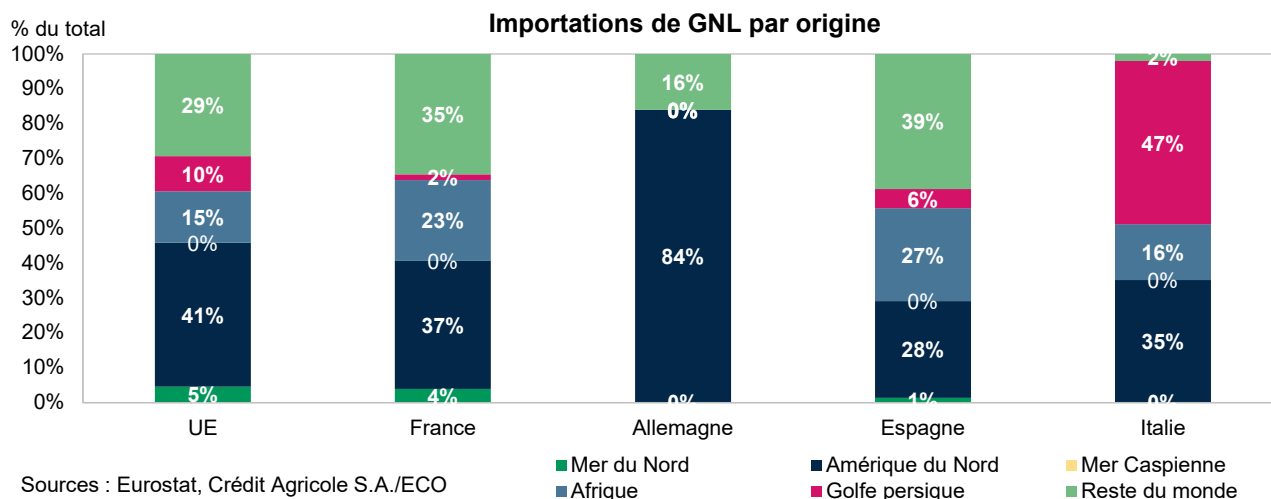
Notre scénario géopolitique prévoit un maintien au pouvoir du régime iranien, mais aussi son épuisement progressif. Un tel scénario se traduit par des hypothèses de blocage complet du détroit d'Ormuz limité au mois de mars puis suivi d'une ouverture progressive mais incomplète du passage, avec un plafond durable à 80% à l'horizon de notre prévision. À ce trafic interrompu puis imparfaitement restauré, s'ajoutent les destructions des infrastructures pétrolières et gazières maintenant élevés les prix du pétrole et du gaz. Après avoir atteint les 130 dollars par baril en mars, le prix du pétrole reste soutenu au deuxième trimestre 2026 et amorce, à 100 dollars par baril, une décrue au troisième trimestre, pour se maintenir ensuite à 85 dollars par baril jusqu'à la fin 2027. Le profil d'évolution prévu pour le prix du gaz européen est similaire avec un pic en mars à 97 dollars par MWh, un deuxième trimestre 2026 à 68 dollars par MWh et une décrue qui maintient le prix à 51 dollars par MWh jusqu'à l'horizon du scénario.

Bien que les pays de la zone euro soient peu dépendants des énergies fossiles en provenance du Golfe arabo-persique, ils sont plus vulnérables à la volatilité des prix internationaux qu'en 2022. L'impact attendu sur l'indice harmonisé des prix à la consommation est immédiat.

Sur la base du scénario de prix précédemment évoqué, l'accélération prévue de la composante énergie de

l'indice interrompt la baisse en cours depuis un an. La hausse culmine en mai, puis entame une décrue soudaine en mars 2027, avec une contribution ensuite négative à l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Cela se traduit par un point haut de l'inflation à 3,7% en mai 2026, puis un rythme supérieur à 3% jusqu'en février 2027 mais inférieur à 2% dès avril 2027, grâce aux effets de base de l'énergie. La dynamique de l'indice d'inflation sous-jacente est plus inertielle. Dans ce scénario, elle connaît un pic en mai 2026 à 2,5% et demeure supérieure à la cible à l'horizon de prévision. Des effets de second tour sur les prix des biens industriels non énergétiques (dont la croissance n'était que de 0,4% début 2026) installent leur inflation à 0,9% en moyenne annuelle en 2027. Dans les services, la désinflation se prolonge, mais ralentit (les prix des services croissent de 3% sur un an fin 2027).

Cet effet de l'énergie sur les prix est renforcé par les pénuries d'un ensemble d'intrants pour l'industrie et pour l'agriculture (hélium, aluminium, engrais) et par la remontée des coûts de transport des marchandises et des matières premières. La hausse des coûts des intrants ne serait que partiellement répercutée sur les prix finaux par les entreprises, qui font face à une demande peu dynamique. C'est donc une compression des marges que nous anticipons, qui laisse peu de place pour une réponse positive à des éventuelles revendications salariales compensatrices de l'inflation. La dynamique désinflationniste des salaires n'est donc pas remise en question, mais elle se poursuivrait à un rythme ralenti, mais toujours inférieur à 3% en 2027. Cette nouvelle compression des marges freinerait les décisions d'investissement, handicapées par ailleurs par l'incertitude plus élevée, par des conditions financières plus restrictives et par une demande adressée aux entreprises moins soutenue. L'impact négatif de la hausse des prix sur la consommation et l'investissement des ménages serait d'ampleur comparable à celui observé sur les entreprises. Il se manifesterait principalement par la remontée des prix de l'électricité et des combustibles, d'une part, et des taux d'intérêt, d'autre part.



Notre scénario prévoit une réponse rapide et agressive de la BCE avec trois hausses de 25 points de base (pb) du taux directeur d'ici juillet et le maintien d'un taux de dépôt à 2,75% jusqu'en septembre 2027, avant une première baisse. Cette politique monétaire restrictive amplifie l'impact négatif du choc d'offre sur la croissance de la zone euro. La réponse de politique budgétaire demeurerait limitée et non coordonnée, les États budgétairement contraints privilégieraient l'objectif budgétaire. En revanche, la relance allemande par la dépense en infrastructures et en défense ne serait pas remise en cause. Reposant largement sur des fonds affectés, elle atteindrait en 2026 les objectifs prévus par la planification de long terme, sans toutefois rattraper le retard cumulé en 2025, notamment sur la composante infrastructures des fonds spéciaux (KTF et SVIK). Cet effort supplémentaire produirait une impulsion budgétaire de 0,9 point en 2026 en Allemagne, soutenant ainsi l'accélération de la croissance en dépit du choc d'offre lié à la guerre au Moyen Orient. À cet effort allemand s'ajoutent, en 2026, les dépenses d'investissement liées au fond NGEU et l'accélération généralisée des dépenses en défense.

En dépit de ce soutien public, le rythme de croissance de l'investissement serait affaibli (1,4%


ROYAUME-UNI : UN NOUVEAU CHOC « STAGFLATIONNISTE »

L'économie britannique, encore convalescente de la crise énergétique de 2022, affronte ce nouveau choc d'offre lié à la guerre au Moyen-Orient en situation précaire. L'activité n'a crû que très modestement au second semestre 2025 (0,1% par trimestre), tirée à la baisse par les exportations nettes et une demande domestique faible. Le contexte s'est détérioré avec une hausse du chômage à 5,2%, une poussée inflationniste (pic à 3,8% au T3 2025) et un ralentissement du revenu disponible réel (stagnation sur un an au T3 2025). Le PIB par habitant a enregistré deux trimestres consécutifs de baisse de 0,1%.

En début d'année, l'horizon paraissait plus dégagé avec une amélioration de la confiance des entreprises et des signes de stabilisation du marché du travail. L'inflation devait baisser à 2% en avril pour la première fois depuis septembre 2024. La BoE devait continuer d'assouplir sa politique monétaire. La guerre au Moyen-Orient a bouleversé ces perspectives fragiles.

La hausse des prix du gaz et du pétrole devrait pousser l'inflation vers le haut dès le mois de mars, avec des effets encore plus significatifs à partir du troisième trimestre. Les prix des carburants ont déjà augmenté (+9,5% pour l'essence, +18% pour le diesel en un mois). Mais les mesures gouvernementales annoncées dans le budget de l'automne (baisse des tarifs d'électricité des ménages, gel des taxes sur carburants jusqu'en septembre 2026, gel des tarifs

et 1,5% en 2026 et 2027, après 3,1% en 2025). Nous prévoyons aussi un ralentissement de la consommation des ménages à 1,6% en 2026 et 1,3% en 2027. La contribution de la demande extérieure nette serait encore négative à l'horizon de prévision, avec des flux commerciaux perturbés par les politiques commerciales américaines et les entraves à la circulation dans le golfe persique. Par rapport à nos prévisions de décembre 2025, notre nouveau scénario introduit donc une baisse de la croissance de 0,4 point cette année et de 0,2 point l'année prochaine, dont 0,1 point imputable à la remontée des taux d'intérêt. **Après 1,5% en 2025, la croissance du PIB n'atteindrait que 0,8% en 2026 et 1,1% en 2027.**

 Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	1,5%	0,8%
Inflation	2,1%	3,1%

Paola MONPERRUS-VERONI

ferroviaires) atténueront la hausse de l'inflation à court terme. Les prix du gaz et de l'électricité baisseront de 7% en avril, avant une hausse en juillet (+15% dans nos prévisions). Des pressions haussières affectent aussi les prix alimentaires et les biens industriels. Des effets de second tour *via* les salaires sont également probables, mais contrairement au choc énergétique de 2022, ils devraient rester contenus : la demande est faible, le marché du travail n'est plus en surchauffe avec des capacités non utilisées et un chômage en hausse. Ainsi, dans nos prévisions, l'inflation atteint son pic au quatrième trimestre, à 3,5%. L'inflation sous-jacente (3,2% en février) est modérée jusqu'en juillet, avant de remonter à 3% en fin d'année. En 2027, l'inflation reviendra vers des rythmes proches de la cible en fin d'année.

Des effets de second tour via les salaires sont probables, mais contrairement au choc énergétique de 2022, ils devraient rester contenus.

Une inflation plus élevée pèsera sur le revenu disponible réel et la consommation des ménages. La croissance du revenu réel disponible devrait rester proche de zéro cette année. Le chômage devrait continuer de progresser (5,6% en fin d'année), pesant sur la confiance du consommateur. La consommation des ménages ralentirait, mais résisterait (à 0,6% en moyenne annuelle cette année, après 1,0% en 2025), soutenue par un taux d'épargne élevé, une croissance


salariale encore forte (3,6% prévus), une hausse du salaire minimal de 4,1% en avril 2026 et des mesures gouvernementales d'aide au pouvoir d'achat.

Les perspectives d'investissement se sont également dégradées. Les coûts de production vont augmenter, les marges vont s'éroder et la confiance des entreprises se détériorera, pénalisée par l'incertitude sur les perspectives de demande. Nous avons réduit nos prévisions de croissance de l'investissement total à 0,2% cette année et à 1,4% l'année prochaine, après 3,4% en 2025. L'investissement public devrait néanmoins continuer de croître solidement.

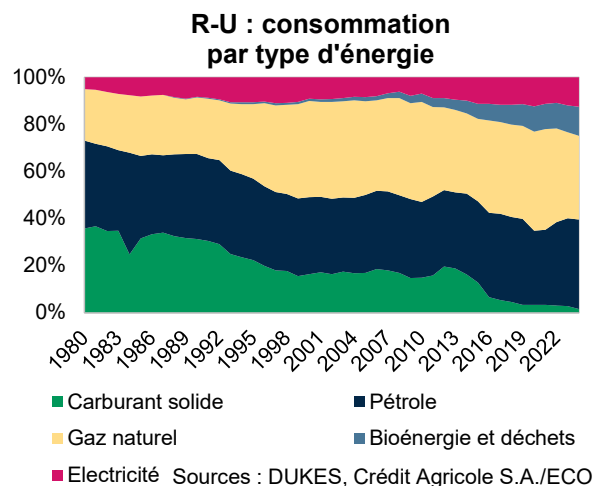
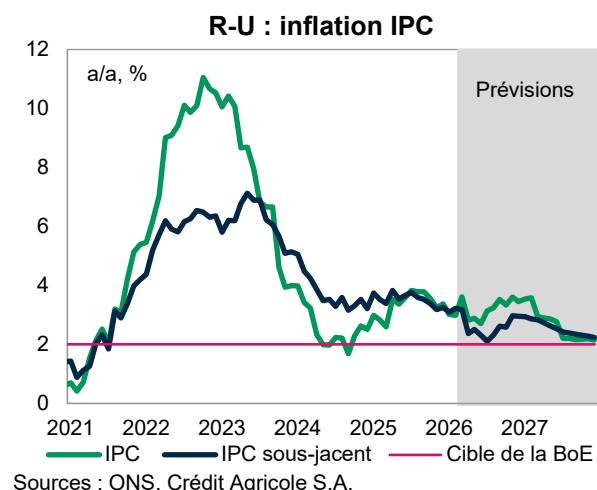
Les risques demeurent orientés à la baisse, en raison de l'incertitude autour des perspectives de la demande mondiale et des risques politiques intérieurs. Les risques de tensions sur les rendements obligataires des *gilts* persistent. L'impopularité du gouvernement *Labour* pourrait pousser à plus de relâchement budgétaire à court terme, notamment face

à la crise du coût de la vie et en amont des élections municipales de mai.

Il existe un risque d'erreurs budgétaires interprétées comme un abandon de la discipline par les investisseurs. Enfin, la dégradation des perspectives réduira la marge de manœuvre gouvernementale pour l'automne et risque de rendre les investisseurs, une fois de plus, nerveux.

 Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	1,3%	0,8%
Inflation	3,4%	3,2%

Slavena NAZAROVA



JAPON : LE PLAN DE L'ADMINISTRATION TAKAICHI POUR SORTIR DE LA STAGNATION ÉCONOMIQUE STRUCTURELLE

Le gouvernement Takaichi soutient la croissance en adoptant une politique budgétaire agressive. En 2026, alors que l'économie mondiale ralentit et que les incertitudes liées aux politiques de l'administration Trump et aux tensions géopolitiques font peser des pressions baissières, les mesures économiques du gouvernement ont pour objectif de favoriser la reprise de la demande intérieure, permettant ainsi à la croissance de dépasser le taux de croissance potentiel de près de 0,5% et au mouvement vers la sortie de la déflation de se poursuivre.

À partir de 2027, la reprise cyclique globale de l'économie, la hausse de la demande intérieure, soutenue par la politique budgétaire agressive adoptée par le gouvernement Takaichi, et une relance du cycle des dépenses d'investissement devraient

permettre d'enclencher une vraie reprise. La hausse des salaires réels soutiendrait la reprise de la consommation. La croissance soutenue du PIB nominal encouragerait alors les entreprises à mettre fin à leur programme de réduction des coûts et à investir afin de rester dans la course à la concurrence. Les dépenses d'investissement pourraient enfin franchir le cap des 18% du PIB. La reprise économique passerait à la vitesse supérieure, parallèlement à la hausse des dépenses de consommation.

En réponse aux droits de douane de Trump, le gouvernement japonais envisagerait de creuser le déficit et de réduire les impôts.

La baisse de l'inflation annuelle (hors produits alimentaires frais et énergie) **autour de 1%**, amorcée

au second semestre 2025, **devrait se poursuivre en milieu d'année 2026**, en raison à la fois d'une pause dans la répercussion des hausses des prix à l'importation et d'un affaiblissement de l'équilibre entre l'offre et la demande, lui-même dû à une demande intérieure qui reste faible. Sur fond de rebond de la demande intérieure, les entreprises se remettraient à dépenser, investissements en capital et salaires inclus. La part positive de leur taux d'épargne reculerait, sachant que les excédents d'épargne sont à l'origine de la stagnation structurelle déflationniste. **Ainsi, à compter de 2027, l'inflation augmenterait à nouveau pour se rapprocher de 2%**, en réponse à la reprise de la consommation, soutenue par les hausses des salaires et de la croissance dans une économie en surchauffe.

En 2028, le taux d'épargne des entreprises basculerait en territoire négatif, éliminant les pressions déflationnistes structurelles, et le taux d'inflation serait fixé à 2% en raison de l'accélération des salaires et de la hausse des anticipations d'inflation, ce qui se traduirait par un maintien de l'objectif d'inflation. Tout cela repose sur l'hypothèse que le yen ne s'apprécie pas trop rapidement, en raison des hausses de taux prématurées de la BoJ.

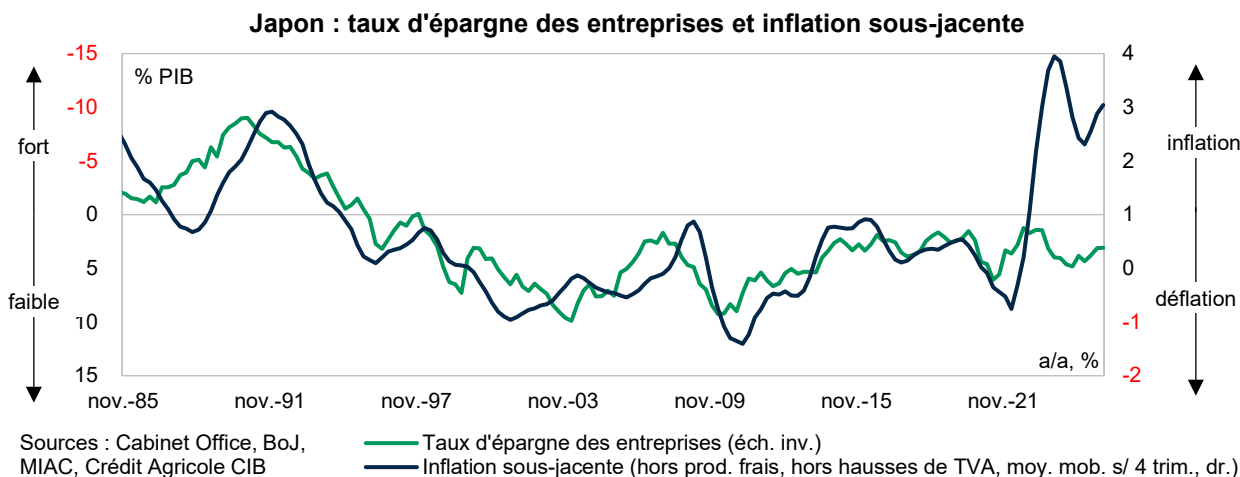
L'abandon des politiques libérales qui ont restreint l'intervention du gouvernement devrait se faire au profit d'une nouvelle approche qui viserait à

résoudre les problèmes socio-économiques qui freinent la croissance, en adoptant une politique budgétaire proactive et des partenariats public-privé pour investir dans la croissance. Le gouvernement Ishiba, marqué par des programmes d'austérité, a laissé la place à l'administration Takaichi, qui promeut la relance par le biais d'une politique budgétaire agressive.

L'objectif contestable d'atteindre un excédent du solde primaire, qui nécessite de financer les investissements dans la croissance par les recettes fiscales, perdrait tout sens dans la déclaration de politique qui sera publiée en juin et **serait remplacé par un objectif qui favorise une politique budgétaire proactive**. À la suite du vaste plan de relance économique mis en œuvre en 2025, d'autres mesures de relance devraient être mises en place après le vote du budget pour l'année 2026.

Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	1,2%	0,5%
Inflation	3,0%	1,9%

Takuji AIDA – Ken MATSUMOTO





PAYS ÉMERGENTS

Le choc Ormuz va creuser les disparités

Panorama – Le choc Ormuz va creuser les disparités

Chine – Se protéger des vents contraires

Brésil – Une guerre lointaine, des répercussions en cascade

Inde – La « taxe carbone » d’Ormuz

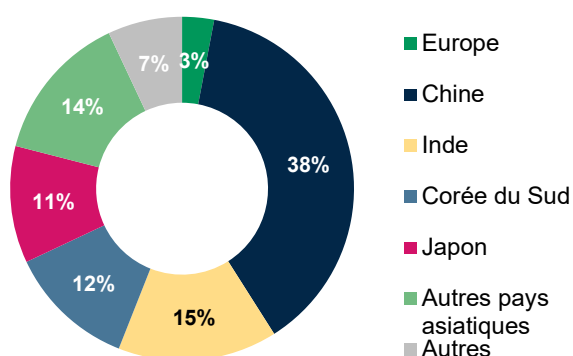
Le choc Ormuz va creuser les disparités

Le choc provoqué par le conflit au Moyen-Orient risque d'aller bien au-delà de la crise énergétique : il peut agir comme un révélateur des fragilités des économies émergentes, mettant à l'épreuve l'articulation entre dépendance externe, dynamique inflationniste, robustesse financière et faiblesses politiques.

Le choc économique lié à cette guerre ne va pas seulement redistribuer les perspectives conjoncturelles des pays. Il va recomposer les trajectoires à moyen terme, en fonction des combinaisons spécifiques en termes d'exposition énergétique, de sensibilité des prix domestiques et de capacité à absorber un choc externe sans déclencher de déséquilibres macro-financiers. Mais évidemment, tout cela dépend de la durée de la crise : plus elle dure, plus elle se diffuse dans l'économie mondiale, plus les trajectoires entre les différents pays émergents vont s'écarter.

Le point de départ mérite d'être rappelé dans sa dimension systémique pour comprendre la complexité des canaux de transmission aux pays émergents. On le sait, le détroit d'Ormuz concentre, entre autres, une part critique des flux énergétiques mondiaux, du gaz naturel liquéfié (GNL), des produits pétrochimiques et des intrants industriels. Mais ce qui donne à cette guerre sa dimension spécifique pour le monde émergent tient à la géographie commerciale : 90% du pétrole qui transite par Ormuz est destiné à l'Asie.

Le pétrole transitant par Ormuz a pour destination principale l'Asie



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

Les principaux canaux de transmission

À cette singularité, il faut ajouter trois grands canaux de transmission. Le premier, qui oppose importateurs et exportateurs nets d'énergie, garde sa pertinence. Par exemple, des exportateurs comme l'Angola, le Nigéria ou le Kazakhstan vont évidemment bénéficier des prix de l'énergie plus élevés. Et bien sûr, la Russie. En Asie, l'Indonésie et la Malaisie, producteurs de pétrole, sont moins touchés que le reste des pays de la zone, à condition néanmoins que la crise ne dure pas trop longtemps.

Plus généralement, dans les économies importatrices nettes d'hydrocarbures, la hausse des prix de l'énergie se traduit par une détérioration du compte courant, des pressions sur le taux de change, de l'inflation et/ou un recours aux subventions publiques. En Égypte, par exemple, l'arrêt des livraisons de gaz d'Israël au début du conflit (soit environ 10% de la consommation d'énergie) oblige à acheter le GNL trois fois plus cher que l'an dernier, ce qui, *in fine*, va retarder les ajustements budgétaires en cours. Dans d'autres pays, l'impact du choc énergétique sur le solde courant peut être compensé par l'amélioration d'autres postes. Comme des reports de flux touristiques de Dubaï au Maroc, où l'augmentation des recettes du tourisme était déjà sensible en 2025. Mais, le Maroc reste exposé à la hausse des prix de l'énergie et à la faiblesse de la demande externe.

Le canal de transmission par l'énergie et les comptes extérieurs est donc insuffisant pour projeter l'impact de la crise actuelle.

Le canal de transmission par l'énergie et les comptes extérieurs est donc insuffisant pour projeter l'impact de la crise actuelle. Il faut combiner plusieurs dimensions pour évaluer la vulnérabilité des pays : l'exposition structurelle mais aussi les amortisseurs disponibles, et la marge de manœuvre des politiques économiques. Cela permet de distinguer ce qui relève d'une vulnérabilité inscrite dans la structure même de l'économie – dépendance énergétique, poids de l'alimentation dans l'inflation, faiblesse des réserves... – de ce qui relève d'un stress de marché – dépréciation du change, sorties de capitaux, tensions sur la dette... Dans des économies comme l'Égypte ou la Turquie, où la dépendance énergétique se combine à une fragilité externe, le choc actuel risque surtout d'agir comme un amplificateur de déséquilibres globaux.

Le deuxième canal de transmission passe par l'inflation. Les chocs énergétiques ne restent jamais confinés aux carburants et se diffusent rapidement aux coûts de transport et aux intrants agricoles, en particulier aux engrais, dont la production dépend du gaz naturel. Dans de nombreuses économies émergentes, où les postes énergie et alimentation représentent une part très élevée du panier de consommation (entre 40% et 60%), la transformation du choc énergétique en choc inflationniste est donc rapide et socialement sensible. L'Organisation pour l'alimentation et l'agriculture (FAO) souligne que la perturbation des flux énergétiques risque de se

transformer en choc agricole global, affectant à la fois les coûts de production et les rendements.

Le troisième canal, financier, constitue le point de bascule entre un choc absorbable et un choc déstabilisant. En fait, tout dépend de la capacité de l'économie à absorber l'impact sans déclencher une perte de confiance. Dans les pays où les marchés de dette domestique reposent sur des investisseurs étrangers, le renchérissement de la facture énergétique peut se traduire par des sorties de capitaux, une dépréciation de la devise et une remontée des taux d'intérêt. En Égypte, les sorties de capitaux ont atteint entre 5 et 8 milliards de dollars la première semaine, avec une pression sur la devise.

L'inconnue de la durée de la crise

Au-delà de ces trois canaux classiques, c'est surtout la durée de la crise qui va constituer la variable déterminante pour l'univers émergent. Plutôt courte, même brutale, cela restera un choc de prix. Certes, il pèsera sur le pouvoir d'achat des classes moyennes déjà appauvries par le Covid et la guerre en Ukraine, et retardera les assouplissements monétaires. Les effets politiques seront donc importants. Mais un choc relativement court ne remettra pas en cause la hiérarchie macro-économique et financière des émergents.

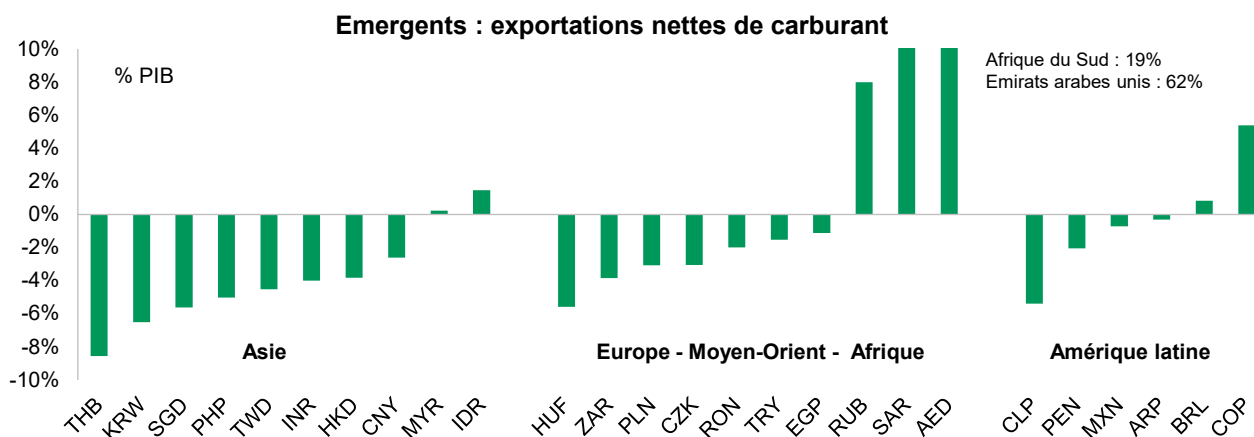
En revanche, un choc prolongé cessera vite d'être sectoriel pour devenir systémique. Car, à la hausse des prix du pétrole et du gaz, s'ajoutent des tensions sur les produits pétrochimiques, sur les plastiques, sur l'aluminium et les engrais. Les coûts de transport augmentent, les assurances maritimes se renchérisent, les chaînes logistiques se désorganisent. Dans cette configuration, les pays les plus fragiles, comme le Bangladesh, le Sri Lanka, le Laos ou le Pakistan seront vite emportés par des retours de risque souverain.

L'Asie est l'épicentre du choc

Non seulement la région concentre la majorité des flux énergétiques transitant par Ormuz, mais elle combine plusieurs facteurs de vulnérabilité : une forte dépendance aux importations d'énergie, une intégration très poussée aux chaînes de valeur mondiales, des modèles de croissance à la fois ouverts et intensifs en énergie. Cependant, cette vulnérabilité est loin d'être uniforme, car elle dépend de la manière dont ces différents facteurs s'articulent dans chaque économie. Certains pays présentent une dépendance particulièrement élevée dans leur *mix* énergétique. À Singapour, les produits pétroliers représentent près de 87% de l'énergie primaire ; en Corée du Sud, environ 43% ; aux Philippines, plus de 40%. D'autres, comme la Chine ou l'Inde, sont moins dépendantes en proportion, mais leur taille en fait des importateurs majeurs. L'Inde constitue un cas emblématique. Les importations de pétrole y représentent environ 22% des importations totales, et une part significative de ces flux transite par le Golfe. Depuis 2022, le pays a accru ses achats de pétrole russe, ce qui lui offre un certain degré de diversification, mais cette stratégie ne protège pas d'un choc sur les prix, ni des perturbations logistiques.

Le rôle du gaz et des intrants industriels est également déterminant. La Corée et Taiwan se reposent largement sur le GNL pour alimenter leurs chaînes de production. Le gaz y représente entre 17% et 23% du *mix* énergétique. À cela, ajoutons la dépendance à des intrants critiques, comme l'hélium, dont le Qatar assure environ un tiers de la production mondiale. Or, cet élément est essentiel pour certaines industries de pointe, comme les semi-conducteurs.

À ces canaux industriels s'ajoute un canal agricole important en Asie du Sud et du Sud-est. Dans des économies comme l'Inde, l'Indonésie ou les Philippines, le secteur agricole reste central, en termes d'emploi et de sécurité alimentaire. En Inde, il représente 42% de l'emploi, en Indonésie, 27%.



Source : Crédit Agricole CIB

La hausse du prix des engrais peut se traduire par une inflation alimentaire persistante.

Un autre canal concerne les flux humains. De nombreux pays asiatiques entretiennent des liens étroits avec les économies du Golfe, à travers les migrations de travail. La diaspora indienne dans la région est estimée à environ 9 millions de personnes, celle des Philippines à 2,5 millions, celle de l'Indonésie à près de 2 millions. Les transferts de fonds associés représentent une part significative du PIB : près de 10% aux Philippines, environ 4% en Inde. Une dégradation de la situation économique dans le Golfe va se traduire par une baisse des envois de fonds des travailleurs émigrés (*remittances*), avec des effets directs sur la consommation et la stabilité sociale. À cela s'ajoute le tourisme. En Thaïlande, en Malaisie ou aux Philippines, ce secteur représente entre 15% et 20% du PIB, et il souffre de la paralysie des *hubs* aériens du Golfe.

Des résistances inégales en Amérique latine

Le choc est beaucoup plus asymétrique qu'en Asie. S'il se prolonge, il tendra même à accentuer les divergences entre pays. Ainsi, dans les dix dernières années, le Brésil et l'Argentine ont transformé leur profil énergétique et sont devenus exportateurs nets : en termes de comptes extérieurs, ils devraient bénéficier du choc énergétique. En revanche, le Brésil dépend du Golfe pour un tiers de ses importations de fertilisants. Au total, l'effet devrait rester positif pour les comptes extérieurs, mais les impacts sur l'inflation peuvent désancrer les anticipations et contraindre la Banque centrale. Le Mexique, en revanche, présente un profil beaucoup plus fragile. Bien qu'il reste exportateur de pétrole brut, sa dépendance aux importations de produits raffinés et de gaz naturel en fait un importateur net d'énergie. La hausse des prix de l'énergie se traduit par une détérioration du pouvoir d'achat, une hausse des coûts de production et une pression sur l'inflation.

Situation plus complexe en Europe de l'Est

En Europe de l'Est, la situation est ambiguë. À court terme, les prévisions de croissance restent résilientes, en partie parce qu'elles reposent sur l'hypothèse d'un conflit limité dans le temps, mais aussi grâce au soutien des fonds européens. Cependant, les vulnérabilités structurelles ne doivent pas être sous-estimées. Les économies de la région présentent une forte intensité énergétique, notamment dans leur secteur manufacturier, et restent donc sensibles à la hausse des prix de l'énergie. Dans des pays comme la Hongrie ou la Roumanie, où les taux directeurs sont élevés et la consolidation budgétaire déjà difficile, le risque, si la crise se prolonge, est celui d'une dynamique stagflationniste. La révision à la baisse des prévisions de croissance en Hongrie, à 1,7% pour 2026, en constitue une première illustration.

La Turquie apparaît comme un cas de vulnérabilité macro-financière. Le pays est fortement dépendant des importations d'énergie, et chaque hausse d'un dollar du prix du baril se traduit par une augmentation d'environ 400 millions de dollars de la facture énergétique annuelle. De plus, la normalisation monétaire reste incomplète, les réserves de change sont sous pression et les anticipations d'inflation sont fragiles. Un choc prolongé pourrait contraindre la banque centrale à arbitrer entre dépréciation du taux de change, hausse des taux d'intérêt et utilisation des réserves.

Trop tôt pour évaluer l'impact sur le Golfe

C'est évidemment la zone pour laquelle la question de la durée du conflit est la plus cruciale. Pour le moment, on notera que les agences de notation internationales restent prudentes, les évaluations souveraines étant confortées par la masse financière des fonds souverains, dont les marchés attendent qu'ils servent de parapluie financier – Égypte incluse, dont les pays du Golfe sont devenus, en réalité, les prêteurs en dernier ressort.

On sait néanmoins que les chocs seront différenciés tant par leur vigueur que leur nature. L'ajustement de croissance va être fort dans les économies qui couplent la part du pétrole et du gaz la plus élevée dans le PIB avec une dépendance à Ormuz et une exposition aux tirs iraniens. Pour Koweït, Bahreïn et le Qatar, le choc va être violent. De la même façon, la guerre tape en plein dans le modèle de croissance touristique de Dubaï, dont l'équilibre du secteur immobilier suscitait déjà l'inquiétude. Pour Abu Dhabi, l'évaluation est plus complexe, mais rétablir la confiance dans le modèle de hub va être un exercice quoi qu'il en soit coûteux. La position géographique d'Oman, constitue un atout économique, à condition que ses ports, vulnérables aux attaques iraniennes, demeurent fonctionnels. Quant à l'Arabie, tout dépend du maintien, ou non, de la sécurité en mer Rouge car les revenus de l'oléoduc vers Yanbu, à un prix élevé du baril, lui assurent des recettes.

À plus long terme ?

Au-delà des différences régionales, l'impact de la guerre pose une question plus fondamentale : celle de la soutenabilité des modèles de croissance émergents. Depuis deux décennies, de nombreuses économies ont construit leur développement sur une combinaison d'ouverture commerciale, d'intégration aux chaînes de valeur mondiales et d'accès à une énergie relativement abondante et bon marché. La crise iranienne remet en cause cette équation. Elle confirme que l'énergie importée est désormais plus dépendante de facteurs géopolitiques, plus volatile, plus coûteuse et ce même pour les exportateurs.

Dans ce contexte, la fracture la plus pertinente oppose moins les exportateurs aux importateurs, que les économies capables d'absorber les chocs à celles contraintes d'ajuster leur modèle. Les premières disposent d'une combinaison d'amortisseurs – réserves, diversification énergétique, profondeur financière – qui leur permet de traverser des épisodes de volatilité sans rupture majeure. Les secondes restent exposées à des chocs externes susceptibles de déstabiliser rapidement leurs équilibres macro-économiques.

À plus long terme, cette crise pourrait accélérer une transformation plus profonde des modèles de croissance. Elle incite à renforcer la diversification énergétique, à sécuriser les chaînes d'approvisionnement, à développer les capacités domestiques et à

réduire la dépendance aux flux externes les plus volatils. Ce mouvement implique un arbitrage difficile entre efficacité et résilience. Mais il traduit une évolution plus large : le passage d'un modèle de croissance fondé sur l'optimisation des coûts à un modèle fondé sur la gestion du risque.

Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	4,3%	4,0%
Inflation	4,3%	3,9%

Tania SOLLOGOUB

CHINE : SE PROTÉGER DES VENTS CONTRAIRES

Une trajectoire stable malgré les risques liés à l'Iran

Notre scénario 2026 reste relativement optimiste. Il table sur un ralentissement modéré de la croissance, surtout soutenue par un assouplissement continu de la politique économique, mais sans stimulus direct majeur de la demande. **La croissance du PIB réel devrait ralentir à 4,7% en 2026, contre 5,0% en 2025.** Les exportations nettes pourraient ralentir, tout en restant un moteur de croissance important, tandis que la demande intérieure pourrait s'améliorer grâce à aux efforts de réformes plus vigoureux pour stimuler la reprise de l'investissement et soutenir la consommation domestique. La crise du secteur immobilier n'est toujours pas terminée, mais son impact sur l'activité se modère.

Le développement rapide des énergies renouvelables et l'importance des réserves stratégiques renforcent la résilience.

Nous avons révisé à la hausse notre prévision d'inflation (à 0,9% en 2026, contre 0,6% précédemment), en raison de la flambée des prix du pétrole. Après avoir été négatif au cours de presque trois ans, le déflateur du PIB redeviendrait positif au premier trimestre.

Un bon début d'année

Les indicateurs d'activité de la Chine en janvier et février ont montré une amélioration généralisée : forte hausse des exportations, reprise de l'investissement, stabilisation du crédit et inflation en progression. Toutefois, les déséquilibres de la croissance demeurent. La dynamique des investissements pourrait se prolonger, soutenue par un relèvement du quota des émissions obligataires à 800 milliards de yuans en 2026 (contre 500 milliards en 2025). En revanche, la progression des ventes au détail reste incertaine après des dépenses solides pendant les congés du Nouvel An. Le budget alloué au programme de subventions pour les consommateurs a été réduit à 250 milliards de yuans, sans nouvelle

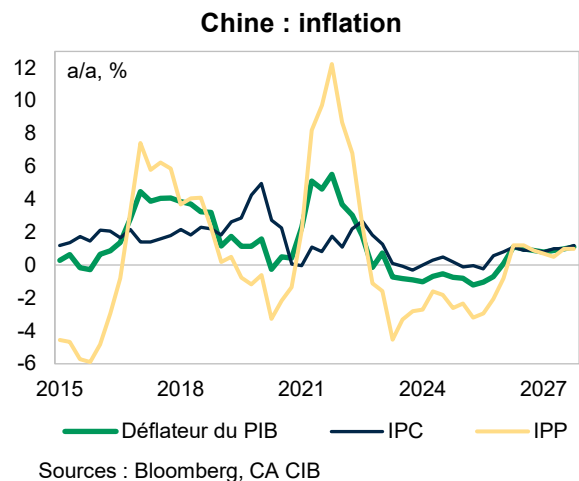
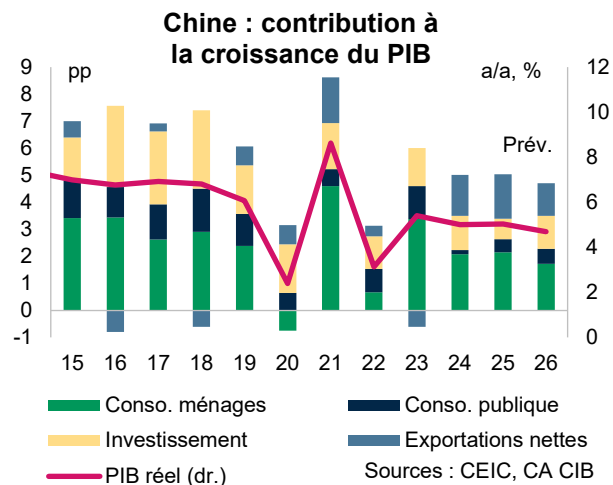
mesure pour soutenir le revenu des ménages, notamment ceux à faible revenu. Par ailleurs, le commerce extérieur, principal moteur en début d'année, devrait ralentir au cours des prochains mois, sous l'effet des perturbations des échanges mondiaux liées au conflit iranien.

Sécurité énergétique et marge de manœuvre politique pour amortir le choc pétrolier

Le conflit iranien entraînera inévitablement des répercussions négatives sur la Chine, importatrice nette d'énergie, notamment en provenance du Golfe. Toutefois, sécurité énergétique et marge de manœuvre politique devraient en atténuer l'impact. La Chine affiche un taux d'auto-suffisance énergétique élevé (85%), fondé principalement sur le charbon, tandis que le pétrole et le gaz ne représentent que 27% de son *mix* énergétique. Le développement rapide des énergies renouvelables et l'importance des réserves stratégiques contribuent à amoindrir les effets négatifs. Une hausse durable de 10% du prix du pétrole pourrait, selon nos estimations, réduire la croissance du PIB de 5 points de base et accroître l'inflation de 15 points de base. En revanche, les tensions d'approvisionnement risquent de dépasser le secteur pétrolier, le Moyen-Orient étant également un producteur-clé de matériaux critiques pour les semi-conducteurs et d'autres industries. Certaines infrastructures d'IA dans la région ont d'ailleurs été endommagées. Enfin, la montée des risques de stagflation mondiale et le ralentissement possible du cycle technologique pourraient peser sur la demande extérieure, affaiblissant un moteur de croissance essentiel pour la Chine, alors que la demande intérieure reste toujours en retrait.

Objectif de croissance plus bas et marge de manœuvre pour augmenter le soutien budgétaire

En 2026, la Chine a abaissé sa cible de croissance à 4,5-5,0%, contre 5% au cours des trois années précédentes. L'objectif implicite reste néanmoins de maintenir un rythme proche de 4,7-4,8%, évitant ainsi un ralentissement trop marqué.



Le déficit de l'administration et celui de l'État central (respectivement 8,7% et 4% du PIB) ne suggèrent pas, à ce stade, de relance budgétaire. Toutefois, si les conditions venaient à l'exiger, Pékin pourrait relever ses dépenses publiques de 0,3 à 0,5 point de PIB au cours de l'année,


Assouplissement monétaire en 2026

La banque centrale (PBoC) devrait maintenir sa position d'assouplissement monétaire car l'inflation, notamment du côté des prix à la production, est loin d'être une préoccupation. Elle se concentrera probablement sur son outil de politique monétaire structurelle pour soutenir les secteurs ciblés à court terme. S'il demeure une marge de réduction de 10 points de base des taux directeurs en 2026 de la PBoC, celle-ci devrait adopter une approche attentiste et en mettre l'accent sur la stabilité des marchés financiers (actions, obligations et change).

Le yuan relativement protégé de la volatilité des changes liée au pétrole

La compétitivité à l'exportation de la Chine, la trêve commerciale sino-américaine et les signaux

politiques de la PBoC ont soutenu la demande de yuans *onshore*. La position de la Chine en matière de sécurité énergétique protège sa devise et la PBoC devrait continuer à limiter une volatilité excessive des changes.

 Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	5,0%	4,7%
Inflation	0,0%	0,9%

Risques à surveiller

Les risques autour de notre prévision de croissance sont baissiers. Si le conflit iranien persiste, en cas de choc de croissance majeur, la Chine dispose d'une marge de manœuvre suffisante pour stimuler sa demande intérieure.

Xiaojia ZHI

BRÉSIL : UNE GUERRE LOINTAINE, DES RÉPERCUSSIONS EN CASCADE

Le prix du pétrole est devenu le baromètre des anticipations des marchés concernant la guerre au Moyen-Orient. Même dans un scénario relativement optimiste où les hostilités prendraient fin en quelques semaines ou quelques mois, les dégâts déjà causés impliquent qu'il faudra du temps pour que la production, le transport et le raffinage de l'énergie ne se normalisent. Reflétant cette réalité logistique, les contrats à terme sur le pétrole ne prévoient pas de retour complet à la normale sur les marchés pétroliers avant au moins douze mois.

La flambée des prix de l'énergie a entraîné une forte divergence des termes de l'échange entre les exportateurs et les importateurs nets d'énergie, le Brésil étant le pays d'Amérique latine qui en bénéficie le plus. En effet, la production pétrolière du Brésil est passée de moins d'un million de barils par jour en 1997 à environ 4 millions de barils par jour actuellement. Le pétrole, qui est désormais la principale exportation du Brésil, représente environ 13% du total des exportations. Grâce au renchérissement des prix du pétrole mais aussi au ralentissement de la demande domestique autorisant tout de même à la croissance de se situer vers 1,7% en 2026, le déficit courant devrait ainsi s'améliorer : il atteindrait 2,6% du PIB, soit

0,4 point de pourcentage de moins que nos prévisions précédentes et que le déficit de 2025¹.

Le cycle d'assouplissement risque de dérailler

Notre scénario retient désormais une inflation moyenne de 4,3% cette année, juste sous la limite haute de l'intervalle de tolérance de la banque centrale (BCB, cible d'inflation à 3%, avec un intervalle de +/- 1,5 point de pourcentage).

Le pétrole, qui est désormais la principale exportation du Brésil, représente environ 13% du total des exportations.

La BCB a procédé à une baisse prudente en mars, ramenant le taux Selic cible de 15,00% à 14,75%. Le communiqué et le compte-rendu de la réunion publiés ont montré que le comité de politique monétaire considère que la trajectoire future de l'assouplissement dépendra de l'évolution de la situation au Moyen-Orient, du moins à court terme. Nous tablons désormais sur une trajectoire d'assouplissement plus modérée, avec des baisses de 25 points de base lors de chacune des quatre prochaines réunions, jusqu'à ce que le taux directeur atteigne 13,75%. Le cycle de baisse pourrait toutefois être suspendu, si les anticipations d'inflation à long terme commençaient elles aussi à être significativement affectées. Nous

¹ Les estimations sont réalisées sur la base des futures des prix du pétrole.

maintenons nos prévisions pour le taux de change dollar/real à 5,40 fin 2026 et à 5,50 fin 2027.

Les risques budgétaires s'atténuent à court terme

Sur le plan budgétaire, la hausse des prix du pétrole aura un effet positif, puisque le gouvernement perçoit des redevances et des dividendes de la société publique Petrobras. Le gouvernement pourrait potentiellement empêcher une partie de la répercussion de la hausse des prix du pétrole grâce à son influence sur Petrobras et par le biais de subventions, ce qui limiterait l'avantage budgétaire lié à la hausse des prix du pétrole. Nous supposons que le gouvernement atteindra cette année la limite inférieure effective de son objectif, après prise en compte des exemptions, soit un déficit primaire d'environ -0,5% du PIB.

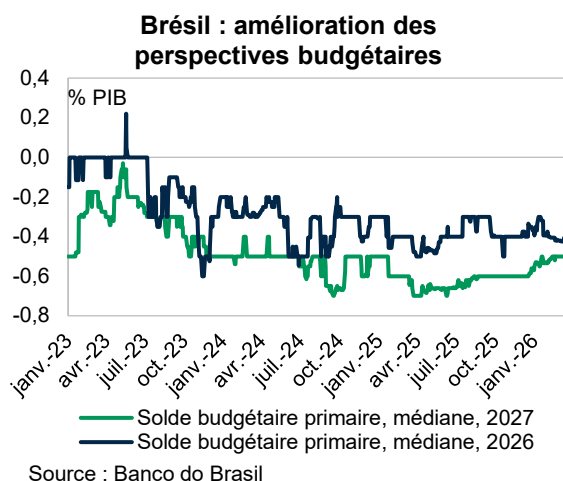
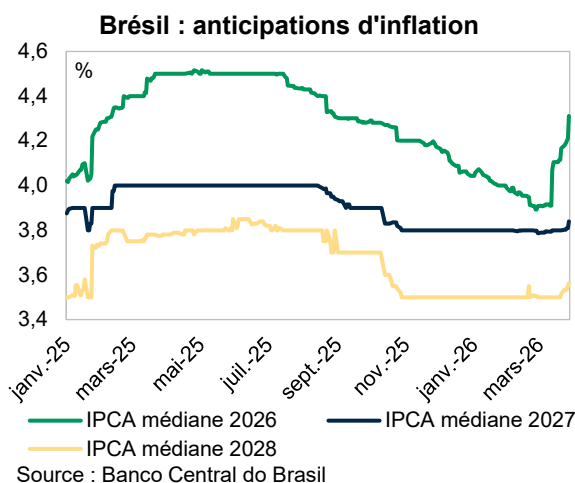
Flavio Bolsonaro réduit l'écart avec Lula

Enfin, sur le plan politique, alors que se profile l'élection générale d'octobre, Flavio Bolsonaro a nettement réduit l'écart avec le président Lula selon les sondages : ceux-ci signalent que Bolsonaro

serait soit légèrement en tête dans un scénario hypothétique de second tour, soit à égalité. Contrairement à d'autres pays de la région, le résultat des élections n'est pas binaire. Si Bolsonaro est considéré comme un candidat plus favorable au marché, la victoire de Lula ne devrait pas être mécaniquement perçue comme préjudiciable, compte tenu des limites imposées au pouvoir exécutif par le Congrès et des signaux qu'enverront les choix du ministre des Finances et du colistier présidentiel. Cependant, au regard de la vitesse à laquelle le scénario international est susceptible d'évoluer, l'échéance d'octobre paraît encore très lointaine...

	2025	2026
Variation annuelle		
PIB	2,3%	1,7%
Inflation	5,2%	4,3%

Olga YANGOL



INDE : LA « TAXE CARBONE » D'ORMUZ

L'Inde risque de payer cher sa dépendance au Golfe. Si le pays avait su rebondir après la flambée des prix des matières premières de 2022, provoquée par la guerre en Ukraine, en se tournant notamment vers la Russie pour s'approvisionner en pétrole, les conséquences pourraient cette fois-ci être plus amples et se matérialiser dans de nombreux secteurs de l'économie.

Quels impacts, quelles réactions ?

Le Golfe reçoit 13% des exportations indiennes, y exporte son pétrole et son gaz (respectivement 40% et 80% des importations indiennes de ces deux produits viennent de la région) **et contribue pour 40% des transferts de fonds des travailleurs migrants**

(qui s'élèvent au total à 4% du PIB indien). Au-delà des questions énergétiques, l'Inde dépend également du Golfe pour certains composants servant à la fabrication d'engrais et de principes actifs de l'industrie pharmaceutique. En cas de poursuite du conflit, l'impact sur le secteur agricole, qui fait vivre plus de 50% de la population, pourrait être important.

Alors que les pénuries de gaz se font déjà ressentir, notamment du côté des industries, les autorités ont annoncé un premier plan de soutien budgétaire de 6,2 milliards de dollars. Elles étudient également des mesures de soutien destinées aux exportateurs dépendant du Golfe, à l'image de celles qui avaient été mises en place au moment du Covid-

19 (exonération de taxes, allongement des délais de remboursement des crédits en lien avec les banques). L'ensemble de ces mesures pourraient coûter environ 0,5% de PIB, porter le déficit autour de 4,8% du PIB, et effacer une partie des efforts de consolidation fiscale entrepris depuis trois ans. Tout cela dépendra bien sûr de la croissance : projetée autour de 7% avant le début du conflit, son ralentissement accentuerait l'impact sur le déficit budgétaire.

Le risque est également de voir l'inflation s'envoler, alors même que la dynamique de l'indice des prix était déjà en phase d'accélération depuis octobre 2025. L'impact pourrait être d'environ 175 points de base, ce qui porterait l'inflation à 5,7%, encore dans la cible de la banque centrale (2-6%). Cette dernière dispose d'une certaine marge de manœuvre dans sa politique de taux, mais attendra sûrement de voir si le choc se prolonge, et si les mesures budgétaires sont suffisantes pour éviter une transmission des prix volatiles à l'inflation sous-jacente. Ce d'autant que, face à un indice composé en majorité de prix volatiles (alimentation et énergie pèsent pour plus de 50% du panier), le canal des taux est rarement le plus efficace. Enfin, elle surveillera de près l'évolution de la roupie.

En creusant le déficit courant, la hausse des prix de l'énergie risque aussi de faire pression sur la roupie.


La devise indienne n'a pas été épargnée ces derniers mois. Elle a fait face durant l'été 2025 aux inquiétudes des investisseurs, qui voyant les négociations avec les États-Unis au point mort, ont sorti des capitaux du pays. En creusant le déficit courant, la hausse des prix de l'énergie risque aussi de faire pression sur la roupie, qui s'est déjà dépréciée de plus de 4% depuis le début du conflit. La RBI, qui dispose de réserves assez confortables (700 milliards de dollars), est déjà largement intervenue pour

défendre sa devise et fluidifier le marché interbancaire, en achetant des titres souverains à dix ans.

Leçon de géopolitique à l'indienne ?

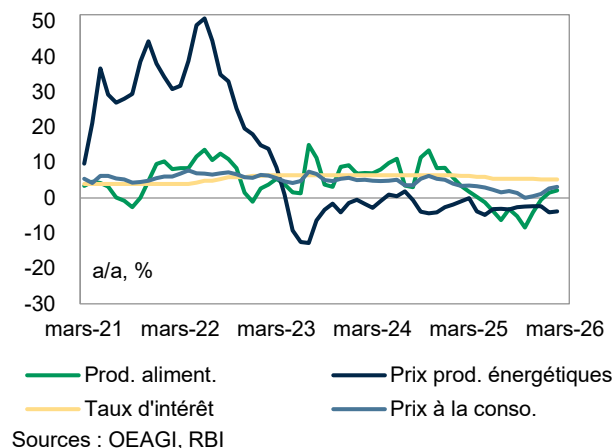
La position « multi-alignée » de l'Inde n'est pas toujours simple à défendre, et n'a pas facilité ses relations avec les États-Unis lors des négociations commerciales, suspendues par les annonces de la Cour Suprême sur l'illégalité des droits de douane. Dans le contexte actuel, elle lui permet toutefois d'être l'un des seuls pays à avoir négocié avec l'Iran le passage de navires dans le détroit d'Ormuz. C'est loin d'être suffisant pour éviter les risques de pénurie, mais ce premier pas est à souligner dans les capacités de négociation indiennes. La suspension de certaines sanctions américaines sur le pétrole russe devrait aussi lui permettre de se tourner vers la Russie sans crainte (pour l'instant) de représailles américaines.

L'Inde, incarnée par son Premier ministre, Narendra Modi, se place également comme puissance médiatrice dans le conflit. Ses intérêts régionaux n'y sont pas totalement étrangers : il y a l'énergie, bien sûr, mais aussi la sécurité des plus de neuf millions de travailleurs indiens dans le Golfe. Leur retour, même très partiel, serait un choc pour un marché du travail indien qui peine à créer les emplois nécessaires à l'absorption des nouveaux entrants.

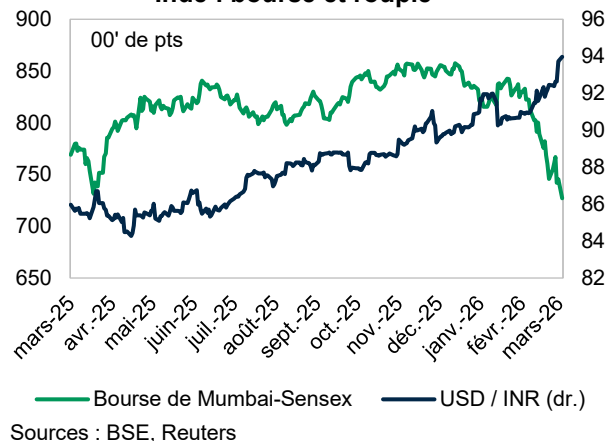
 Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	7,0%	7,0%
Inflation	2,6%	4,2%

Sophie WIEVIORKA

Inde : inflation et taux d'intérêt



Inde : bourse et roupie





SECTEURS D'ACTIVITÉ

Pétrole – *Apocalypse now* ?

Gaz – Chocs gaziers, la loi des séries

Automobile – Face à l'électrification, de nouvelles stratégies redessinent le paysage mondial

Métaux – Aluminium : détroit d'effroi

Semi-conducteurs – Une chaîne de valeur sous pression ou quand la géopolitique s'en mêle

Transport maritime – Les flux d'énergie pris en otage

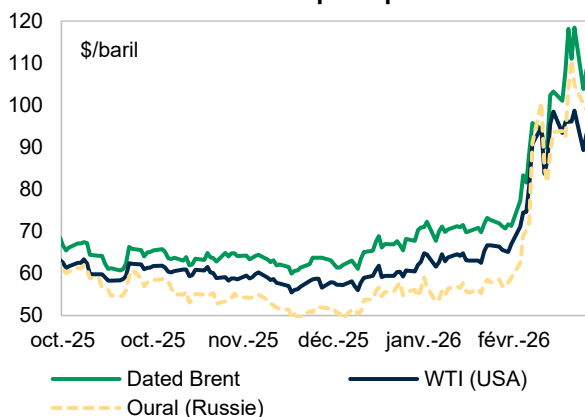
Pétrole – Apocalypse now ?

Sans surprise, la fermeture du détroit d'Ormuz par l'Iran a entraîné les conséquences tant redoutées sur les marchés pétroliers : privés de 20% de l'offre mondiale, les prix du pétrole et des produits pétroliers explosent sur l'ensemble des marchés.

Les frappes américaines du 28 février ont radicalement transformé les perspectives du marché pétrolier mondial. Avant l'intervention israélo-américaine, le secteur affichait un léger excédent qui se serait graduellement résorbé au rythme d'une croissance de la demande estimée à 0,8-1 million de barils par jour.

La fermeture du détroit d'Ormuz représente une catastrophe sans précédent : environ 20 millions de barils par jour, dont 14 millions de brut, ne peuvent plus atteindre les marchés mondiaux. Bien que certains flux puissent être redirigés vers les ports de Yanbu en Arabie saoudite et Fujairah aux Émirats arabes unis, ces alternatives restent fragiles, car exposées aux attaques de drones et missiles iraniens. Seuls quelques tankers chargés de pétrole iranien parviennent encore à traverser le détroit, représentant une fraction mineure des volumes habituels. Cette pénurie prive les marchés de 20% de l'offre mondiale, justifiant la qualification de Fatih Birol, directeur de l'Agence internationale de l'énergie, qui y voit « la plus grande menace pour la sécurité énergétique mondiale de toute l'histoire ».

Pétrole brut : prix spot



Bien que l'Asie soit le principal importateur de pétrole moyen-oriental, le marché pétrolier demeure mondial. Les prix connaissent une nouvelle

flambée, comparable à celle provoquée par l'invasion russe de l'Ukraine. Le pétrole russe retrouve une attractivité nouvelle, s'échangeant désormais au même niveau que les autres références, après avoir subi une décote importante depuis 2022.

Les *spreads*² augmentent particulièrement vite. Le diesel et le kerojet³ connaissent des hausses supérieures aux cours du brut, phénomène visible à la pompe pour les automobilistes. La fermeture potentielle d'une raffinerie au Texas à la suite d'un incendie récent pourrait aggraver cette situation. Les appels du gouvernement français aux raffineries nationales pour augmenter leur production ne suffiront pas à inverser la tendance.

Le pétrole russe retrouve une attractivité nouvelle, s'échangeant désormais au même niveau que les autres références.

L'évolution du conflit reste imprévisible. Plus le détroit restera fermé, plus les marchés énergétiques mettront de temps à absorber les dégâts sur les installations pétrolières. Un cycle de destructions mutuelles entre installations iraniennes et installations des pétromonarchies du Golfe constituerait une catastrophe humanitaire et économique majeure.

Notre scénario de référence repose sur une hypothèse plus modérée : un arrêt des opérations militaires après quelques semaines, suivi d'une reprise progressive des flux pétroliers à travers le détroit d'Ormuz.

	Prix moyen du pétrole par baril
T1 2026	80 \$
2026	94 \$

Stéphane FERDRIN

² Écart entre le prix du produit pétrolier à la sortie de la raffinerie et le prix du pétrole à l'entrée de la raffinerie.

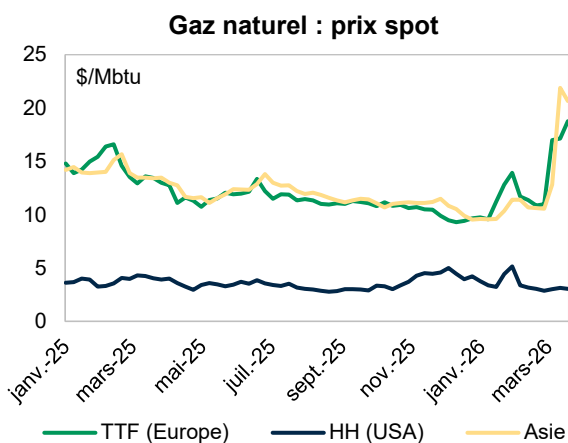
³ Carburant utilisé dans l'aéronautique pour alimenter les moteurs à réaction.

Gaz – Chocs gaziers, la loi des séries

À peine remis du premier choc gazier, les marchés du gaz naturel font face à un nouveau choc qui pourrait affecter durablement l'offre, si le détroit d'Ormuz n'est pas rapidement ouvert aux méthaniens qataris.

Alors que le marché du gaz naturel commençait enfin à se rétablir après la crise d'offre déclenchée par l'invasion russe de l'Ukraine en 2022, l'histoire semble malheureusement se répéter. Cette première crise avait déjà amputé l'offre mondiale d'environ 140 milliards de m³ par an. Quatre ans plus tard, la fermeture du détroit d'Ormuz inflige un nouveau coup au secteur énergétique en privant les marchés d'environ 120 milliards de m³ de gaz naturel liquéfié (GNL), soit près de 20% de l'offre mondiale, provenant essentiellement du Qatar. Aucun gazoduc ne permet de contourner le détroit d'Ormuz. Les méthaniens constituent donc l'unique moyen d'acheminer le gaz naturel extrait du champ partagé par le Qatar et l'Iran vers l'Asie, principal acheteur du GNL qatari.

En conséquence, les prix du gaz naturel s'envolent sur les marchés asiatiques et européens. Un renversement notable s'est opéré : alors qu'en 2022 les prix européens surpassaient les prix asiatiques, reflétant une demande européenne plus pressante, les prix asiatiques affichent désormais une prime. Cette inversion témoigne d'un possible changement des rapports de force sur le marché du GNL.



Face à cette nouvelle crise, les acheteurs européens ne semblent pas disposés à payer « quoiqu'il en coûte » pour reconstituer leurs stocks, pourtant à des niveaux très bas en fin d'hiver. Cette retenue s'explique par une transformation profonde des marchés gazier et électrique européens au cours des quatre dernières années. La consommation de gaz naturel en Europe a connu une baisse, notamment dans les secteurs industriels énergivores particulièrement affectés par la

crise énergétique précédente. Ensuite, l'accélération du développement des énergies renouvelables, combinée à la bonne disponibilité du parc nucléaire français, a réduit le recours aux centrales à gaz pour satisfaire la demande électrique, elle-même inférieure aux niveaux d'avant 2022. Pour les acteurs européens, il est donc moins critique aujourd'hui qu'il ne l'était il y a quatre ans d'être les plus offrants sur les cargaisons de GNL disponibles.

Malgré cette apparente sérénité à court terme, les risques demeurent substantiels. Une forte hausse des prix du gaz naturel cet été et l'hiver prochain restent plausibles, particulièrement si le détroit d'Ormuz ne rouvre pas rapidement aux méthaniens. Le gaz russe constituerait théoriquement la seule alternative capable de soulager les prix européens à court terme. Cependant, il est peu probable que l'Union européenne lève son embargo sur le gaz russe, maintenant son objectif de mettre fin aux importations de GNL russe fin 2027.

La consommation de gaz naturel en Europe a connu une baisse, notamment dans les secteurs industriels énergivores.

Les besoins en gaz naturel pour l'hiver prochain s'annoncent importants : remplir les stocks à 80% au lieu des 90% habituels, chauffer les logements et alimenter les centrales à gaz. Si le détroit d'Ormuz n'est pas rapidement rouvert d'ici juillet, les seules sources d'augmentation de production se situeront aux États-Unis, une augmentation qui n'est pas prévue avant la fin de l'année.

Si le détroit demeure fermé, la tension sur les prix s'intensifiera. Si, en revanche, le détroit redevient accessible rapidement aux méthaniens qataris, la perte de 17% des capacités qatariennes ne constituera qu'un moindre mal, compensable en 2027 par la mise en service de nouveaux trains de liquéfaction, principalement aux États-Unis et au... Qatar.



Importations de GNL
de l'UE

T4 2025

35,5 milliards m³

Stéphane FERDRIN

Automobile – Face à l'électrification, de nouvelles stratégies redessinent le paysage mondial

L'industrie automobile fait face à un contexte économique et géopolitique défavorable qui freine la demande et pousse les constructeurs à revoir leurs stratégies d'électrification. L'Europe résiste grâce aux véhicules électrifiés (véhicules électriques sur batteries + véhicules hybrides rechargeables), tandis que 2026 s'annonce comme une année de transition avant une amélioration attendue en 2027.

Des vents contraires

L'industrie automobile mondiale continue de composer avec des dynamiques sectorielles et des évolutions macro-économiques contraires auxquelles s'ajoutent l'intensification de la concurrence, la hausse des coûts des matières premières et un contexte macro-économique incertain. Si les mesures tarifaires et commerciales en cours demeurent un facteur-clé pour certains marchés, les tensions géopolitiques, notamment la possibilité d'une hausse durable des prix du gaz et du pétrole, ajoutent un sujet de préoccupation aux aléas déjà nombreux subis par ce secteur.

Si la demande de flottes est restée le principal moteur des ventes de voitures en Europe, la demande des particuliers commence à prendre le relais.

Les prévisions à court terme intègrent des révisions à la baisse pour les pays du Moyen-Orient, avec des réductions plus importantes afin de tenir compte des répercussions du conflit en Iran, ainsi que pour la Chine, compte tenu des difficultés de la demande intérieure. Sur la base d'un conflit de courte durée, l'impact principal serait un recul de la demande en Iran et dans les pays voisins du Conseil du Golfe, soit 5% des ventes mondiales, avec un accent particulier sur les véhicules de luxe.

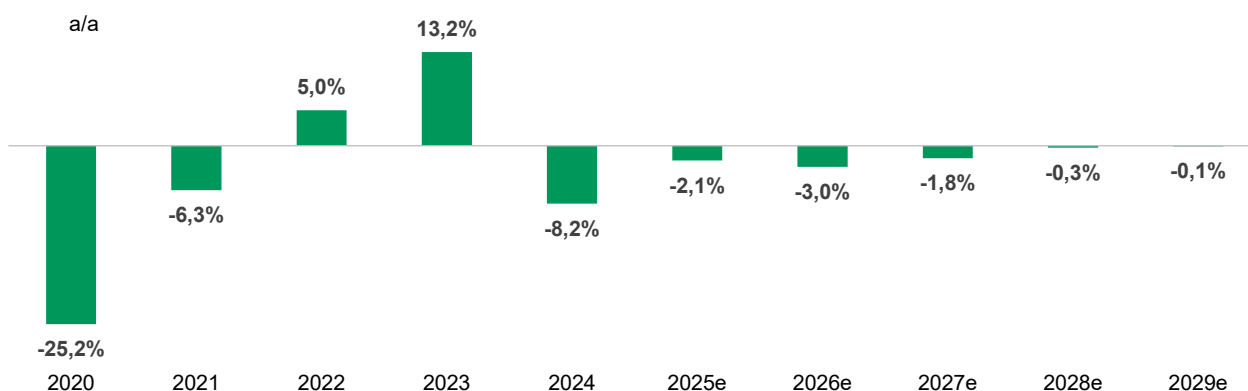
Au-delà de cet effet régional direct, nous n'anticipons actuellement qu'un impact modéré du conflit sur les ventes sur les autres marchés

mondiaux, reflétant davantage les influences macro-économiques de la hausse des prix du pétrole sur les dépenses des ménages, y compris un potentiel décalage temporel jusqu'en 2027. À long terme, la hausse des prix de l'essence liée au conflit au Moyen-Orient pourrait éventuellement inciter les consommateurs à se tourner vers les véhicules électriques et hybrides.

Les constructeurs remettent en cause leur stratégie initiale d'électrification

Aux États-Unis, les coûts liés aux droits de douane pour les constructeurs automobiles ont atteint 35,4 milliards de dollars sur neuf mois en 2025. En outre, la suppression du crédit d'impôt de 7 500 dollars pour les véhicules électriques, depuis septembre 2025, amène les constructeurs à revoir leur stratégie en matière d'électrification, car la demande des consommateurs se porte désormais sur des véhicules plus abordables. Les provisionnements et charges liés à ce changement de stratégie représentent d'ores et déjà près de 61,4 milliards de dollars (Honda 17,5 Mds \$, Stellantis 16,8 Mds \$, General Motors 7,6 Mds \$ et Ford 19,5 Mds \$). Ford a été le dernier constructeur à comptabiliser une dépréciation du fait de l'évolution du marché des véhicules électriques. Le marché américain se maintient, mais souffre de la baisse de 25% de la demande de véhicules électriques et des contraintes d'accessibilité. En revanche, les ventes de véhicules thermiques progressent.

Europe de l'Ouest : évolution de la production automobile



Source : Crédit Agricole S.A./ECO

La demande de véhicules électriques éclaire les perspectives en Europe

Le marché européen est en recul de 2%, mais les données du premier trimestre mettent en évidence la trajectoire ascendante soutenue du segment des véhicules électrifiés au sein des cinq principaux pays européens (UE5), marquant le deuxième mois consécutif de croissance à deux chiffres en volume (28%). Le marché des véhicules électriques sur batteries dans la région est tiré par une croissance généralisée en Allemagne, en France, en Italie, en Espagne et au Royaume-Uni. Désormais, dans les principaux marchés de l'UE5, à savoir l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni, les véhicules électrifiés représentent un tiers des nouvelles immatriculations.

Un ralentissement en Chine

Les ventes automobiles en Chine sont au ralenti ce trimestre, à la suite de la réduction des subventions et des avantages fiscaux accordés par le gouvernement chinois à l'achat de véhicules électriques. Les ventes de voitures particulières sont en recul de 25% en février, celles de véhicules électrifiés de 32%. Malgré ce ralentissement de la demande intérieure, les exportations ont fortement progressé (+56%), ces exportations dynamiques témoignant du renforcement de la compétitivité internationale de l'industrie automobile chinoise.

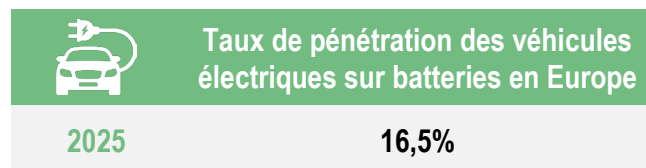
La part de marché des constructeurs chinois en Europe a doublé au premier trimestre 2026 et dépasse désormais 8%. Novembre 2025 a marqué la

cinquième hausse mensuelle consécutive. Si la demande de flottes est restée le principal moteur des ventes de voitures en Europe, la demande des particuliers commence à prendre le relais. À l'exception des marchés français et italien où cette demande a baissé de 3 à 6%, la part des particuliers se reprend et progresse de 10% en Allemagne et de 19% en Espagne.

Perspectives

La production européenne devrait reculer de 3% en 2026 et de 3,6% au premier trimestre 2026. Les taux d'utilisation des usines automobiles restent faibles et les mesures de réduction des coûts et des besoins en fonds de roulement s'imposent comme la seule stratégie viable à court terme. Après une année 2025 calamiteuse en termes de résultats, la moyenne des constructeurs européens ne dépasse pas 2%.

Nous prévoyons que 2026 restera une année de transition, avant une restauration des profits opérationnels et des cash flows en 2027. Cette situation n'est tenable qu'en raison de la bonne situation financière de l'industrie avant cette crise.



Véronique VIGNER

Métaux – Aluminium : détroit d'effroi

Le blocage du détroit d'Ormuz remet en question l'accès à 9% de l'offre mondiale d'aluminium. Ces tonnes n'ont rien d'anecdotiques dans un marché déjà tendu pré-conflit. Produites aux Émirats arabes unis, à Bahreïn et au Qatar, elles alimentent en effet des marchés occidentaux sevrés de métal russe. L'heure est donc à la recherche d'un plan C.

À la base de secteurs aussi éclectiques que stratégiques, du packaging à l'aéronautique, la production européenne d'aluminium souffre de coûts énergétiques peu compétitifs. L'Union européenne est ainsi largement importatrice nette de matière primaire, affichant en 2025 un ratio importations/exportations de 16.

Qui alimente le marché européen ?

En premier lieu, nos voisins proches. La Norvège et l'Islande, et leurs capacités hydroélectriques, représentent 35% des flux. Point notable, Norsk Hydro, le principal producteur norvégien, est également implanté au Qatar via sa coentreprise Qatalum, à l'arrêt depuis le début du conflit. Autre élément d'attention : près de 40% de la production nordique est sous pavillon américain, via les opérations d'Alcoa et de Century Aluminum.

La tentation d'un retour de l'aluminium russe sur les marchés grandit.

Viennent ensuite les fonderies d'aluminium primaire (smelters) du Golfe, qui couvraient 19% de la valeur importée en 2025. À date, ces volumes sont difficilement accessibles. Aluminium Bahrain (Alba) et Qatalum ont déclaré force majeure au début du conflit, avant que des frappes iraniennes ne touchent les installations d'Alba et d'EGA fin mars. Les routes alternatives par Djeddah ou Sohar se mettent en place mais limiteront in fine les volumes exportés.

Pour résorber ce déficit, l'UE doit ainsi se tourner vers ses autres partenaires. Problème : Mozal, le

smelter de South32 au Mozambique qui représentait 9% de nos importations entre en phase d'arrêt, en raison d'une sécheresse persistante et de barrages en souffrance.

Quid du Canada ? À la recherche d'un marché de substitution depuis les droits de douane de Trump, il pèse maintenant 9% des importations. Mais là encore, la stabilité des flux reste en suspens. En cause : le déficit de métal américain, devenu tributaire des importations du Golfe. Dans ce contexte, la pérennité des droits de douane sur l'aluminium devient questionnable. En cas de suspension de ces derniers, il est probable que ses volumes se reportent sur leur marché historique, de l'autre côté des Grands Lacs.

Et si notre plan C était finalement notre plan A ?

La tentation d'un retour de l'aluminium russe sur les marchés grandit. Et pour cause, le marché européen craint la deuxième lame qui viendrait définitivement amputer l'offre : la possibilité d'une crise énergétique. La production d'aluminium est en effet prodigieusement énergivore : Aluminium Dunkerque, l'un des deux *smelters* français, consomme à lui seul 1% de la production d'électricité française.

Déjà fragilisé par ce qui deviendra la décennie des crises, l'industrie européenne retient donc son souffle, une crise de l'offre pouvant bien cacher une nouvelle crise de la demande.

Guillaume STECHMANN

L'aluminium frôle les records de 2022



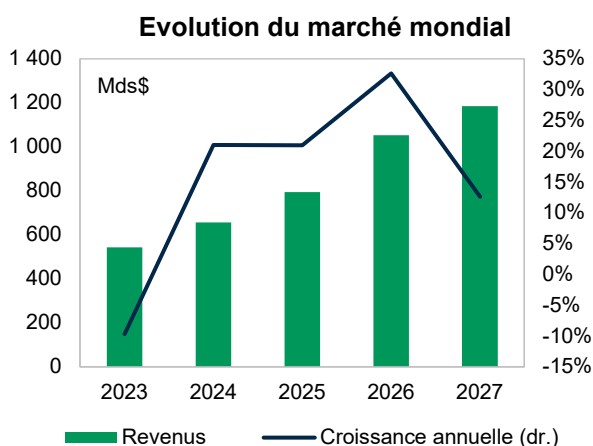
Semi-conducteurs – Une chaîne de valeur sous pression ou quand la géopolitique s'en mêle

Le secteur des semi-conducteurs fait face à une pénurie de puces mémoires qui perdure depuis début 2025, une conséquence directe des besoins colossaux de l'intelligence artificielle (IA). L'impact du conflit au Moyen-Orient n'est pas encore perceptible.

Malgré la pénurie des puces mémoires depuis le premier trimestre 2025, les revenus mondiaux du secteur ont atteint 793 milliards de dollars en 2025, en hausse de 21% par rapport à 2024. La demande toujours croissante des puces dédiées aux besoins des *data centers* IA – processeurs graphiques ou GPU (*Graphics Processing Unit*) et autres accélérateurs d'IA, ainsi que les mémoires DRAM à large bande passante ou HBM (*High Bandwidth Memory*) – en est le principal moteur.

Une forte hausse du prix moyen unitaire de vente des PC et téléphones mobiles est anticipée en 2026, à 17,5% et 18,8% respectivement par rapport à 2025.

La croissance du secteur est tirée par l'IA et se fait au détriment des puces mémoires plus courantes, DRAM et NAND classiques. Le top 3 des fabricants DRAM – Samsung Electronics, SK Hynix, Micron Technology – concentre 92% des revenus DRAM en 2025. Face à une demande exponentielle tirée par les besoins spécifiques de l'IA, ces acteurs ont privilégié la fabrication de mémoires HBM. Cette catégorie de mémoires génère des revenus plus élevés, bien que produites en volume inférieur à celui des DRAM.



Sources : Gartner (déc. 2025), Crédit Agricole S.A./ECO

Ces acteurs ont ainsi privilégié la production des mémoires HBM sur les lignes de fabrication existantes des puces DRAM et NAND classiques. Il en résulte un déséquilibre entre l'offre et la demande de ces puces qui se répercute directement sur les prix des terminaux, tels que les smartphones et les PC. Les

prévisions anticipent une forte hausse en 2026 du prix moyen unitaire de vente ou ASP (*Average Selling Price*) des PC et des téléphones mobiles à, respectivement, 17,5% et à 18,8% par rapport à 2025 en dollar constant. Cela se traduit par un ralentissement des dépenses affectées à ces deux catégories de terminaux en 2026 à, respectivement, 2,7% et 7,3% par rapport à 2025 en dollar constant.

L'industrie est cyclique, mais les besoins accrus de l'IA prolongent ce bas de cycle dont les effets se répercutent sur les prix des équipements terminaux. Aucune amélioration n'est anticipée avant le second semestre 2027.

Le secteur est exposé aux conséquences du conflit au Moyen-Orient. La chaîne de valeur des semi-conducteurs, très fragmentée et globale, comporte plusieurs points de vulnérabilité. La fabrication des semi-conducteurs, localisée à près de 90% en Asie, en concentre un certain nombre avec l'utilisation de nombreux matériaux, produits chimiques et autres gaz industriels, tels que l'hélium. L'hélium est un gaz non substituable et indispensable à la fabrication des puces, notamment pour le refroidissement des plaques de silicium et des équipements de lithographie.

La production mondiale d'hélium est concentrée à 85% entre trois pays majeurs – États-Unis, Qatar et Russie. En 2025, le Qatar en a produit plus d'un tiers et les États-Unis 43%. **Les pays asiatiques dépendent fortement du Qatar pour l'approvisionnement en hélium qui transite par le détroit d'Ormuz. À ce stade, l'impact du conflit n'est pas perceptible.** Les acteurs majeurs de la fabrication en Asie – TSMC, Samsung, SK Hynix – annoncent des stocks suffisants – notamment d'hélium – entre trois et six mois. L'ampleur de l'impact dépendra de la durée de ce conflit.



Marché mondial des semi-conducteurs

2025	793 Mds\$
2026	1 052 Mds\$

Rabindra RENGARADJALOU

Transport maritime – Les flux d'énergie pris en otage

Le blocage du détroit d'Ormuz ébranle la logistique maritime mondiale avec des impacts haussiers sur les prix de transport, très contrastés selon les segments. Les tankers et navires gaziers sont en première ligne.

Après un mois de frappes américano-israéliennes et de ripostes iraniennes calibrées, **Téhéran contrôle de facto le détroit d'Ormuz** qui voit d'ordinaire passer environ un tiers du trafic mondial de pétrole et dérivés, 20% de celui du GNL et d'autres exportations critiques. L'Iran impose un blocage sélectif, autorisant au compte-gouttes, le long de ses côtes, les transits de navires dûment négociés avec des pays considérés comme « non hostiles » (Inde, Pakistan, Chine...), en plus de ses propres exportations de pétrole et importations alimentaires. Plus d'un millier de navires hauturiers sont piégés dans la nasse du Golfe.

Des alternatives logistiques contournant le détroit ont été mises en place via les ports saoudiens sur la mer Rouge (Yanbu, port pétrolier ; Jeddah, point d'entrée de corridors terrestres pour les conteneurs) et de ports émirati ou omanais débouchant vers la mer d'Arabie. Ces ports aux capacités limitées ne sont pas à l'abri des frappes iraniennes, ni de la menace des Houthis, intervenant désormais aux côtés de Téhéran.

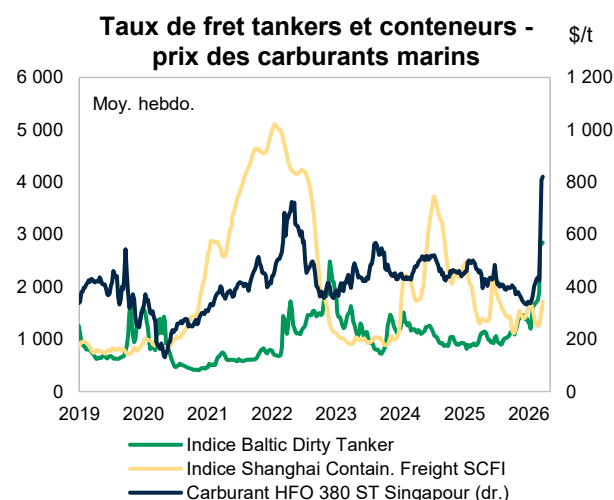
La crise soutient temporairement un marché du conteneur en proie aux surcapacités.

La flambée des primes d'assurance dans les zones à risque et le renchérissement généralisé des carburants maritimes (en particulier à Singapour, premier *hub* d'approvisionnement mondial où des risques de pénurie ont été évoqués) affectent tous les types de navires, avec répercussions sur les prix de transport.

La crise bouleverse avant tout les trafics énergétiques mondiaux et profite aux armateurs, avec une forte volatilité en vue. La désorganisation logistique, le reroutage des navires en quête de sources d'approvisionnement et l'allongement des voyages provoquent des tensions sur l'offre de transport, et une envolée historique des taux de fret des tankers, déjà soutenus avant la crise par les sanctions sur la flotte fantôme, et de ceux des méthaniers. L'inaccessibilité prolongée des sources majeures de cargaisons du Golfe pourrait toutefois faire basculer ces marchés en suroffre, entraînant une rechute des frets. En cas de déblocage, la reconstitution des stocks des importateurs susciterait à l'inverse une demande renforcée de navires. D'autres initiatives américaines temporaires – autorisation de livraison du pétrole russe ou iranien déjà en mer,

suspension du *Jones Act* autorisant les navires étrangers à assurer les trafics de cabotage normalement réservés aux navires américains – auront des effets antagonistes et incertains sur le transport.

Le conteneur est moins affecté par la crise dans l'immédiat. Les perturbations logistiques soutiennent temporairement un marché en proie aux surcapacités. Les trafics du Golfe ne pèsent que 3% des volumes mondiaux et emploient 10% des capacités mondiales. Les conteneurs reroutés surchargent les ports voisins du Golfe, sans entraîner de congestion portuaire majeure en Asie ou en Europe. Sauf exception, les quelques services qui réempruntaient la mer Rouge sont rebasculés sur la route contournant l'Afrique, allongeant les voyages et allégeant les surcapacités. Au total, les taux de fret remontent sur plusieurs routes dont l'Asie-Europe.



Sources : Datastream, Baltic Exch., Crédit Agricole S.A. Shanghai Ship. Exchange

Le conflit au Moyen-Orient et l'annulation des droits de douane « réciproques » par la Cour suprême américaine, partiellement compensée par de nouveaux droits temporaires, pourraient susciter des vagues limitées d'importations anticipées. **En cas de crise prolongée, une résurgence de l'inflation voire des baisses de production de biens dépendant des exportations du Golfe risquent plus sûrement de peser sur le trafic mondial.**

Bertrand GAVAUDAN



MARCHÉS

Politique monétaire – Des actions préemptives

Taux d'intérêt – Un peu plus hauts, surtout plus plats

Taux de change – Entre termes de l'échange et rendements

Politique monétaire – Des actions préemptives

Les banques centrales devraient prendre les devants afin d'éviter que l'inflation énergétique subie très en amont ne s'amplifie et ne s'installe durablement. Disposées à agir tôt pour que les anticipations d'inflation ne décrochent, elles entreprendraient ainsi des actions préemptives. Aux États-Unis, un scénario de pause monétaire remplace l'assouplissement espéré par les marchés. Dans la zone euro, un resserrement précoce et bref se substitue à la stabilité auparavant anticipée des taux directeurs.

RÉSERVE FÉDÉRALE : SCENARIO INCHANGÉ, MALGRÉ LE CONFLIT AU MOYEN-ORIENT

Malgré le choc historique des prix du pétrole provoqué par le conflit au Moyen-Orient, notre scénario central pour la Fed reste inchangé. La Fed devrait rester sur pause pendant toute l'année 2026 qu'elle terminerait en laissant la borne supérieure de 3,75%, avant de procéder à une dernière baisse au deuxième trimestre 2027. Celle-ci serait permise par le ralentissement alors plus marqué de l'inflation et se traduirait par un taux cible terminal de 3,50% pour la borne supérieure.

La Fed devrait rester sur pause pendant toute l'année 2026.

Le maintien de nos prévisions s'explique en grande partie par notre posture beaucoup plus agressive en début d'année. L'évolution brutale des prix de marché au cours des toutes dernières semaines les fait converger vers notre scénario existant. Considérant que l'économie américaine est désormais moins vulnérable à un choc pétrolier, mais que l'inflation sous-jacente pourrait rester contenue à (voire légèrement sous) 3% avant de baisser, de nouvelles hausses constituent un scénario purement hypothétique : le scénario le plus probable reste, pour

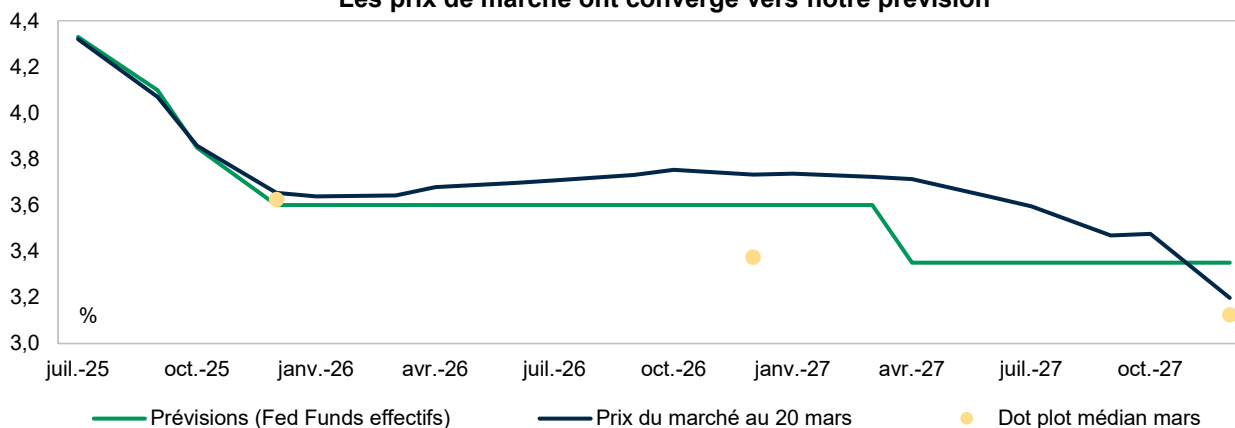
l'instant, celui d'un maintien de la pause, une pause durable.

Les risques entourant notre scénario central ont néanmoins considérablement évolué. Alors que les risques étaient clairement orientés à la baisse avec une forte probabilité d'avancer le calendrier de la prochaine baisse et/ou d'intégrer de nouvelles mesures d'assouplissement, les risques semblent désormais plus équilibrés. Ils seraient même orientés à la hausse, avec une possibilité non négligeable que la prochaine décision se traduise par un relèvement des taux.

Seule inconnue au tableau, la Fed aura un nouveau président après le 15 mai ; le calendrier exact reste à déterminer, car le blocage du sénateur Thom Tillis a retardé le processus de confirmation de Kevin Warsh. Il est tout à fait possible que K. Warsh s'essaie à une approche différente, prétextant que la Fed devrait se projeter au-delà d'un choc énergétique temporaire. Si rien ne permet d'affirmer avec certitude qu'il parviendra à convaincre les autres membres de la Fed des bienfaits de son approche, on ne peut actuellement l'exclure totalement.

Nicholas VAN NESS

Les prix de marché ont convergé vers notre prévision



Sources : Bloomberg, Réserve fédérale, CA CIB

BCE : VERS UN NOUVEAU CYCLE DE RESSERREMENT

Prévoir la politique monétaire de la BCE suppose d'avoir une vision raisonnable de l'évolution économique, en particulier de l'inflation sous-jacente. La croissance du PIB, le chômage et l'inflation globale ont également leur importance, mais sont moins immédiatement déterminants.

Dans le contexte actuel, les perspectives d'inflation sous-jacente sont conditionnées par les prix du gaz et il est difficile de prédire l'évolution de ces derniers au cours des douze prochains mois. Cela dépend avant tout de la durée de la fermeture du détroit d'Ormuz et, par conséquent, de celle du conflit au Moyen-Orient.

Dans le contexte actuel, les perspectives d'inflation sous-jacente dépendront fortement des prix du gaz.

Néanmoins, il nous faut proposer un scénario, même si sa probabilité de concrétisation est relativement faible. Divisons donc l'incertitude en trois questions :

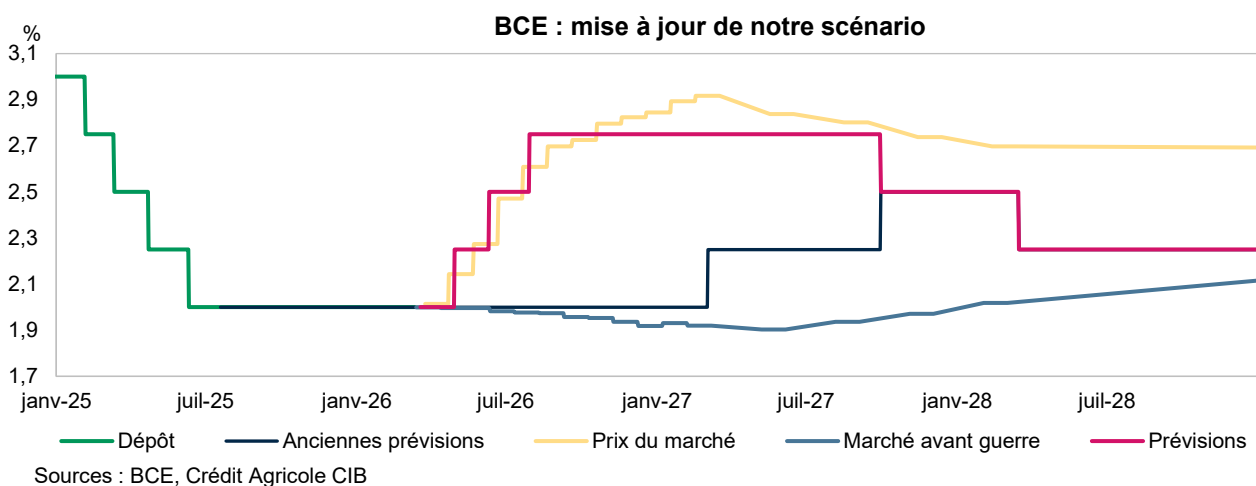
✓ **Quand la première hausse aura-t-elle lieu ?** Le marché anticipe actuellement une hausse en avril avec une probabilité de 70%. En principe, nous aurions fait valoir qu'il n'y a aucune raison de se précipiter. Pour l'instant, l'inflation sous-jacente est relativement faible et ne devrait augmenter que progressivement, contrairement à ce qui s'est passé en 2022. Cependant, si la BCE est certaine de devoir relever ses taux dans les prochains mois, il vaut mieux le faire immédiatement, afin d'obtenir des effets immédiats et garantir que les anticipations d'inflation restent ancrées. Dans ce contexte, nous nous retenons une première hausse en avril.

✓ **Quel devrait être le rythme des hausses ?** Dans presque tous les scénarios possibles, la flambée de l'inflation globale serait immédiate. Quant à l'inflation sous-jacente, le décalage dû aux effets de second tour devrait être comparable au décalage de transmission de la politique monétaire. Dans ce contexte, la BCE devrait agir relativement rapidement, dès qu'elle disposera de suffisamment d'informations. Par ailleurs, en supposant une résolution du blocus du détroit d'Ormuz d'ici juin – ce qui est intégré dans la plupart des scénarios « raisonnables » –, la BCE disposera de toutes les informations nécessaires d'ici la réunion de juin et sera en mesure d'agir en conséquence. Dans ce contexte, nous anticipons des hausses consécutives.

✓ **Quel devrait être le nombre de hausses ?** Sur la base de notre scénario d'inflation actuel, nous prévoyons au moins trois hausses de taux ; elles seraient concentrées et interviendraient en avril, en juin et en juillet. Après ces trois hausses, et sous réserve que les perspectives d'inflation ne se soient pas sensiblement détériorées, notre scénario suppose que la BCE marque une pause et mette fin à ses hausses. Si la situation se révèle pire que notre scénario actuel, la BCE pourrait alors ajuster sa politique en procédant à une hausse supplémentaire vers la fin de l'année.

En conséquence, notre scénario prévoit que la BCE terminera l'année avec un taux de dépôt à 2,75%, avec un risque de nouvelle hausse.

Louis HARREAU



BANQUE D'ANGLETERRE : « PRÊTE À AGIR »

Avant l'éclatement de la guerre au Moyen-Orient, une nouvelle baisse de taux en mars était considérée comme la plus probable par les marchés (en ligne avec notre scénario). Face à ce nouveau choc sur les prix de l'énergie, la BoE a décidé, à l'unanimité, de laisser son taux directeur inchangé à 3,75% à l'issue de sa réunion du 18 mars.

Elle prévoit désormais une inflation d'environ 3% au deuxième trimestre et 3,5% au troisième (contre 2,1% et 2% respectivement dans ses prévisions de février). Elle s'inquiète des risques d'effets de second tour sur la fixation des salaires et des prix dans un contexte d'anticipations d'inflation des ménages encore élevées. Bien qu'elle reconnaisse que la situation économique est différente de celle de 2022, elle craint qu'après les chocs d'offre successifs de ces dernières années, les ménages et les entreprises soient devenus plus sensibles à tout nouveau choc inflationniste et qu'un cercle vicieux dans la dynamique des salaires et des prix puisse se matérialiser. La BoE n'est d'ailleurs pas satisfaite d'une révision à la hausse des estimations des négociations salariales dans le secteur privé : celles-ci indiquent une hausse moyenne annuelle de 3,6% pour 2026, contre 3,4% estimés en février.

Simultanément, l'institution évoque le risque d'un affaiblissement de l'activité économique qui pourrait résulter de la hausse des prix de l'énergie. **L'output gap négatif devrait se creuser, mais la BoE semble minimiser les risques baissiers sur l'inflation par**

rapport aux risques haussiers. Les *minutes* notent que les risques se sont accrus dans les deux sens mais que « *les risques à la hausse semblaient s'être accrus de manière plus notable depuis février* ».

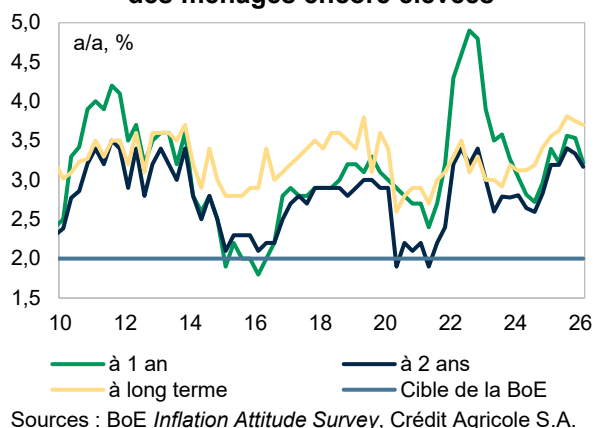
La BoE évoque le risque d'un affaiblissement de l'activité économique qui pourrait résulter de la hausse des prix de l'énergie.

Notre scénario retient désormais une hausse de taux d'un quart de point (25 points de base) au deuxième trimestre 2026 (le taux directeur passant de 3,75 % actuellement à 4%), suivie par le *statu quo* jusqu'à la fin de l'année. Cette seule et unique hausse de taux se justifie par la volonté d'ancrer les anticipations d'inflation et d'éviter une nouvelle augmentation des accords salariaux.

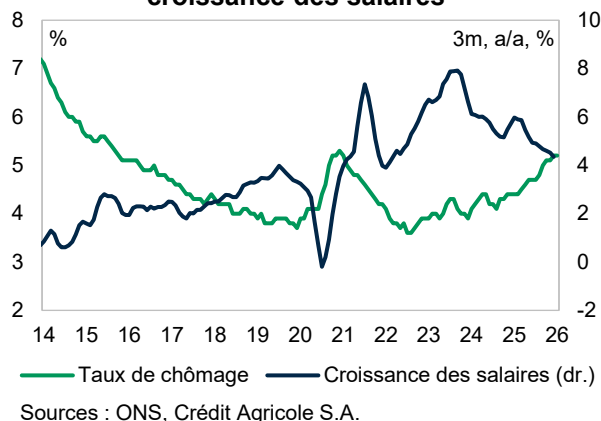
Cependant, nous sommes beaucoup moins *hawkish* que les marchés qui tablent à présent sur 2,5 hausses de taux cette année. En effet, la faiblesse de la demande et la hausse du taux de chômage devraient empêcher la BoE de relever les taux trop agressivement. Pour 2027, à mesure que la croissance restera inférieure à son potentiel et que l'inflation se normalisera, notre scénario incorpore trois baisses de taux qui ramèneraient le taux directeur à 3,25%.

Slavena NAZAROVA

R-U : anticipations d'inflation des ménages encore élevées



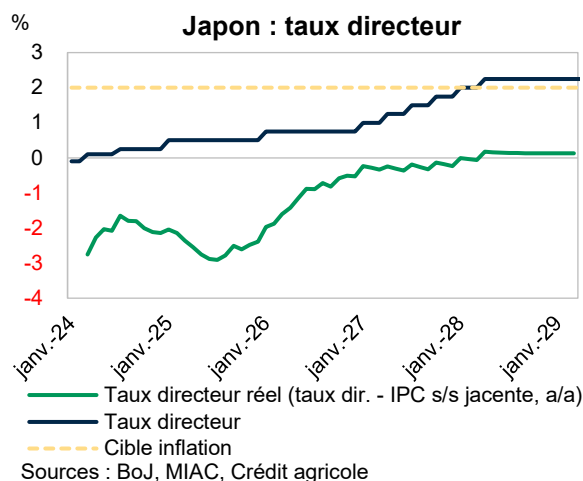
R-U : taux de chômage et croissance des salaires



BANQUE DU JAPON : UN CYCLE DE HAUSSE VERS UN TAUX D'INTÉRÊT NEUTRE DÉBUTERAIT À PARTIR DE FIN 2026

La Banque du Japon (BoJ) est investie d'un double mandat visant à assurer à la fois une forte croissance économique et la stabilité des prix. La demande intérieure japonaise demeure faible en raison de pressions structurelles de stagnation, comme l'atteste le taux d'épargne des entreprises anormalement élevé. Des pressions à la baisse émanent du ralentissement économique mondial, notamment en raison des droits de douane imposés par le président américain et de la hausse des prix du pétrole brut. L'inflation hors produits frais et énergie devrait temporairement ralentir du fait de la faiblesse de la demande intérieure. Parallèlement, la hausse des salaires, consécutive au ralentissement de l'inflation, devrait progressivement stimuler la demande intérieure.

Les moteurs de la relance, que sont la politique budgétaire active et une politique monétaire accommodante, ont considérablement accru le PIB nominal. Toutefois, la croissance du PIB nominal devrait temporairement ralentir en raison des hausses de taux prématurées de la BoJ et du ralentissement économique mondial.



La demande intérieure nette de fonds (taux d'épargne des entreprises + solde budgétaire) se redresse, et la dynamique de relance fait grimper le PIB nominal. La promotion par le gouvernement Takaichi de finances publiques proactives, au travers des investissements stratégiques de croissance dans le cadre de partenariats public-privé, devrait redynamiser la demande intérieure. L'augmentation des dépenses des entreprises devrait entraîner une baisse du taux d'épargne des entreprises. Combinée à une politique budgétaire expansionniste, cette évolution relancerait la demande intérieure nette de

fonds et permettrait de sortir complètement de la stagnation déflationniste structurelle.

La reprise du cycle d'investissement en capital contribuerait à ramener le taux d'épargne des entreprises à un niveau négatif normal. À mesure que la baisse du taux d'épargne des entreprises rattrapera le cycle d'investissement en capital, les salaires augmenteront plus fortement. L'attention de l'économie, des politiques, des entreprises et des marchés se déplacera progressivement de la demande extérieure vers la demande intérieure.

La promotion par le gouvernement Takaichi de finances publiques proactives devrait redynamiser la demande intérieure.

Les trois hausses de taux en 2024 et 2025 ont retardé la reprise de la demande intérieure. Avec le passage du gouvernement Ishiba, axé sur l'austérité, au gouvernement Takaichi, l'accent s'est davantage porté sur la priorité absolue du gouvernement : sortir de la déflation structurelle et de la stagnation grâce à une politique économique de forte pression, coordonnée avec une politique budgétaire agressive. Le gouvernement a *de facto* imposé un double mandat à la BoJ, visant à atteindre à la fois une forte croissance économique et la stabilité des prix. Après le relèvement des taux à 0,75%, les hausses de taux devraient être suspendues pendant un an, dans le cadre de cette politique économique de haute pression.

À partir de fin 2026, si la baisse régulière du taux d'épargne des entreprises est confirmée, la BoJ devrait démarrer un cycle de hausses des taux à grande échelle vers un taux neutre. Ce cycle suppose que soient confirmées les perspectives de reprise de la demande domestique, notamment la hausse des salaires et l'inflation, grâce à la mise en œuvre d'une politique économique volontariste.

La BoJ relèverait ses taux de 25 points de base chaque trimestre, le taux directeur devant atteindre 2,25% d'ici 2028. En augmentant les taux parallèlement à la hausse de l'inflation, le taux directeur réel serait maintenu proche de 0%, ce qui favoriserait un passage en territoire négatif du taux d'épargne des entreprises, en raison de l'expansion des investissements. L'objectif serait de ramener le taux directeur réel à un niveau légèrement positif par rapport à l'objectif d'inflation de 2%.

Ken MATSUMOTO – Takuji AIDA

Taux d'intérêt – Un peu plus hauts, surtout plus plats

Montée des prix du pétrole, inflation énergétique dès à présent visible, scénario de stratégie monétaire « préemptive » quitte à mordre sur la croissance : la nouvelle trajectoire des taux directeurs s'accompagne d'un scénario de hausses contenues des taux d'intérêt et de net aplatissement de la courbe par la partie courte.

ÉTATS-UNIS : LES TAUX RÉÉVALUENT LA TRAJECTOIRE DE LA POLITIQUE DE LA FED

Le conflit au Moyen-Orient fait planer l'incertitude sur les perspectives des taux américains. Une forte volatilité secoue le marché des taux depuis le début du conflit iranien, qui ne laisse entrevoir aucune issue rapide. Alors que les espoirs d'assouplissement de la Fed cette année s'amointrissent face au renchérissement de l'énergie, notre scénario penche en faveur d'une légère hausse des taux et d'un aplatissement de la courbe.

Les marchés n'envisagent plus de baisses de taux d'ici la fin de l'année, contre plus de 60 points de base avant le conflit, sachant que l'inflation reste largement supérieure à 2,0% et que le conflit iranien assombrit encore les perspectives. Comment la Fed peut-elle réagir face à la flambée des prix du pétrole et à la détérioration potentielle du marché du travail ? Concrètement, comment la Fed va-t-elle gérer les tensions entre les deux volets de son mandat ? Selon nous, la Fed – au sens large – devrait mettre davantage l'accent sur le volet inflation de son mandat, dans l'attente d'une nouvelle confirmation des conditions du marché du travail.

Les nouveaux points (dot plots) pour 2026 (réunion du FOMC – *Federal Open Market Committee* – du 18 mars) **sont moins dispersés que ceux de la réunion de décembre 2025,** le gouverneur Stephen Miran faisant une nouvelle fois cavalier seul en s'orientant à la baisse. Plus compacts, les points pour 2026 suggèrent que les membres du FOMC sont moins nombreux à pencher pour un assouplissement supplémentaire cette année. Le point à plus long terme a progressé de 0,125%, passant de 3,0% à 3,125%. Cette hausse du taux médian à long terme est

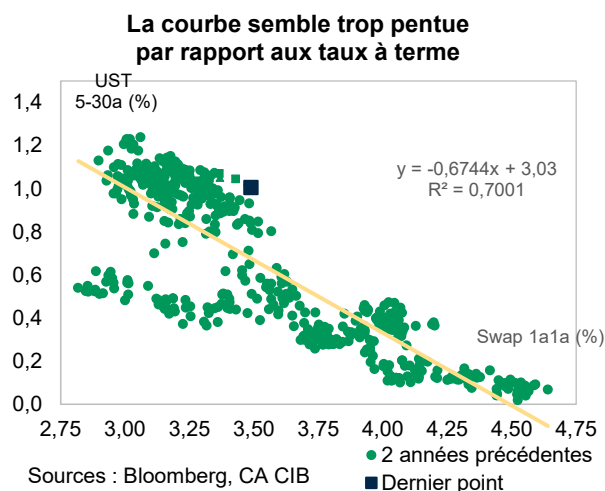
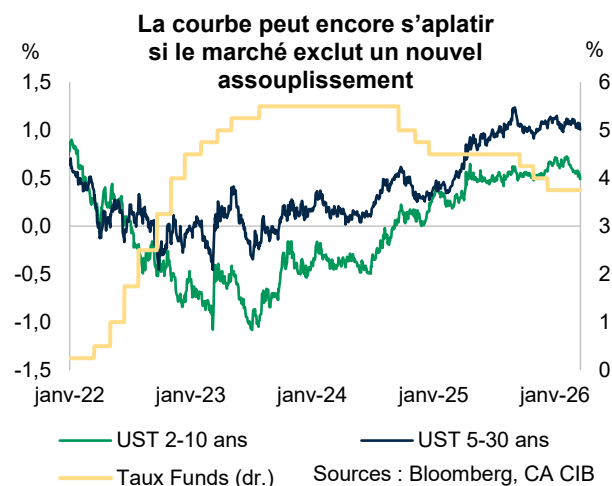
intervenue alors que la Fed, dans son résumé des projections économiques de mars 2026, a également revu à la hausse la croissance à long terme (à 2 % contre 1,8% lors des prévisions de décembre) mais laissé l'inflation (PCE) inchangée (à 2%).

Sur la partie courte, le rendement des bons du Trésor à deux ans devrait se négocier à un niveau élevé de 3,00%, sans baisses de taux du côté de la Fed dans nos prévisions macro-économiques pour 2026, alors que les marchés tablent sur un report et des baisses de taux moins importantes que prévu. La montée des prix du pétrole a incité les investisseurs à revoir à la hausse la trajectoire des taux directeurs, même après la publication d'un rapport sur l'emploi, hors secteur agricole, bien plus faible que prévu en février.

Alors que les espoirs d'assouplissement de la Fed cette année s'amointrissent face au renchérissement de l'énergie, notre scénario penche en faveur d'une légère hausse des taux et d'un aplatissement de la courbe.

La prime de terme des obligations du Trésor a rebondi après avoir atteint son plus bas fin février, tandis que les taux augmentent dans un contexte de hausse des anticipations d'inflation. Le marché réévalue la trajectoire des taux directeurs et cherche des moyens de compenser l'inflation sur fond de volatilité des prix du pétrole, justifiant cette hausse des primes de terme.

Alors que les marchés recalibrent leur scénario monétaire, différant tout en les diminuant les baisses



de taux attendues de la part de la Fed, le taux à dix ans devrait ressortir à 4,55% d'ici la fin de l'année.

La courbe pourrait s'aplatir d'ici fin 2026 et au premier semestre 2027, le marché n'anticipant plus autant de baisses de taux. Malgré le récent aplatissement, la courbe cinq ans-trente ans semble pentue par rapport aux taux à terme, comme le swap un an dans un an. Le rendement à trente ans grimpe également dans nos prévisions, mais peine à dépasser les 5,00%, grâce à la demande pour les obligations à durée longue. Le démembrement des bons du Trésor et des obligations reste stable depuis mi-2025. Les gains réguliers des actions renforcent le statut de capitalisation des régimes de retraite, l'indice *Milliman 100 Pension Funding*⁴ ayant atteint un niveau record

de 109% cette année, entraînant des arbitrages, à l'instar de l'allocation d'actifs des actions vers les obligations.

Les swap spreads ont évolué dans une fourchette large cette année, tout comme la volatilité et la courbe. Malgré la corrélation toujours négative des *spreads* à long terme avec la volatilité des taux, ceux-ci sont devenus positivement corrélés à la courbe. Les *swap spreads* se sont légèrement élargis, autrement dit, les bons du Trésor surperforment, selon nos prévisions, grâce à des réglementations favorables au marché et à l'expansion du bilan de la Fed.

Alex LI

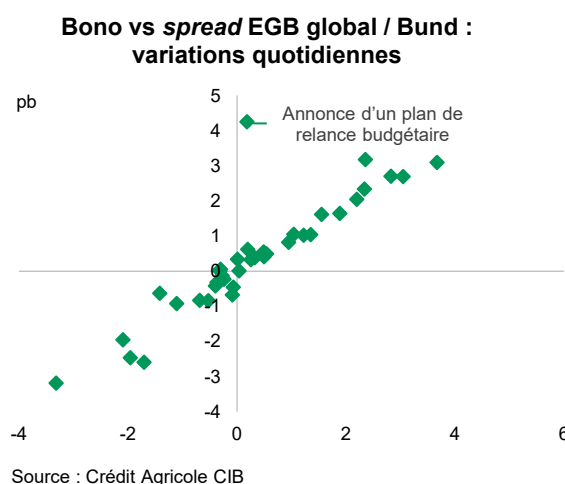
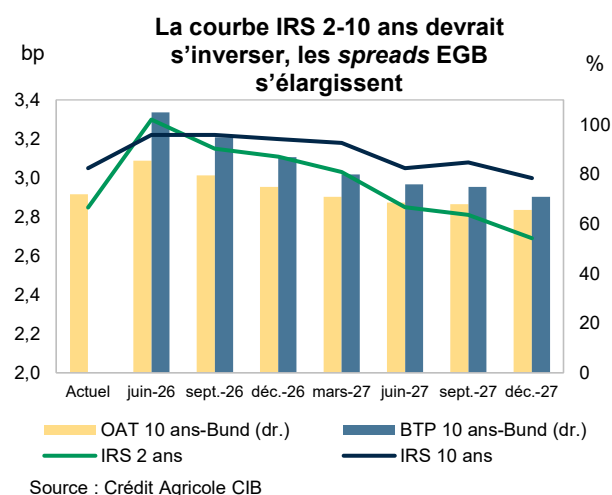
EUROPE : UNE HAUSSE RAPIDE, UN PIVOT ENCORE PLUS RAPIDE

Notre nouvelle prévision pour la BCE propulse le taux de dépôt 25 points de base (pb) au-dessus de la borne supérieure des taux neutres d'ici le mois de juillet. Ce retour rapide en territoire restrictif survient alors que la zone euro commençait à peine à renouer avec la croissance, avant d'être mise à mal par les retombées économiques du conflit iranien. Notre scénario pour les taux s'articule autour d'une idée centrale : la réponse rapide de la BCE devrait permettre de contenir le risque de désancrage des anticipations d'inflation avant qu'il ne prenne de l'ampleur. Une telle stratégie « préemptive » permettrait un ajustement rapide de la politique monétaire une fois la détérioration de la croissance actée.

L'évolution des taux swap européens s'inscrit ainsi dans un calendrier serré. En l'espace de quelques mois, le marché devrait osciller entre craintes inflationnistes, mesures prises par la BCE et inquiétudes liées à la croissance, notre scénario de base tablant sur une stabilisation des prix de l'énergie

et sur un début de ralentissement vers mai-juin 2026. **Nos prévisions se déclinent donc en deux temps forts.** Durant la première phase, essentiellement au **deuxième trimestre 2026, on observera un net aplatissement de la courbe par sa partie courte**, car les marchés devraient intégrer un cycle de resserrement prolongé portant le taux *swap* deux ans vers 3,30%. La réaction rapide de la BCE devrait cependant contribuer à contenir la réévaluation sur la partie courte, la pente deux ans-cinq ans absorbant les tensions du marché par une inversion plus marquée (-10 pb), contribuant mécaniquement à l'inversion du segment dix ans-trente ans dans la foulée.

Au troisième trimestre 2026, à la faveur de l'atténuation des pressions inflationnistes, les marchés devraient se détendre ce qui déclencherait la deuxième phase. L'attention devrait se porter à ce stade sur la détérioration de la croissance, les marchés anticipant une prochaine baisse des taux du côté de la BCE. Une baisse des taux portée par la partie intermédiaire de la courbe des taux est à attendre,



⁴ L'indice *Milliman 100 Pension Funding* est un indicateur financier qui mesure le niveau de financement des régimes de retraite à

prestations définies des 100 plus grandes entreprises américaines disposant de tels régimes.

avec une pentification par la partie courte, les marchés anticipant la première baisse de taux, attendue en septembre 2027.

Malgré la dynamique baissière, **les swaps dix ans resteront ancrés autour des 3%**, lestés par les déséquilibres persistants entre l'offre et la demande pour la durée, qui se traduiront par l'introduction d'une prime de terme réelle.

Les gouvernements n'ont plus beaucoup de marge de manœuvre pour déployer des mesures de soutien visant à atténuer l'impact de la hausse des prix de l'énergie et toute détérioration des indicateurs de soutenabilité de la dette se traduira rapidement par une hausse des *spreads*, ce qui contraste fortement avec la dynamique de 2025. Du côté des titres souverains, le creusement des déficits primaires, la hausse des taux de repo et la détérioration des rendements attendus vont alimenter la sous-performance des obligations par rapport aux *swaps* et l'accentuation de la pente des courbes de crédit, y compris en Allemagne.

Les inquiétudes quant à la croissance ou aux déficits se traduiront par l'élargissement des spreads de crédit.

La dynamique de la demande obligataire s'oriente vers une réduction de la durée pour le reste de l'année. L'aplatissement des courbes et la hausse des rendements réduisent les entrées de capitaux de l'assurance-vie, étant donné que les liquidités deviennent une alternative séduisante, ce qui réduit légèrement la demande pour les EGB. Les fonds de pension à prestations définies devraient partiellement compenser cette situation, étant donné que leurs ratios de couverture cibles augmentent, tandis que les

investisseurs sensibles aux prix vont probablement réduire leur exposition au crédit et à la durée.

Du côté de l'offre, nous n'anticipons pas de contre-mesures budgétaires généralisées, étant donné la marge de manœuvre limitée sur les budgets. Les inquiétudes quant à la croissance ou aux déficits se traduiront par l'élargissement des *spreads* de crédit, ce qui entraînera le recalibrage rapide des primes de risque pour les émetteurs qui déploieraient un soutien budgétaire démesuré par rapport à leurs déficits ou à leurs ratios dette/PIB. La dépendance des pays européens vis-à-vis de l'énergie du Moyen-Orient crée un risque idiosyncratique, l'Italie étant considérée comme particulièrement exposée.

Les spreads des EGB resteront directionnels dans le cycle de resserrement, évoluant dans le droit fil de la perception du risque. Le *spread* dix ans BTP-Bund devrait atteindre 105 pb d'ici juin, et le *spread* OAT-Bund 85 pb. Une fois que la BCE aura négocié son changement de cap monétaire, les *spreads* entre EGB devraient se resserrer, même si un reliquat de volatilité risque de limiter l'ampleur du resserrement. La monétisation des primes de risque devrait reprendre sur la partie courte avant de s'étendre aux échéances plus longues, compte tenu de l'accentuation haussière de la pente des courbes de crédit, pour autant que les risques politiques restent contenus.

Les élections présidentielles françaises de 2027 marqueront un moment de vérité pour les OAT, avec probablement des pressions dès le troisième trimestre 2026. L'écart entre les OAT et les Bunds ne devrait toutefois pas se creuser au-delà des 20 pb à cette occasion.

Guillaume MARTIN

Taux de change – Entre termes de l'échange et rendements

Le conflit au Moyen-Orient s'est immédiatement traduit par une baisse des actifs risqués et une appréciation du dollar. Confrontées à des chocs différents sur les termes de l'échange, sur les prix, dotées de sensibilités différentes au risque d'inflation, les banques centrales réagiront différemment. La vigilance prévue de la BCE pourrait ainsi soutenir l'euro au-delà de ce qui était préalablement anticipé.

PAYS DÉVELOPPÉS : L'IMPACT DU CONFLIT AU MOYEN-ORIENT SUR NOS PRÉVISIONS

Le conflit au Moyen-Orient a déjà eu un impact profond sur les prix mondiaux de l'énergie et va continuer d'impacter sensiblement les perspectives économiques mondiales et les banques centrales. Au-delà de la correction immédiate des actifs risqués et de l'appréciation du dollar américain, deux conséquences majeures du conflit se profilent, susceptibles de modifier les perspectives du marché des changes du G10 et justifiant une révision de nos prévisions :

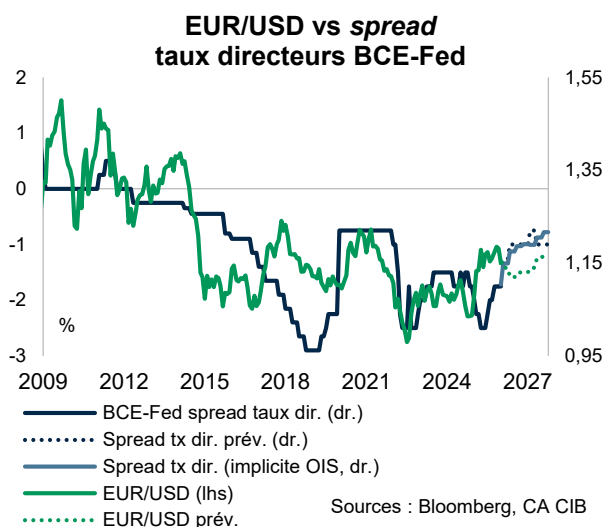
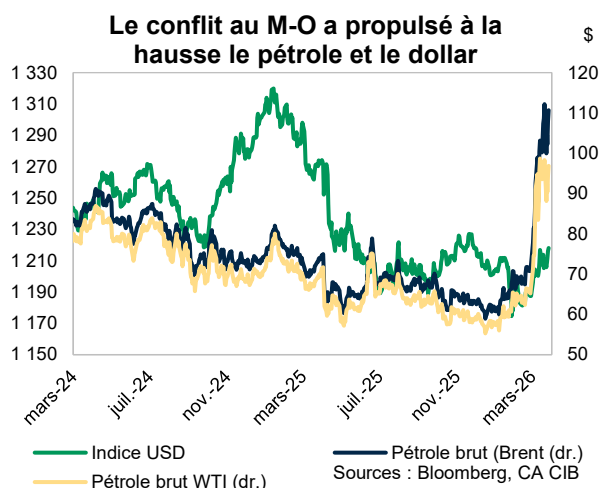
- ✓ Le conflit pourrait entraîner un choc d'offre sur les termes de l'échange des matières premières, ce qui devrait être négatif pour les importateurs nets d'énergie du G10 comme la zone euro, le Royaume-Uni et le Japon, et positif pour les exportateurs d'énergie comme les États-Unis, le Canada, la Norvège et l'Australie.
- ✓ Nous anticipons que les banques centrales du G10 réagiront différemment aux risques croissants de stagflation auxquels elles font face, en fonction de la résilience de leurs économies, de la marge de manœuvre budgétaire et des niveaux actuels des taux directeurs.
- ✓ La BCE devrait accélérer ses relèvements de taux, tandis que la Fed pourrait être plus patiente. La Banque centrale australienne (RBA) pourrait émerger comme l'une des banques centrales du G10 les plus restrictives, tandis que la BoE pourrait avoir du mal à satisfaire les attentes très restrictives du marché.

- ✓ La Banque centrale suisse (SNB) est très loin d'un basculement restrictif, car elle a récemment dû renforcer sa ligne de défense contre la vigueur du franc suisse, dans un contexte d'aversion au risque et de pressions inflationnistes domestiques généralement modérées. La BoJ bascule vers une posture restrictive en équilibrant les risques haussiers sur l'inflation et baissiers sur la croissance.

Les relèvements de taux proactifs de la BCE devraient prévenir une vente d'euros cette année. Les surprises potentiellement accommodantes de la BoE pourraient pénaliser la livre sterling. **Nous révisons à la hausse nos prévisions euro contre dollar et contre livre sterling pour les six à neuf prochains mois**, tandis que nous maintenons notre vision à long terme. En conséquence, nous anticipons désormais l'euro contre le dollar à 1,13 au quatrième trimestre 2026 et 1,17 au quatrième trimestre 2027. Nous anticipons également l'euro contre la livre sterling à 0,86 au quatrième trimestre 2026 et 0,84 au quatrième trimestre 2027.

Les banques centrales du G10 réagiront différemment aux risques croissants de stagflation auxquels elles font face.

À la faveur de prix du pétrole plus élevés, la vision du marché s'est alignée sur la nôtre, c'est-à-dire celle d'une absence de nouvelles baisses de taux de la Fed en 2026. Nous avançons donc notre prévision du



pic dollar contre yen du second semestre 2026 au deuxième trimestre 2026. Le conflit au Moyen-Orient signifie probablement des prix du pétrole structurellement plus élevés, **nous révisons donc également à la hausse nos prévisions dollar contre yen pour 2027**. Des signaux verbaux et/ou des interventions directes plafonneraient probablement le dollar autour de 160 par rapport au yen. Les

incertitudes accrues sur la scène mondiale, modèrent nos attentes de refroidissement du franc suisse tout au long de l'horizon de prévision, tandis que la politique monétaire plus accommodante de la SNB devrait toujours faire du franc suisse un financeur attrayant.

Valentin MARINOV

PAYS ÉMERGENTS : UNE SUCCESSION DE DÉFIS

En janvier et février, l'optimisme ambiant sur les marchés émergents a alimenté les flux de capitaux vers ces derniers. Les devises des marchés émergents se sont appréciées face au dollar américain. À partir de fin février, cet optimisme s'est heurté à l'incertitude engendrée par la guerre au Moyen-Orient. Les flux de capitaux ont quitté les marchés émergents et les devises de ces derniers se sont affaiblies.

Le pétrole : principal facteur de différenciation

Le sort des devises des marchés émergents dépendra en grande partie du Moyen-Orient et notamment de la durée du conflit. En termes d'impact de la guerre sur les marchés émergents, le pétrole est le facteur le plus important. Tout d'abord, il s'agit du détroit d'Ormuz. Avant la guerre, environ 90% du pétrole transitant par Ormuz était destiné à l'Asie (en particulier la Chine, l'Inde, la Corée du Sud et le Japon). Si la guerre devait se prolonger, les tensions liées à l'approvisionnement en carburant s'intensifieraient dans cette région.

Cependant, au-delà des flux, il s'agit aussi une question de prix. **Le prix du pétrole a bondi d'environ 40% depuis fin février**. L'impact est donc bien plus large que celui subi uniquement par les pays victimes du blocus d'Ormuz. Et ce d'autant plus que la hausse des coûts de l'énergie aura des répercussions sur d'autres prix, tels que ceux des denrées alimentaires ou des engrais (une grande partie d'entre eux transitant également par Ormuz). Ainsi, les pays les moins développés, où le poids du pétrole et des

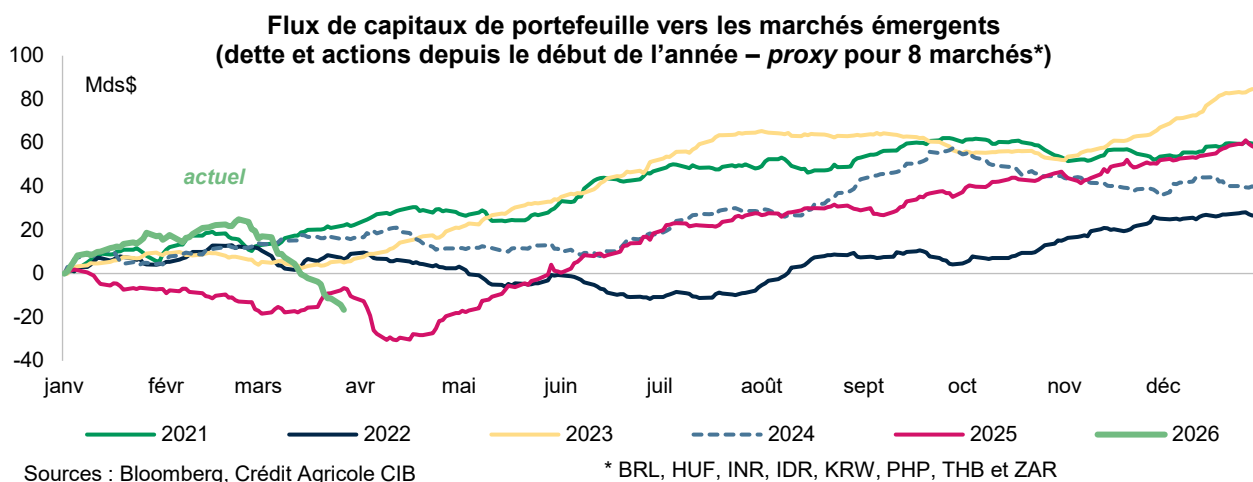
denrées alimentaires dans le panier de consommation est plus élevé, vont souffrir, et leurs devises ont subi, ou vont subir, des pressions (notamment par exemple les roupies indienne et indonésienne, le peso philippin et la livre égyptienne). Pour les exportateurs de métaux, le choc sur les termes de l'échange est aggravé par la baisse des prix des métaux (notamment le rand sud-africain, le peso chilien et le sol péruvien).

Le pétrole reste toutefois le facteur déterminant. **Il est intéressant de noter que l'ampleur de la dépréciation des principales devises des marchés émergents en mars a été plutôt proportionnelle au niveau des exportations nettes de carburant de chaque pays (en pourcentage du PIB)**. Le Chili, la Hongrie, l'Afrique du Sud, la Pologne, la Corée, la Thaïlande et les Philippines, qui comptent parmi les plus grands importateurs nets de carburant, ont vu leurs devises s'affaiblir. En revanche, la Colombie, l'Indonésie ou la Malaisie, qui sont des exportateurs nets de carburant, ont moins souffert que leurs homologues régionaux sur le marché des changes.

Pas de panique

La présence d'un facteur « rationnel » expliquant la réaction du marché suggère que celui-ci a gardé la tête froide et n'a pas, en mars, cédé à la panique.

Mais que va-t-il se passer ensuite ? **La situation reste extrêmement instable. Pour nos prévisions sur les devises des marchés émergents, nous retenons un scénario de base dans lequel le prix du Brent se**



stabilise en moyenne entre 100 et 110 dollars par baril au deuxième trimestre, avec une réouverture partielle du détroit d'Ormuz. On peut invoquer diverses raisons, notamment le fait que les États-Unis et l'Iran finissent par être incités à se calmer en raison de l'épuisement de leurs équipements militaires respectifs, que le président Trump prépare les élections de mi-mandat et essaie de limiter la perception de l'inflation aux États-Unis, que la Chine s'efforce de préserver son accès au pétrole du Moyen-Orient) Nous tablons ensuite sur une baisse progressive des prix du pétrole, le Brent finissant toutefois par se stabiliser à un niveau supérieur de 25% à 30% à celui d'avant la guerre (il ne s'agit donc pas d'un retour complet à la normale).

Les pays les moins développés, où le poids du pétrole et des denrées alimentaires dans le panier de consommation est plus élevé, souffriront, et leurs devises sont vulnérables.

Dans un tel scénario, **les devises des marchés émergents pourraient se déprécier à court terme, en raison d'une incertitude très élevée puis, à la faveur de la modération du prix du pétrole se stabiliser.**

Certaines banques centrales pourraient également durcir leur politique monétaire, en réaction aux risques d'inflation ou aux mesures que pourraient prendre la Fed et la BCE (notamment le durcissement accru de la BCE). Cela pourrait contribuer à protéger certaines devises contre la dépréciation.

Enfin, les marchés émergents bénéficient de marges de manœuvre grâce à des fondamentaux macro-économiques plutôt résilients. Ceux-ci comprennent une demande des consommateurs relativement robuste (en moyenne), soutenue par des marchés de l'emploi plutôt solides, une dynamique d'exportation forte malgré l'incertitude créée ces derniers trimestres par les droits de douane, et un écart de *carry* entre les marchés émergents et le dollar américain qui reste favorable en moyenne. Dans l'ensemble, dans un tel scénario, nous nous attendons à ce que l'appétit pour les marchés émergents revienne. Ce retour en grâce suppose que l'incertitude géopolitique s'atténue réellement et que le prix du pétrole commence à baisser de manière convaincante.

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)		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Etats-Unis	2,1	2,2	1,9	2,7	3,2	2,3	-3,8	-3,5	-3,4
Japon	1,2	0,5	1,0	3,0	1,9	1,7	4,0	3,0	3,0
Zone euro	1,5	0,8	1,1	2,1	3,1	2,1	2,4	1,6	1,6
Allemagne	0,4	0,5	0,8	2,3	3,2	2,5	5,8	4,7	4,9
France	0,9	0,9	0,9	0,9	2,3	1,6	0,1	-1,0	-0,3
Italie	0,7	0,3	0,6	1,6	3,2	1,6	1,1	1,1	0,3
Espagne	2,8	2,0	1,6	2,7	3,5	2,7	3,2	2,8	1,7
Pays-Bas	1,9	1,3	1,0	3,0	3,1	2,7	9,1	8,6	10,3
Belgique	1,0	0,4	0,5	3,0	3,1	2,1	-0,4	-0,8	-1,0
Autres pays développés									
Royaume-Uni	1,3	0,8	1,2	3,4	3,2	2,6	-2,4	-4,0	-4,3
Canada	1,1	1,5	1,8	2,0	2,1	2,0	-0,8	-1,0	-1,7
Australie	2,1	2,2	2,3	3,3	3,0	2,6	-2,1	-2,3	-2,6
Suisse	1,0	1,3	1,1	0,1	0,6	0,7	7,0	7,0	7,1
Suède	1,5	2,2	1,7	0,7	0,5	1,7	5,8	4,4	4,7
Norvège	1,2	1,3	1,3	3,0	3,2	2,4	14,2	12,1	9,2
Asie	5,2	5,0	4,8	1,0	1,9	2,1	2,7	2,6	2,4
Chine	5,0	4,7	4,5	0,0	0,9	1,0	3,2	3,0	2,8
Inde	7,0	7,0	6,7	2,6	4,2	4,5	-1,0	-1,2	-1,2
Corée du Sud	1,1	2,1	2,1	2,1	2,1	1,8	6,1	5,9	5,9
Indonésie	5,0	4,8	4,9	2,0	2,5	2,8	-1,0	-1,0	-1,3
Taiwan	8,6	5,1	3,0	1,7	1,8	1,8	17,5	16,8	15,5
Thaïlande	2,0	1,5	2,6	-0,1	0,6	1,2	3,2	3,4	4,2
Malaisie	4,2	4,5	4,3	2,0	2,2	2,0	1,9	1,8	1,8
Singapour	5,0	3,6	2,5	0,9	1,5	1,7	16,7	17,2	17,0
Hong Kong	3,2	3,1	3,0	1,5	1,8	2,0	13,5	11,2	9,5
Philippines	4,7	4,7	6,0	1,6	2,4	3,3	-2,3	-1,3	-2,3
Vietnam	6,9	6,9	6,6	3,3	3,5	3,3	5,1	5,3	6,0
Amérique latine	2,9	2,1	2,1	3,3	2,9	3,0	0,5	-0,5	-0,7
Brésil	2,3	1,7	1,8	5,2	4,3	4,0	-3,0	-2,6	-2,4
Mexique	0,7	0,9	1,2	3,9	3,8	3,6	-0,4	-0,5	-0,4
Europe émergente	2,0	2,2	2,3	14,7	10,3	8,7	-0,1	-0,3	-0,4
Russie	1,0	1,4	1,4	8,7	6,0	5,8	1,8	1,7	1,6
Turquie	3,4	3,4	3,7	36,0	24,0	19,0	-1,5	-1,5	-2,0
Pologne	3,6	3,3	3,0	3,6	3,2	3,9	-0,7	-1,3	-1,3
Rép. tchèque	2,5	2,2	2,2	2,5	3,0	2,8	0,7	0,3	0,2
Roumanie	0,7	0,8	1,8	7,3	7,0	4,2	-8,0	-7,5	-7,0
Hongrie	0,4	2,0	2,3	4,4	4,5	3,4	1,5	0,5	1,0
Afrique, Moyen-Orient	3,1	2,0	3,4	11,6	8,1	9,4	1,0	0,4	0,0
Arabie saoudite	4,5	4,0	4,5	2,1	2,5	2,0	-3,1	-0,5	-3,0
Emirats Arabes Unis	4,8	-0,3	4,0	1,5	3,0	2,0	13,2	8,0	8,0
Afrique du Sud	1,1	1,2	1,7	3,2	3,5	3,5	-0,5	-1,1	-1,0
Egypte	4,4	4,0	4,0	20,9	13,6	12,0	-4,4	-5,0	-3,9
Algérie	3,3	3,1	2,9	1,4	6,0	5,5	-3,0	-3,0	-3,8
Qatar	2,6	-6,0	7,0	0,5	3,5	2,0	15,5	8,0	13,0
Koweït	2,5	-4,0	4,5	2,3	3,0	2,7	26,5	17,5	17,0
Maroc	4,5	4,1	4,2	0,7	3,5	2,8	-2,3	-2,6	-2,6
Tunisie	2,3	1,8	1,6	5,5	7,5	6,0	-2,7	-3,3	-3,2
Total	3,2	2,9	2,9	3,5	3,4	3,1	0,9	0,6	0,5
Pays industrialisés	1,7	1,4	1,5	2,5	2,9	2,2	-0,3	-0,7	-0,8
Pays émergents	4,3	4,0	4,1	4,3	3,9	3,9	1,9	1,7	1,5

* IPCH pour les pays zone euro, IPC pour les autres

Croissance PIB, t/t, %	2025				2026				2027			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Etats-Unis (annualisée)	-0,6	3,8	4,4	0,7	2,7	1,6	1,8	1,8	2,0	2,0	1,9	1,9
Japon	0,3	0,6	-0,7	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4
Eurozone	0,6	0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4
Allemagne	0,4	-0,2	0,0	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
France	0,1	0,3	0,5	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Italie	0,3	0,0	0,2	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4	0,4
Espagne	0,5	0,7	0,6	0,8	0,5	0,3	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Royaume-Uni	0,7	0,2	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4

Prix à la consommation, a/a %	2025				2026				2027			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Etats-Unis	2,7	2,5	2,9	2,7	2,7	3,6	3,3	3,3	3,0	1,9	2,0	2,2
Japon	2,7	3,2	3,2	3,0	2,5	2,0	1,7	1,4	1,4	1,6	1,9	2,0
Zone euro (IPCH)	2,3	2,0	2,1	2,1	2,1	3,5	3,5	3,4	3,0	1,9	1,8	1,8
Allemagne	2,6	2,1	2,1	2,3	2,4	3,5	3,5	3,3	3,2	2,3	2,2	2,2
France	1,2	0,8	0,9	0,8	1,1	2,6	2,8	2,7	2,6	1,4	1,2	1,3
Italie	1,8	1,8	1,7	1,2	1,4	3,7	3,8	3,9	2,9	1,3	1,1	1,2
Espagne	2,7	2,2	2,8	3,1	2,9	4,0	3,5	3,4	3,4	3,0	2,5	2,1
Royaume-Uni	2,8	3,5	3,8	3,4	3,2	2,8	3,3	3,5	3,4	2,8	2,2	2,2

Taux de chômage, %	2025				2026				2027			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Etats-Unis	4,1	4,2	4,3	4,5	4,5	4,4	4,4	4,3	4,3	4,3	4,2	4,2
Japon	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	2,7	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6
Eurozone	6,4	6,4	6,4	6,3	6,3	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,3	6,3
Allemagne	3,6	3,7	3,8	3,9	3,9	4,0	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
France	7,5	7,6	7,7	7,9	7,9	8,0	8,0	8,1	8,0	8,0	7,9	7,8
Italie	6,3	6,3	6,0	5,6	5,8	6,0	6,0	6,0	6,2	6,2	6,2	6,2
Espagne	10,9	10,6	10,5	10,1	9,9	9,7	9,5	9,4	9,3	9,2	9,1	9,0
Royaume-Uni	4,6	4,7	5,1	5,2	5,2	5,4	5,6	5,6	5,6	5,6	5,5	5,4

SCÉNARIO À CONSOMMER DE PRÉFÉRENCE... RAPIDEMENT | PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

	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								
2025	1,5	1,6	1,6	3,1	2,1	3,7	-0,6	0,4
2026	0,8	0,9	1,6	1,4	0,2	1,5	-0,6	0,6
2027	1,1	0,8	1,3	1,5	1,0	1,4	-0,1	0,9
T1 2026	0,2	0,3	0,2	0,4	0,1	0,4	-0,1	0,5
T2 2026	0,1	0,0	0,4	0,2	0,0	0,3	-0,1	0,6
T3 2026	0,2	0,0	0,4	0,2	0,1	0,2	0,0	0,7
T4 2026	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2	0,3	0,0	0,8
Allemagne								
2025	0,4	1,7	1,3	0,0	-0,3	3,7	-1,5	0,7
2026	0,5	0,8	2,4	2,2	-1,5	1,3	-1,1	0,2
2027	0,8	0,7	2,1	3,1	0,1	1,9	-0,7	0,1
T1 2026	0,2	0,2	0,3	0,6	-0,3	0,2	-0,2	0,1
T2 2026	0,1	0,1	0,6	0,6	-0,3	0,3	-0,2	0,1
T3 2026	0,1	0,1	0,7	0,6	-0,3	0,4	-0,3	0,1
T4 2026	0,2	0,1	0,5	0,7	0,0	0,4	-0,2	0,0
France								
2025	0,9	0,5	1,7	0,8	1,4	3,0	-0,5	0,6
2026	0,9	0,5	1,2	0,8	2,8	0,7	0,7	-0,6
2027	0,9	0,7	0,8	0,7	1,5	1,0	0,2	0,0
T1 2026	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5	-0,1	0,1
T2 2026	0,1	0,0	0,3	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0
T3 2026	0,1	-0,1	0,2	-0,1	0,2	-0,2	0,1	0,0
T4 2026	0,2	0,2	0,2	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0
Italie								
2025	0,7	1,1	0,6	3,8	1,4	3,9	-0,6	-0,2
2026	0,3	0,0	0,5	1,0	-1,0	1,9	-0,9	0,8
2027	0,6	0,4	0,6	-0,2	0,0	-0,6	0,2	0,2
T1 2026	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,3	0,3	-0,2	0,1
T2 2026	-0,1	-0,4	0,1	-0,4	-0,3	0,2	-0,2	0,3
T3 2026	0,1	-0,2	0,1	-0,4	-0,3	-0,6	0,1	0,2
T4 2026	0,1	0,0	0,1	-0,4	-0,3	-0,6	0,1	0,1
Espagne								
2025	2,8	3,4	1,8	6,3	3,4	6,3	-0,8	0,0
2026	2,0	2,6	1,5	4,1	1,9	3,8	-0,5	0,0
2027	1,6	1,6	1,2	2,1	2,0	2,0	0,0	0,0
T1 2026	0,5	0,6	0,3	0,4	0,6	0,7	0,0	0,0
T2 2026	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,0	0,0
T3 2026	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,0	0,0
T4 2026	0,5	0,5	0,3	0,5	0,5	0,5	0,0	0,0
Portugal								
2025	1,9	3,5	1,7	3,5	0,4	4,2	-1,7	0,4
2026	1,8	2,5	1,2	4,2	1,2	1,1	0,0	-0,8
2027	1,6	1,6	1,0	1,4	2,4	2,2	0,1	0,0
T1 2026	0,1	0,4	0,1	0,7	0,7	1,1	-0,2	-0,1
T2 2026	0,3	0,4	0,3	0,6	0,6	0,9	-0,1	0,0
T3 2026	0,4	0,4	0,3	0,5	0,6	0,7	-0,1	0,0
T4 2026	0,5	0,4	0,3	0,4	0,7	0,5	0,1	0,0
Pays-Bas								
2025	1,9	1,5	2,6	0,5	2,6	2,6	0,3	0,1
2026	1,3	1,0	2,2	0,5	2,6	2,3	0,4	-0,2
2027	1,0	1,0	1,3	1,4	1,3	1,5	0,0	0,0
T1 2026	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,0	0,0
T2 2026	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	0,4	-0,1	0,0
T3 2026	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	0,4	-0,1	0,0
T4 2026	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	-0,1	0,0
Royaume-Uni								
2025	1,3	1,0	1,7	3,4	1,6	4,2	-0,9	-0,1
2026	0,8	0,6	2,7	0,2	1,0	2,1	-0,4	-0,3
2027	1,2	0,6	3,2	1,4	2,8	3,2	-0,2	0,0
T1 2026	0,3	0,3	0,8	0,5	0,5	0,8	-0,1	0,0
T2 2026	0,2	0,1	0,8	-0,4	0,6	0,4	0,1	0,0
T3 2026	0,2	-0,1	0,8	-0,4	0,6	0,2	0,1	0,0
T4 2026	0,2	-0,1	0,8	-0,2	0,6	0,2	0,1	0,0

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

(b) t/t, %

TAUX D'INTÉRÊT

Taux courts		mars-26	juin-26	sept.-26	Dec-26	mars-27	juin-27	sept.-27	Dec-27
Etats-Unis	Fed funds	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50
	Sofr	3,63	3,63	3,63	3,63	3,63	3,38	3,38	3,38
Japon	Call rate	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25	1,50	1,75
Zone euro	Refinancement	2,15	2,65	2,90	2,90	2,90	2,90	2,65	2,65
	Dépôt	2,00	2,50	2,75	2,75	2,75	2,75	2,50	2,50
	€str	1,93	2,44	2,69	2,70	2,70	2,70	2,45	2,45
	Euribor 3m	2,28	2,70	2,80	2,85	2,85	2,65	2,50	2,30
Royaume-Uni	Taux de base	3,75	4,00	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25
	Sonia	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Suède	Repo	1,75	1,75	1,75	2,00	2,00	2,00	2,00	1,75
Norvège	Deposit	4,00	4,00	4,00	4,25	4,25	4,25	4,00	4,00
Canada	Overnight	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25

Taux 10 ans		mars-26	juin-26	sept.-26	Dec-26	mars-27	juin-27	sept.-27	Dec-27
Etats-Unis		4,25	4,35	4,40	4,55	4,55	4,50	4,50	4,45
Japon		2,25	2,30	2,40	2,65	2,75	2,80	2,85	3,00
Zone euro (Allemagne)		3,00	3,14	3,20	3,23	3,25	3,16	3,20	3,14
Spread 10 ans / Bund									
France		0,72	0,85	0,80	0,75	0,71	0,69	0,68	0,66
Italie		0,91	1,05	0,95	0,87	0,80	0,76	0,75	0,71
Espagne		0,52	0,64	0,59	0,56	0,53	0,51	0,50	0,48

		mars-26	juin-26	sept.-26	Dec-26	mars-27	juin-27	sept.-27	Dec-27
Asie									
Chine	1Y deposit rate	1,40	1,40	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Hong Kong	Taux de base	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
Inde	Taux repo	4,75	4,75	4,50	4,50	4,25	4,25	4,25	4,25
Indonésie	BI rate	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Corée	Taux de base	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75
Malaisie	OPR	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Philippines	Taux repo	1,00	0,90	0,90	0,90	0,85	0,60	0,60	0,60
Singapour	6M SOR	2,00	2,00	2,00	2,00	1,88	1,88	1,88	1,88
Taiwan	Redisc	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	1,25
Thaïlande	Repo	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Amérique Latine									
Brésil	Overnight/Selic	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Mexique	Taux overnight	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Europe Emergente									
Rép. tchèque	Repo 14 j.	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	5,75	5,25	4,75
Hongrie	Repo 2 sem.	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Pologne	Repo 7 j.	6,50	6,50	6,50	6,00	6,00	5,50	5,00	4,50
Roumanie	Repo 2 sem.	15,00	14,00	12,00	11,00	10,00	9,00	9,00	9,00
Russie	1W auction rate	6,75	6,50	6,50	6,50	6,25	6,00	6,00	6,00
Turquie	Repo 1 sem.	37,00	35,00	33,00	30,00	27,00	25,00	23,00	21,00

TAUX DE CHANGE

Taux de change USD

Pays industrialisés		mars-26	juin-26	sept.-26	Dec-26	mars-27	juin-27	sept.-27	Dec-27
Euro	EUR/USD	1,16	1,14	1,12	1,13	1,13	1,14	1,16	1,17
Japon	USD/JPY	154	156	156	154	154	152	148	147
Royaume-Uni	GBP/USD	1,33	1,32	1,30	1,31	1,32	1,34	1,37	1,39
Suisse	USD/CHF	0,82	0,82	0,84	0,84	0,84	0,83	0,81	0,80
Canada	USD/CAD	1,37	1,39	1,37	1,35	1,34	1,33	1,32	1,32
Australie	AUD/USD	0,71	0,73	0,71	0,70	0,70	0,72	0,74	0,74
Nouvelle Zélande	NZD/USD	0,60	0,60	0,62	0,63	0,65	0,64	0,64	0,64

Parités croisées c/ euro

Pays industrialisés		mars-26	juin-26	sept.-26	Dec-26	mars-27	juin-27	sept.-27	Dec-27
Japon	EUR/JPY	179	178	175	174	174	173	172	172
Royaume-Uni	EUR/GBP	0,87	0,87	0,86	0,86	0,86	0,85	0,84	0,84
Suisse	EUR/CHF	0,95	0,93	0,94	0,95	0,95	0,95	0,94	0,94
Suède	EUR/SEK	10,80	11,00	10,80	10,60	10,50	10,60	10,50	10,40
Norvège	EUR/NOK	11,30	11,10	10,90	10,70	10,50	10,40	10,30	10,20

Asie		mars-26	juin-26	sept.-26	Dec-26	mars-27	juin-27	sept.-27	Dec-27
Chine	USD/CNY	6,82	6,80	6,78	6,72	6,70	6,70	6,66	6,60
Hong Kong	USD/HKD	7,79	7,78	7,77	7,77	7,76	7,76	7,75	7,75
Inde	USD/INR	92,00	93,00	94,00	94,00	92,00	92,00	90,00	90,00
Indonésie	USD/IDR	16 950	17 000	17 100	16 950	16 850	16 800	16 700	16 600
Malaisie	USD/MYR	3,92	3,88	3,86	3,84	3,82	3,82	3,82	3,82
Philippines	USD/PHP	59,4	59,6	59,0	58,6	58,3	58,0	57,9	57,4
Singapour	USD/SGD	1,29	1,30	1,29	1,28	1,28	1,28	1,27	1,27
Corée du Sud	USD/KRW	1465	1460	1460	1450	1440	1435	1430	1425
Taiwan	USD/TWD	31,5	31,4	31,3	31,1	30,9	30,8	30,8	30,6
Thaïlande	USD/THB	32,0	32,5	32,8	33,0	33,0	32,8	32,5	32,0
Vietnam	USD/VND	26 250	26 300	26 350	26 250	26 200	26 200	26 100	26 000
Amérique latine									
Brésil	USD/BRL	5,25	5,30	5,35	5,40	5,45	5,50	5,50	5,50
Mexique	USD/MXN	17,25	17,50	17,75	18,00	18,25	18,50	18,75	19,00
Afrique									
Afrique du Sud	USD/ZAR	16,90	17,20	17,20	17,00	16,80	16,60	16,60	16,60
Europe émergente									
Pologne	USD/PLN	3,68	3,75	3,78	3,72	3,70	3,66	3,59	3,55
Russie	USD/RUB	80,00	82,00	84,00	86,00	86,00	86,00	86,00	86,00
Turquie	USD/TRY	44,60	46,00	47,00	48,00	48,50	49,00	50,00	51,00
Europe centrale									
Rép. tchèque	EUR/CZK	24,40	24,40	24,00	23,60	23,40	23,10	22,80	22,60
Hongrie	EUR/HUF	390	390	380	370	360	358	355	350
Pologne	EUR/PLN	4,27	4,27	4,23	4,20	4,18	4,17	4,16	4,15
Roumanie	EUR/RON	5,09	5,09	5,09	5,09	5,09	5,09	5,09	5,09

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix moy. du trim.		2026				2027			
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Brent	USD/BBL	89	110	100	85	85	85	85	85

Prix moy. du trim.		2026				2027			
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Or	USD/oz	5 500	5 500	5 500	5 500	5 500	5 500	5 500	5 500

COMPTES PUBLICS

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dettes publiques (% du PIB)		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Etats-Unis	-6,1	-6,4	-6,5	101,3	102,4	104,5
Japon	-1,0	-3,0	-3,0	218,0	217,0	215,0
Zone euro	-2,8	-3,1	-3,2	87,2	87,5	88,0
Allemagne	-2,4	-3,3	-4,1	62,6	64,0	66,0
France	-5,1	-4,9	-4,7	115,6	116,8	118,8
Italie	-3,1	-3,3	-2,7	135,4	135,7	135,0
Espagne	-2,5	-2,4	-2,3	100,1	97,6	96,7
Pays-Bas	-2,2	-2,8	-2,8	45,3	48,3	48,3
Belgique	-5,3	-5,7	-5,8	107,1	109,5	113,1
Grèce	2,1	0,5	0,2	145,3	139,0	134,8
Irlande	1,6	1,2	0,9	34,7	33,5	32,0
Portugal	0,4	-0,1	-0,3	88,7	85,8	84,3
Royaume-Uni	-5,4	-3,9	-3,5	102,3	103,6	104,2

Achevé de rédiger le 3 avril 2026

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE
Rédacteurs en chef : Catherine LEOUGRE – 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
Rabindra RENGARADJALOU – Semi-conducteurs
Guillaume STECHMANN – Métaux
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
Jean-François PERRIN – 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**