



MONDE

**SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE
2026-2027**

Trimestriel – Juin 2026

Un scénario de nouveau hautement conditionnel

Il faut tout d'abord émettre des hypothèses sur le conflit dans le golfe persique qui, elles-mêmes, façonnent le scénario de prix de l'énergie qui, à son tour, irrigue les prévisions d'inflation ; puis il faut se prononcer sur d'éventuels effets de second tour et, enfin, tracer des profils de croissance.

En amont donc, au Moyen-Orient, une fenêtre diplomatique s'est ouverte (peut-être devrait-on plutôt opter pour entrouverte). Le protocole d'accord récemment signé entre les États-Unis et l'Iran a nourri les espoirs de détente sur le détroit d'Ormuz, voire d'ouverture immédiate et complète de cette voie stratégique. **Notre scénario se veut « lucide », donc prudent, comme le seront les acteurs du secteur maritime, armateurs et assureurs, et exclut une « normalisation » rapide.** La reprise des flux maritimes ne sera que progressive ; les infrastructures pétrolières du Golfe relanceront leur production graduellement, à l'exception de quelques complexes lourdement endommagés. Compte tenu de la faiblesse des stocks pétroliers, cette détente seulement partielle justifie que les prix du pétrole demeurent élevés au cours du second semestre 2026, avant de se replier en 2027, tout en restant supérieurs à leur niveau pré-guerre. Pour les marchés gaziers mondiaux, une réouverture, même incomplète, du détroit d'Ormuz est également opportune, alors que les stocks européens de gaz naturel sont actuellement inférieurs à ceux observés lors de la crise énergétique de 2022.

Bref, même en supposant une accalmie grâce à laquelle les prix de l'énergie baissent mais restent élevés, provoquant un choc inflationniste à diffusion limitée, les tributs payés en termes de croissance sont, sans grande surprise, très inégaux : en raison du prix de l'énergie, mais pas seulement.

L'économie américaine a ainsi bien résisté au choc provoqué par la guerre en Iran. Les **États-Unis** sont désormais exportateurs nets d'énergie et bénéficieraient d'une corrélation positive entre les prix du pétrole et la croissance des investissements fixes non résidentiels. Alors que la santé financière des ménages reste extrêmement solide et que les dépenses d'investissement dans l'IA laissent encore augurer d'une nouvelle année vigoureuse pour les investissements non résidentiels, la politique budgétaire apporte son soutien, avec l'entrée en vigueur de la loi dite « *Big, Beautiful Bill* », notamment par le biais de remboursements d'impôts. Si la croissance des salaires s'est assagie, le marché du travail résiste et le rythme des créations d'emplois devrait rester suffisant pour assurer le maintien du taux de chômage autour du niveau actuel, à 4,3%. Le pic d'inflation serait passé et les effets de second tour,

notamment visibles sur l'inflation sous-jacente, resteraient contenus. L'inflation avoisinerait ainsi 3,5% fin 2026, puis 2,5% fin 2027. Quant à l'inflation sous-jacente, frisant les 2,9% à la charnière des années 2026-2027, elle clôturerait également 2027 autour de 2,5%. Des foyers de fragilité demeurent, mais paraissent confinés aux ménages à faibles revenus et aux petites entreprises, peu susceptibles de s'étendre à l'ensemble de l'économie. La croissance de 2,1% prévue pour 2026 égalerait donc celle de 2025, avant de connaître un léger ralentissement en 2027, tout en conservant un rythme soutenu (1,9%).

Même en supposant une accalmie grâce à laquelle les prix de l'énergie baissent mais restent élevés, provoquant un choc inflationniste à diffusion limitée, les tributs payés en termes de croissance sont, sans grande surprise, très inégaux : en raison du prix de l'énergie, mais pas seulement.

Dans la **zone euro**, l'épisode inflationniste dégrade les perspectives de croissance, davantage que celles de ses proches concurrents. Les facteurs de perte de compétitivité s'accumulent. La faiblesse de la demande extérieure nette érode la croissance dont les moteurs internes faiblissent, avant même que l'effet négatif de la guerre dans le golfe arabo-persique n'ait pu se déployer et sans tenir compte des facteurs exceptionnels. Globalement, au premier trimestre, ralentissement de la consommation des ménages, repli de l'investissement, contraction des exportations privées du coup de fouet lié à l'anticipation des droits de douane américains, résistance des importations – malgré une demande domestique terne – se sont conjugués pour susciter une croissance faible (0,3% en variation trimestrielle, hors Irlande). Les indicateurs suggèrent un ralentissement de la dégradation conjoncturelle, compatible avec une stabilisation du PIB au deuxième trimestre. Malgré une croissance faible en rythme trimestriel jusqu'à la fin de l'année, l'acquis de croissance élevé permet d'espérer un taux de croissance (hors Irlande) de 0,8% en 2026. La zone euro échapperait ainsi à la récession, grâce à des fondamentaux relativement robustes et un choc inflationniste transitoire. Les taux d'inflation totale et sous-jacente approcheraient respectivement 3% et 2,5% fin 2026, avant de converger tous deux vers 2,2% fin 2027, année au cours de laquelle, grâce à une normalisation sans véritable rebond, la croissance ne dépasserait pas 0,9%.

Le scénario suppose donc un choc inflationniste substantiel mais ne « dégénérant » pas, car les effets de second tour seraient très limités et les anticipations d'inflation resteraient ancrées. **Dans un contexte de forte incertitude, pour s'assurer que l'inflation sous-jacente ne s'emballe, les banques centrales devraient toutefois demeurer vigilantes. La Fed**

devrait rester sur pause durant toute l'année 2026 qu'elle terminerait avec une borne supérieure de la fourchette du taux des *Fed funds* à 3,75 %. À la faveur du ralentissement plus marqué de l'inflation, elle procéderait à une dernière baisse au deuxième trimestre 2027, se traduisant par un taux terminal à 3,50%. Un risque désormais clairement haussier entoure néanmoins ce scénario central de *statu quo*, avec une possibilité non négligeable que le prochain mouvement soit précisément un relèvement des taux. Quant à la **BCE**, après avoir relevé de 25 points de base (pb) ses taux d'intérêt le 11 juin (taux de dépôt à 2,25%), son approche flexible, sans engagement sur une trajectoire prédéterminée de hausse des taux, reflète le niveau élevé des incertitudes entourant les perspectives d'inflation mais aussi de croissance. La BCE pourrait relever de nouveau ses taux à deux reprises cette année. Le resserrement pourrait cependant être limité à une hausse unique, portant ainsi le taux de dépôt à 2,50%, en cas d'apaisement significatif sur les prix de l'énergie.

L'inflation, patente mais aussi anticipée par les marchés, s'est déjà traduite par une hausse significative des taux d'intérêt. Notre scénario de « normalisation imparfaite » suppose que les prix de l'énergie ne

contrariaient pas un repli de l'inflation puis une détente monétaire (lointaine, certes). **Dans ce contexte, les taux d'intérêt (swaps) pourraient s'orienter timidement vers une tendance baissière. Il faudra donc faire preuve d'un peu de patience.** Aux **États-Unis**, après avoir subi une hausse significative de la prime de terme et une fois passé le pic prévu cet été, les taux souverains à 10 ans (*US Treasuries*) approcheraient 4,55% en fin d'année. Dans la **zone euro**, le rendement allemand à 10 ans (Bund) se redresserait pour culminer à 3,20% en décembre 2026, ce qui permettrait aux rendements français et italiens de ne pas franchir significativement 4%.

Enfin, du côté du change, l'espoir d'apaisement des hostilités dans le golfe persique a contribué à dynamiser l'appétit pour le risque. En supposant une accalmie, même précaire, au Moyen-Orient, les fondamentaux devraient de nouveau motiver les mouvements des devises. Or, **la comparaison entre les résultats économiques américains et ceux de la « vieille Europe » ne joue pas en faveur de l'euro**, qui devrait se déprécier et atteindre environ 1,13 dollar fin 2026.

Catherine LBOUGRE

Focus Géopolitique – La nouvelle grammaire

De nombreux *statu quo* bougent. Moyen-Orient, Ukraine, Taïwan, ressources critiques et recherche de nouveaux corridors continentaux ne sont plus des dossiers séparés, ils appartiennent à une même séquence : celle où les acteurs testent les limites de la garantie américaine, de la liberté maritime, de la mondialisation fluide et des boucliers technologiques. La priorité n'est plus de prévoir un prix unique, mais de construire des scénarios multiples : stress logistique, stress assurance, stress matières premières, stress politique interne, etc. L'âge de l'efficience maximale et des chaînes de valeur tendues cède devant celui des stocks stratégiques et de la résilience.

Une fenêtre diplomatique s'est donc ouverte mais elle reste fragile : Washington et Téhéran ont désormais un intérêt convergent à transformer leur MOU¹ en accord de paix solide, tandis qu'Israël apparaît isolé. Cette fenêtre ne doit cependant pas être confondue avec une normalisation car les perturbations physiques – énergie, fret, assurance, engrais – imposent une lecture prudente des prix comme des volumes. En fait, la grille pertinente d'analyse n'est pas binaire – paix ou guerre – mais elle est temporelle : détente à court terme, recomposition des rapports de puissance régionaux à moyen terme, changement de régime stratégique global à long terme. Et tout cela connecte avec l'économie, par des effets directs de chocs ou indirects de recomposition.

À court terme, l'accord annoncé réduit le risque de pénurie énergétique mais, si la baisse du prix du pétrole après l'annonce du MOU traduit l'anticipation d'un retour de l'offre, elle ne signifie pas la disparition du risque. L'accord à venir ouvre, néanmoins, une hypothèse de rupture : celle de la possible réintégration iranienne dans l'économie mondiale – mécanisme financier de reconstruction et développement de 300 milliards de dollars, levée des sanctions, libération partielle d'actifs gelés, etc. *A minima*, cette hypothèse marque un échec américain, quels que soient les narratifs. Elle confirme, surtout, que le nouveau cycle géo-économique sera fondé sur un principe de réalisme géopolitique : les États n'ont pas d'amis, mais des alliés de circonstance. Ce sont les rapports de force qui déterminent les lignes de fond. *Exit* la géopolitique des Droits de l'Homme.

Attention au comportement des acteurs aculés, qui se perçoivent en risque existentiel : « ne mets jamais ton ennemi dos à la rivière... »

La dynamique de politique intérieure américaine explique en partie ces événements et elle va continuer à jouer un rôle majeur dans le scénario. De fait, la guerre contre l'Iran a fait apparaître une fatigue rare aux États-Unis : selon Pew, environ six Américains sur dix jugeaient que l'usage de la force contre l'Iran était une mauvaise décision. Cette pression s'est matérialisée au Congrès avec quatre sénateurs Républicains qui ont voté aux côtés des Démocrates. Plus profondément, l'alliance avec Israël entre dans une

phase de désalignement. Ce n'est peut-être pas encore une rupture historique, mais presque. En tout cas, la fin d'une automaticité : Gaza avait déjà affaibli le consensus moral – Gallup mesurait en juillet 2025 seulement 32% d'approbation de l'action militaire israélienne ; l'Iran et le Liban l'ont déplacé vers le champ stratégique. Pour Washington, soutenir Israël ne signifie donc plus suivre Israël. C'est un pivot important pour le scénario global.

C'est là aussi que se situe le risque des prochains mois. Israël conteste certains termes de l'arrangement qui touchent au Liban et à la survie opérationnelle du Hezbollah. La variable électorale israélienne devient donc centrale : si Benjamin Netanyahu aborde les élections d'automne encore affaibli, la tentation d'une escalade militaire sera là. Un accord américano-iranien qui irait à son terme peut donc produire une phase de danger : ce moment où les acteurs marginalisés cherchent à empêcher la consolidation du compromis.

Côté iranien, l'intérêt à négocier est rationnel. Le régime a obtenu un gain considérable : il a démontré sa capacité à paralyser un « *chokepoint* » mondial, à imposer un coût aux *hubs* du Golfe, à obtenir une perspective de levée des sanctions et à replacer la question de sa souveraineté au centre du jeu. Les points les plus sensibles de l'accord tiennent à la question nucléaire et à la formulation sur Ormuz, qui suggère pour l'instant une reconnaissance du rôle de l'Iran dans la sécurité du détroit. Mais il va falloir beaucoup de précisions car ce sujet a des répercussions mondiales : il s'agit de l'avenir, et potentiellement de la nouvelle grammaire, de la libre circulation maritime, fondement du cycle de mondialisation que nous venons de vivre.

La vraie victoire ? Celle de la guerre du petit au fort

La guerre asymétrique a donc validé une intuition ancienne : des moyens peu coûteux peuvent dérégler des architectures sophistiquées – boucliers antimissiles, assurance maritime, *hub* aéroportuaire, *supply chains* énergétiques. La vieille dialectique du glaive et du bouclier est puissante : chaque perfectionnement défensif crée une incitation à trouver l'angle mort, le contournement, la saturation. Et la mondialisation a renforcé cette logique : c'est moins la destruction qui compte que « l'insurabilité » : un détroit n'a pas besoin

¹ *Memorandum of Understanding*, en français : protocole d'entente ou accord de principe

d'être fermé pour devenir économiquement impraticable.

À moyen terme, la carte stratégique du Moyen-Orient n'est plus la même. L'Arabie a des chances d'être renforcée : la Petroline Est-Ouest a limité sa dépendance à Ormuz, et lui a donné une marge de leadership régional face aux Émirats - plus touchés, plus proches d'Israël et dont le modèle est plus vulnérable. Mais, en fait, c'est surtout le multialignement de toute la région qui se dessine : Riyad, Abou Dhabi, Doha et Mascate ne choisissent pas un camp, ils arbitrent entre sécurité américaine, voisinage iranien, capitaux asiatiques et autonomie régionale.

Quant aux alliés des États-Unis, l'accord avec l'Iran accélère la perception d'une fin de cycle hégémonique : la protection américaine ne semble plus une promesse solide. Dans ce contexte, le Japon affirme son ambition d'être un acteur central de la sécurité régionale. D'autant que, selon l'enquête 2026 de l'ISEAS-Yusof Ishak Institute, le Japon bénéficie du niveau de confiance le plus élevé dans l'Asean, à 65,6%, devant l'Union européenne, les États-Unis et la Chine. Mais le niveau de tension entre Pékin et Tokyo augmente aussi à mesure que le Japon affirme sa place stratégique... En réalité, l'Europe, l'Inde, la Corée, l'Australie, les monarchies du Golfe et l'ASEAN avancent dans la même direction : ne plus dépendre d'un seul garant.

La compétition se déplace aussi vers les routes alternatives. Tanger Med, les ports de la façade Est-africaine, le corridor médian via Azerbaïdjan et Kazakhstan, les liaisons transcaspennes et, à plus long terme l'Arctique, gagnent en valeur stratégique. Si aucun de ces itinéraires ne remplace Ormuz ou

Malacca, chacun réduit une dépendance marginale. Or, dans un monde fragmenté, cette logique des marges devient essentielle.

Enfin, le dossier iranien fait bouger les autres fronts. Le G7 fait le lien entre la détente iranienne et une pression accrue sur Moscou : les États-Unis semblent se rallier à cette logique ; ce serait une évolution importante. En parallèle, les frappes ukrainiennes confirment l'efficacité de l'asymétrie : porter la guerre vers les infrastructures énergétiques, logistiques et psychologiques. Mais la doctrine russe rend aussi la phase très dangereuse : rétablir la dissuasion nucléaire est vital pour Moscou. Rappelons cependant que les négociations de paix dans les guerres territoriales sont précédées d'une intensification : chaque acteur veut fixer le rapport de force avant la table.

En Asie, Taïwan et la mer de Chine deviennent donc le test de cohérence ultime du système géopolitique mondial.

La rencontre Trump-Xi a entretenu la posture d'ambiguïté stratégique américaine : Washington n'a pas modifié sa doctrine, mais Trump a évité de dire s'il défendrait Taïwan. Pékin, de son côté, accroît la pression militaire – entraînements au blocus de Taïwan et incidents autour des Philippines – tout en intensifiant une guerre cognitive qui appuie sur la polarisation politique de l'île, afin de pousser un scénario de « digestion ». Le parti d'opposition KMT cherche à rassurer Washington tout en maintenant un canal avec Pékin : sa présidente a rencontré Xi. Cela inquiète les milieux sécuritaires américains et reste un point clé de la géopolitique mondiale.

Tania SOLLOGOUB



PAYS DÉVELOPPÉS

Un scénario de nouveau hautement conditionnel

États-Unis – Résilience persistante face au conflit iranien

Zone euro – Normalisation plutôt que rebond

Royaume-Uni – Le choc énergétique, un impact à retardement

Japon – Les investissements stratégiques de l'administration Takaichi à la rescousse de la stagnation structurelle

Un scénario de nouveau hautement conditionnel

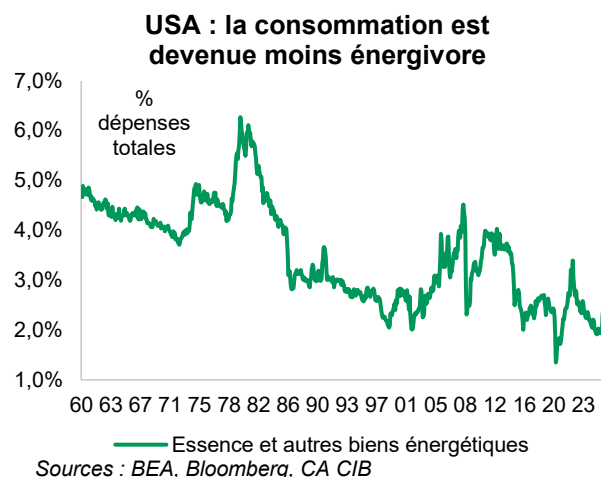
Il faut tout d'abord émettre des hypothèses sur le conflit dans le golfe persique qui, elles-mêmes, façonnent le scénario de prix de l'énergie qui, à son tour, irrigue les prévisions d'inflation ; puis il faut se prononcer sur d'éventuels effets de second tour et, enfin, tracer des profils de croissance. Bref, en supposant une accalmie grâce à laquelle les prix de l'énergie se replient mais restent élevés, provoquant un choc et non une spirale inflationniste, les tributs payés sont très inégaux : si la croissance résiste aux Etats-Unis, elle fléchit dans la zone euro.

ÉTATS-UNIS : RÉSILIENCE PERSISTANTE FACE AU CONFLIT IRANIEEN

Malgré le choc provoqué par la guerre en Iran, survenu peu après celui lié aux droits de douane, l'économie américaine a remarquablement bien résisté et cette résilience devrait, globalement, perdurer. Bien que le rythme trimestriel ait connu quelques fluctuations dues aux perturbations liées au « *shutdown* » fédéral du dernier trimestre de 2025 et que la dynamique semble avoir légèrement ralenti par rapport à la mi-2025, notre scénario table actuellement sur une croissance annuelle moyenne de 2,1% en 2026 : elle égalerait celle de 2025 mais connaîtrait un léger ralentissement en 2027, tout en conservant un rythme soutenu (1,9%).

Ces prévisions sont légèrement inférieures à nos anticipations du début de l'année mais ne changent guère par rapport au trimestre dernier : **les révisions à la baisse liées à la guerre dans le golfe persique sont relativement modestes.** La raison ? L'économie américaine semble moins vulnérable à un choc pétrolier par rapport, d'une part, à de nombreux autres pays aujourd'hui et, d'autre part, aux décennies précédentes. Deux facteurs expliquent, en partie, cette robustesse :

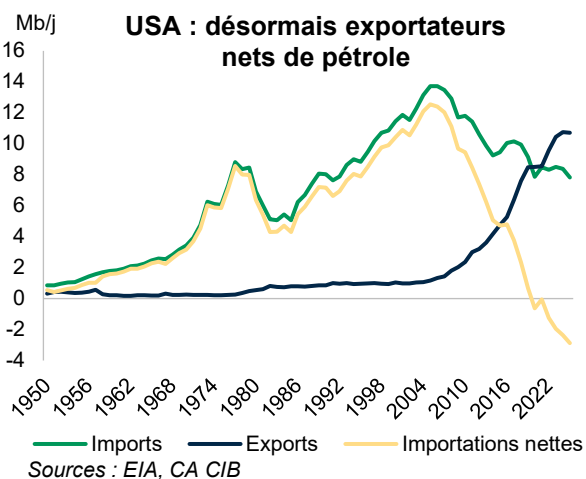
- ✓ **Tout d'abord, au fil du temps, la consommation américaine est devenue beaucoup plus sobre en énergie.** Par exemple, si l'on convertit les dépenses d'essence et d'autres biens énergétiques en pourcentage du total des dépenses nominales, la trajectoire est nettement baissière, à quelques sursauts près. La part de ces dépenses oscille, en effet, entre 4 et 5% durant la majeure partie des années 1970, avant de grimper jusqu'à 6% en 1980. Plus récemment, avant le



déclenchement du conflit au Moyen-Orient, cette part se replie légèrement sous 2% et n'atteint que 2,4% après la récente flambée des prix. La proportion des dépenses directement affectée par une hausse des prix du pétrole est désormais nettement plus faible. Par conséquent, bien que les consommateurs ne soient pas totalement à l'abri, ils sont globalement moins vulnérables.

- ✓ **De plus, les États-Unis sont désormais exportateurs nets d'énergie, en rupture 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 subis par d'autres secteurs. La Fed de Kansas City a ainsi [publié des études](#) qui indiquent même une corrélation positive entre les prix du pétrole et la croissance des investissements fixes non résidentiels.

Outre une moindre vulnérabilité face à un choc pétrolier, la politique économique est désormais plus favorable à la croissance, conformément au calendrier que nous avons esquissé l'an dernier. Ainsi, en 2025, la priorité du gouvernement Trump a été donnée aux droits de douane, négatifs pour la croissance américaine. En 2026, c'est la politique budgétaire qui se voit attribuer un rôle plus important avec l'entrée en vigueur de la loi dite « *Big, Beautiful Bill* ». Les remboursements d'impôts en 2026 ont augmenté d'environ 50 milliards de dollars par rapport à 2025 ; cela a permis de compenser, en partie, la



flambée des prix du carburant et ce coussin est susceptible de durer jusqu'à l'été.

Par ailleurs, la santé financière des ménages reste extrêmement solide, avec une valeur nette globale en hausse de plus de 67 000 milliards de dollars par rapport à la période pré-Covid. Ces données restent certes agrégées et ne reflètent pas la situation de certaines catégories d'agents plus vulnérables. **Mais les foyers de faiblesse paraissent confinés aux ménages à faibles revenus et aux petites entreprises, sans s'étendre à l'ensemble de l'économie.** Ainsi, selon notre scénario de base, les dynamiques "en forme de K" restent contenues : elles ne semblent pas être sévères au point d'affecter l'économie dans son ensemble.

Le cycle très solide des dépenses d'investissement dans l'IA, qui a joué un rôle-clé au cours des derniers trimestres, constitue un facteur de soutien qui ne se dément pas. L'effet combiné des investissements dans les équipements de traitement de l'information et dans les logiciels a contribué, en moyenne, à hauteur d'environ 0,8 point de pourcentage (pp) à la croissance au cours des quatre trimestres de 2025 ; cette contribution a même apporté plus de 1,3 pp de croissance au premier trimestre 2026. **Le rythme effréné observé au cours du dernier trimestre ne devrait pas se maintenir mais les investissements dans l'IA laissent encore augurer d'une nouvelle année solide pour les investissements non résidentiels.**

Le marché de l'emploi a également montré des signes manifestes de stabilisation, laissant même entrevoir la possibilité d'une nouvelle accélération. Par exemple, la moyenne mobile sur trois mois des emplois hors secteur agricole a bondi à +188 000 en mai, pour atteindre son plus haut niveau depuis le printemps 2024. Ce phénomène est particulièrement impressionnant, compte tenu de la forte baisse du « point mort » due au durcissement de la politique migratoire : mécaniquement, l'absorption des nouveaux entrants nécessite moins de créations d'emplois.

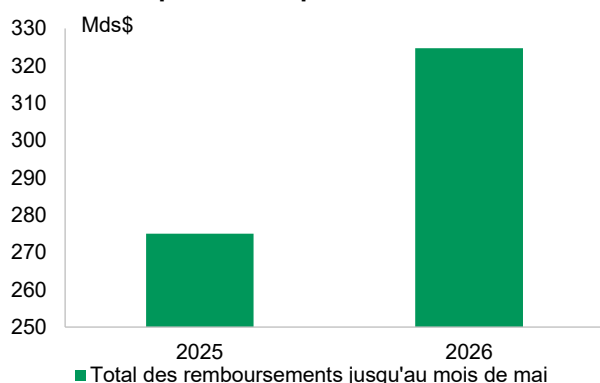
La vigueur observée très récemment est certainement quelque peu illusoire : le mois de mars a bénéficié d'un effet de rattrapage après un mois de février très faible, au cours duquel les conditions météorologiques et les mouvements sociaux avaient temporairement freiné l'activité. Il faudra également se méfier d'un coup de pouce temporaire lié à la Coupe du monde. Il nous paraît donc peu probable que le rythme des créations d'emplois récemment observé se poursuive. Il devrait toutefois rester suffisamment solide pour maintenir le taux de chômage autour du niveau actuel de 4,3%, avant de baisser légèrement à l'horizon 2027.

La croissance des salaires s'est assagie, la croissance du salaire horaire moyen ayant chuté à 3,4% sur un an en mai. Si ce rythme reste proche de l'extrémité supérieure de la fourchette pré-Covid, il marque un recul significatif par rapport au pic récent et se situe également en dessous de la moyenne de 2025, proche de 4%. Compte tenu de la productivité, ces progressions salariales devraient conforter l'analyse de la Fed : le marché de l'emploi ne constitue pas, pour l'heure, une source majeure de pressions inflationnistes, malgré la nette amélioration des chiffres de l'emploi non agricole observée depuis l'automne dernier.

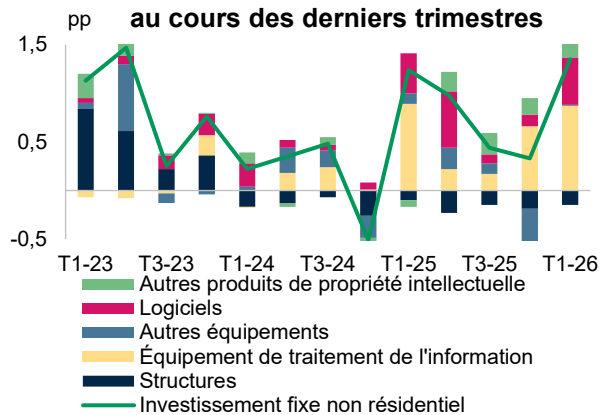
L'inflation sous-jacente s'est nettement mieux comportée, ne laissant entrevoir que peu de signes d'effets de second tour.

La flambée des prix de l'énergie depuis le début du conflit iranien a entraîné une forte hausse de l'inflation globale, l'IPC global ayant bondi à 4,2% en mai, contre 2,4% en février, soit une hausse de près de 2 p en seulement trois mois. L'inflation sous-jacente s'est nettement mieux comportée, ne laissant entrevoir que peu de signes d'effets de second tour en dehors des tarifs aériens : l'IPC sous-jacent en glissement annuel a légèrement augmenté pour atteindre 2,9% en mai, contre 2,5% en février, cette hausse étant due en partie à des décisions méthodologiques liées au « shutdown » des services de l'État.


USA : Impact des remboursements d'impôts sur le prix de l'essence



USA : forte contribution de l'IA au cours des derniers trimestres



L'inflation globale devrait avoir atteint un pic au mois de mai ; les effets secondaires sur l'inflation sous-jacente resteront relativement contenus. Plus précisément, nous tablons sur une légère baisse de l'IPC global, qui devrait se situer dans la fourchette haute des 3% pendant la majeure partie du deuxième semestre 2026, suivie d'une baisse plus marquée due à des effets de base au second semestre 2027, avant un rebond pour clôturer l'année prochaine autour de 2,4%. En ce qui concerne l'inflation sous-jacente, notre scénario table actuellement sur une fourchette d'environ 2,6-2,9% au premier trimestre 2027, suivie d'une légère baisse, l'IPC sous-jacent clôturant également l'année 2027 autour de 2,4%.

 Moyenne annuelle	2026	2027
PIB	2,1%	1,9%
Inflation	3,2%	2,3%

Nicholas VAN NESS

ZONE EURO : NORMALISATION PLUTÔT QUE REBOND

Malgré la signature d'un protocole d'entente qui réduit le risque extrême pesant sur la hausse des prix énergétiques, **l'épisode inflationniste dégrade les perspectives de croissance de la zone euro davantage que celles de ses proches concurrents.**

Les facteurs de pertes de compétitivité se cumulent et la faiblesse des exportations érode de plus en plus la croissance. Toutefois, **la demande domestique résiste**, s'appuyant sur une amélioration de l'offre (population active et productivité) et sur un partage plus équilibré de la valeur ajoutée. Bien que profitant moins du *supercycle* d'investissement mondial, l'accumulation de capital demeure un moteur de la croissance. Avec les salaires qui restent une force désinflationniste, le choc d'offre ne se traduirait pas par une inflation persistante et permettrait une normalisation de la croissance sur un rythme inférieur de peu au potentiel.

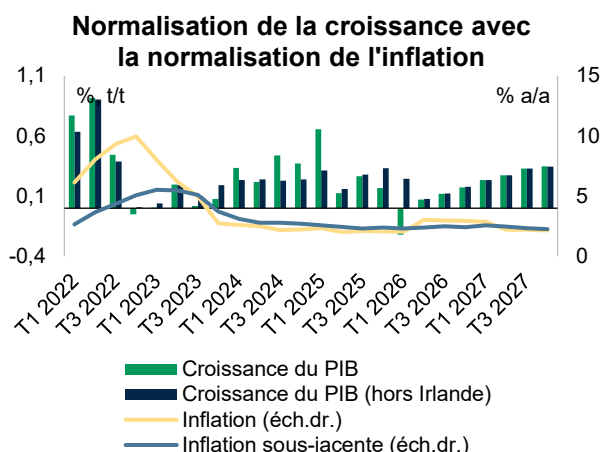
Au premier trimestre 2026, la croissance se révèle résistante mais en perte de vitesse

Sur fond de croissance mondiale s'appuyant sur le *supercycle* manufacturier et d'investissement en Asie et révisée à la hausse depuis l'été dernier, la croissance de la zone euro s'était progressivement renforcée après son essoufflement de 2022 à 2024. C'est surtout **l'accélération de la demande intérieure**

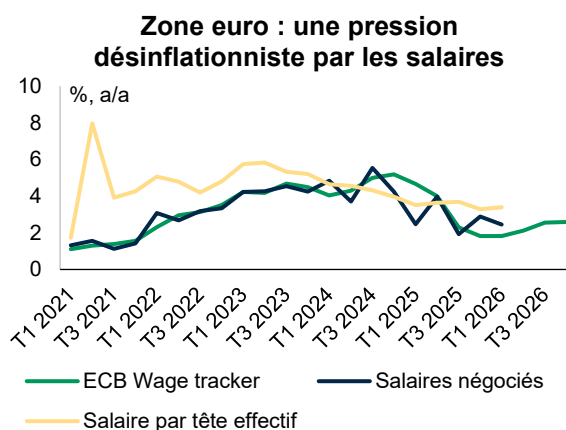
qui s'est raffermie au deuxième semestre de 2025, ce surcroît compensant la contribution négative de la demande étrangère nette. En effet, depuis le choc tarifaire, les exportations nettes ont amputé la croissance de 0,3 point de pourcentage par trimestre en moyenne, en ligne avec nos prévisions d'impact de ce choc. La croissance s'était donc installée en 2025 sur un rythme inférieur de peu au potentiel.

Forte d'un processus de désinflation bien avancé, de taux d'intérêt stabilisés, d'un marché du travail encore porteur et d'une situation économique et financière solide des agents privés non financiers, la zone euro avait de quoi commencer l'année sous des bons auspices. Certes, les entreprises avaient progressivement réduit leur abondante liquidité et évoluaient dans un environnement moins favorable à leur pouvoir de fixation des prix, mais le ralentissement des coûts salariaux limitait l'érosion des marges. Quant aux ménages, la désinflation leur restituait du pouvoir d'achat, même si l'inflation passée avait réduit la valeur réelle de l'importante épargne cumulée dans la période *post-pandémique*.

Les indicateurs concernant le premier trimestre indiquent une perte de vitesse, avec une croissance qui se maintient néanmoins sur le rythme de 1% sur un an. En éliminant le bruit apporté



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



Sources : Eurostat, ECB, Crédit Agricole S.A./ECO

par la croissance de l'Irlande (-12,7%)², la progression du PIB de la zone euro est, à +0,3%, en ligne avec notre prévision de mars dernier. En effet, **la croissance est ressortie plus soutenue qu'anticipée en Allemagne, en Italie (+0,3%) et en Espagne (+0,6%), compensant la sous-performance de la croissance française (-0,1%)**. En prenant en compte le repli en début d'année dû au PIB irlandais, la croissance est négative (-0,2%) et l'acquis de croissance pour l'année 2026 n'est plus que de 0,1%, contre 0,5% dans notre prévision de mars dernier. Hors effet irlandais, l'acquis de croissance à 0,7% est plus aligné avec une progression de l'activité à un rythme légèrement inférieur au potentiel.

Hors facteurs exceptionnels responsables du recul du PIB de la zone et avant même que l'effet négatif de la guerre dans le golfe arabo-persique ait pu se déployer, **l'affaiblissement des moteurs de la croissance est néanmoins visible**. Au premier trimestre, le ralentissement de la consommation des ménages (+0,2% après +0,4% au T4) touche l'ensemble des grandes économies de la zone euro, à l'exception de l'Italie. Ce ralentissement est préoccupant en Allemagne, où, après une reprise en 2025, la perte de vigueur de la consommation privée a été particulièrement marquée (0% après 0,6% au T4) : depuis 2019, elle n'a crû que de 2,6%. En revanche, la progression de la consommation publique reste soutenue, à +0,6% par trimestre, portée par l'accélération des dépenses allemandes à l'œuvre depuis l'été dernier (+1,1% après +1,5% au T4 2025). Cette hausse est plus modeste ailleurs et la consommation publique est même en recul en Italie. L'investissement s'est replié dans la zone euro (-0,3%), interrompant ainsi le renforcement signalé depuis fin 2024. Il a reculé en Allemagne (-1,5%, compensant la forte remontée du T4 2025) et en France (-0,6%) ; s'il reste en progression en Italie et en Espagne, c'est au ralenti.

Après avoir épuisé les effets favorables liés à l'anticipation des droits de douane américains, les exportations de biens et services de la zone se

contractent depuis l'automne (-0,2% au T1 2026). Mais cette évolution n'est pas homogène : en Allemagne et en Italie, alors qu'elles avaient connu un recul quasi ininterrompu depuis 2024, les ventes à l'étranger se sont redressées (+3,3% et +2,2% respectivement) ; en revanche, après trois ans de forte croissance (rythme annuel moyen de plus de 2%), les exportations ont reculé fortement en France (-3,5% sur le trimestre) et plus modérément en Espagne (-0,5%).

En revanche, l'affaiblissement de la demande intérieure et la moindre accumulation de stocks n'ont pas freiné les importations (+0,4% sur le trimestre), ce qui a réduit davantage la contribution des exportations nettes à la croissance.

Le scénario le plus sévère pour l'instant écarté

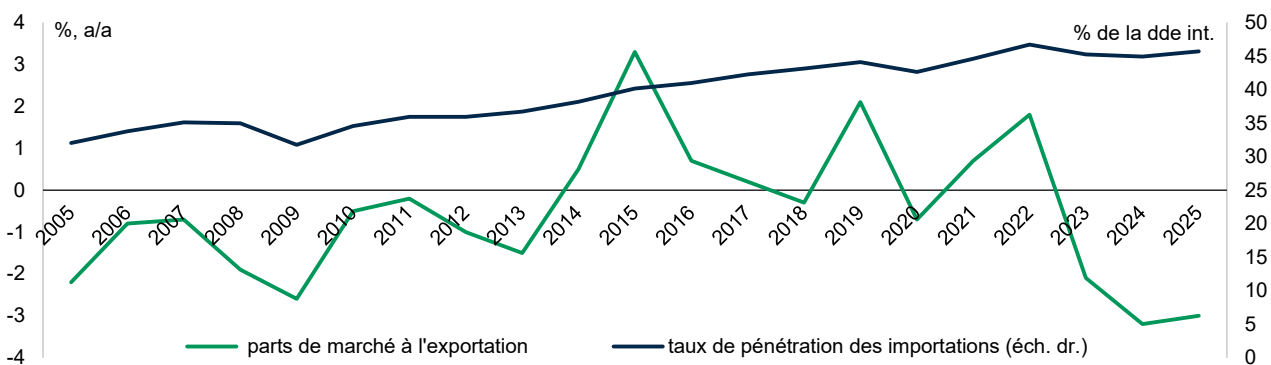
Le conflit dans le golfe arabo-persique a fait planer le risque d'un double choc avec une double temporalité qui aurait pu s'étendre au-delà de l'horizon de notre prévision : un premier choc d'offre puis un deuxième choc, retardé, de destruction de demande, accentué par la hausse des taux d'intérêt.

Les données d'enquêtes ont signalé une dégradation immédiate de la confiance : l'indice PMI® S&P Global pour la zone euro indiquait en mai la plus forte contraction de l'économie de la zone depuis dix-huit mois. Avec le ralentissement de la dégradation en juin, notamment de l'activité dans les services, l'indice envoie un signal de stabilisation du PIB au deuxième trimestre.

Le protocole d'entente entre les États-Unis et l'Iran, malgré sa fragilité, a été pris en compte dans notre scénario central avec, pour corollaire, une réouverture partielle du détroit d'Ormuz. Il écarte ce risque de double choc violent bien que la croissance soit revue à la baisse par rapport à notre scénario de mars dernier, notamment en 2027.

Malgré la baisse déjà visible des prix de l'énergie, la « normalisation » serait très progressive : le retour à des capacités pleinement utilisées se

Zone euro : perte de parts de marché et pénétration des importations



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

² La baisse du PIB est imputable au recul de 27% de l'activité des multinationales, qui a entraîné une baisse de 35% de la valeur ajoutée de l'industrie.

produirait lentement et les prix énergétiques resteraient plus élevés qu'avant le conflit. Alors que, dans notre scénario de mars dernier, l'inflation retrouvait un niveau inférieur à la cible BCE, elle l'excède dans nos actuelles prévisions (2,1% en décembre 2027). Après un pic au mois de mai (3,2%), l'inflation demeurerait supérieure à 3% jusqu'en février 2027. La contribution négative des prix de l'énergie, entraînant un repli de l'inflation des biens industriels non énergétiques, pousserait ensuite l'inflation à la baisse tandis que le pic tardif de l'inflation alimentaire (supérieure à 3% sur toute l'année 2027) freinerait ce recul. Le processus de désinflation dans les services a bel et bien été interrompu par le conflit et, bien que l'on n'anticipe pas d'effets de second tour, le taux d'inflation est inertiel et devrait rester supérieur à 3% dans ce secteur.

Notre prévision d'inflation table donc sur un choc temporaire, avec des effets de second tour limités. L'épisode inflationniste actuel diffère de celui enregistré à la suite du déclenchement de la guerre en Ukraine, dans un contexte de demande soutenue, portée par la reprise post-Covid.

En effet, la baisse de la consommation d'énergie par les ménages et l'industrie et la part plus importante des énergies à bas coût marginal dans la production d'électricité devraient limiter, par rapport à 2022, la transmission de la hausse des prix du gaz à ceux de l'électricité. Par ailleurs, avec des profits et des revenus disponibles réels en baisse, les conditions de demande diffèrent de l'expérience inflationniste récente. Cet effet est renforcé par l'incertitude élevée et la confiance dégradée mais aussi par des politiques économiques plus contraignantes.

Compte tenu de ces hypothèses, **la recalibration de la politique monétaire ne devrait être que temporaire.** Un point d'attention important pour la BCE est que le processus désinflationniste récent ne s'est pas pleinement traduit par une inflation perçue plus faible. D'où le risque de désancrage des anticipations susceptibles d'alimenter une inflation plus permanente. Toutes les enquêtes conduites après l'éclatement du conflit signalent une révision à la hausse des perspectives d'inflation (indice PMI, enquête ESI, enquête SAFE auprès des entreprises et SPF auprès des prévisionnistes professionnels, CES auprès des consommateurs). Dans tous les cas, l'accélération anticipée des prix est perçue comme étant temporaire et concentrée à l'horizon d'un an, mais avec un risque perçu comme haussier. La forte hausse des coûts des intrants limite les marges des entreprises. Les enquêtes PMI et SAFE font état d'une augmentation bien plus nette des prix des intrants que des prix de vente, avec une importante compression des marges. L'arbitrage entre emploi et salaires semble tranché en faveur du premier avec une modération anticipée des salaires par les entreprises sur fond de rétention de l'emploi. L'enquête CES auprès des consommateurs partage ces anticipations : elle signale, à la fois, un

ralentissement du revenu disponible nominal à l'horizon d'un an et une baisse du taux de chômage.


Les salaires négociés jusqu'à la fin mai impliquent un taux de croissance annuel des salaires (avec primes) de 2,6% en 2026 en ralentissement (après 3% en 2025). Ce rythme est inférieur à celui enregistré par le salaire par tête au T1 2026 (3,4%).

Un scénario de normalisation plutôt que de rebond

La relative robustesse de ses fondamentaux et la nature transitoire du choc inflationniste permettent à l'économie de la zone d'échapper à la récession. Malgré une croissance faible en rythme trimestriel jusqu'à la fin de 2026, l'acquis de croissance élevé permet d'afficher un taux de croissance (hors Irlande) de 0,8% cette année. Nous avons des doutes sur la possibilité d'un rebond de la croissance irlandaise capable de compenser l'impact négatif du premier trimestre. En prenant en compte le PIB irlandais, la croissance de la zone ne serait que de 0,2% en 2026. En 2027, notre scénario table sur une normalisation de la croissance sur un rythme toujours inférieur au potentiel, en ligne avec ses performances depuis 2024. Sans véritable rebond, la progression du PIB ne dépasserait pas 0,9%.

La relative robustesse de ses fondamentaux et la nature transitoire du choc inflationniste permettent à l'économie de la zone d'échapper à la récession.

La consommation des ménages ne retrouverait pas son rythme récent (0,8% en 2026 et 2027 après 1,5% en 2025). Son évolution suivrait, avec retard, le ralentissement du revenu disponible réel avec peu de soutien d'un taux d'épargne, certes élevé, mais dont le pouvoir d'achat a aussi connu une érosion. Porté de façon croissante par les biens immatériels, l'investissement a connu un rebond plus fort qu'anticipé en 2025. **Les dépenses pour la défense continuent d'être un moteur de l'investissement tout comme celles en faveur de la transition énergétique.** La dépense allemande en infrastructures, à ce stade encore peu visible, devrait aussi contribuer davantage. Après un creux en 2026 (1% après 3,2%) l'investissement devrait ainsi accélérer en 2027 (1,8%).

 Moyenne annuelle	2026	2027
PIB (Irlande incluse)	0,2%	0,9%
Inflation	2,7%	2,4%

La zone euro devrait moins bénéficier du supercycle mondial d'investissement en IA et ses exportations devraient continuer de croître (0% en 2026 et 1,3% en 2027) à un rythme inférieur à leur

moyenne historique et à celui du commerce mondial. La perte de parts de marché se poursuivrait avec une concurrence accrue de la Chine sur les produits sur lesquels la zone euro dispose encore d'un avantage comparatif. Cette concurrence s'opère autant sur les marchés tiers que sur le marché

intérieur, comme le confirme le taux de pénétration des importations en forte hausse, qui contribue à un moindre apport des exportations nettes à la croissance.

Paola MONPERRUS-VERONI

ROYAUME-UNI : LE CHOC ÉNERGETIQUE, UN IMPACT À RETARDEMENT

Le PIB britannique a surpris fortement au premier trimestre avec un rebond de +0,6% par rapport au trimestre précédent. Cette croissance a été soutenue par la consommation des ménages (+0,6%), la consommation publique (+0,4%) et les variations de stocks (contribuant pour +0,6 point de pourcentage). *A contrario*, l'investissement et les exportations nettes ont contribué négativement à la croissance. En conséquence, **notre prévision de croissance annuelle pour 2026 est révisée à la hausse de +0,3 point de pourcentage à 1,1%.**

En revanche, un effet technique devrait susciter un ralentissement marqué au deuxième trimestre (à +0,2%). En effet, la solidité apparente du PIB au début de l'année reproduit un schéma observé presque chaque année depuis la pandémie, à savoir une activité qui se concentre sur le début d'année. L'*Office for National Statistics* (ONS) reconnaît l'existence d'une « saisonnalité mouvante » qui devrait être corrigée au fil du temps, mais le processus nécessiterait entre trois et cinq ans. Dans l'attente de cette correction, nos prévisions de PIB intègrent un profil de saisonnalité marqué, qui se traduit par un nouveau rebond de la croissance au 1^{er} trimestre 2027.

Cette accélération retardée, mais inévitable, de l'inflation réduira le pouvoir d'achat des ménages, dans un contexte de marché du travail détérioré.

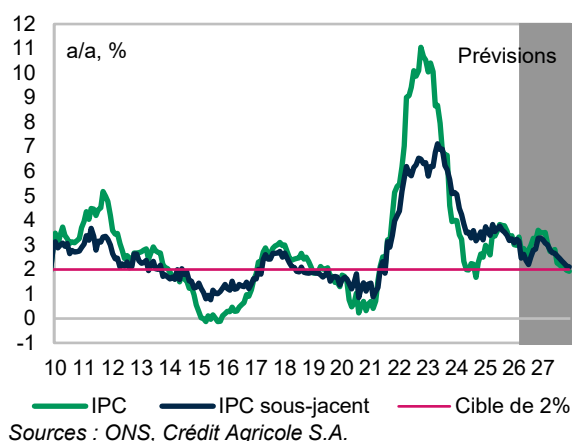
L'inflation a plutôt surpris favorablement au cours des derniers mois. Elle a reculé à 2,8% en avril, en ligne avec notre prévision, contre 3,3% en mars. Elle est restée stable au mois de mai, en dessous des anticipations (3,0%) : l'accélération des prix de l'énergie, due essentiellement à la hausse des prix des carburants, a été compensée par une modération des rythmes d'inflation dans les services et les produits

alimentaires. Les prix du gaz et de l'électricité ont, quant à eux, baissé en avril, à la suite de la décision du régulateur Ofgem (*Office of Gas and Electricity Markets*) de réduire son *energy price cap* à compter du 1^{er} avril dernier. Celui-ci a été fixé en fonction des cours sur les marchés mondiaux sur la période du 15 novembre 2025 au 13 février 2026, soit avant le début du conflit au Moyen-Orient. Cette baisse résulte également des mesures prises par le gouvernement dans le cadre de son budget d'automne, destinées à préserver le pouvoir d'achat des ménages.

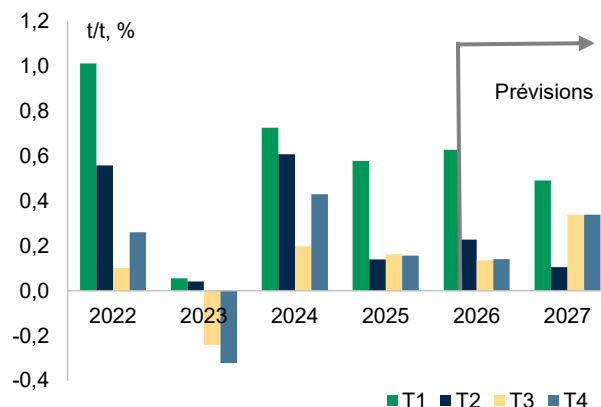
L'impact du choc énergétique sur l'inflation ne sera ainsi visible dans les chiffres d'inflation qu'à partir du mois de juillet. L'Ofgem augmentera de 13,5% son *energy price cap* à partir du 1^{er} juillet, une hausse très proche de notre estimation initiale (+15%). En conséquence, l'inflation augmentera sensiblement au deuxième semestre, avec un pic en novembre. En revanche, la baisse des cours du pétrole et du gaz, après l'accord entre l'Iran et les États-Unis, devrait permettre une reprise de la trajectoire baissière des tarifs de gaz et d'électricité à partir d'octobre. **Notre scénario intègre ainsi une inflation moyenne un peu plus faible** (3,4% au quatrième trimestre contre 3,5% précédemment, avec un pic de 3,6% en novembre. L'inflation devrait refluer courant 2027 et atteindre l'objectif cible de la *Bank of England* (BoE) de 2% au T4 2027.

Cette accélération retardée, mais inévitable, de l'inflation réduira le pouvoir d'achat des ménages, dans un contexte de marché du travail détérioré. La consommation devrait se replier au second semestre et l'investissement de nouveau se contracter, en raison des pressions sur les marges des entreprises et de la hausse des taux. **En conséquence, on ne peut exclure un risque de**

R-U : inflation IPC



R-U : taux de croissance trimestriel




récession dans les prochains mois : seules les exportations nettes contribueraient positivement à la croissance, en raison d'une baisse anticipée des importations. **Ce fort ralentissement au second semestre nous conduit à réviser de -0,1 point de pourcentage à 1,1% notre prévision de croissance pour l'année 2027.**

Les risques autour des perspectives sont fortement liés aux incertitudes sur le trafic maritime dans le détroit d'Ormuz. Une reprise rapide provoquerait une chute plus marquée des prix de l'énergie. Ceci génère un potentiel haussier autour de notre prévision de croissance, qui repose sur l'hypothèse conservatrice d'un trafic réduit à 80% des capacités habituelles.

Du côté des risques domestiques, la principale source d'incertitude est liée au potentiel leadership contest qui aura lieu après la démission de Keir Starmer de ses fonctions de Premier ministre. Le principal risque identifié par les investisseurs obligataires semble tenir à un éventuel assouplissement de la discipline budgétaire sous l'impulsion d'Andrew Burnham, considéré comme le

successeur le plus probable de Keir Starmer. A. Burnham se prononce en faveur d'un renforcement de l'investissement public, ainsi que d'un recours accru aux nationalisations ou aux prises de participation de l'État. Il est probablement le candidat le plus susceptible d'assouplir l'interprétation des règles, mais pas de les abandonner complètement. Conscient qu'une hausse du déficit budgétaire serait lourdement sanctionnée par les marchés, il a affirmé son intention de respecter les règles budgétaires en vigueur. La politique budgétaire doit rester restrictive pour garantir la soutenabilité de la dette et, plutôt qu'un relâchement, c'est un autre tour de vis que le gouvernement pourrait être obligé d'annoncer à l'automne.

 Moyenne annuelle	2026	2027
PIB	1,1%	1,1%
Inflation	3,1	2,6%

Slavena NAZAROVA

JAPON : LES INVESTISSEMENTS STRATÉGIQUES DE L'ADMINISTRATION TAKAICHI À LA RESCOURSSE DE LA STAGNATION STRUCTURELLE

Le gouvernement et la BoJ œuvrent de concert pour insuffler une forte dynamique de croissance économique et stabiliser les prix

Les pressions structurelles à la stagnation induites par un taux d'épargne des entreprises anormalement élevé compriment la demande intérieure. La pression baissière d'un ralentissement mondial provoqué par les droits de douane imposés par Donald Trump et la hausse des prix du pétrole contribuent à fragiliser la demande globale. En conséquence, le taux d'inflation sous-jacent (hors produits alimentaires frais et énergie) devrait temporairement baisser. La hausse des coûts de l'énergie réduira probablement le pouvoir d'achat des ménages et augmentera l'élasticité-prix de la demande. En revanche, motivée par les risques géopolitiques, l'expansion des investissements stratégiques par le biais de partenariats public-privé pourrait susciter une hausse des salaires réels, favorable à la demande intérieure.

Le gouvernement Takaichi, dans ses grandes orientations politiques, entend en effet parvenir à une économie à « forte croissance » grâce à la mise en œuvre d'une politique expansionniste au cours de l'exercice 2027. L'année 2026 constituerait une période de transition, marquée par une dynamique limitée. Les dépenses de politique générale seraient incluses dans le budget initial, les budgets supplémentaires étant flexibles et utilisés uniquement en cas d'urgence.

Les relèvements prématurés des taux de la BoJ peuvent entraîner une croissance inférieure à son potentiel, freinant temporairement les progrès visant à surmonter la stagnation structurelle de l'économie.

L'abandon des politiques libérales opposées à l'intervention du gouvernement se poursuivrait et une nouvelle approche serait adoptée pour relever les défis sociaux et économiques qui entravent la croissance par une politique budgétaire proactive et des investissements stratégiques dans les partenariats public-privé. La transition vers un gouvernement Takaichi, avec une politique budgétaire proactive et une politique économique volontariste, viserait à soutenir le gouvernement d'ici aux élections de la Chambre haute de 2028, en renforçant les investissements stratégiques et en mettant en place des baisses d'impôts permettant à la population de ressentir les effets de la reprise économique.


L'objectif d'excédent du solde primaire, qui exige que les investissements stratégiques soient financés par les recettes fiscales, serait remplacé par un objectif favorisant une politique budgétaire proactive. Les politiques d'élaboration du budget seront fondamentalement réformées, ce qui permettra de réaliser des investissements à long terme basés sur la stratégie de croissance grâce à la fixation de nouveaux quotas d'investissement dans le budget initial, et les crises seront gérées à l'aide de budgets supplémentaires flexibles. Pour sortir de la

UN SCÉNARIO DE NOUVEAU HAUTEMENT CONDITIONNEL | PAYS DÉVELOPPÉS

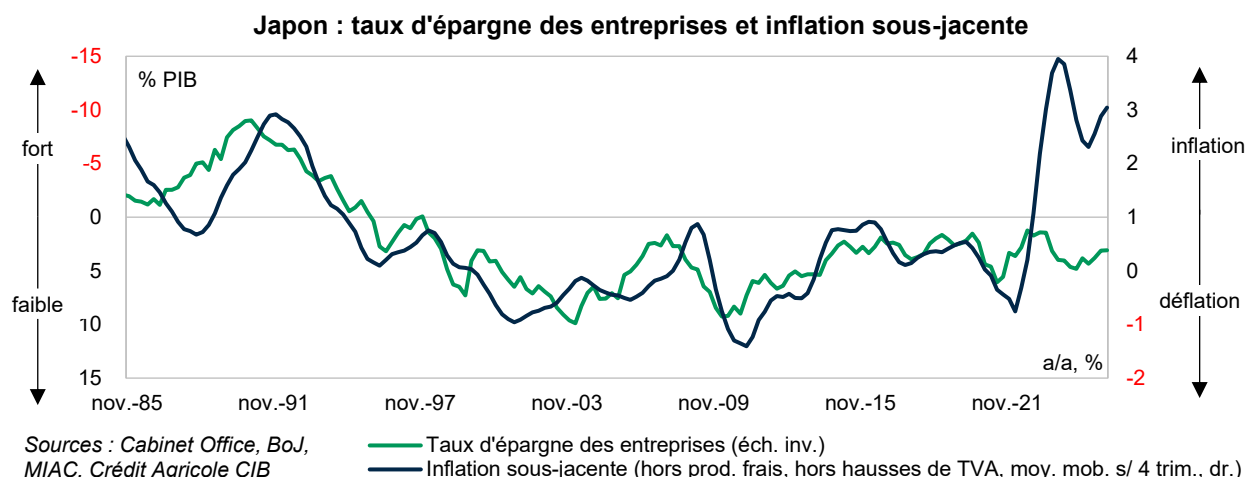
dépendance vis-à-vis de la demande extérieure, les politiques économiques favoriseraient des développements similaires à l'expansion de la demande intérieure observée à la fin des années 1980 après le conflit commercial avec les États-Unis. Un rétablissement complet par rapport à la stagnation structurelle de l'économie entraînerait une augmentation significative des recettes fiscales, ce qui se traduirait par un excédent budgétaire d'ici à 2029.

À plus court terme, dans un contexte de ralentissement de l'économie mondiale, d'incertitude entourant le gouvernement Trump et de pressions baissières exercées par les prix élevés du pétrole et la stagnation de l'offre due aux risques géopolitiques, les

relèvements prématurés des taux de la BoJ peuvent entraîner une croissance inférieure à son potentiel, freinant temporairement les progrès visant à surmonter la stagnation structurelle de l'économie.

 Moyenne annuelle	2026	2027
PIB	0,3%	0,5%
Inflation	1,9%	0,6%

Takuji AIDA – Ken MATSUMOTO





PAYS ÉMERGENTS

Une résilience, quatre risques majeurs

Panorama – Une résilience, quatre risques majeurs

Chine – L'inflation sous contrôle, le modèle sous pression

Brésil – Une croissance robuste et des déséquilibres, finalement, « gérables »

Russie – La guerre d'attrition déforme durablement l'économie

Inde – Pénalisée par la guerre États-Unis-Iran

Une résilience, quatre risques majeurs

La croissance économique des marchés émergents s'est montrée plus résistante que prévu face au blocus du détroit d'Ormuz et à la hausse des prix du pétrole. Les pressions inflationnistes se sont même quelque peu atténuées en mai et il n'a pas été nécessaire de procéder à des hausses massives de taux d'intérêt qui auraient pu nuire à la croissance. Si nos prévisions de croissance sont quasiment inchangées, quatre risques majeurs planant sur le second semestre 2026 sont néanmoins identifiés.

Une croissance résiliente

Près de quatre mois après son début, **l'impact négatif de la guerre au Moyen-Orient s'est révélé plus limité que ce que l'on pouvait initialement redouter.**

Si l'on examine, par exemple, les récents indices des directeurs d'achat, l'offre manufacturière a plutôt bien résisté. La consommation privée a été quelque peu mise à mal par la hausse de l'inflation (carburant) qui érode le pouvoir d'achat. Cela vaut en particulier pour les pays les moins développés. Cependant, la hausse de l'inflation elle-même a été contenue dans de nombreux pays grâce à des mesures ciblées, telles que le plafonnement des prix du carburant et des produits de grande consommation, ainsi que des marges des entreprises. En conséquence, la pression inflationniste a été forte en tout début de période. L'inflation en glissement mensuel s'est accélérée en mars et, dans une certaine mesure, en avril. Mais dans de nombreux pays, elle s'est modérée en mai. À l'avenir, l'évolution de la situation dans le détroit d'Ormuz et du prix du pétrole déterminera dans une large mesure l'orientation de l'inflation dans les marchés émergents. Selon les prévisions de notre scénario interne (baisse progressive du prix du Brent au cours des trois prochains trimestres), **l'impact dépressif de l'inflation sur la consommation privée devrait, en moyenne, rester limité.**

Quant aux hausses de taux opérées par les banques centrales des marchés émergents pour lutter contre l'inflation ou défendre leurs devises, ce phénomène est resté jusqu'à présent assez contenu. Parmi les plus grands pays de notre couverture, seules l'Indonésie, les Philippines et l'Afrique du Sud ont relevé leurs taux depuis fin février. Simultanément, le Brésil, le Mexique et la Hongrie ont abaissé leurs taux directeurs. Au total, la situation reste « indécise ».

L'inflation en glissement mensuel s'est accélérée en mars et avril mais s'est modérée en mai.

Pas de menace

Les exportations des marchés émergents ont fait fi de l'incertitude liée au blocus du détroit d'Ormuz et aux menaces qui pèsent sur les chaînes d'approvisionnement. Elles se sont même accélérées entre mars et mai, en particulier pour les exportateurs de produits non liés aux matières

premières. La demande externe a soutenu la croissance économique au deuxième trimestre.

L'incertitude géopolitique et pétrolière a entraîné des sorties de capitaux des marchés émergents. Toutefois, dans l'ensemble, compte tenu de l'impact limité sur la croissance et le commerce, **l'ajustement des réserves de change des marchés émergents a été modéré.** Certains pays ont bien sûr davantage souffert que d'autres, comme l'Inde, la Turquie, la Roumanie et, dans une moindre mesure, l'Indonésie, les Philippines et la Thaïlande. Toutefois, dans l'ensemble, les réserves de change des marchés émergents parmi les pays que nous couvrons n'ont baissé que de 2% entre mars et mai : le choc sur les réserves a donc été modeste.

Chine

L'exposition au contexte mondial varie évidemment selon les régions. La Chine s'est montrée plutôt résistante face au choc pétrolier, mais continue de faire face à ses propres défis. Elle reste marquée par des divergences : entre l'offre (plus forte) et la demande (plus faible), et entre les secteurs liés aux technologies (plus forts) et les autres secteurs (plus faibles). Les pressions inflationnistes sont restées faibles. Les dirigeants chinois devraient continuer à soutenir l'offre et à renforcer la base industrielle du pays ; ils ne devraient pas dévoiler de plan de relance majeur de la consommation.

Reste de l'Asie

Dans le reste de l'Asie, l'Asie du Sud-Est et du Sud sont plus vulnérables à la montée des pressions inflationnistes, en raison de leur moindre niveau de développement. Les banques centrales ont adopté une position plus restrictive, avec des hausses de taux dans certains pays, mais aussi un discours plus ferme et, parfois, des mesures visant à soutenir leurs devises. L'Asie du Nord s'est montrée plus résistante et a bénéficié de surprises à la hausse liées à la dynamique du secteur technologique. Nous avons d'ailleurs revu à la hausse, au deuxième trimestre, nos prévisions de croissance pour 2026 concernant la Corée et Taïwan.

EMEA

L'Europe centrale a surtout été touchée par l'intensification des pressions inflationnistes. Mais la lutte contre l'inflation a pris la forme de mesures administratives, et non de hausses de taux. Le Moyen-Orient a manifestement subi des pressions bien plus fortes. La croissance de l'Arabie saoudite devrait se révéler plutôt résistante ; en revanche, nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance pour les économies les plus petites et les plus ouvertes. Et il y a un sujet tabou : dans quelle mesure la guerre va-t-elle remodeler et remettre en question le modèle de développement à moyen terme des pays du Conseil de coopération du Golfe (CCG)³ – qu'il s'agisse de l'accent mis sur le pétrole et le gaz ou des efforts de diversification vers les secteurs des services et des technologies ? Il est prématuré de se prononcer car le diagnostic dépend de l'issue de la guerre entre les États-Unis/Israël et l'Iran.

Amérique latine

L'Amérique latine est moins vulnérable car plus éloignée de l'épicentre du choc géopolitique et globalement moins exposée aux chocs sur les termes de l'échange, puisque de nombreux pays y sont des exportateurs de matières premières. Mais, la combinaison de la politique et de la flexibilité budgétaire reste au cœur des préoccupations de nombreux pays. De ce point de vue, les élections présidentielles au Brésil constitueront l'un des principaux sujets d'attention du second semestre.

Principaux risques

La situation au Moyen-Orient reste au cœur de la carte des risques pour les marchés émergents, la question centrale étant de savoir avec quelle rapidité, efficacité et durabilité le détroit d'Ormuz sera rouvert

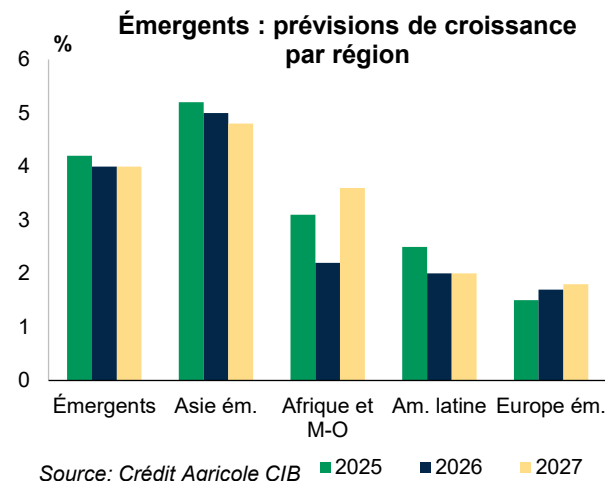
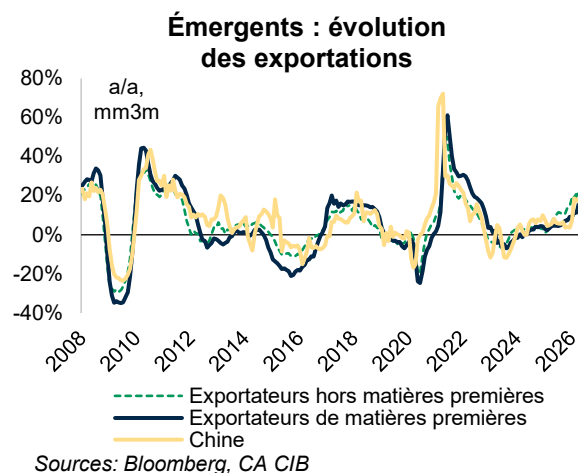
(et quel sera son impact sur le prix du pétrole au-delà du court terme).

La pérennité de la dynamique de l'IA constitue une autre source d'incertitude susceptible d'avoir un impact significatif sur les marchés émergents. Si les doutes quant aux avantages et à la rentabilité de l'IA venaient à s'intensifier, une éventuelle correction boursière affecterait sensiblement les marchés émergents, avec des répercussions négatives sur les actifs mais aussi (surtout) la croissance, les devises et les politiques monétaires.

Notre liste comporte deux autres risques majeurs. Premièrement, les prix mondiaux des denrées alimentaires (les chaînes d'approvisionnement pouvant être perturbées par des facteurs géopolitiques). Un choc sur les prix des denrées alimentaires aurait des conséquences négatives importantes sur les pays les moins avancés (notamment en Afrique, en Asie du Sud et, dans une moindre mesure, en Asie du Sud-Est). Deuxièmement, la guerre en Ukraine semble poser de plus en plus de difficultés à la Russie. Comment la Russie pourrait-elle réagir ? Par le passé, les dirigeants russes ont répondu à de tels défis, non pas en se montrant plus disposés à faire des compromis, mais en adoptant une attitude plus affirmée.

Moyenne annuelle	2026	2027
PIB	3,9%	4,1%
Inflation	3,8%	3,4%

Sébastien BARBÉ



³ Organisation régionale qui regroupe six monarchies du Golfe : Arabie saoudite, Émirats arabes unis, Qatar, Koweït, Bahreïn, Oman

CHINE : L'INFLATION SOUS CONTRÔLE, LE MODÈLE SOUS PRESSION

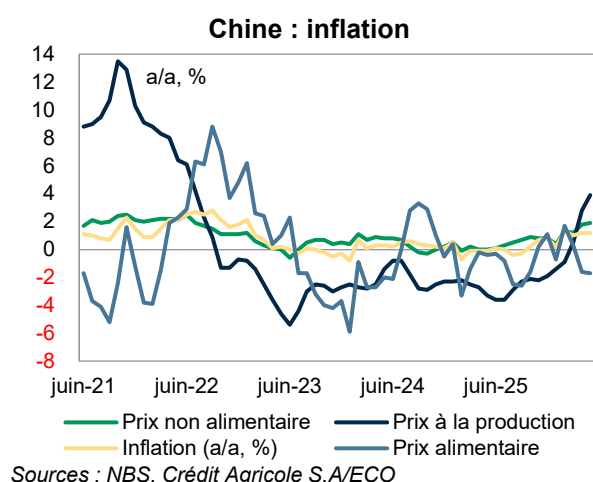
À peine un frémissement : voilà ce que l'on peut dire de l'indice d'inflation chinois depuis le début de la guerre en Iran. En mai, les prix à la consommation ont ainsi augmenté de 1,2%, loin des dynamiques enregistrées dans le reste de l'Asie.

Cela traduit deux réalités, deux faces de la Chine, un paradoxe du modèle. D'un côté, le pays fait la démonstration de ses capacités de planification : la Chine aurait accumulé environ un milliard de barils dans ses stocks stratégiques, achetés à des prix avantageux (auprès de l'Iran, de la Russie ou encore du Vénézuéla), ce qui lui a permis de réduire significativement ses importations de pétrole au cours de ces derniers mois. Elle peut également compter sur le développement des énergies renouvelables et se tourner vers d'autres sources domestiques, bien que plus polluantes (charbon), en attendant une baisse des prix sur les marchés. Enfin, des mécanismes divers d'encadrement des prix (carburants, billets d'avion) ont également permis de limiter l'impact du conflit.

Quelle que soit l'issue et la durée du conflit, le scénario chinois se joue surtout sur d'autres fronts.

Les prix à la production, quant à eux, sont enfin sortis de la zone de contraction dans laquelle ils évoluaient depuis octobre 2022, sans effet massif sur la production ou les exportations à ce stade. Ces dernières ont légèrement décéléré mais demeurent à un niveau élevé.

La capacité de la Chine à contenir l'inflation est réelle : elle est le fruit d'une stratégie d'autonomisation poursuivie depuis maintenant plus de dix ans. Elle ne doit cependant pas faire oublier que l'absence d'inflation est également la conséquence d'une demande intérieure très faible, fragilisée par des revenus stagnants, un patrimoine immobilier dégradé et un arbitrage des ménages en faveur de l'épargne plutôt que de la consommation. En mai, les ventes au détail affichaient ainsi une croissance négative (-0,6% en rythme annuel), une première historique hors période Covid.



Les déséquilibres du modèle vont encore durer

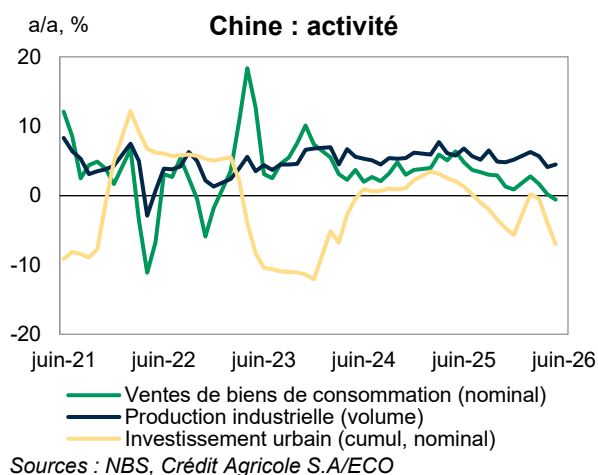
Quelles que soient l'issue et la durée du conflit, le scénario chinois se joue surtout sur d'autres fronts.

Le 15^e Plan quinquennal l'a annoncé de façon très claire : **les objectifs de l'État demeurent centrés sur la puissance productive et la souveraineté économique.** Le choix stratégique de financer la compétition technologique avec les États-Unis par l'épargne des ménages est assumé. Ce dernier a même été renforcé dernièrement par un contrôle des capitaux accru, pour éviter que le patrimoine d'une partie de la population ne soit capté par des marchés financiers étrangers. Ces priorités publiques devraient continuer à alimenter le système manufacturier chinois, au détriment du soutien à la consommation, qui aurait pu prendre la forme d'un État social plus fort.

La Chine devrait donc continuer à produire davantage, tout en poursuivant sa montée en gamme pour réduire ses dernières dépendances. Il ne faut donc pas s'attendre à un rééquilibrage de l'économie, et donc à une accélération nette de l'inflation, qui témoignerait d'une hausse de la demande. Seule concession à ce stade, notamment vis-à-vis du reste du monde, la banque centrale a piloté une légère appréciation du taux de change, qui retrouve son niveau le plus bas depuis 2022, autour de 6,75 yuans pour un dollar. Au deuxième semestre, le yuan devrait se stabiliser autour de 6,70 yuans pour un dollar.

L'Union européenne face à la Chine ?


Le maintien d'un appareil exportateur fort demeure au centre du modèle chinois. La Chine n'a pas ménagé ses efforts « d'influence » (pour ne pas dire de propagande) pour contrer l'offensive réglementaire qui semble s'amorcer côté européen. Alors que les exportations chinoises vers les États-Unis se sont en partie redirigées vers le marché européen, **l'Union européenne menace d'instaurer de nouvelles barrières protectionnistes qui pourraient prendre**



la forme de quotas et de droits de douane, en accord avec les règles de l'OMC.

Les rapports dévoilant le montant des subventions reçues par les entreprises chinoises, quatre à huit fois plus importants que dans le reste de l'OCDE, renforcent la position européenne. **L'introduction de mesures dans des secteurs spécifiques** (petits colis et donc textile, véhicules électriques, chimie, acier et aluminium) **serait un nouvel obstacle à gérer pour des entreprises chinoises qui comptent toujours**

sur le reste du monde pour consolider leurs marges et écouler leur surproduction.

 Moyenne annuelle	2026	2027
PIB	4,7%	4,5%
Inflation	1,1%	1,0%

Sophie WIEVIORKA

BRÉSIL : UNE CROISSANCE ROBUSTE ET DES DÉSÉQUILIBRES, FINALEMENT, « GÉRABLES »

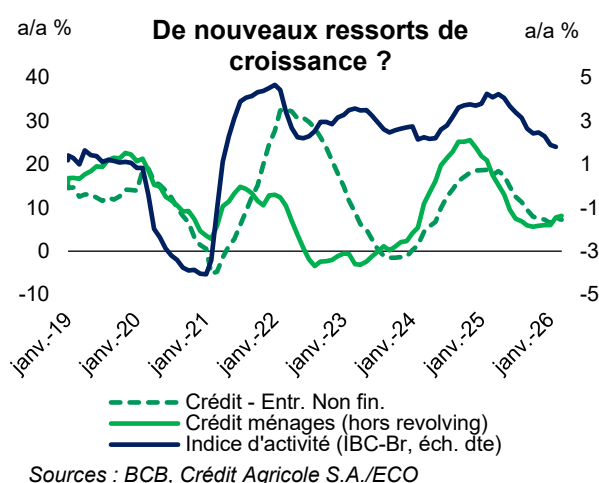
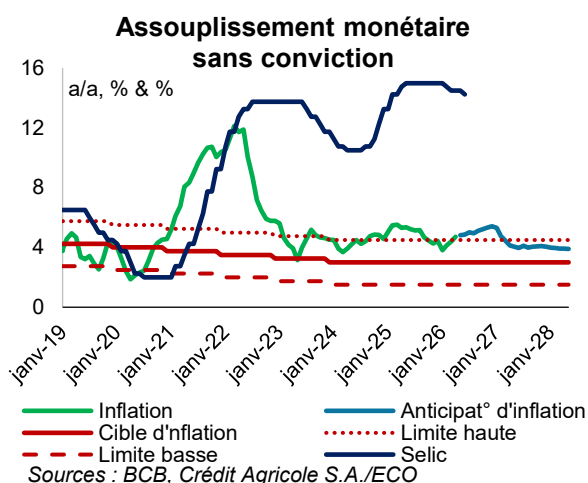
Alors que les exportations nettes de pétrole préviennent une érosion de l'excédent commercial et un creusement du déficit courant, sur lequel le dynamisme de la croissance vient habituellement buter, **la résistance actuelle ne s'accompagne pas de déséquilibres ingérables**. Bien qu'elle ait perdu un peu de sa vigueur, la croissance se maintient à un niveau confortable (le PIB en volume a crû de 1,8% sur 12 mois au premier trimestre) : grâce à la consommation des ménages que soutient, notamment, un marché du travail toujours dynamique, avec un taux de chômage historiquement faible (5,8%), la demande interne reste vigoureuse.

L'assouplissement monétaire laisse les taux d'intérêt à des niveaux « punitifs » en termes réels, mais face auxquels la croissance du crédit se montre étonnamment résistante.

Cette vigueur peut sembler d'autant plus étonnante qu'elle s'accompagne d'un redressement de l'inflation et de taux d'intérêt très élevés. L'inflation sur 12 mois s'est établie en mai à 4,7% : poussée par ses composantes volatiles (prix alimentaires, effets des prix de l'énergie sur les engrais et le transport, tarifs de l'électricité), elle excède la borne haute de la fourchette cible (3% avec une marge

de +/-1,5 point) de la banque centrale (BCB). Et pourtant, cette dernière vient de procéder à la troisième baisse consécutive de son taux directeur (Selic à 14,25%). Tout en reconnaissant opérer dans un environnement plus risqué et plus incertain, en révisant ses projections d'inflation à la hausse et en différant le retour à la cible au premier trimestre 2028, la BCB (dans un communiqué inhabituellement « alambiqué ») justifie cette décision par le caractère encore très restrictif de sa politique monétaire.

Entamé en avril et très mesuré, l'assouplissement monétaire laisse, en effet, le taux directeur, et plus généralement les taux d'intérêt, à des niveaux « punitifs » en termes réels, mais face auxquels la croissance du crédit se montre étonnamment résistante. D'où les questions sur l'efficacité de la transmission monétaire : des questions auxquelles le FMI⁴ a répondu favorablement. Il estime que la transmission de la politique monétaire reste efficace et que deux autres facteurs ont joué un rôle décisif en stimulant la demande mais aussi l'offre de crédit : **la forte croissance des revenus et le succès de l'inclusion financière**. Après avoir atteint 3,4% en 2024 puis 2,3% en 2025, la croissance devrait bien résister et ce d'autant plus qu'elle sera dopée par des mesures budgétaires généreuses (environ 1,6% du PIB). Une large part des mesures est comptabilisée




⁴ "Explaining Strong Credit Growth in Brazil Despite High Policy Rates" - IMF Country Focus - Octobre 2025

« hors budget » et ne pèsera pas sur le solde primaire, mais alourdira la dette publique brute prévue autour de 82% du PIB en fin d'année.

Ces « cadeaux » écornent la crédibilité budgétaire et contribuent aux pressions sur les taux d'intérêt longs. Mais, en année électorale⁵, il aurait été vain de compter sur un redressement des comptes publics. En revanche, si la BCB est avare en termes d'indications claires sur sa future trajectoire monétaire, elle est vigilante quant à l'impact de la politique budgétaire, « renforçant ainsi sa prudence dans un scénario d'incertitude accrue » : **son taux d'intérêt risque**

ainsi de s'installer durablement sur un plateau élevé. Et un peu de « carry » ne peut pas faire de mal.

 Moyenne annuelle	2026	2027
PIB	1,9%	2,0%
Inflation	4,5%	4,1%

Catherine **LEBOUGRE**

RUSSIE : LA GUERRE D'ATTRITION DÉFORME DURABLEMENT L'ÉCONOMIE

L'économie russe semble entrée dans une nouvelle phase. Après deux années de croissance tirée par la dépense militaire, l'investissement public et le redéploiement industriel lié à la guerre, le dernier trimestre marque un tournant : **la question n'est plus celle de la résilience face aux sanctions, mais celle de la soutenabilité du modèle de guerre à moyen terme.** Le PIB russe se serait contracté de 0,3% au premier trimestre 2026, première contraction trimestrielle depuis 2023, et le ministère russe du Développement économique a abaissé sa prévision de croissance pour 2026 à 0,4%, contre 1,3% auparavant. Le FMI reste légèrement plus optimiste (1,1%), principalement en raison de la hausse récente des cours pétroliers liée à la crise iranienne. Cette divergence illustre surtout l'incertitude fondamentale sur l'économie russe : les statistiques officielles demeurent partielles et les données militaires sont largement classifiées. Il est difficile de faire le moindre diagnostic sur ce pays, enveloppé par le brouillard de la guerre.

Une politique monétaire en tête de proue de la gestion des déformations économiques liées à la guerre

La politique monétaire est un frein à l'activité, bien qu'elle soit aussi la garante, depuis le début du conflit, de l'ancrage des anticipations, un ingrédient crucial : le maintien de la confiance est l'une des clés du scénario dans les guerres d'attrition. C'est à qui fatiguera le premier, que ce soit sur le plan militaire ou économique : dans les guerres d'usure, tout est lié. La Banque centrale russe maintient donc des taux réels très élevés afin de contenir l'inflation, après plusieurs années de surchauffe provoquée par la guerre. Le taux directeur demeure autour de 14-15%, malgré quelques assouplissements récents. Quant à l'inflation annuelle officielle, elle est revenue autour de 5-6%, mais les anticipations des ménages restent très élevées : 12,4% en juin selon la Banque centrale. Cette divergence traduit une faible crédibilité désinflationniste et une forte perception d'érosion du pouvoir d'achat. Là aussi, cela va jouer son rôle dans

un moment où la situation du pouvoir est de moins en moins confortable.

La situation est également plus tendue sur les questions budgétaires. Ainsi, sur les cinq premiers mois de 2026, le déficit fédéral a atteint 2,6% du PIB, dépassant l'objectif annuel de 1,6%. Le Parlement a récemment autorisé le gouvernement à modifier ses dépenses et son endettement sans procédure parlementaire complète, signe d'une gestion budgétaire plus flexible mais aussi plus opaque. Plusieurs institutions indépendantes estiment désormais que le déficit pourrait dépasser 3% du PIB en fin d'année si les prix énergétiques se normalisent. Le scénario de paix en Iran ne joue pas en faveur de la Russie, bien que l'inertie des flux physiques et les politiques de diversification de nombreux pays (surtout la Chine) limitent l'érosion des revenus.

Une attrition budgétaire progressive

L'énergie demeure la variable centrale de l'équilibre économique russe. Malgré les sanctions occidentales, Moscou continue d'exporter prioritairement vers l'Asie, principalement vers la Chine et l'Inde. Toutefois, les rabais consentis sur le pétrole russe, les coûts logistiques plus élevés et les restrictions financières réduisent les revenus effectifs du Kremlin. La remontée des prix du pétrole liée à la crise d'Ormuz apporte un soulagement conjoncturel, mais n'a pas résolu les fragilités structurelles : dépendance aux hydrocarbures, faibles gains de productivité et recul de l'investissement privé.

La guerre a permis d'éviter l'effondrement annoncé en 2022, mais elle a créé un modèle de croissance de plus en plus dépendant des dépenses militaires, des recettes énergétiques et du contrôle étatique.

Le marché du travail constitue un paradoxe. Le taux de chômage reste historiquement bas, autour de 2-2,5%, mais cette situation reflète moins une vigueur économique qu'une pénurie de main-d'œuvre : mobilisation militaire, émigration de travailleurs

⁵ Élections générales en octobre 2026 pour élire le président, le vice-président, les membres du Congrès national, les

gouverneurs, vice-gouverneurs et assemblées législatives des États de la fédération.

qualifiés et vieillissement démographique créent des tensions inédites. C'est aussi cela qui constitue la toile de fond de l'inflation, et que doit gérer la Banque centrale. Plusieurs secteurs civils – construction, transport, industrie manufacturière – signalent des difficultés croissantes de recrutement.

La résilience n'est pas la soutenabilité

Trois évolutions profondes méritent l'attention. Premièrement, la guerre accélère la militarisation durable de l'économie : selon certaines estimations, les dépenses liées à la défense représenteraient désormais près de 40% des dépenses publiques fédérales. Deuxièmement, l'économie est de plus en plus administrée et centralisée : contrôle accru des capitaux, interventions budgétaires, soutien ciblé aux secteurs stratégiques. Enfin, les tensions apparaissent désormais au sein même des élites économiques, certains grands industriels critiquant publiquement les taux élevés de la Banque centrale – un fait rare dans le système russe.


INDE : PÉNALISÉE PAR LA GUERRE ÉTATS-UNIS-IRAN

La guerre entre les États-Unis et l'Iran a fondamentalement remodelé la dynamique commerciale de l'Inde, en perturbant gravement son commerce de marchandises ainsi que ses transferts de fonds, créant un « trou » dans la balance courante indienne de 83,23 milliards de dollars, soit environ 2% du PIB. **Malgré la signature récente d'un accord de paix, l'économie a déjà subi des dommages considérables.** Notre prévision de déficit courant pour 2026 a ainsi été révisée à la hausse à -2,9% du PIB, après -1% en 2025. À près de 3%, le déficit de la balance courante excède le niveau jugé acceptable par le gouvernement indien. En réponse, la banque centrale (RBI) et le gouvernement ont lancé des réformes structurelles radicales pour attirer les capitaux étrangers, notamment en supprimant les impôts sur les détentions étrangères d'obligations d'État, en assouplissant les quotas concernant les investissements de portefeuille étrangers, en introduisant des facilités de *swap* de change concessionnelles et en permettant aux Indiens non-résidents d'effectuer des dépôts à effet de levier en dollars, dont les coûts de couverture de change sont couverts par la RBI.

Malgré la signature récente d'un accord de paix, l'économie a déjà subi des dommages considérables.

Ces réformes pourraient susciter 90 à 130 milliards de dollars d'entrées de capitaux supplémentaires au cours des deux prochaines années : un montant plus que suffisant pour combler un déficit que nous estimons à 83 milliards de dollars. Mais le montant absorbé par la RBI afin de dénouer son portefeuille à terme (95 milliards de dollars accumulés lors des

Le paradoxe russe demeure donc entier : la guerre a permis d'éviter l'effondrement économique annoncé en 2022, mais elle a créé un modèle de croissance de plus en plus dépendant des dépenses militaires, des recettes énergétiques et du contrôle étatique. À court terme, la hausse des prix du pétrole liée au Moyen-Orient offre un bref répit. Mais la soutenabilité financière et sociale d'une économie de guerre entrée dans sa quatrième année se pose.

 Moyenne annuelle	2026	2027
PIB	1,4%	1,4%
Inflation	6,0%	5,8%

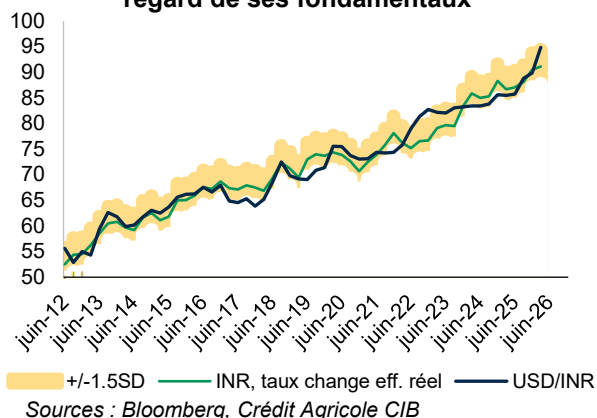
Tania SOLLOGOUB

précédentes interventions sur le marché des changes) déterminera l'impact des entrées de capitaux sur la roupie indienne (INR). Si la RBI dénoue ses 45 milliards de dollars de contrats à court terme, un volume important d'entrées de capitaux pèsera sur le cours USD/INR, plafonnant probablement l'appréciation du dollar à environ 96. Tel est le scénario le plus probable. Le dénouement total du portefeuille de contrats à terme de la RBI réduirait toutefois considérablement la capacité des entrées de capitaux à doper la roupie et pourrait entraîner une poursuite de la hausse du dollar à 98.

Quoi qu'il en soit, **le biais haussier des investisseurs sur le cours USD/INR persistera compte tenu des dégâts déjà causés à l'économie et jusqu'à ce que la confiance des investisseurs dans la trajectoire de croissance de l'Inde soit rétablie.** La paire USD/INR s'est déjà appréciée en raison du conflit entre les États-Unis et l'Iran ainsi que des inquiétudes concernant la croissance indienne, ce qui la conduit à se négocier nettement au-dessus de sa juste valeur à long terme.

Or, les perturbations liées à l'IA continuent de susciter des inquiétudes chez les investisseurs concernant les secteurs indiens des technologies de l'information et du conseil aux entreprises. Le service météorologique indien (IMD) prévoit également des précipitations liées à la mousson s'élevant à 90% de leur moyenne à long terme, ce qui devrait peser sur l'INR à court terme. La paire USD/INR s'est déjà appréciée en raison du conflit entre les États-Unis et l'Iran ainsi que des inquiétudes concernant la croissance indienne, ce qui la conduit à se négocier nettement au-dessus de sa juste valeur à long terme.

L'INR contre USD est surévalué au regard de ses fondamentaux



Les perturbations des échanges commerciaux et des transferts de fonds en Inde causées par le conflit iranien nous ont conduits à revoir à la baisse nos prévisions de croissance du PIB réel pour 2026, qui passent de 6,7% à 6,5%, contre 7,0% en 2025. Après avoir détourné 70% de ses importations énergétiques en provenance du Moyen-Orient pour contourner le détroit d'Ormuz et s'être tournée vers d'autres exportateurs comme les États-Unis, l'Amérique du Sud et l'Afrique, l'Inde reste en mesure de s'approvisionner en énergie. Elle paie toutefois un prix plus élevé pour ces importations. Bien que le pays puisse détourner ses exportations de produits pétroliers raffinés du Golfe vers l'Asie du Sud-Est, celles-ci continuent de baisser en raison de la hausse des taxes à l'exportation. L'Inde n'a pas été en mesure de trouver d'autres débouchés pour ses exportations, importantes, de produits électroniques vers le Moyen-Orient et, même avec la réouverture du détroit d'Ormuz, la priorité sera donnée au transport d'énergie et de produits alimentaires plutôt qu'à celui des produits électroniques. La faiblesse de la saison

de la mousson risque également de peser sur les exportations agricoles. Mais le gouvernement renforce également son soutien budgétaire à l'économie, autorisant son déficit budgétaire à atteindre 4,8% du PIB contre une prévision antérieure de 4,3%.

Les pressions s'intensifient pour que la RBI relève ses taux d'intérêt : hausse attendue de l'inflation due à l'augmentation des prix de l'énergie, faiblesse de la mousson qui fait grimper les prix des produits alimentaires, dépréciation de l'INR qui alourdit les coûts d'importation. En mai, les taux d'inflation globale et sous-jacente (hors carburant et alimentation) se sont établis à, respectivement, 3,9% et à 3,6% en glissement annuel, soit un niveau inférieur au milieu de la fourchette de tolérance de 2-6% de la RBI. L'inflation se redresse donc à partir d'un niveau faible, offrant à la banque centrale une certaine marge de manœuvre. Les récentes réformes structurelles visant à renforcer l'attrait de l'Inde auprès des investisseurs étrangers soutiennent également la roupie et réduisent la pression sur la RBI pour qu'elle relève ses taux afin de soutenir la devise. Nous continuons de penser que la banque centrale n'utilisera les hausses de taux pour soutenir le change qu'en dernier recours et tablons encore sur le maintien par la RBI de son taux directeur à 5,25% en 2026.

	2026	2027
Moyenne annuelle		
PIB	6,5%	6,7%
Inflation	5,2%	4,5%

David FORRESTER



SECTEURS D'ACTIVITÉ

Pétrole – Espoir d'une détente sur le détroit d'Ormuz

Gaz – Un accord qui tombe à pic mais qui doit encore se concrétiser

Automobile – Des restructurations en marche

Semi-conducteurs – Un secteur sous l'emprise de la demande en Intelligence Artificielle

Transport maritime – Vers une reprise graduelle des trafics dans le détroit d'Ormuz

Pétrole – Espoir d'une détente sur le détroit d'Ormuz

Pour mettre un terme à l'hémorragie que subissent les stocks mondiaux après la fermeture du détroit d'Ormuz, il est important que le trafic maritime reprenne rapidement. La signature du protocole d'accord entre les États-Unis et l'Iran laisse espérer une reprise progressive des flux maritimes qui permettrait de détendre le marché, surtout à partir de 2027.

Le protocole d'accord récemment signé entre les États-Unis et l'Iran suscite des espoirs tempérés quant à la reprise rapide du trafic maritime dans le détroit d'Ormuz. Bien qu'encourageante, cette avancée ne garantit pas une ouverture immédiate et complète de cette voie stratégique. Les acteurs du secteur maritime demeurent prudents : armateurs et assureurs exigent des garanties solides avant d'engager massivement leurs navires, tandis que les acheteurs observent attentivement l'évolution de la situation. Cette réserve reflète une réalité incontournable : les engagements politiques ne se traduisent pas systématiquement en résultats opérationnels concrets.

La question cruciale est désormais de savoir si la réouverture du détroit, même partielle, peut suffire à éviter un phénomène redouté par l'industrie : le « tank bottom ». Ce scénario désigne l'épuisement des stocks pétroliers, paralysant alors le fonctionnement de raffineries et d'oléoducs. L'impossibilité d'évaluer précisément les niveaux actuels de stocks pour chaque infrastructure rend les prévisions complexes. Cependant, en adoptant une perspective globale, **les risques d'atteindre le niveau critique des stocks entre septembre et décembre 2026 apparaissent importants en cas de fermeture prolongée et totale du détroit.**

Inversement, la reprise graduelle du trafic maritime à partir du 3^e trimestre 2026 devrait mettre un terme à l'hémorragie qui frappe actuellement les stocks pétroliers. Il est néanmoins probable que certains complexes pétroliers, privés de stocks suffisants,

soient toujours contraints d'arrêter partiellement ou totalement leurs activités.

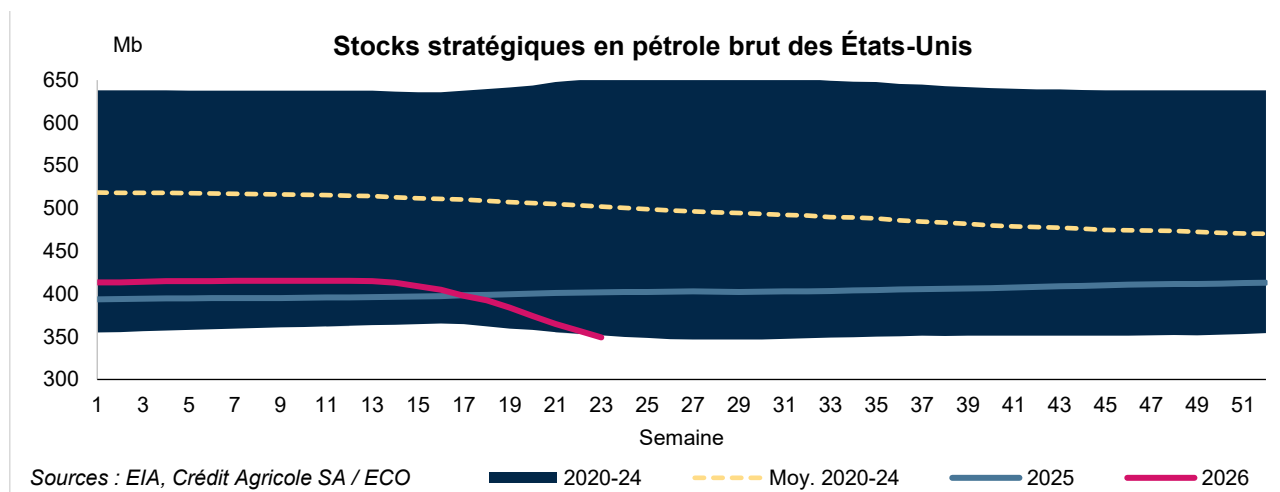
Les prix du pétrole devraient rester à des niveaux élevés au cours du second semestre 2026.

Notre analyse privilégie un scénario de reprise progressive des flux maritimes. Parallèlement à la reprise des flux, les infrastructures pétrolières du Golfe relanceront leur production graduellement, à l'exception notable de quelques complexes lourdement endommagés. Dans ce contexte d'ajustement graduel, les points de congestion entre capacités de production et capacités portuaires devraient être évités.

Cette trajectoire progressive a une conséquence inévitable : **les prix du pétrole devraient rester à des niveaux élevés au cours du second semestre 2026.** Cette tension sur les prix devrait perdurer tant que le détroit d'Ormuz n'aura pas retrouvé un niveau d'ouverture quasi complet. Ce n'est qu'à cette condition que les marchés pétroliers pourront renouer avec les facteurs nécessaires à une détente durable des cours.

	Prix moyen du pétrole par baril
T3 2026	91 \$
2026	92 \$

Stéphane FERDRIN



Gaz – Un accord qui tombe à pic mais qui doit encore se concrétiser

Grâce au protocole signé entre les États-Unis et l'Iran, les méthaniers qataris pourraient regagner rapidement l'Asie, ce qui soulagerait le marché gazier qui risquait de se tendre davantage cet été.

La signature du protocole d'accord entre les États-Unis et l'Iran, ouvrant la voie à une réouverture, même partielle, du détroit d'Ormuz, intervient à un moment particulièrement critique pour les marchés gaziers mondiaux.


Depuis le 28 février dernier, la fermeture du détroit a entraîné la disparition de près de 20% de l'offre mondiale de gaz naturel liquéfié (GNL), en provenance majoritairement du Qatar et qui approvisionnait essentiellement l'Asie. Entre avril 2025 et avril 2026, les importations combinées des cinq principaux acheteurs asiatiques – Chine, Japon, Corée du Sud, Inde et Taïwan – ont déjà chuté de 3,3 milliards de m³ (-14%). Par ailleurs, **cette rupture d'approvisionnement pèse lourdement sur la reconstitution des stocks européens de gaz naturel pendant le printemps et l'été.** Sur les mois d'avril et mai, les importations de GNL de l'Union européenne (UE) ont reculé de 1,6 milliard de m³ par rapport à la même période en 2025, soit une baisse de 7%.

En Europe, les niveaux actuels des stocks de gaz naturel demeurent inférieurs à ceux observés lors de la crise énergétique de 2022.

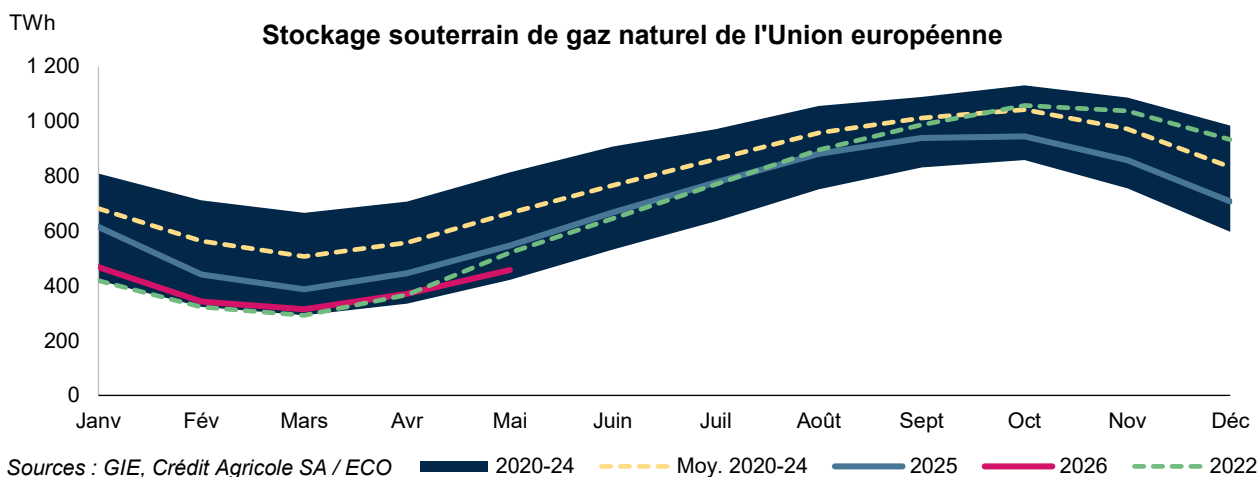
L'Europe a en effet terminé la saison hivernale avec des réserves anormalement basses, ce qui rend leur

reconstitution d'autant plus critique pour le prochain hiver. À fin mai, le déficit de stockage atteignait 18 milliards de m³ par rapport à la moyenne des 5 dernières années, soit l'équivalent de 20% des capacités totales de stockage de l'Union européenne. **Les niveaux actuels demeurent inférieurs à ceux observés en 2022**, année pourtant déjà marquée par une crise énergétique majeure et une envolée des prix du gaz naturel pendant l'été.

La situation est d'autant plus préoccupante que la demande asiatique pourrait se redresser cet été, portée par les pics de consommation électrique liés aux fortes chaleurs. Or, en 2022, malgré un recours accru au charbon en Asie, les prix du gaz naturel avaient atteint des niveaux records en juillet et août. Les parallèles avec la situation actuelle alimentent désormais les craintes d'une nouvelle flambée des prix cet été, si les méthaniers qataris ne reprennent pas rapidement leurs routes d'exportation vers l'Asie pour desserrer la pression sur un marché sous tension.

 Importations de GNL de l'UE	
T1 2026	36,4 Mds de m ³

Stéphane FERDRIN



Automobile – Des restructurations en marche

Le secteur se restructure mais, après plusieurs années de baisse des volumes, l'environnement conjoncturel rend difficile les prévisions à court terme. Même en cas de reprise macroéconomique, la hausse des taux d'intérêt et le maintien de pressions inflationnistes pourraient freiner le redressement du secteur en 2027.

Une irrésistible montée en puissance des constructeurs chinois

La montée en puissance des constructeurs automobiles chinois à l'échelle mondiale demeure le principal défi pour les constructeurs et équipementiers européens en 2026.

La forte hausse des exportations chinoises, à destination de l'Europe en particulier, permet aux constructeurs chinois de compenser la baisse de leurs ventes sur le marché domestique, qui enregistre son huitième mois consécutif de contraction par rapport à l'année précédente avec une baisse de 20% depuis le début de l'année.

Les difficultés rencontrées sur le marché intérieur incitent les constructeurs automobiles chinois, ainsi que les marques étrangères produisant localement, à adopter **une stratégie d'expansion internationale encore plus agressive.**

L'intensification de la concurrence entre constructeurs sur le marché européen devrait se poursuivre, voire s'amplifier, au cours de l'année à venir. La part de marché des constructeurs automobiles européens dans les cinq principaux marchés européens (EU5) a diminué, passant de 72% à 67% entre 2020 et 2025 ; nous prévoyons qu'elle déclinera encore, pour atteindre environ 62% en 2027.

Les constructeurs automobiles positionnés sur l'entrée de gamme, tels que Stellantis, Volkswagen, Renault ou Toyota, apparaissent particulièrement exposés à la concurrence chinoise, qui cible prioritairement les petits véhicules accessibles, les SUV, les véhicules électriques et hybrides rechargeables. **Nous envisageons, dans ce contexte, un risque de**

baisse généralisée des prix. Les constructeurs haut de gamme devraient en revanche mieux résister.

Dans ce contexte, BYD et Geely tirent parti des opportunités de croissance en Europe, portés par le succès commercial de leurs nouveaux modèles électriques. BYD figure parmi les marques de véhicules électriques les plus vendues au Royaume-Uni et dans l'Union européenne depuis le début de l'année, tandis que Geely continue de gagner des parts de marché grâce à sa gamme de produits diversifiée et à sa marque haut de gamme, Zeekr.

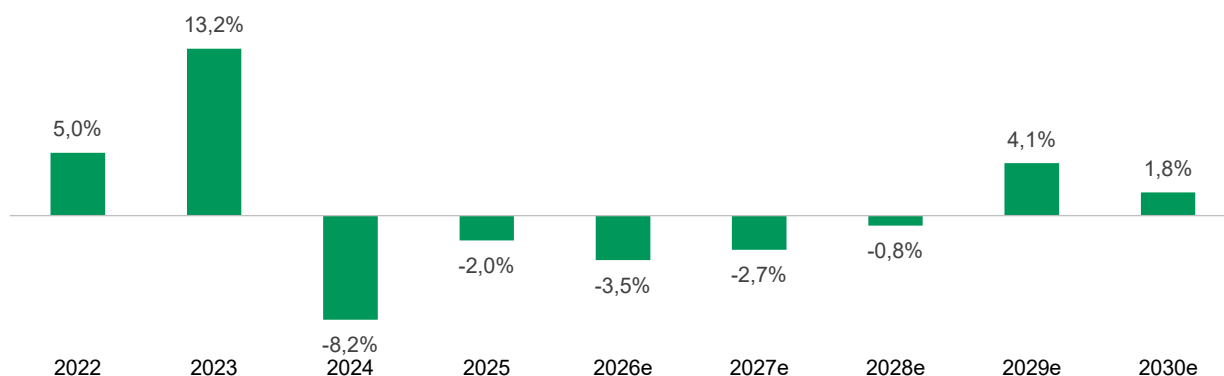
La conjoncture des derniers mois est favorable aux véhicules électriques, mais les constructeurs mettent le cap sur une électrification pragmatique

À court terme, le conflit au Moyen-Orient et les négociations tarifaires liées à l'accord de libre-échange entre le Canada, les États-Unis et le Mexique (ACEUM) constituent des éléments favorables pour le secteur. Mais, la hausse des cours du pétrole renforce la valeur relative des véhicules électriques par rapport aux véhicules thermiques, sans pour autant atteindre une compétitivité équivalente.

Le secteur semble donc se rapprocher du point bas du cycle, sans toutefois l'avoir encore atteint, et aucun rebond n'est attendu dans l'immédiat. Les constructeurs automobiles européens affichent en outre des performances inférieures à celles du marché depuis avril 2024.

Au niveau mondial, à l'exception des États-Unis, la transition vers les véhicules électriques se poursuit, néanmoins, de façon progressive et connaît même une accélération en Europe.

Europe de l'Ouest : évolution de la production automobile



Source : Crédit Agricole S.A./ECO

Depuis le début de l'année, les ventes de véhicules électriques progressent de 25,8% à fin avril 2026, portées par les dispositifs d'incitation à l'achat mis en place dans les cinq principaux marchés européens (UE5) que sont l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne et le Royaume-Uni.

L'industrie automobile mondiale reste fragilisée par des tensions sectorielles, macroéconomiques et concurrentielles persistantes.

Parallèlement, les constructeurs ont engagé des efforts importants de réduction des coûts, soutenus par des avancées technologiques majeures, permettant aux véhicules de nouvelle génération (notamment ceux de BMW et Mercedes-Benz) de gagner en compétitivité.

L'un des principaux axes de recherche porte sur la réduction du coût des batteries, grâce à l'adoption de la technologie LFP – batteries lithium-fer-phosphate – moins onéreuse. L'approvisionnement en batteries sur le marché européen et la standardisation des plateformes de production y contribuent également. La plupart des constructeurs nouent des partenariats avec les principaux fabricants de batteries et les acteurs chinois du secteur.

En Chine, les ventes de véhicules électrifiés se redressent progressivement (+13% en mai 2026, -8% sur les cinq premiers mois de l'année), malgré le ralentissement de la demande intérieure. Leurs exportations – en hausse de plus de 110% à fin mai 2026 – bénéficient du renforcement de la compétitivité internationale de l'industrie automobile chinoise.

Une réaction vigoureuse marquée par des restructurations et une accélération de l'innovation autour du véhicule défini par logiciel

L'industrie automobile réagit vigoureusement et réajuste ses capacités en Europe et aux États-Unis, après plusieurs années de baisse de la demande. Ces restructurations se traduisent également par une réorientation des stratégies d'électrification et l'accroissement des partenariats avec les constructeurs chinois, afin de mieux partager les coûts.

Les constructeurs automobiles européens mettent donc tout en œuvre pour améliorer leur compétitivité en entreprenant une refonte de leurs structures de coûts et en modérant leurs investissements.

Parallèlement, les fonctionnalités logicielles des véhicules, les systèmes de recharge ultra-rapide en moins de dix minutes, le recours à une architecture 800 volts, le déploiement de dispositifs avancés d'aide à la conduite (ADAS), les cockpits intelligents fondés sur l'intelligence artificielle et les mises à jour à distance « *over the air* » (OTA) tendent à se généraliser. **Les constructeurs européens espèrent ainsi combler leur retard technologique vis-à-vis des constructeurs automobiles chinois.**

Perspectives : une nouvelle année de récession

Nous prévoyons une baisse de la production automobile mondiale en 2026 de -2,6% sur un an, après une année 2025 supérieure aux attentes (+3,9%). La production nord-américaine devrait connaître un léger recul sur un an (-1,8%), en raison des répercussions liées aux échéances des droits de douane et des subventions pour les véhicules électriques.

La production européenne devrait se contracter de 3,5%, sous l'effet de la hausse des importations en provenance de Chine, qui représentent désormais entre 7% et 10% du marché selon les pays.

La production chinoise devrait baisser de -4%, malgré une forte progression des exportations, dans un contexte de nette contraction de la demande intérieure.

L'industrie automobile mondiale continue de composer avec des dynamiques sectorielles et des évolutions macroéconomiques contraires, auxquelles s'ajoutent l'intensification de la concurrence, la hausse des coûts des matières premières et un contexte macroéconomique incertain.

Selon nos estimations, **2026 restera une année de transition**, avant une reconstitution des profits opérationnels et des flux de trésorerie en 2027. Cette trajectoire reste soutenable grâce à la solidité financière dont disposait l'industrie avant la crise.



Taux de pénétration des véhicules électriques sur batteries en Europe

Avril 2026

17,5%

Véronique VIGNER

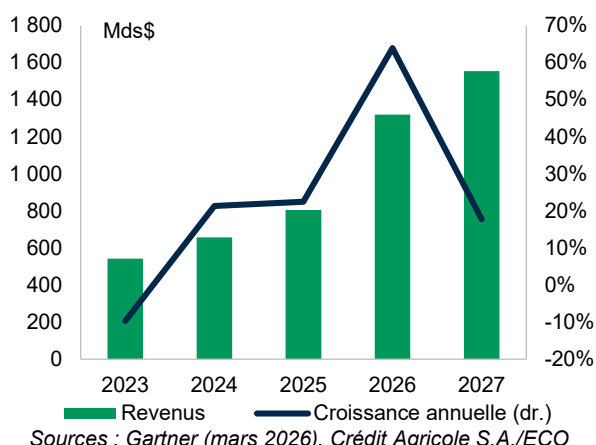
Semi-conducteurs – Un secteur sous l'emprise de la demande en Intelligence Artificielle

La demande en puissance de calcul destinée à l'apprentissage des modèles de langage pour les besoins de l'intelligence artificielle concentre davantage la fabrication des puces IA et de mémoires entre les mains de quelques acteurs majeurs.

Le marché mondial des semi-conducteurs poursuit une croissance annuelle à deux chiffres depuis 2024. Le secteur a atteint 805 milliards de dollars en 2025, en croissance de 22,4% par rapport à 2024. Les prévisions anticipent une croissance record en 2026 de 64% par rapport à 2025, la plus forte en deux décennies, pour atteindre 1 320 milliards de dollars.

Les composants spécifiques ou ASIC (*Application-Specific Integrated Circuit*) incluant les accélérateurs IA, les processeurs GPU (*Graphics Processing Unit*), ainsi que les composants mémoires, dont les mémoires large bandes ou HBM (*High Bandwidth Memory*), sont les véritables moteurs de cette croissance spectaculaire en 2026.

Évolution du marché mondial



Des investissements colossaux dans les data centers IA depuis 2023 aux États-Unis

La phase d'apprentissage des larges modèles de langage ou LLMs (*Large Language Models*) requiert une puissance de calcul très élevée, fournie encore aujourd'hui par des serveurs équipés de GPUs et de mémoires HBM. Ces serveurs sont installés dans des data centers dédiés.

Cette industrie reste très capitalistique. Ainsi, les acteurs dominants de la Tech, principalement Alphabet (Google), Amazon, Meta et Microsoft ou « *Hyperscalers* », n'ont cessé d'investir dans les data

centers de *cloud computing*, atteignant à eux quatre 140 milliards de dollars de CapEx en 2022.

Depuis l'avènement de l'IA Générative fin 2022, les CapEx annuels des quatre géants de la Tech réunis se sont envolés pour atteindre 410 milliards de dollars d'investissements dans les infrastructures IA en 2025, principalement aux États-Unis. Les prévisions anticipent un accroissement significatif en 2026 pour atteindre 725 milliards de dollars. À cela s'ajoute le projet IA du gouvernement américain, *Stargate*, à 500 milliards de dollars avec l'apport d'acteurs du privé, tels que OpenAI, SoftBank et Oracle.

Envolée des prix des mémoires DRAM et NAND en 2026 et répercussion sur les prix des terminaux

Les dépenses en puces IA sont prévues en forte hausse de 47% en 2026 par rapport à 2025.

Les besoins en infrastructure IA, et le développement grandissant de processeurs IA spécifiques, expliquent la dépense soutenue dans les composants IA. Celle-ci entraîne des contraintes capacitaires de fabrication dans les fonderies, concentrées chez quelques acteurs majeurs – TSMC, Samsung, SK Hynix et Micron. Les dépenses en puces IA sont prévues en forte hausse de 47% en 2026 par rapport à 2025, pour atteindre 2,6 trillions de dollars. La pénurie des puces mémoires conventionnelles DRAM et NAND, observée depuis fin 2025, se traduirait par une hausse spectaculaire du prix moyen par gigaoctet en 2026, de respectivement 125% et 234%. Cette augmentation devrait entraîner une hausse des prix des terminaux utilisateurs.



Marché mondial des semi-conducteurs

2026	1 320 Mds\$
2027	1 555 Mds\$

Rabindra RENGARADJALOU

Transport maritime – Vers une reprise graduelle des trafics dans le détroit d'Ormuz

L'accord préliminaire conclu entre les États Unis et l'Iran ravive l'espoir d'une relance des trafics, mais les incertitudes persistantes et les difficultés techniques pourraient freiner le retour rapide dans le Golfe de nombreux armateurs.

Accueilli avec prudence par le secteur maritime, cet accord marque une désescalade bienvenue après quatre mois de crise, tout en ouvrant un nouveau cycle de négociations à haut risque. Dans un environnement où le moindre incident peut compromettre la normalisation, les conditions de sécurité restent fragiles et doivent être consolidées avant d'envisager un retour à une navigation régulière.

Plusieurs obstacles opérationnels et sécuritaires devront être surmontés, notamment le déminage des zones sensibles, l'établissement de couloirs de navigation protégés, le rétablissement des assurances maritimes ou la remise en service des capacités de production à l'arrêt. Environ 600 navires hauturiers, immobilisés avec leurs équipages – dont de nombreux tankers utilisés comme stockage flottant – attendent d'être évacués. Les flottes, en particulier celles de pétroliers et de méthaniers redéployées vers les ports du bassin Atlantique, devront être repositionnées vers le Golfe, ce qui contribuera à étaler la reprise du trafic sur plusieurs mois.

Le rythme de la reprise dépendra de l'urgence économique et de l'appétence au risque des armateurs.

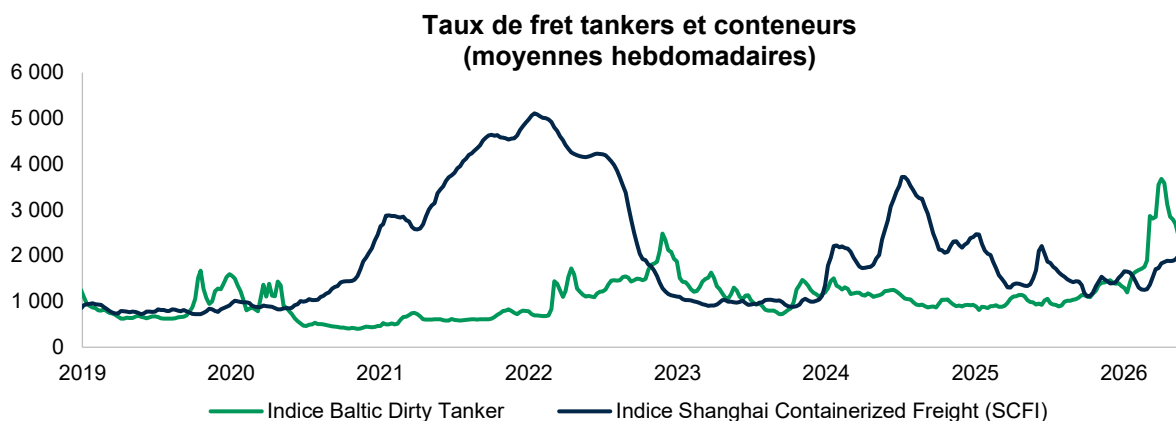
Si la réouverture du détroit se confirme, la reprise devrait privilégier les cargaisons critiques pour l'économie mondiale. Son rythme dépendra à la fois de l'urgence économique pesant sur les États du Golfe et leurs importateurs, et de l'appétence au risque, très variable, des armateurs. Alors qu'un nombre croissant de tankers et méthaniers sont reroutés vers le Golfe, la levée du blocus américain permet déjà aux navires

iraniens de transiter. Toutefois, comme l'ont montré les déviations persistantes liées à la crise en mer Rouge, certains transporteurs – notamment dans le conteneur – seront réticents à exposer leurs équipages et leurs navires à une situation encore instable.

Les taux de fret des tankers et des méthaniers se sont détendus, mais ils restent à des niveaux élevés, la baisse des volumes transportés étant compensée par l'allongement des itinéraires et les temps d'attente dans les ports. Si le détroit rouvre durablement, la reconstitution des stocks pétroliers et gaziers mondiaux devrait soutenir la demande et maintenir les frets à un niveau favorable à moyen terme.

Sur le marché du conteneur, les taux de fret s'envolent depuis le mois de mai, portés par une entrée précoce en haute saison, et se rapprochent désormais de leurs sommets de 2024. Les chargeurs anticipent leurs réservations en prévision de surcharges et de modifications des droits de douane américains attendues en juillet.

Malgré la chute des échanges des pays du Golfe, désormais desservis par voie terrestre depuis les ports voisins, **les trafics mondiaux de conteneurs restent remarquablement résilients.** Les exportations chinoises bondissent vers l'Afrique et l'Amérique latine et poursuivent leur progression vers l'Europe, ce qui sature les capacités de transport et accentue les déséquilibres. Face à cet afflux de produits largement subventionnés, la Commission européenne s'apprête à présenter de nouvelles mesures de sauvegarde.



Sources : Datastream, Baltic Exchange, Shanghai Shipping Exchange, Crédit Agricole S.A./ECO

En cas d'issue favorable des négociations et d'un accord de paix durable avec l'Iran, la reprise des liaisons directes avec le Golfe, combinée aux besoins de reconstruction, offrirait un important relais de croissance. **Toutefois, le scénario le plus probable à ce stade reste celui d'un retour des surcapacités**

et d'une pression à la baisse des taux de fret, compte tenu des records de livraisons attendus à moyen terme et de la probabilité accrue d'une reprise du trafic en mer Rouge.

Bertrand GAVAUDAN



MARCHÉS

Politique monétaire – Se prémunir des effets inflationnistes de second tour

Taux d'intérêt – Un peu de patience

Taux de change – Au gré des risques mais pas seulement

Politique monétaire – Se prémunir des effets inflationnistes de second tour

Le scénario suppose un choc inflationniste substantiel mais ne « dégénérant » pas, car les effets de second tour seraient très limités et les anticipations d'inflation resteraient ancrées. Dans un contexte de forte incertitude, pour s'assurer que l'inflation sous-jacente ne sur-réagisse, les banques centrales devraient toutefois demeurer vigilantes.

RÉSERVE FÉDÉRALE : PROLONGATION DU STATU QUO

Dans le prolongement du trimestre précédent et en dépit des répercussions de la guerre en Iran, notre scénario central concernant la *Fed* reste une nouvelle fois inchangé. La *Fed* devrait rester sur pause durant toute l'année 2026 qu'elle terminerait avec une borne supérieure de la fourchette du taux des *Fed funds* à 3,75%. À la faveur du ralentissement plus marqué de l'inflation, elle procéderait à une dernière baisse au deuxième trimestre 2027, se traduisant par un taux terminal de la borne supérieure 3,50%.

En dépit de cette hypothèse de stabilité, les risques sont désormais clairement orientés à la hausse, avec une possibilité non négligeable que le prochain mouvement soit précisément un relèvement des taux. Toutefois, cette option n'est pas incluse dans notre scénario central : nous continuons de penser que la barre à atteindre pour une hausse des taux est plus élevée que celle pour une prolongation de la pause. Pour que la *Fed* procède à un relèvement de ses taux, la *Fed* devra observer des effets secondaires sur l'inflation sous-jacente plus importants que ce que nous anticipons actuellement et/ou des signes de désancrage des anticipations d'inflation.

Les risques sont désormais clairement orientés à la hausse, avec une possibilité non négligeable que le prochain mouvement soit précisément un relèvement des taux.

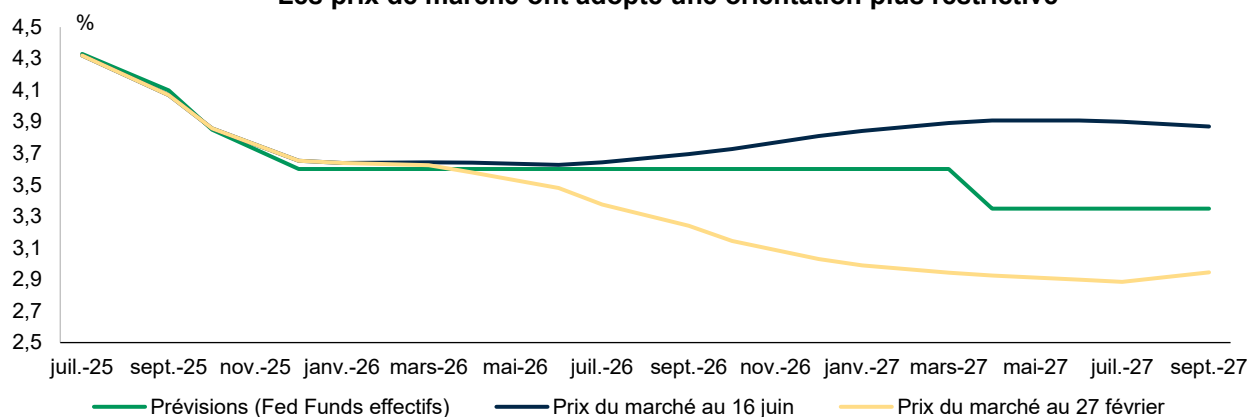
Il convient de plus de souligner qu'un changement à la tête de la *Fed*, Kevin Warsh ayant désormais pris la relève de Jerome Powell au poste de président, pourrait constituer une sorte d'inconnue.

Comme nous l'avons déjà mentionné, la venue d'un nouveau président ne « change pas la donne » pour les perspectives de politique monétaire. La *Fed* n'est pas une dictature dans laquelle le président développe sa stratégie de manière unilatérale : il prend des décisions par le biais d'un vote de 12 membres d'un Comité composé de 19 personnes.

Nous suivrons toutefois de près M. Warsh et ses premières initiatives en tant que président. Même s'il n'est pas en mesure de modifier unilatéralement la trajectoire des taux, il pourrait promouvoir des changements en matière de communication ou de politique relative au bilan, notamment en fixant comme objectif explicite la réduction du bilan. Bien qu'il puisse y avoir une certaine marge de manœuvre pour réduire le bilan, nous sommes sceptiques quant à la capacité de M. Warsh à en réduire la taille autant qu'il le souhaite : tout changement dans ce domaine nécessitera probablement un processus long et progressif.

Nicholas VAN NESS

Les prix de marché ont adopté une orientation plus restrictive



Sources : Bloomberg, Federal Reserve, CA CIB

BCE : COMPOSER AVEC L'INCERTITUDE

La Banque centrale européenne fait face à un contexte de politique monétaire complexe, marqué par des pressions inflationnistes persistantes et des incertitudes géopolitiques significatives.

Approche réunion par réunion

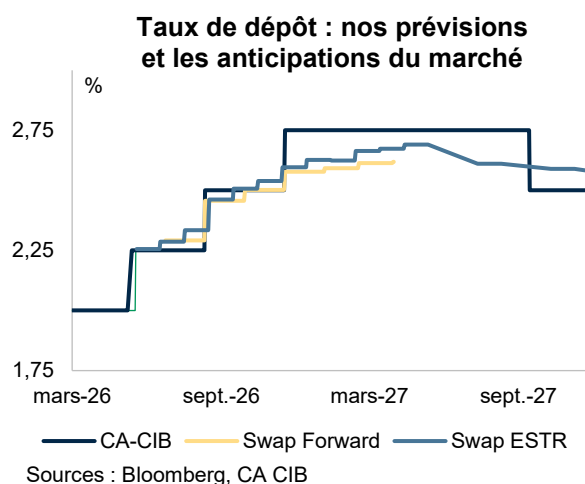
Après avoir procédé à la hausse de 25 points de base (pb) de ses taux d'intérêt le 11 juin, la BCE a maintenu son approche réunion par réunion, sans s'engager sur une trajectoire prédéterminée de hausse des taux. Cette approche flexible témoigne de la prise de conscience par la BCE des incertitudes importantes : incertitudes qui pèsent sur les perspectives économiques, en particulier les risques de hausse de l'inflation, mais aussi les risques de ralentissement de la croissance économique liés au conflit iranien et aux chocs sur les prix de l'énergie.

Trajectoire de taux attendue

Notre scénario retient deux hausses de taux supplémentaires au-delà de celle de juin. Le communiqué de Christine Lagarde à l'issue de la réunion de juin laisse entendre que la BCE pourrait laisser passer la réunion de juillet et procéder à la prochaine hausse en septembre, suivie d'une dernière hausse en décembre 2026. Les récents développements au Moyen-Orient pourraient néanmoins inciter la BCE à se montrer plus conciliante que ce scénario ; la hausse des taux prévue en décembre pourrait, en particulier, être abandonnée si les prix des matières premières énergétiques venaient à baisser davantage.

L'ampleur du resserrement final dépendra de l'évolution de la situation géopolitique, de l'impact sur les prix de l'énergie et de la transmission des prix de l'énergie à l'inflation sous-jacente.

Nous pensons néanmoins que, même dans un scénario de normalisation rapide, la BCE devrait relever une nouvelle fois ses taux, portant ainsi le taux de dépôt à 2,50%.



En résumé, notre scénario suppose que la BCE relèvera de nouveau ses taux à une ou deux reprises cette année. L'ampleur du resserrement final (deux ou trois hausses au total pour 2026) dépendra de l'évolution de la situation géopolitique, de l'impact sur les prix de l'énergie et de la transmission des prix de l'énergie à l'inflation sous-jacente.

Louis HARREAU

BANQUE D'ANGLETERRE : UNE HAUSSE DE TAUX DEVIENT MOINS PROBABLE APRÈS LA TRÊVE IRANO-AMÉRICAINE, MAIS NE PEUT ÊTRE EXCLUE

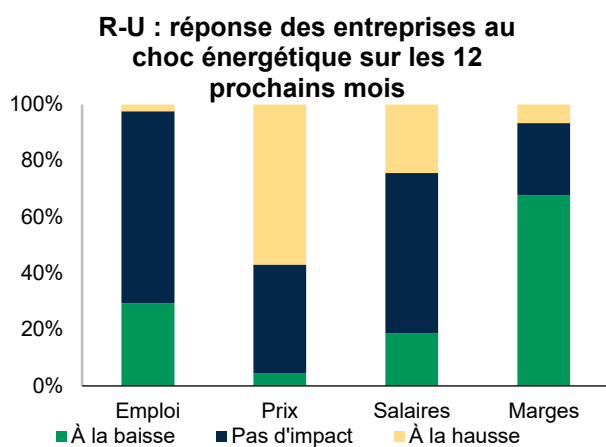
La Banque d'Angleterre a maintenu le *statu quo* sur ses taux (3,75%) depuis le début du conflit au Moyen-Orient, signalant néanmoins qu'elle était toujours prête à agir si elle jugeait que sa cible d'inflation de 2% risquait de ne plus être atteignable à moyen terme. **Une intervention deviendrait justifiée si le risque d'effets de second tour sur les prix, ou d'enclenchement d'une boucle prix-salaires, venait à augmenter.** Ce risque est d'autant plus élevé que le choc sur les prix de l'énergie se prolonge. La BoE a explicitement déclaré que si l'inflation augmente principalement en raison d'effets directs de la hausse des prix d'énergie alors que les effets de second tour restent contenus, il convient d'accepter une convergence plus progressive vers la cible de 2%, dans un contexte de croissance économique faible. Dans le scénario alternatif, où la hausse des prix énergétiques se répercute sur une inflation domestique plus durable, la BoE indique que la priorité accordée à

la stabilisation de l'activité s'en trouvera réduite : la politique monétaire devrait alors maintenir son orientation restrictive plus longtemps, voire la renforcer.

La trêve entre les États-Unis et l'Iran et la baisse consécutive des prix de l'énergie semblent atténuer la nécessité d'un relèvement immédiat des taux.

Compte tenu des indications de la BoE relatives à la conduite de sa politique monétaire, **la trêve entre les États-Unis et l'Iran et la baisse consécutive des prix de l'énergie semblent atténuer la nécessité d'un relèvement immédiat des taux.** Cela est d'autant plus valable que le durcissement des conditions financières observé depuis le début du conflit joue déjà un rôle restrictif à la place de la BoE, en pesant sur la demande et les perspectives d'emploi, et en réduisant ainsi les perspectives de pressions

inflationnistes à moyen terme. Nous supprimons donc de notre scénario central l'hypothèse d'un relèvement des taux. En revanche, celle-ci demeure envisageable si le scénario alternatif matérialise dans les prochains mois.



Les enquêtes auprès des entreprises suggèrent des pressions sur les prix des intrants et des prix de vente déjà assez soutenus, mais peu d'impact à ce stade sur les salaires anticipés. Selon les enquêtes *Decision Maker Panel* menées par la BoE,

BANQUE DU JAPON : UN DOUBLE MANDAT

La BoJ se voit confier un double mandat : tendre vers une croissance économique solide et stabiliser les prix

L'inflation sur 12 mois (hors produits alimentaires frais et énergie) devrait temporairement reculer pour s'établir autour de 1,5% au second semestre 2026, reflétant une demande intérieure toujours faible et une perte de pouvoir d'achat due à une forte hausse des coûts de l'énergie. Les entreprises commencent à se méfier de la hausse de l'élasticité-prix de la demande. Avec une baisse temporaire de la TVA, **l'inflation devrait ralentir à moins de 1% d'ici 2027**.

À compter de 2027, soutenu par une reprise de la consommation alimentée par la hausse des salaires réels et, globalement, une croissance plus forte, **le taux d'inflation connaîtrait une accélération de la dynamique haussière vers les 2%**. D'ici 2028, le taux d'épargne des entreprises tomberait en territoire négatif, éliminant ainsi les pressions structurelles à la stagnation, tandis que l'accélération de la croissance des salaires et les anticipations d'inflation ancrées à 2% permettraient d'atteindre l'objectif de manière stable et durable. Une condition préalable essentielle est que la banque centrale (BoJ) évite de procéder à des hausses de taux prématurées qui pourraient entraîner des pressions baissières sur le cycle de crédit et une forte appréciation du JPY.

les entreprises envisagent principalement de réagir au choc sur les prix de l'énergie en réduisant leurs marges bénéficiaires – une option citée par plus des deux tiers des répondants – alors que le relèvement de leurs prix de vente est mentionné par environ la moitié d'entre elles. En revanche, moins d'un quart anticipe une hausse des salaires. Si les anticipations d'inflation des ménages ont nettement progressé, les entreprises anticipent une baisse de la croissance des salaires au cours des douze prochains mois. Il faudra attendre le printemps de l'année prochaine pour connaître les résultats des prochaines négociations salariales qui auront lieu début 2027. Dans le contexte d'un marché du travail présentant des capacités non-utilisées, les renégociations salariales devraient être contenues.

L'inflation sous-jacente (2,6% en mai), devrait être bridée par la faiblesse de la demande et un taux de chômage en hausse. Selon nos prévisions, elle dépasserait temporairement 3% au quatrième trimestre 2026 et au premier trimestre 2027, retrouvant des rythmes proches de ceux du début 2026, avant de se replier rapidement au cours de l'année prochaine. **Cela devrait permettre à la BoE de reprendre son processus de baisses des taux au second semestre 2027.**

Slavena NAZAROVA

Quatre hausses de taux depuis 2024 ont retardé la reprise de la demande intérieure. En agissant de façon prématurée, la marge de manœuvre permettant de procéder à de nouvelles hausses de taux pour contrer la hausse mondiale des taux d'intérêt a, selon nous, disparu. La coordination entre le régime à « haute pression » de la politique économique du gouvernement Takaichi pour surmonter la stagnation économique structurelle et sa politique budgétaire expansionniste est désormais plus importante. Le gouvernement a *de facto* imposé un double mandat à la BoJ, à savoir insuffler une dynamique de croissance économique robuste et stabiliser l'inflation.

Le gouvernement a de facto imposé un double mandat à la BoJ, à savoir insuffler une dynamique de croissance économique robuste et stabiliser l'inflation.

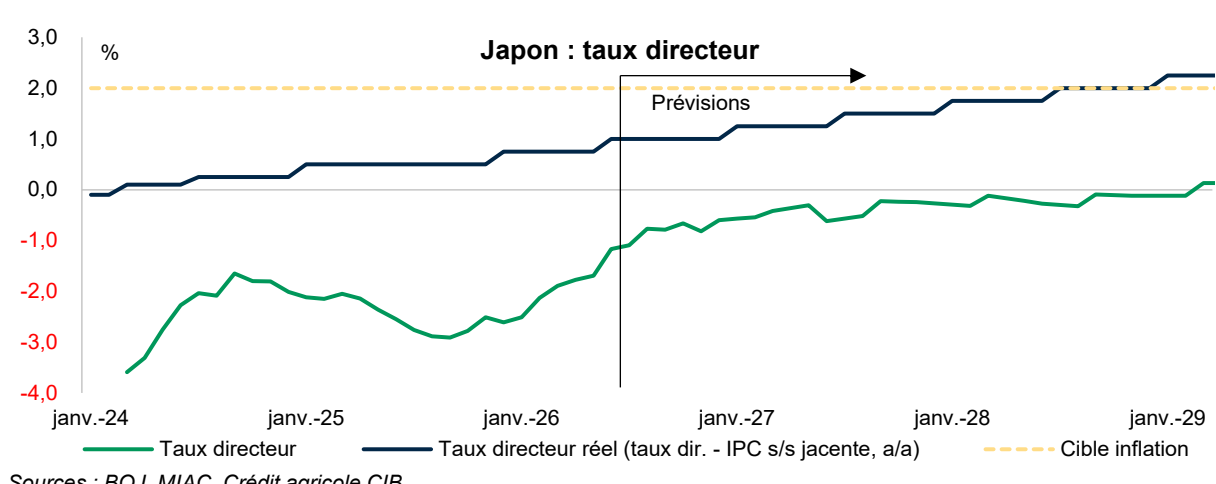
Les relèvements de taux vers un niveau neutre devraient être progressifs et intervenir tous les six mois. **Alors que l'inflation se rapproche de nouveau de l'objectif de 2%, les hausses de taux**

continueraient de s'aligner sur le taux directeur réel d'environ 0%.

D'ici 2028, la stagnation structurelle de l'économie serait surmontée, entraînant un taux directeur légèrement supérieur à 2%, tandis que le taux d'intérêt directeur réel s'éloignerait du terrain négatif par rapport à l'objectif d'inflation. En relevant les taux en phase avec l'expansion de l'inflation, le taux directeur réel serait maintenu à un niveau proche de 0%, soutenant

le taux d'épargne négatif des entreprises lié à l'augmentation de leurs investissements. L'objectif serait un léger retour à des taux directeurs réels positifs en 2029. Dans un contexte de montée des risques géopolitiques et de ralentissement de l'économie mondiale, des hausses de taux prématurées pourraient venir perturber ce scénario vertueux.

Ken MATSUMOTO – Takuji AIDA



Taux d'intérêt – Un peu de patience

L'inflation, patente mais aussi anticipée, s'est déjà traduite par une hausse significative des taux d'intérêt. Notre scénario de « normalisation imparfaite » suppose que les prix de l'énergie restent élevés mais ne contrarient pas un repli de l'inflation puis une détente monétaire (timide et lointaine, certes). Dans ce contexte, les taux d'intérêt (swap) pourraient s'orienter vers une tendance baissière.

ÉTATS-UNIS : TRANSITION D'UN BIAIS ACCOMMODANT À UN BIAIS RESTRICTIF

Les craintes inflationnistes liées à la guerre entre les États-Unis et l'Iran ont entraîné une hausse de la prime de terme des bons du Trésor, exerçant ainsi une pression haussière sur les taux. La prime de terme a bondi sous l'effet de la hausse des taux : la prime de terme ACM⁶ à 10 ans passant de 60 points de base (pb) fin février à 88 pb en mai, avant d'inverser la tendance ce mois-ci sur fond d'optimisme quant à un éventuel accord entre les États-Unis et l'Iran afin de mettre fin à la guerre.

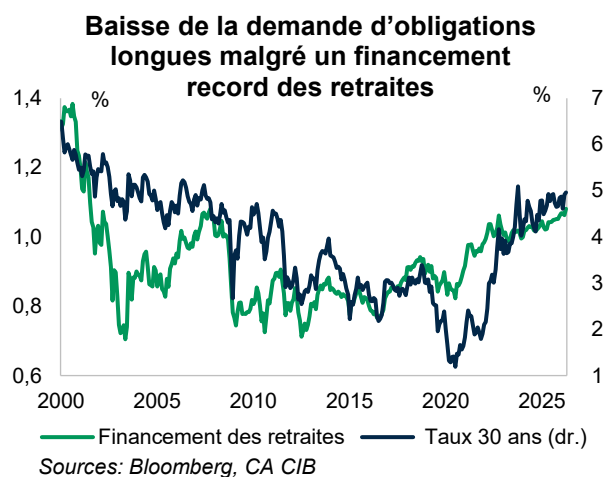
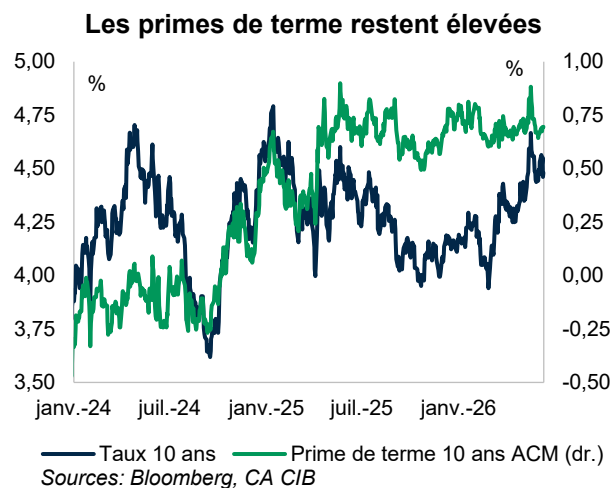
Nos prévisions sur les taux américains ont été révisées à la faveur du contexte inflationniste mais aussi du fait que la Fed s'éloigne de son biais accommodant pour envisager des hausses de taux. Les derniers chiffres et les déclarations de la Fed suggèrent en effet que, dans le cadre de son double mandat, les préoccupations penchent désormais davantage du côté de l'inflation. Notre scénario central table néanmoins sur une prolongation du *statu quo* de la Fed en 2026 suivi d'une dernière baisse l'an prochain. Notre scénario monétaire est fondé sur l'idée selon laquelle la barre à atteindre pour un relèvement des taux de la Fed est relativement plus élevée que celle d'une prolongation de la pause. Les données récentes concernant le marché de l'emploi et l'inflation semblent, en effet, plaider en faveur de la position attentiste de la Fed. Avec une inflation sous-jacente qui, selon nos prévisions, devrait rester inférieure à 3% mais nettement supérieure à l'objectif de 2% de la Fed, les perspectives ne justifient pas de hausses de taux à

court terme, à moins que les anticipations d'inflation ne soient moins ancrées.

Nous anticipons une baisse des taux d'intérêt plus tard en 2026, en espérant que les marchés de l'énergie se normalisent à la suite d'un accord de cessez-le-feu entre les États-Unis et l'Iran.

A contrario, même si le nouveau président de la Fed, Kevin Warsh, tentait de promouvoir activement une baisse des taux, il se heurterait probablement à une forte résistance de la part des autres membres du FOMC. Cette cohésion ne pourrait être mise à mal que par une dégradation soudaine du marché de l'emploi ou un ralentissement de l'inflation : ces deux hypothèses sont actuellement exclues de notre scénario central.

Nous tablons donc sur un rendement des bons du Trésor à 2 ans situé à l'intérieur d'une fourchette de 4.00-4.30% à court terme, compte tenu de notre scénario macroéconomique qui exclut toute baisse des taux de la Fed cette année et du fait que le marché anticipe un durcissement du ton de la Fed avec un premier relèvement des taux plus tard mais en 2026. Même si la Fed n'est pas pressée de prendre des mesures à court terme, la majorité de ses responsables ont prévenu qu'ils envisageraient de relever les taux si l'inflation restait durablement supérieure à l'objectif de 2%.



⁶ https://www.newyorkfed.org/research/data_indicators/term-premia-tabs#/overview

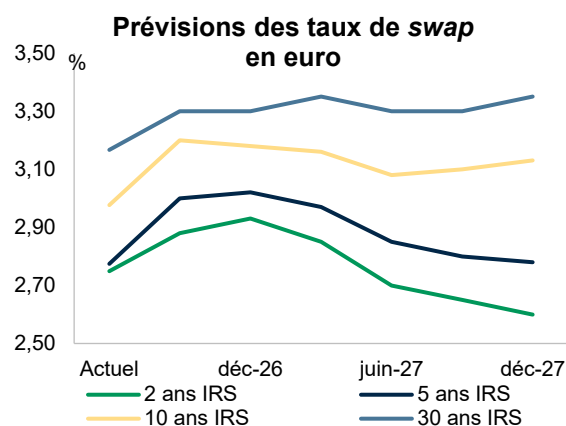
Nous visons un rendement à 10 ans de l'ordre de 4,50% d'ici la fin de l'année, soit une baisse par rapport au pic atteint au deuxième trimestre 2026. Notre scénario économique retient une croissance satisfaisante, avec une croissance annuelle moyenne de 2,1% en 2026, soit le même rythme qu'en 2025. La demande d'obligations à durée longue dans un contexte de ratio record de financement des retraites devrait limiter les pressions haussières sur les taux longs.

Nous anticipons une baisse des taux d'intérêt plus tard en 2026, en espérant que les marchés de l'énergie se

EUROPE : OPTIONALITÉ PLUTÔT QU'ORTHODOXIE

L'approche par scénarios de la BCE a créé une corrélation directe entre anticipations de taux courts, prix de l'énergie et l'inflation. La BCE a ainsi procédé à une hausse de de taux en juin, compte tenu de l'évolution réalisée des prix de l'énergie. Notre scénario suppose cependant qu'elle pourrait à l'avenir opter pour une approche plus flexible, « multi critères » et examiner plusieurs facteurs afin de prendre un peu de distance avec la seule évolution du prix des matières premières énergétiques. Elle a commencé à adoucir son discours avec un nouveau scénario « modéré » que les marchés ont perçu à juste titre comme une façon de se désengager de sa position restrictive, bien qu'une hausse de taux en septembre demeure probable. Compte tenu des aléas qui entourent l'évolution de l'inflation, une troisième hausse ne peut être exclue. La BCE devrait pouvoir gérer le choc inflationniste sans trop d'effort et les anticipations d'inflation devraient rester ancrées.

Notre trajectoire pour la BCE implique que les *swaps* 2 ans devraient rester légèrement plus élevés que les anticipations actuelles du marché. Étant donné que les marchés anticipent déjà entre une et deux hausses de taux supplémentaires cette année, la volatilité devrait rester faible puis diminuer une fois que la BCE signalera la fin des hausses. Un véritable risque haussier nécessiterait des effets de second tour persistants jusqu'en 2027 et un resserrement monétaire mondial, emmené par la *Fed*. Notre



Source : Crédit Agricole CIB

normalisent à la suite d'un accord de cessez-le-feu entre les États-Unis et l'Iran.

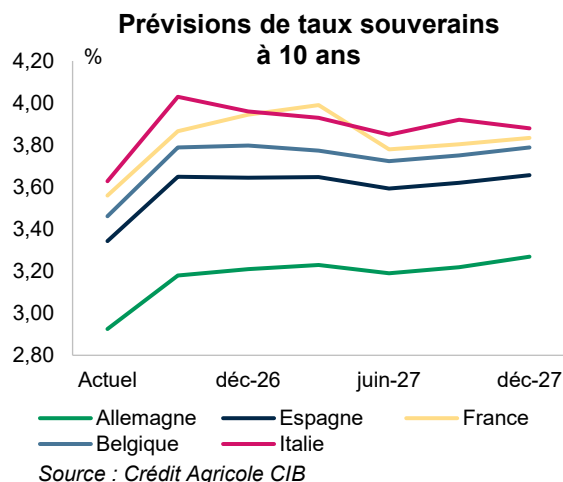
Compte tenu de nos prévisions macroéconomiques tablant sur une baisse de 25 pb des taux de la Fed au deuxième trimestre 2027, les taux devraient continuer à évoluer légèrement à la baisse jusqu'à la mi-2027. Selon nos prévisions, la courbe reste donc stable à court terme et se pentifie au premier semestre 2027 avant une baisse des taux de la *Fed*.

Alex LI

scénario central juge ces deux hypothèses peu probables, et **les investisseurs devraient essayer de collecter les primes de risque qui n'ont pas trait à l'évolution pure de la courbe des taux.**

Les taux européens à court terme devraient rester stables mais les taux à long terme subiront des pressions exogènes (principalement des États-Unis). Comme en 2023, la *Fed* signale « des taux plus élevés plus longtemps ». La trajectoire à moyen terme de la *Fed* est intrinsèquement difficile à prévoir compte tenu de déficits tenaces, d'une croissance américaine plus forte comparée aux autres pays et d'un marché du travail résilient. Ajoutez le choc énergétique, l'incertitude douanière et une communication sibylline de la *Fed*, et l'éventail des trajectoires possibles devient particulièrement large. Les investisseurs en obligations américaines devraient « exiger » d'être rémunérés en conséquence, augmentant ainsi les primes de terme américaines mais aussi celles de l'ensemble des économies développées. Le Royaume-Uni et le Japon font face à des incertitudes similaires, soit sur le plan budgétaire soit sur celui de l'inflation.

Jusqu'à présent, cette recalibration s'est effectuée *via* les taux réels et l'impact sur les ASW reste limité malgré les risques budgétaires. Les rendements réels EUR ont été plus résistants, laissant un potentiel de rattrapage. Les taux *swaps* longs bénéficieront donc peu du



Source : Crédit Agricole CIB

pivot de la BCE, pentifiant les segments 2-10 ans et 5-30 ans.

La demande d'obligations à long terme continue d'évoluer. La BCE réduit ses détections obligataires et les acheteurs traditionnels de type « real money » ont des ratios de solvabilité élevés et des passifs réduits, ce qui diminue leur demande de titres. Simultanément, les déficits publics et les émissions brutes restent élevés. Face à une demande structurellement plus faible, les prix des obligations doivent être suffisamment attractifs pour attirer de nouveaux acheteurs ; les taux souverains devraient donc sous-performer contre *swap*, en particulier sur la partie longue.

Le risque politique menace les pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire limitée.

Néanmoins, **les courbes souveraines de la zone euro (EGB) continuent d'offrir des rendements décents avec une volatilité plus faible que leurs pairs des économies G10.** Ce contexte devrait favoriser une reprise de la convergence entre émetteurs souverains de la zone euro. À court terme, l'ajustement devrait commencer par les obligations allant jusqu'à 5 ans, avant que la tendance ne s'étende aux maturités plus longues.

Les dynamiques de *spreads* entre pays devraient refléter les trajectoires de PIB et les coûts de service de la dette plutôt que les déficits purs. L'Allemagne est la principale exception, avec une surveillance poussée de l'exécution budgétaire, compte tenu de son déficit au-dessus des 4% jusqu'à la fin de la décennie. La courbe ASW allemande devrait se pentifier davantage que celle de ses pairs, où la consolidation budgétaire se poursuit modestement.

Le risque politique menace les pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire limitée. Le contexte, favorable aux EGB, limite cependant l'élargissement des *spreads*, tant que les sondages n'accordent pas une large majorité à des partis jugés risqués pour la trajectoire de croissance ou de déficit.

Le Bund 10 ans devrait se stabiliser autour de 3,2%. Ni l'OAT 10 ans ni le BTP ne devraient dépasser significativement 4%. Le pic du *spread* OAT-Bund 10 ans devrait avoisiner 75 pb et celui du BTP-Bund à 85 pb. Les titres espagnols offrent encore un potentiel de surperformance par rapport au spectre EGB. En revanche, les titres belges (OLOs) devraient se rapprocher des OATs.

Guillaume MARTIN

Taux de change – Au gré des risques mais pas seulement

L'espoir d'apaisement des hostilités dans le golfe persique a contribué à dynamiser l'appétit pour le risque. En supposant une accalmie, même précaire, au Moyen-Orient, les fondamentaux devraient de nouveau motiver les mouvements des devises. Or, la comparaison entre les résultats économiques américains et ceux de la « vieille Europe » ne joue pas en faveur de l'euro.

PAYS DEVELOPPÉS : LA GUERRE EN IRAN ET NOS PRÉVISIONS DE CHANGE

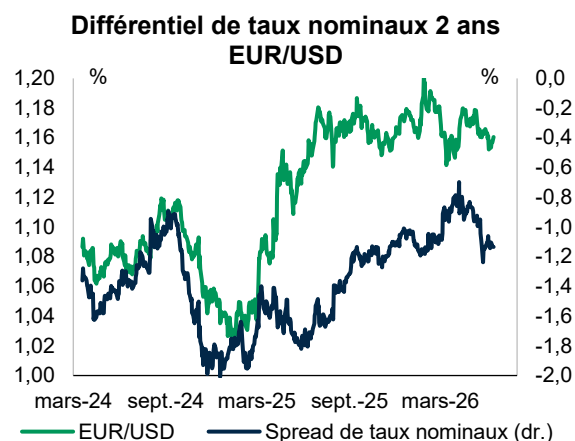
Les espoirs d'arrêt durable des hostilités au Moyen-Orient et de réouverture du détroit d'Ormuz ont fait chuter les prix mondiaux de l'énergie et contribué à la reprise de l'appétit pour le risque.

Ces développements ont pesé sur le dollar américain mais l'euro s'est raffermi. La demande d'actifs refuges s'est estompée, tandis que l'apaisement des craintes concernant un choc négatif sévère sur les termes de l'échange, lié au cours des matières premières dans la zone euro, a renforcé l'attrait des actifs corrélés au risque libellés en euros.

Il n'est pas certain que les États-Unis et l'Iran parviennent à conclure un accord à l'issue de la période de négociation de 60 jours qu'ils se sont eux-mêmes imposée. Toutefois, dans la mesure où nous constatons une certaine normalisation des flux énergétiques transitant par le détroit d'Ormuz, cela devrait réduire le risque de nouvelles flambées des cours du pétrole et, par conséquent, le risque d'une baisse significative de l'EUR/USD. Nous restons cependant baissiers sur le cours EUR/USD, anticipant qu'il s'échangera autour de 1,13-1,14 au cours des 6 à 12 prochains mois.

Notre scénario baissier sur l'euro se fonde sur trois arguments principaux, trois canaux par lesquels transitent les facteurs de vulnérabilité :

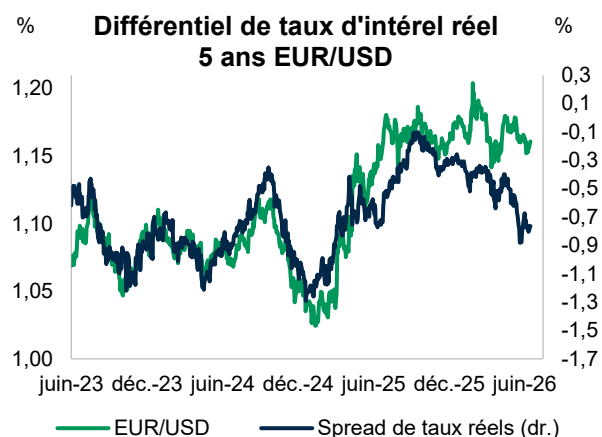
- ✓ **canal des taux** : les écarts de taux nominaux et réels entre l'euro et le dollar continuent d'indiquer



Sources : Bloomberg, CA CIB

une poursuite de la tendance baissière. Des prix mondiaux de l'énergie stables, voire en légère baisse (selon les marchés à terme du pétrole), pourraient inciter tant la BCE que la Fed à recentrer leur attention sur les perspectives de croissance plutôt que sur les risques d'inflation. Cela pourrait pousser l'écart nominal entre les taux EUR et USD encore plus bas et peser sur le cours EUR/USD, qui continue de s'échanger avec une prime par rapport à cet écart ;

- ✓ **canal de la croissance** : les perspectives de croissance de la zone euro continuent d'être inférieures à celles des États-Unis. Une normalisation très progressive des flux énergétiques transitant par le détroit d'Ormuz et le maintien des prix mondiaux de l'énergie à un niveau élevé pourraient accentuer les risques de ralentissement de la croissance pour les économies importatrices d'énergie telles que la zone euro. Cela pourrait maintenir l'écart de taux réel EUR-USD – notre indicateur des perspectives de croissance relatives entre la zone euro et les États-Unis – à un niveau très négatif et ainsi accentuer les pressions baissières pesant sur l'euro ;
- ✓ **canal des flux d'actions** : les perspectives de croissance de la zone euro, durablement moins favorables que celles des États-Unis, pourraient affaiblir l'attrait des actifs libellés en euros par rapport à leurs homologues libellés



Sources : Bloomberg, CA CIB

en dollars américains. Une surperformance persistante des valeurs technologiques américaines pourrait encourager un rééquilibrage supplémentaire des portefeuilles, au détriment de la zone euro et au profit des États-Unis. Des coûts de

couverture de change prohibitifs pourraient conduire à ce que les entrées de dollars américains ne soient pas couvertes, ce qui porterait un coup à l'EUR/USD.

Valentin MARINOV

PAYS ÉMERGENTS : PERSPECTIVES RELATIVEMENT FAVORABLES, À CONDITION QUE LES RISQUES NE SE CONCRÉTISENT PAS...

Après s'être déprécié en mars, l'indice des devises des marchés émergents s'est partiellement redressé début avril. Il évolue sans tendance claire depuis la mi-avril, fluctuant au gré de l'actualité concernant l'Iran, les valeurs technologiques et la Fed.

Dans l'ensemble, **les devises des marchés émergents se sont montrées plus résistantes au choc que ce que l'on pouvait redouter au début de la guerre**. Cela tient notamment au fait que le prix du pétrole a atteint son pic local fin mars. Il a ensuite fluctué mais en s'inscrivant sur une tendance à la baisse.

L'évolution des devises des marchés émergents au cours des prochains mois continuera de dépendre fortement de **la situation au Moyen-Orient, dans le détroit d'Ormuz et des cours du pétrole**. Si notre scénario central se concrétise, la baisse progressive du cours du pétrole ne devrait pas constituer un handicap majeur pour les devises des marchés émergents.

La géopolitique au Moyen-Orient et l'incertitude pesant sur les valeurs technologiques constituent les principaux risques pesant sur notre vision relativement constructive des devises des marchés émergents

En ce qui concerne **les taux américains**, notre scénario table sur des taux des fonds fédéraux stables en 2026, couplés à une hausse limitée des rendements américains à court terme, suivie d'une baisse progressive. Une telle configuration ne devrait pas non

plus exercer de forte pression sur les devises des marchés émergents.

Dans l'ensemble, parmi les 22 devises que nous couvrons, nous prévoyons que 15 devraient s'apprécier face au dollar américain en 2026 alors que 7 se déprécieraient.

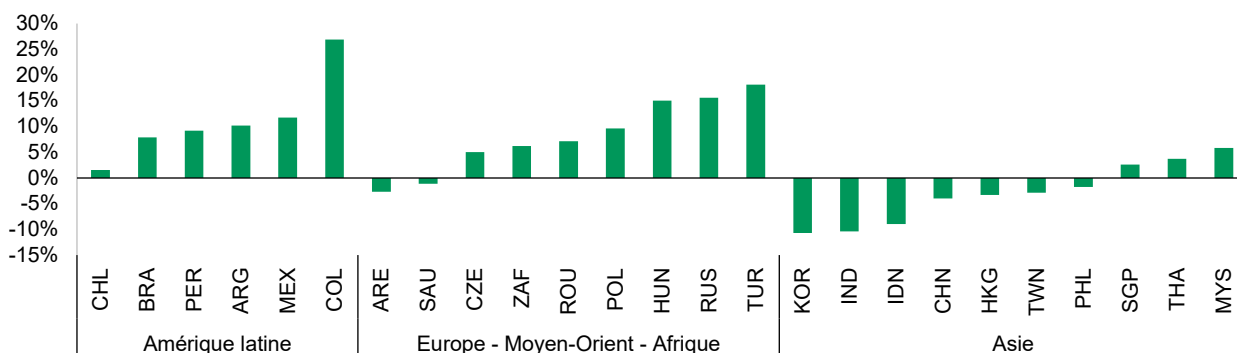
Asie

Région par région, nous prévoyons une appréciation de la plupart des devises asiatiques. L'Asie étant un grand importateur de carburants, les devises asiatiques devraient bénéficier de la modération attendue des cours du pétrole. C'est pour le won coréen (KRW) et le ringgit malaisien (MYR) que nous percevons le plus fort potentiel d'appréciation. Toutefois, pour l'Asie, l'incertitude concernant les valeurs technologiques (et la possibilité d'une correction) représente un risque. La roupie indienne (INR) et le baht thaïlandais (THB) devraient se déprécier face au dollar américain d'ici la fin de l'année 2026.

Amérique latine

Les devises d'Amérique latine ont été soutenues, en moyenne, par un niveau élevé de *carry trade*. Toutefois, cela les a poussées à des niveaux qui semblent parfois surévalués. C'est particulièrement le cas pour le peso colombien (COP). Pour cette région, la politique et la flexibilité budgétaire devraient rester un thème central. Le réal brésilien (BRL) pourrait souffrir d'une incertitude accrue à l'approche des élections législatives (prévues en octobre). Le peso mexicain (MXN) constitue un cas particulier. Il n'est pas

Taux de change effectifs réels vs moyenne sur 5 ans (au 19 juin)



Sources: BIS, CA CIB

bon marché si l'on considère son taux de change effectif réel, et l'un des risques pour le MXN réside dans d'éventuelles pressions américaines à l'approche des élections de mi-mandat.

EMEA

Nous prévoyons une appréciation de la plupart des devises d'Europe centrale face à l'euro d'ici la fin de l'année 2026 (à l'exception du leu roumain, RON). Elles devraient bénéficier d'une combinaison de performances de croissance correctes et en amélioration, d'un écart de taux favorable par rapport à l'euro et de flux de capitaux en provenance de l'UE.

Le rand sud-africain (ZAR) pourrait afficher une surperformance, grâce à la forte crédibilité de la banque centrale, à un *carry* plutôt élevé, à des

perspectives de croissance qui s'améliorent progressivement, ainsi qu'à une dynamique des termes de l'échange qui devrait être favorable.

Il va sans dire que nos prévisions sur les devises des marchés émergents comportent de **nombreux risques**. Ces risques sont mentionnés dans la section consacrée à la macroéconomie des marchés émergents de la présente publication. Le premier est la possibilité d'une **recrudescence des tensions au Moyen-Orient**. Le second, qu'il ne faut pas négliger, concerne la possibilité d'une **correction des valeurs technologiques mondiales**. Si ces deux risques devaient se concrétiser, ils entraîneraient une dépréciation de la plupart des devises des marchés émergents face au dollar américain.

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	2,1	1,9	2,7	3,2	2,3	-3,8	-3,5	-3,4
Japon	1,1	0,3	0,5	3,0	1,9	0,6	4,0	3,0	2,0
Zone euro	1,5	0,2	0,9	2,1	2,7	2,4	1,7	1,3	1,3
Zone euro hors Irlande	1,0	0,8	0,9	-	-	-	-	-	-
Allemagne	0,3	0,6	0,9	2,3	2,7	2,7	5,8	4,5	3,9
France	0,9	0,6	0,8	0,9	2,0	1,7	0,1	-0,3	0,1
Italie	0,7	0,5	0,6	1,6	2,6	1,8	1,1	1,1	1,0
Espagne	2,8	2,1	1,6	2,7	3,7	3,1	3,2	2,9	1,7
Pays-Bas	1,8	1,0	1,0	3,0	2,7	2,7	9,1	7,9	7,7
Autres pays développés									
Royaume-Uni	1,4	1,1	1,1	3,4	3,1	2,6	-2,4	-4,1	-3,8
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
Asie	5,2	5,0	4,8	1,0	2,5	2,2	2,8	2,7	3,1
Chine	5,0	4,7	4,5	0,0	1,1	1,0	3,2	3,2	3,5
Inde	7,0	6,5	6,7	2,6	5,2	4,5	-1,0	-2,9	-2,1
Corée du Sud	1,0	2,6	2,1	2,1	2,9	2,3	6,6	12,0	11,8
Amérique latine	2,8	2,1	2,1	3,1	2,9	3,0	-0,1	-0,5	-0,7
Brésil	2,3	1,9	2,0	5,2	4,5	4,1	-3,0	-2,1	-2,2
Mexique	0,6	0,9	1,2	3,7	3,9	3,5	-0,5	-0,5	-0,6
Europe émergente	2,0	2,2	2,3	14,7	10,2	8,6	-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	2,9	3,5	-0,8	-1,3	-1,3
Afrique, Moyen-Orient	3,3	0,8	3,5	4,9	4,5	4,1	1,0	0,1	0,2
Arabie Saoudite	4,5	1,4	4,2	2,1	2,3	2,4	-2,6	-0,8	-1,4
Emirats Arabes Unis	6,2	-0,9	6,0	1,3	3,0	1,8	15,3	7,5	9,0
Egypte	4,4	4,6	4,0	20,9	13,3	12,0	-4,4	-5,0	-3,9
Maroc	4,6	4,1	4,2	0,7	3,5	2,0	-2,5	-2,6	-2,6
Total	3,2	2,7	2,9	3,1	3,4	2,8	2,8	2,8	2,8
Pays industrialisés	1,7	1,2	1,4	2,5	2,8	2,2	2,2	2,2	2,2
Pays émergents	4,3	3,9	4,1	3,6	3,8	3,4	3,4	3,4	3,4

* IPCH pour les pays zone euro, IPC pour les autres
at Perspectives Prévisions

	2025				2026				2027			
Croissance PIB, t/t, %	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Etats-Unis (annualisée)	-0.6	3.8	4.4	0.5	1.6	2.5	1.8	1.8	2.0	2.0	1.9	1.9
Japon	0.5	0.3	-0.6	0.2	0.5	0.1	-0.2	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
Zone euro	0.7	0.1	0.3	0.2	-0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Eurozone hors Irlande	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Allemagne	0.4	-0.2	0.0	0.2	0.3	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
France	0.1	0.3	0.4	0.2	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Italie	0.3	0.0	0.2	0.3	0.3	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	0.4	0.3
Espagne	0.5	0.7	0.6	0.8	0.6	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
Royaume-Uni	0.6	0.1	0.2	0.2	0.6	0.2	0.1	0.1	0.5	0.1	0.3	0.3

	2025				2026				2027			
Prix à la consommation, a/a %	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	1.8	1.8	1.6	1.6	0.3	0.2	0.3
Zone euro (IPCH)	2.3	2.0	2.1	2.1	2.0	3.0	3.0	3.0	2.9	2.2	2.2	2.1
Allemagne	2.6	2.1	2.1	2.3	2.3	2.7	2.8	2.9	2.9	2.7	2.6	2.4
France	1.2	0.8	0.9	0.8	1.1	2.5	2.2	2.3	2.2	1.3	1.6	1.5
Italie	1.7	1.8	1.7	1.2	1.4	3.1	2.9	3.1	2.6	1.4	1.5	1.7
Espagne	2.7	2.2	2.8	3.1	2.8	4.0	4.0	4.0	3.4	3.5	3.0	2.5
Royaume-Uni	2.8	3.5	3.8	3.4	3.1	2.7	3.0	3.4	3.4	2.8	2.2	2.0

	2025				2026				2027			
Taux de chômage, %	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Etats-Unis	4.1	4.2	4.3	4.5	4.3	4.3	43.0	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2
Japon	2.5	2.5	2.5	2.6	2.7	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5
Zone euro	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
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	7.8	8.0	8.2	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.2
Italie	6.3	6.3	6.0	5.7	5.3	5.5	5.7	5.9	6.0	6.1	6.2	6.3
Espagne	10.8	10.6	10.5	10.2	10.3	10.1	9.9	9.8	9.7	9.6	9.5	9.4
Royaume-Uni	4.6	4.7	5.1	5.2	5.0	5.2	5.4	5.4	5.4	5.4	5.3	5.2

UN SCÉNARIO DE NOUVEAU HAUTEMENT CONDITIONNEL | 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	1,5	1,4	3,2	2,2	3,6	-0,5	0,4
2026	0,2	0,8	2,0	1,0	0,0	2,1	-0,9	0,5
2027	0,9	0,8	1,3	1,8	1,3	1,9	-0,2	0,5
T1 2026	-0,2	0,2	0,5	-0,3	-0,2	0,5	-0,3	0,5
T2 2026	0,1	0,0	0,3	0,3	0,4	0,6	-0,1	0,5
T3 2026	0,1	0,1	0,4	0,3	0,3	0,4	-0,1	0,5
T4 2026	0,2	0,1	0,3	0,4	0,4	0,6	-0,1	0,5
Allemagne								
2025	0,3	1,5	1,5	0,0	-0,7	3,2	-1,5	0,7
2026	0,6	0,4	3,5	0,4	0,8	1,5	-0,2	-0,3
2027	0,9	0,6	2,1	3,5	0,0	2,0	-0,8	0,1
T1 2026	0,3	0,0	1,1	-1,5	3,3	0,1	1,3	-0,9
T2 2026	0,0	0,0	0,5	0,7	-0,4	0,4	-0,3	0,1
T3 2026	0,1	0,0	0,6	0,7	-0,3	0,4	-0,3	0,1
T4 2026	0,2	0,1	0,5	0,7	-0,1	0,5	-0,2	0,1
France								
2025	0,9	0,5	0,7	0,7	2,4	2,9	-0,2	0,6
2026	0,6	0,1	1,2	0,1	1,0	0,3	0,2	0,0
2027	0,8	0,6	0,9	0,5	2,6	1,6	0,3	-0,2
T1 2026	-0,1	-0,2	0,3	-0,6	-3,5	-0,9	-0,9	1,0
T2 2026	0,1	-0,1	0,3	0,1	2,5	1,3	0,4	-0,3
T3 2026	0,1	0,0	0,3	-0,1	1,0	0,3	0,2	-0,2
T4 2026	0,2	0,1	0,2	0,0	0,7	0,4	0,1	-0,1
Italie								
2025	0,7	1,1	0,6	3,8	1,4	3,9	-0,6	-0,2
2026	0,5	0,6	0,4	2,5	2,2	1,9	0,1	-0,7
2027	0,6	0,4	0,6	0,5	1,1	1,5	-0,1	0,2
T1 2026	0,3	0,5	0,0	0,7	2,2	-0,7	0,9	-1,1
T2 2026	-0,2	-0,2	0,1	0,1	-0,3	0,2	-0,2	0,0
T3 2026	0,0	-0,1	0,1	-0,2	0,3	0,4	0,0	0,1
T4 2026	0,1	-0,1	0,1	0,3	0,7	1,0	-0,1	0,1
Espagne								
2025	2,8	3,4	2,4	5,8	3,6	6,2	-0,7	0,0
2026	2,1	2,4	1,5	3,9	1,1	2,2	-0,3	-0,1
2027	1,6	1,7	1,2	2,7	2,5	3,3	-0,2	0,0
T1 2026	0,6	0,6	0,2	0,4	-0,5	-1,2	0,2	0,0
T2 2026	0,3	0,3	0,3	0,4	0,7	0,9	0,0	0,0
T3 2026	0,3	0,3	0,3	0,4	0,7	0,9	0,0	0,0
T4 2026	0,3	0,4	0,3	0,7	0,8	1,2	-0,1	0,0
Portugal								
2025	1,9	3,5	1,6	3,7	0,4	4,3	-1,7	0,3
2026	1,7	2,2	1,4	6,1	2,7	5,8	-1,5	0,3
2027	1,6	1,6	1,0	1,4	2,4	2,2	0,0	0,0
T1 2026	0,0	0,1	0,3	1,9	2,1	5,4	-1,5	1,0
T2 2026	0,3	0,4	0,3	0,6	0,6	0,9	-0,2	0,0
T3 2026	0,3	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	1,8	1,6	1,9	1,0	2,5	2,5	0,2	0,1
2026	1,0	0,6	2,1	1,4	1,1	1,5	-0,2	0,1
2027	1,0	1,0	1,3	1,4	1,3	1,5	0,0	0,0
T1 2026	0,1	0,0	0,5	0,7	-0,6	0,0	-0,5	0,3
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	1,4	1,0	1,6	4,3	2,1	4,2	-0,7	-0,1
2026	1,1	0,7	1,3	-0,8	1,2	1,1	0,0	0,5
2027	1,1	0,1	1,6	1,3	2,0	0,8	0,4	0,0
T1 2026	0,6	0,6	0,4	-0,6	0,1	0,6	-0,2	0,6
T2 2026	0,2	0,1	0,4	-0,5	0,3	-0,2	0,2	0,0
T3 2026	0,1	-0,2	0,4	-0,4	0,5	-0,2	0,2	0,0
T4 2026	0,1	-0,2	0,4	-0,2	0,5	-0,1	0,2	0,0

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

(b) t/t, %

TAUX D'INTÉRÊT

Taux courts		Jun-26	Sep-26	Dec-26	Mar-27	Jun-27	Sep-27	Dec-27
Etats-Unis	Fed funds	3.75	3.75	3.75	3.75	3.50	3.50	3.50
	Sofr	3.63	3.63	3.63	3.63	3.38	3.38	3.38
Japon	Call rate	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	1.50	1.75
Zone euro	Refinancement	2.65	2.90	2.90	2.90	2.90	2.65	2.65
	Dépôt	2.25	2.50	2.75	2.75	2.75	2.50	2.50
	€str	2.18	2.44	2.70	2.70	2.70	2.45	2.45
Royaume-Uni	Euribor 3m	2.50	2.75	2.85	2.85	2.65	2.50	2.30
	Taux de base	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.50	3.25
	Sonia	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
Norvège	Deposit	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

Taux 10 ans		Jun-26	Sep-26	Dec-26	Mar-27	Jun-27	Sep-27	Dec-27
Etats-Unis		4.70	4.60	4.55	4.55	4.45	4.50	4.50
Japon		2.60	2.55	2.55	2.60	2.60	2.65	2.65
Zone euro (Allemagne)		3.05	3.18	3.21	3.23	3.19	3.22	3.27
Spread 10 ans / Bund								
France		0.65	0.69	0.74	0.76	0.59	0.58	0.56
Italie		0.81	0.85	0.75	0.70	0.66	0.70	0.61
Espagne		0.45	0.47	0.44	0.42	0.40	0.40	0.39

Asie		Jun-26	Sep-26	Dec-26	Mar-27	Jun-27	Sep-27	Dec-27
Chine	1Y deposit rate	1,40	1,40	1,40	1,30	1,30	1,30	1,30
Hong Kong	Taux de base	4,00	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	3,75
Inde	Taux repo	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
Indonésie	BI rate	5,75	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Corée	Taux de base	2,50	2,75	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Malaisie	OPR	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75
Philippines	Taux repo	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75
Singapour	6M SOR	1,10	1,15	1,20	1,25	1,25	1,30	1,40
Taïwan	Redisc	2,00	2,00	2,13	2,13	2,13	2,13	2,13
Thaïlande	Repo	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	1,25
Amérique Latine								
Brésil	Overnight/Selic	14,25	13,75	13,75	13,75	13,75	13,75	13,75
Mexique	Taux overnight	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
Europe Emergente								
Rép. tchèque	Repo 14 j.	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Hongrie	Repo 2 sem.	6,00	5,25	5,00	4,75	4,50	4,50	4,50
Pologne	Repo 7 j.	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Roumanie	Repo 2 sem.	6,50	6,50	6,00	6,00	5,50	5,00	4,50
Russie	1W auction rate	14,00	12,00	11,00	10,00	9,00	9,00	9,00
Turquie	Repo 1 sem.	37,00	36,00	34,00	31,00	28,00	25,00	22,00

TAUX DE CHANGE

Pays industrialisés		Jun-26	Sep-26	Dec-26	Mar-27	Jun-27	Sep-27	Dec-27
Euro	EUR/USD	1.14	1.14	1.13	1.13	1.14	1.16	1.17
Japon	USD/JPY	156	156	154	154	152	148	147
Royaume-Uni	GBP/USD	1.32	1.32	1.31	1.32	1.34	1.37	1.39
Suisse	USD/CHF	0.82	0.82	0.84	0.84	0.83	0.81	0.80
Canada	USD/CAD	1.39	1.37	1.35	1.34	1.33	1.32	1.32
Australie	AUD/USD	0.73	0.71	0.70	0.70	0.72	0.74	0.74
Nouvelle Zélande	NZD/USD	0.60	0.62	0.63	0.65	0.64	0.64	0.64

Parités croisées c/ euro

Pays industrialisés		Jun-26	Sep-26	Dec-26	Mar-27	Jun-27	Sep-27	Dec-27
Japon	EUR/JPY	178	178	174	174	173	172	172
Royaume-Uni	EUR/GBP	0.87	0.86	0.86	0.86	0.85	0.84	0.84
Suisse	EUR/CHF	0.93	0.94	0.95	0.95	0.95	0.94	0.94
Suède	EUR/SEK	11.00	10.80	10.60	10.50	10.60	10.50	10.40
Norvège	EUR/NOK	11.10	10.90	10.70	10.50	10.40	10.30	10.20

Asie		Jun-26	Sep-26	Dec-26	Mar-27	Jun-27	Sep-27	Dec-27
Chine	USD/CNY	6.80	6.78	6.72	6.70	6.70	6.66	6.60
Hong Kong	USD/HKD	7.82	7.80	7.78	7.76	7.76	7.75	7.75
Inde	USD/INR	96.00	96.00	96.00	94.00	94.00	92.00	92.00
Indonésie	USD/IDR	18 000	17 850	17 600	17 500	17 500	17 250	17 250
Malaisie	USD/MYR	3.88	3.86	3.84	3.82	3.82	3.82	3.82
Philippines	USD/PHP	59.6	59.0	58.6	58.3	58.0	57.9	57.4
Singapour	USD/SGD	1.27	1.27	1.26	1.26	1.25	1.25	1.24
Corée du Sud	USD/KRW	1460	1450	1435	1440	1435	1430	1425
Taiwan	USD/TWD	31.4	31.3	31.1	30.9	30.8	30.8	30.6
Thaïlande	USD/THB	32.5	32.8	33.0	33.0	32.8	32.5	32.0
Vietnam	USD/VND	26 300	26 350	26 250	26 200	26 200	26 100	26 000
Amérique latine								
Brésil	USD/BRL	5.15	5.20	5.25	5.30	5.35	5.40	5.45
Mexique	USD/MXN	17.50	17.75	18.00	18.25	18.50	18.75	19.00
Afrique								
Afrique du Sud	USD/ZAR	16.20	15.90	15.50	15.50	15.50	15.50	15.50
Europe émergente								
Pologne	USD/PLN	3.75	3.71	3.72	3.70	3.66	3.59	3.55
Russie	USD/RUB	73.00	74.00	77.00	80.00	81.00	82.00	83.00
Turquie	USD/TRY	46.50	49.00	51.50	52.50	53.50	54.10	55.00
Europe centrale								
Rép. tchèque	EUR/CZK	24.40	24.00	23.60	23.40	23.10	22.80	22.60
Hongrie	EUR/HUF	352	349	346	345	344	342	340
Pologne	EUR/PLN	4.27	4.23	4.20	4.18	4.17	4.16	4.15
Roumanie	EUR/RON	5.23	5.23	5.23	5.23	5.28	5.28	5.28

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix moy. du trim.		2026			2027			
		T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Brent	USD/BBL	110	91	87	82	85	78	78

Prix moy. du trim.		2026			2027			
		T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Or	USD/oz	5 080	4 500	5 000	5 200	5 300	5 400	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	-2.9	-3.4	-3.4	88.7	90.1	91.0
Allemagne	-2.7	-3.7	-4.1	63.3	65.9	68.3
France	-5.1	-5.1	-5.0	115.7	118.3	120.5
Italie	-3.1	-3.0	-2.9	137.1	138.4	138.6
Espagne	-1.6	-2.5	-1.9	100.7	99.1	98.7
Pays-Bas	-1.6	-2.5	-1.9	44.4	47.2	47.2
Belgique	-5.2	-5.3	-5.5	107.9	109.9	113.1
Grèce	1.7	0.5	0.2	145.3	138.0	133.8
Irlande	1.8	-0.8	-0.1	32.9	35.1	33.7
Portugal	0.7	-0.1	-0.3	89.7	88.8	88.3
Royaume-Uni	-5.3	-3.9	-3.5	102.3	103.1	103.5

Achévé de rédiger le 26 juin 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
Xiaojia 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
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 : Sophie GAUBERT & Nathalie MARCET

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**