



MONDE

SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE

2026-2027

Trimestriel – Octobre 2026

Les couches de risque se superposent

Les **événements géopolitiques** continuent d'irriguer le scénario économique et financier *via*, essentiellement, les prix de l'énergie. Si, en 2022, le marché pétrolier était parvenu à compenser les sanctions des pays occidentaux sur le pétrole et les produits pétroliers russes, il est aujourd'hui toujours incapable de trouver des alternatives aux pertes de production pétrolières en provenance du golfe Persique. Le scénario, pour fin 2026 et l'année 2027, reste donc conservateur, tablant sur des prix du pétrole relativement élevés, proches de 95 dollars par baril en moyenne. Par ailleurs, malgré des prix bien inférieurs à 2022, le marché européen du gaz naturel pourrait se tendre cet hiver. Les stocks de l'Union européenne, reconstitués trop lentement cet été, affichent un déficit record. Sans retour du GNL qatari et face à une demande asiatique persistante, le marché devrait rester tendu en 2027.

Prix de l'énergie durablement élevés, inflation plus soutenue et plus tenace, resserrements monétaires et remontée des taux d'intérêt : le contexte n'est donc pas réjouissant et, pourtant, la croissance se révèle assez résistante, certes, à des degrés, très variés.

Ainsi, aux **États-Unis**, la vigueur ne se dément pas et devrait perdurer. La croissance se maintiendrait en 2026 au niveau de celle de 2025 (2,1%) avant un ralentissement marginal vers un rythme toujours solide (2% en 2027). Des facteurs favorables spécifiques aident, en effet, à surmonter le choc introduit par la guerre en Iran. Il s'agit, tout d'abord, du cycle très vigoureux des dépenses d'investissement dans l'IA qui n'envoie pas encore de signes tangibles d'essoufflement. Il s'agit, ensuite, de la robustesse relative du marché du travail. Bien que ce dernier soit moins dynamique, les créations nettes d'emplois restent plutôt solides au regard de la baisse du « point mort » due aux changements de politique d'immigration et augurent d'une quasi-stabilité du taux de chômage autour de 4% jusqu'à la fin de l'horizon de prévision, fin 2027. De plus, si la croissance des salaires horaires s'est infléchi, les contraintes pesant sur l'offre de main-d'œuvre en limitent la baisse. Il s'agit, en outre, de l'orientation favorable de la politique budgétaire (*One Big Beautiful Bill*). Enfin, il s'agit du patrimoine net de l'ensemble des ménages, dont l'envolée favorise l'effet de richesse et atténue, pour les plus aisés d'entre eux, les chocs liés à l'inflation mais aussi à la remontée des taux d'intérêt. Contribuant à des taux d'intérêt élevés, l'inflation totale devrait en effet osciller autour de 3,5% jusqu'au premier trimestre 2027, avant une baisse et des incursions sous la barre des 2% après l'été 2027, suivies d'une stabilisation autour de 2,3% à la fin de l'année 2027. En moyenne, elle atteindrait 3,4% en 2026 et 2,3% en 2027.

Avec une croissance globale prévue à 3,9% en 2026, la **mosaïque des pays émergents** surprend également, dans son ensemble, par sa capacité à absorber les chocs : une absorption permise par la bonne tenue de

la demande interne mais aussi des exportations de métaux (transition énergétique, constitution de stocks), d'hydrocarbures et de biens liés à l'IA. En **Chine**, bénéficiaire du cycle mondial d'investissement dans les infrastructures d'IA, la demande extérieure de produits manufacturés reste solide mais la demande intérieure demeure faible. Malgré le redressement des prix à la production, l'inflation ne se raffermi que très modestement (prévue vers 1% en 2026 et 1,2% en 2027), suggérant la persistance de pressions déflationnistes. En tablant sur un assouplissement progressif de la politique monétaire et une accélération des dépenses budgétaires, la croissance chinoise, légèrement revue à la baisse, atteindrait néanmoins 4,5% en 2026 et 2027.

La remontée violente des taux d'intérêt déjà enregistrée signale également que l'incertitude qui entoure tous les facteurs de hausse, du risque d'escalade au Moyen-Orient aux inquiétudes sur les trajectoires budgétaires, se paie.

Dans la **zone euro**, enfin, à l'effet négatif de la hausse des prix des carburants fossiles s'oppose l'effet positif des dépenses mondiales d'investissement dans le secteur de la tech avec des retombées déjà visibles sur les exportations et potentielles sur l'investissement. La reprise des flux du commerce extérieur, depuis l'été 2025, s'est ainsi accélérée au cours du premier semestre 2026 ; grâce à la forte contribution des exportations nettes, la progression du PIB au deuxième trimestre a largement excédé les attentes et offre un acquis de croissance de 0,8% à la moyenne annuelle de 2026. La demande intérieure, principalement celle de la consommation des ménages, s'est légèrement renforcée. Si la consommation privée a encore semblé défier la remontée de l'inflation, grâce à la baisse du taux d'épargne, la question de sa capacité à absorber l'érosion prévue du pouvoir d'achat se pose. En ligne avec le maintien d'une inflation élevée (prévue autour de 3% en moyenne en 2026 mais aussi en 2027), notre scénario retient un ralentissement de la consommation privée entre l'automne 2026 et le début 2027 mais table sur une amélioration progressive de l'investissement industriel, fondée sur un redressement de la rentabilité. Ainsi, après 1,3% en 2025, le rythme de croissance se situerait en 2026 vers 1%, sous le potentiel qu'elle approcherait en 2027 (1,1%) malgré le trou d'air prévu au tournant de l'année.

Sur le front monétaire, hausse des prix de l'énergie, redressement de l'inflation, craintes de voir celle-ci accélérer et devenir plus tenace : tous ces facteurs justifient, d'une part, les resserrements monétaires et, d'autre part, le maintien d'une posture relativement prudente de la part des grandes banques centrales.

Après avoir remonté le taux des *fed funds* de 25 points de base (pb) en septembre, **la Fed** pourrait procéder à deux hausses supplémentaires en décembre puis en mars, pour un total de 50 pb, portant la limite supérieure à 4,50%. Dans un tel scénario, la *Fed* n'opérerait qu'un cycle de resserrement modeste, consistant seulement à gommer les 75 pb de baisses de taux « assuranciels » opérées préventivement fin 2025. La *Fed* maintiendrait ensuite ses taux inchangés et ne les abaisserait qu'au quatrième trimestre 2027 de 50 pb, sous réserve que le reflux de l'inflation soit indéniable. Très « mordant » avant l'été, notre scénario anticipait un relèvement de son taux de dépôt par **la BCE** de 2,50% à 2,75% en décembre suivi d'un maintien à ce niveau jusqu'à la fin de 2027. Ce scénario désormais accommodant est, pour l'instant, maintenu mais entouré d'un risque haussier marqué : la probabilité que la BCE remonte ses taux au-delà de 2,75% a, très récemment, significativement augmenté avec un risque de resserrement dès octobre.

En termes de taux d'intérêt, les temps sont durs et rien ne permet d'espérer une accalmie rapide. Hausse des prix de l'énergie, redressement de l'inflation, resserrement monétaire, creusement des déficits budgétaires, alourdissement des dettes publiques : tous ces facteurs justifient en effet que les taux d'intérêt se redressent.

La hausse violente déjà enregistrée signale également que l'incertitude qui entoure tous ces facteurs de hausse, du risque d'escalade au Moyen-Orient aux inquiétudes sur les trajectoires budgétaires, se paie. Au-delà des motifs « objectifs » de redressement des taux d'intérêt, l'absence de visibilité se révèle également coûteuse. Aux **États-Unis**, la correction sur le marché obligataire s'est accélérée au cours des dernières semaines et l'appréhension des investisseurs a poussé à la hausse les rendements des titres du Trésor sur l'ensemble de la courbe. Les rendements

sont susceptibles de se tendre jusqu'au début de 2027 et l'aplatissement de la courbe de persister jusqu'à ce que les investisseurs soient convaincus que la Fed approche de la fin de son cycle de hausse des taux. Dans la **zone euro**, il semble que les marchés doivent s'adapter à un taux neutre structurellement plus élevé. Cela relève le seuil des taux à court terme, réduit la marge de manœuvre pour de futurs cycles d'assouplissement et, en l'absence d'un véritable choc récessionniste, limite l'attrait des titres à long terme. L'idée de « taux plus élevés plus longtemps » conduit à inscrire le taux de *swap* à 2 ans dans une fourchette étroite de 3,55% à 3,60% et à maintenir la pression sur la partie longue de la courbe : le taux de *swap* à 10 ans atteindrait 3,85% d'ici fin 2027 malgré une stabilisation de la partie courte. Du côté des *spreads* des obligations d'État européennes, les raisons d'espérer sont infimes : les *spreads* semblent serrés au regard, simultanément, de la réappréciation de l'inflation, de la hausse des taux d'intérêt qui fragilise les trajectoires de dette des émetteurs les plus endettés, du risque politique et du cycle électoral de 2027. Hormis une issue positive inattendue sur le front de la guerre en Iran ou de très mauvaises nouvelles sur la croissance, aucun catalyseur susceptible de déclencher un resserrement n'apparaît.

Du côté du change, enfin, le dollar résiste mais sans conséquences déléteres. Dans un contexte international troublé, il est usuel que le dollar voie son cours s'apprécier. Mais son appréciation n'a pas été violente au point de rendre l'euro extrêmement bon marché et de mettre à mal les grandes devises émergentes. Les perspectives restent légèrement baissières sur l'EUR/USD dont une reprise durable semble peu envisageable avant le second semestre 2027. Elle porterait l'euro vers 1,17 dollar au quatrième trimestre 2027.

Catherine LEBOUGRE

Focus Géopolitique – L'hégémon à bout de souffle

Ce semestre, l'incertitude du scénario géopolitique impacte la prévision des prix de l'énergie à travers deux contraintes majeures : le risque d'escalade non contrôlée dans le Golfe et les frappes ukrainiennes sur les raffineries russes. En parallèle, l'incohérence stratégique américaine pèse sur l'image des États-Unis dans le monde et cela profite à la Chine.

Ce que l'on sait, ce que l'on ne sait pas

Malgré leur retentissement médiatique et politique, la rencontre Xi-Trump, mais aussi une possible défaite républicaine aux élections américaines, ne devraient pas inverser la tendance de fond du scénario géopolitique – structuré par la rivalité de puissance entre Pékin et Washington, ainsi que par l'affaiblissement hégémonique américain, qui a de multiples conséquences. Cela n'enlève cependant rien à l'importance de ces événements car **ils peuvent, déclencher des mouvements de marché** *via*, notamment, des anticipations qui ont toujours tendance, en matière géopolitique, à *surpriser* le court terme et à sous-estimer le long terme. Or, des acteurs comme la Chine ou la Russie pilotent au contraire leurs décisions, y compris économiques, en donnant une grande priorité au long terme, quitte à prioriser l'argument géopolitique sur celui de l'économie. **Ce décalage temporel, à la fois dans la perception des événements et dans l'analyse**, entre les acteurs du marché et les États les plus révisionnistes, engagés dans une stratégie de « *long game* », **est l'un des points aveugles de la finance face aux scénarios géopolitiques.**

Aux États-Unis, distinguer le court et le long terme

Les élections américaines ne régleront rien à la polarisation politique qui dégrade le fonctionnement institutionnel des États-Unis et depuis longtemps – en réalité, Donald Trump n'est qu'un accélérateur, un révélateur de la difficulté croissante à trouver des consensus. Elles ne stopperont pas non plus l'érosion du *soft power* américain dans le monde, nourrie par l'incapacité de Washington à stabiliser la scène géopolitique mondiale. Mois après mois, les sondages d'opinion montrent ainsi que l'image des États-Unis perd des points au profit de celle de la Chine et, depuis cet été, les enquêtes de *Pew research* montrent même que la vision favorable de la Chine dépasse celle des États-Unis dans une vingtaine de pays. **C'est un facteur très important du scénario, sous-estimé par les marchés.** Quant à l'impact d'une possible défaite des Républicains sur la stratégie en Iran, il est difficile à prévoir. Mais il ne changera pas grand-chose à l'ambition américaine d'étouffement économique de l'Iran, *via* la menace de sanctions secondaires. Les modalités militaires peuvent varier mais l'objectif de *regime change* est une constante.

Des signaux de recomposition politique qui posent la question de l'après-Trump

Les élections apporteront peut-être moins de changement politique à court terme que ne l'anticipe le

marché mais elles pointent des évolutions intérieures importantes pour l'après-Trump. Ainsi, la prévision de vote favorable aux Démocrates est appuyée sur l'impact de l'inflation et, plus largement, sur un retour des questions économiques, incluant la trajectoire fiscale, qui commence aussi à affaiblir le trumpisme dans ses propres rangs. La résistance de la *Fed* aux exigences du président en témoigne. Surtout, la question iranienne clive le Parti républicain : le président semble pris désormais dans une mâchoire entre sa base MAGA de plus en plus désenchantée et des élites économiques républicaines inquiètes. De l'autre côté de l'échiquier, le soutien controversé à Israël pousse à la recomposition du Parti démocrate, avec une percée des démocrates-socialistes incarnés par le maire de New York – et la petite chanson du vieux Bernie Sanders qui sait parler aux jeunes. Surtout, l'expérience new-yorkaise de solutions innovantes sur les problèmes du logement et du pouvoir d'achat, rompt avec les idées *wokes* qui avaient, entre autres, alimenté la réaction MAGA. En fait, **la recomposition politique américaine commence surtout à donner les signaux d'une transition générationnelle qui peut faire bouger non seulement le scénario politique national, mais aussi international.**

La relation sino-américaine reste une trêve armée

Les quelques accords, engagements d'achats, cadeau de pandas et autres reports de tensions sur les terres rares ne changeront rien à la rivalité entre la Chine et les États-Unis, qui marque tous les secteurs considérés comme stratégiques. Cette rivalité est profonde car perçue comme existentielle des deux côtés : **c'est précisément ce qui définit un conflit hégémonique.** De plus, Washington cherche à transformer le problème de la surcapacité chinoise en coalition commerciale et cette stratégie ne sera pas abandonnée en 2027. La rencontre Xi-Trump témoigne, néanmoins, d'une volonté commune de maintenir des canaux de communication, volonté que l'on retrouve sur Taïwan et l'espace maritime autour de la Chine. C'est un point essentiel car l'un des risques est celui de la mauvaise gestion d'un incident et l'on n'a pas inventé mieux que le principe du téléphone rouge contre les risques d'escalade... Effectivement, depuis deux ans, les grands acteurs se parlent, la diplomatie est même devenue très active, bien que discrète.

Les intérêts des entreprises sont-ils vraiment ceux des États ?

Le risque sino-américain est aussi celui d'un désalignement entre gouvernements et entreprises. Beaucoup d'États veulent réduire les dépendances

chinoises mais beaucoup d'industries restent tributaires de Pékin pour les composants, les équipements électriques, le solaire, les batteries et autres matériaux raffinés. En fait, la tentative de *derisking* vis-à-vis de Pékin n'a pas supprimé l'interdépendance des chaînes de valeur : elle l'a rendue plus indirecte, en passant par des pays « rebonds », mais aussi plus opaque, avec beaucoup de flux de contournement.

La recomposition politique américaine commence surtout à donner les signaux d'une transition générationnelle qui peut faire bouger non seulement le scénario politique national, mais aussi international.

Une Europe sous pression hybride

L'intensification de la guerre hybride avec la Russie et la Chine élargit le périmètre des secteurs duals, à la croisée du civil et de la défense.

En Europe, les incidents autour des câbles baltiques et du Svalbard, les drones observés près de sites logistiques et la vulnérabilité des aéroports, terminaux GNL et réseaux électriques indiquent surtout que **la confrontation avec la Russie s'étend sous le seuil de la guerre ouverte**. L'opération russe présumée de l'été au Svalbard n'a pas causé de rupture mais elle aurait permis de tester les réponses alliées. De plus, le point important n'est donc pas seulement le risque de sabotage : c'est la reconnaissance, l'installation d'équipements dormants et surtout, l'ambiguïté juridique entourant une attaque non attribuable. Le Danemark a récemment relevé son niveau d'alerte et les pays baltes craignent les incidents. Tout cela dans un contexte où les deux camps, russes et ukrainiens, ciblent de plus en plus ports, raffineries, dépôts, réseaux électriques, installations métallurgiques et passages frontaliers. Quant aux récentes frappes russes près de la Pologne, elles rapprochent la guerre logistique du territoire de l'Union européenne et précisent la menace d'un acteur russe que les frappes ukrainiennes dans la profondeur rendent fébrile.

En Asie aussi, la grammaire est hybride

Les guerres hybrides et cognitives sont aussi au cœur de la stratégie chinoise autour de Taïwan, des Philippines et en mer de Chine : garde-côtes, inspections, drones, câbles, pressions politiques et réduction de l'espace diplomatique de Taipei effacent peu à peu la frontière entre la préparation réelle d'un blocus et le « *New Normal* »... Pour Taïwan, les investissements aux États-Unis et en Europe dans les semi-conducteurs constituent certes des outils d'alliance mais la dispersion industrielle affaiblit, à terme, la valeur de Taïwan comme actif indispensable. En réalité, le temps travaille pour Pékin d'autant que les États-Unis n'apparaissent plus comme des pourvoyeurs fiables de sécurité. Dans ce contexte, la position stratégique du Japon est centrale.

Sanctions secondaires et extraterritorialité élargissent la géopolitisation de l'économie

La décision américaine d'intensifier les sanctions secondaires pour étouffer l'Iran élargit **la géopolitisation de l'économie**, obligeant entreprises et banques à examiner en détail le rôle des acteurs de second rang dans leurs chaînes de valeur. Quant à la Chine, elle monte en charge sur des règles d'extraterritorialité, qui font miroir à celles des États-Unis, utilisant exactement le même argument de sécurité nationale – que Trump est loin d'avoir inventé puisqu'il a toujours rythmé l'histoire économique américaine. Le principe d'arsenalisation de l'économie n'est d'ailleurs pas réservé aux grandes puissances – c'est exactement ce que font les Iraniens et les Houthis lorsqu'ils essaient d'écrire leurs propres règles de circulation maritime.

Le Moyen-Orient montre les limites de la recomposition géopolitique régionale

On ne voit pas, pour l'instant, d'issue rapide à la paralysie partielle d'Ormuz. Par ailleurs, l'avancée houthie sur le littoral et les îles de la mer Rouge, facilitée par les dissensions stratégiques entre l'Arabie saoudite et les Émirats, a réduit la valeur de la solution de contournement saoudienne. Surtout, elle montre que l'accord de défense de La Mecque ne possède pas, pour l'instant, l'automatisme de l'OTAN (qui reste à prouver) et que les États-Unis ne sont pas prêts à aider Riyad (en tout cas, sans concession majeure, du type rapprochement avec Israël...).

De nouvelles puissances de coordination régionale

Dans ce contexte de doute quant à la fiabilité des alliances, **la plupart des puissances moyennes développent une « diplomatie de portefeuille »** : elles recherchent des solidarités politiques, des échanges de technologies ou des médiations mais elles évitent les engagements contraignants. De même, la détente Xi-Modi, lors du sommet des BRICS, reste tactique : elle facilite certains investissements, sans résoudre les questions himalayennes, la relation sino-pakistanaise, ou la rivalité dans l'océan Indien. Dans ce contexte de fragmentation/recomposition, le Japon et l'Australie rivalisent dans le rôle de puissances de coordination : leur valeur ne vient pas d'une domination globale mais de leur capacité à faire coopérer les puissances régionales.

De nouvelles règles pour les infrastructures ?

Plus largement, les guerres en Iran et en Ukraine montrent aussi que les pipelines, *data centers*, centrales nucléaires et autres usines de désalinisation sont des cibles. **La nécessité d'éviter les ruptures d'activité va donc stimuler de nouveaux financements d'infrastructures** : enfouissement, redondance des infrastructures critiques (basculés sur des circuits de secours) ou diversification des points de stockage deviennent indispensables. Ports et aéroports de

contournement ont de beaux jours. En fait, de nouvelles règles de sécurisation sont en train d'apparaître, qui vont impacter de nombreux secteurs. Mais certainement, les États comme les entreprises vont accepter de payer plus cher pour préserver la continuité des flux. Reste à savoir comment le surcoût va être réparti...

Trois horizons d'analyse géoéconomiques se dessinent

À **court terme**, le scénario central – qui repose sur des crises de plus en plus interconnectées – va être déterminé par quatre fronts principaux : Ormuz partiellement fermé, Bab el-Mandeb sous menace sélective, poursuite de la guerre hybride russo-européenne et rivalité stratégique sino-américaine. À

moyen terme, la géopolitique impacte les capacités productives – raffineries, intercepteurs, réseaux, stockage, minerais transformés et semi-conducteurs. Et d'autres nœuds critiques de production, de transport ou de transformation peuvent être arsenalisés par des États, ou acteurs privés, qui cherchent à tirer une nouvelle rente de la recomposition géopolitique globale. À **long terme**, la puissance se mesurera moins par l'autosuffisance, que par la capacité à préserver une multiplicité de routes, de fournisseurs et de systèmes de paiement. Le gagnant sera celui qui saura préserver non seulement la performance mais aussi la robustesse de son système d'activité.

Tania SOLLOGOUB



PAYS DÉVELOPPÉS

La résistance et, surtout, ses multiples nuances

États-Unis – Une robustesse qui n'est pas encore démentie

Zone euro – Forces opposées du cycle mondial, résilience domestique mise à l'épreuve

Royaume-Uni – Une bonne résistance jusqu'à présent, mais les risques persistent

Japon – La stratégie du gouvernement Takaichi pour surmonter la stagnation économique structurelle

Pays développés – La résistance et, surtout, ses multiples nuances

Inflation plus élevée et plus durable, resserrements monétaires et remontée des taux d'intérêt : le contexte n'est pas réjouissant et, pourtant, la croissance résiste. Une résistance à des degrés, certes, très divers : si la croissance se montre robuste aux États-Unis en raison, notamment, de la vigueur du cycle d'investissement dans l'IA, elle continue tout de même de frémir dans la zone euro où elle finit par se révéler plus dynamique qu'anticipé. Les incertitudes entourant l'évolution de la demande interne y sont néanmoins plus lourdes.

ÉTATS-UNIS – UNE ROBUSTESSE QUI N'EST PAS ENCORE DÉMENTIE

Malgré une série de chocs, apparemment sans fin, enregistrés au cours des dernières années, et dont le dernier en date n'est autre que la guerre en Iran, **l'économie américaine s'est révélée globalement résiliente** : cette résistance devrait perdurer. Le rythme de croissance trimestriel a certes été quelque peu irrégulier, une situation exacerbée par la fermeture des services publics au tournant de l'année et par les fluctuations de certaines composantes traditionnellement les plus volatiles du PIB. Notre scénario table sur une croissance de 2,1% en 2026, identique à celle de 2025, avant un ralentissement marginal vers un rythme toujours solide de 2,0% en 2027.

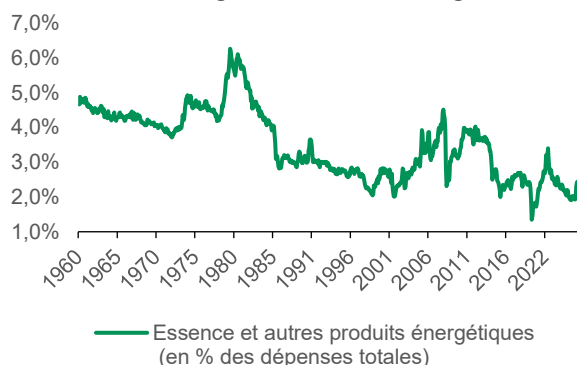
Nos nouvelles prévisions sont très légèrement en baisse par rapport à nos attentes du début d'année, mais, de nouveau, peu modifiées par rapport au trimestre dernier : **les révisions à la baisse depuis le début de la guerre ont été relativement modestes**. Comme nous l'avons déjà souligné, cette faible érosion tient au fait que l'économie américaine est actuellement moins vulnérable à un choc des prix du pétrole qu'elle ne l'était et que ne le sont de nombreux pays. L'économie américaine est devenue moins gourmande en énergie au fil du temps, et les États-Unis sont désormais un important producteur de pétrole, devenus exportateurs nets d'énergie en 2019.

L'économie américaine est actuellement moins vulnérable à un choc des prix du pétrole qu'elle ne l'était.

À ce dernier « atout » s'ajoutent **des facteurs favorables qui persistent et contribuent à maintenir la croissance à un rythme soutenu malgré la guerre** :

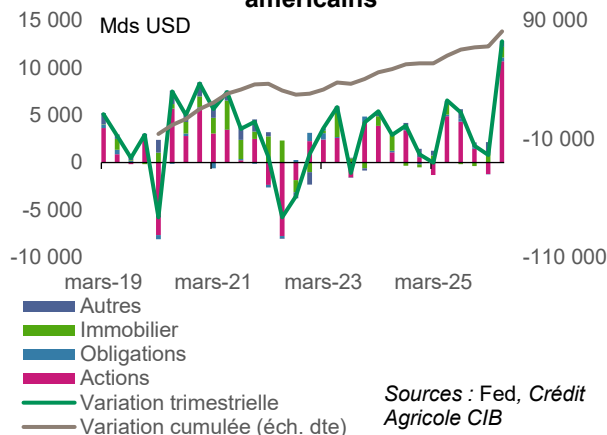
- Tout d'abord, **la politique économique est globalement favorable**, conformément à nos réflexions de l'année passée, sur l'enchaînement des mesures. Pour rappel, en 2025, les droits de douane défavorables à la croissance constituaient une priorité majeure de l'administration Trump ; en 2026, la politique budgétaire a commencé à jouer un rôle plus important avec l'entrée en vigueur du *Big, Beautiful Bill*. À titre d'exemple, les remboursements d'impôts en 2026 ont totalisé environ 50 milliards de dollars de plus qu'en 2025, offrant ainsi un certain amortisseur pour aider à compenser la flambée des prix de l'essence ;
- Par ailleurs, au-delà des changements de politique, il convient de souligner une nouvelle fois que **les bilans des ménages restent extrêmement sains**, leur patrimoine net global ayant désormais augmenté d'un peu plus de 80 000 milliards de dollars par rapport à la période pré-Covid. Certes, il s'agit de chiffres agrégés et les gains sont loin d'être répartis équitablement. Il

La consommation aux États-Unis moins gourmande en énergie



Sources : BEA, Crédit Agricole CIB

Le patrimoine des ménages américains

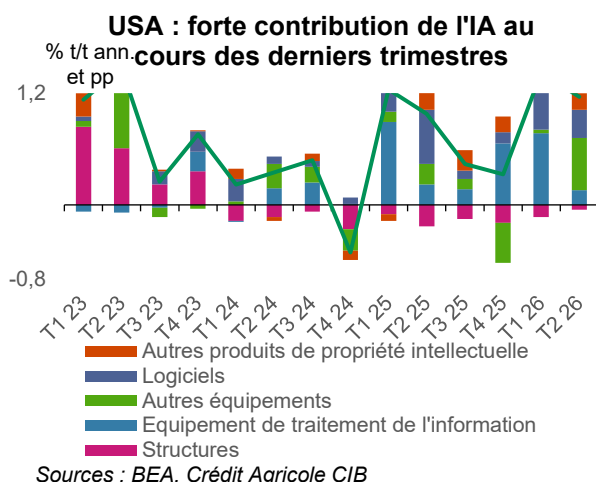


Sources : Fed, Crédit Agricole CIB

semble cependant que les poches de fragilité se soient relativement concentrées parmi les ménages à faibles revenus plutôt que de se répartir dans l'ensemble de l'économie. Ainsi, selon notre scénario de base, ces dynamiques en forme de K devraient rester maîtrisées et ne pas être aigües au point de constituer une menace pour l'économie dans son ensemble ;

- Enfin, et ce n'est certainement pas le moins important compte tenu de sa contribution à la croissance au cours des derniers trimestres, le cycle très vigoureux des dépenses d'investissement dans l'IA n'a montré que peu de signes de ralentissement. À cet égard, la combinaison 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 à la croissance au cours des six derniers trimestres connus (du 1^{er} trimestre 2025 au 2^e trimestre 2026), leur contribution atteignant même autour de 1,3 point de pourcentage sur quelques trimestres. Il est difficile de parier sur le maintien de ce rythme effréné mais **les investissements dans l'IA vont continuer de contribuer à la vigueur des investissements non résidentiels.**

Si la croissance est restée relativement forte tout en étant assez volatile, **le marché du travail a montré des signes clairs de stabilisation ces derniers mois**, malgré une certaine volatilité mensuelle. Par exemple, la moyenne mobile sur trois mois des créations d'emplois non agricoles (NFP) s'est établie à +71 000 en août, après avoir été négative à cinq reprises au cours des sept mois compris entre août 2025 et février 2026. Bien que ce résultat ne soit pas impressionnant au regard des données historiques, il est plutôt solide compte tenu d'une forte baisse du « point mort » due aux changements de politique d'immigration ; l'économie n'a désormais plus besoin de créer autant d'emplois pour absorber les nouveaux arrivants.



De même, **le taux de licenciements reste à un niveau historiquement bas et les données récentes sur les demandes d'allocations chômage ne laissent entrevoir aucun changement majeur.** Dans le contexte de faibles embauches et de faibles licenciements qui prévaut depuis quelques mois, le marché du travail devrait donc rester proche de l'équilibre et le taux de chômage devrait demeurer proche de 4% jusqu'à la fin de notre horizon de prévision, fin 2027.

La croissance des salaires a ralenti, le taux de croissance du salaire horaire moyen ayant reculé à 3,1% en août (après 3,7% en moyenne au cours des douze mois précédents et 4% en janvier). Ce rythme reste globalement dans la fourchette d'avant la pandémie, mais il est nettement inférieur au pic récent et se situe désormais à son plus bas niveau depuis mi-2021 ; nous ne prévoyons toutefois pas de baisse supplémentaire significative, car les contraintes pesant sur l'offre de main-d'œuvre, liées à une immigration nette significativement plus faible, pourraient limiter les pressions à la baisse. Néanmoins, même en l'absence de nouveau ralentissement, la *Fed* devrait conserver son diagnostic : malgré des signes de stabilisation sur l'ensemble du marché du travail, ce dernier ne constitue pas, pour l'instant, une source majeure de pression inflationniste.

En ce qui concerne l'inflation, **la flambée des prix de l'énergie depuis le début de la guerre en Iran a entraîné une forte hausse de l'inflation globale**, l'IPC global ayant accéléré à 4,2% en mai contre 2,4% en février, avant de reculer partiellement à 3,4% en août. L'inflation sous-jacente s'est beaucoup mieux comportée, avec peu de signes d'effets de second tour majeurs en dehors des tarifs aériens. L'IPC sous-jacent en glissement annuel est redescendu à 2,4% en août après avoir atteint 2,9% en mai, son plus bas niveau depuis début 2021.

Le pic de l'inflation globale a probablement été atteint en mai (4,25% sur un an) et les effets de second tour sur l'inflation sous-jacente devraient rester contenus. Plus précisément, notre scénario

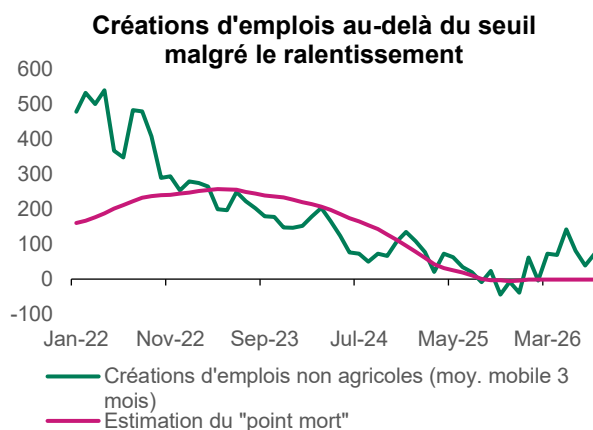


table sur une inflation globale oscillant autour de 3,5% jusqu'au premier trimestre 2027, avant une baisse, due à des effets de base, et des incursions sous la barre des 2% après l'été 2027, suivies d'une stabilisation autour de 2,3% à la fin de l'année 2027. En ce qui concerne l'inflation sous-jacente, nous retenons actuellement une fourchette comprise entre 2,4% et 2,7% jusqu'au premier trimestre 2027, avant une légère baisse plus tard dans l'année, l'IPC sous-jacent terminant l'année 2027 sur une croissance annuelle proche de 2,4%.

 Moyenne annuelle	2026	2027
PIB	2,1%	2,0%
Inflation	3,4%	2,4%

Nicholas VAN NESS

ZONE EURO : FORCES OPPOSÉES DU CYCLE MONDIAL, RÉSILIENCE DOMESTIQUE MISE À L'ÉPREUVE

L'économie de la zone euro doit affronter le choc d'offre négatif qu'implique la hausse des prix des carburants fossiles mais bénéficie, simultanément, du choc positif de demande, lié aux dépenses mondiales d'investissement dans le secteur de la tech avec des retombées sur ses exportations et son investissement. Domestiques et mondiaux, plusieurs cycles d'investissement se superposent avec des temporalités différentes. En termes réels, les conditions de financement se sont bien moins durcies que ne le suggèrent les taux d'intérêt nominaux, le marché des actions reste bien orienté et les décisions d'investissement sont également favorisées par la reprise du cycle de productivité et une rentabilité encore élevée. Si pour les ménages se dessine une configuration « à la 2022 », elle n'aura pas la même sévérité et les pertes de pouvoir d'achat s'annoncent plus limitées. La BCE observe une double résistance : celle de l'inflation, d'une part, et celle de la confiance et de l'activité, d'autre part, et s'interroge sur le degré de restriction à apporter à l'orientation de sa politique. Portée par le cycle mondial et par une politique budgétaire à peine expansionniste, la croissance de la zone euro à l'horizon de notre prévision serait freinée par une orientation monétaire et des conditions financières plus restrictives, par le renchérissement des prix des intrants et par un cours de l'euro encore élevé. Ainsi, après 1,3% en 2025, le rythme de croissance se

situerait en deçà du potentiel à 1% en 2026 et 1,1% en 2027.

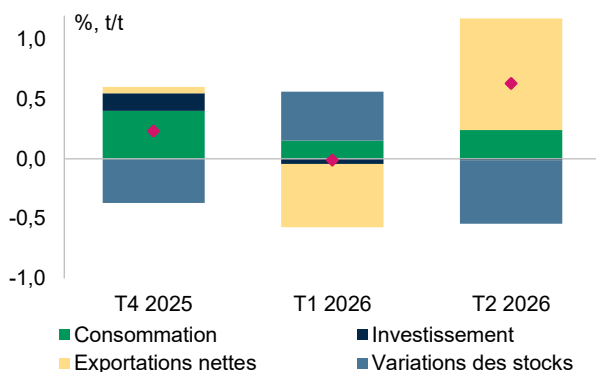
La demande mondiale devient un facteur de soutien

La résilience de l'économie de la zone euro s'est traduite par une croissance du PIB au premier semestre plus dynamique que ce que le consensus prévoyait. En neutralisant l'effet du PIB irlandais, la croissance de la zone euro est stabilisée sur le rythme trimestriel de 0,3% depuis l'été 2025, s'inscrivant au T2 2026 sur un rythme annuel de 1,2%, légèrement supérieur au potentiel. L'acquis de croissance pour la moyenne annuelle de 2026 est de 0,8%, ce qui rehausse automatiquement la prévision pour 2026 réalisée en juin dernier.

En ligne avec le maintien d'une inflation élevée, nous inscrivons un ralentissement de la consommation privée entre l'automne 2026 et le début 2027.

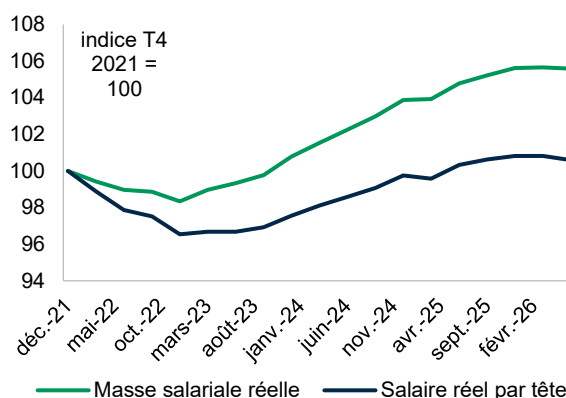
La progression du PIB au T2 a été tirée par la forte contribution des exportations nettes (+0,9 point), en raison d'un rebond des exportations (+3,4%) plus marqué que celui des importations (+1,5%). La reprise des flux du commerce extérieur depuis l'été 2025 s'est renforcée au cours du premier semestre 2026, notamment en Allemagne et, dans une moindre mesure, dans la plupart des pays de la zone. Les

Zone euro : contributions à la croissance



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

Pouvoir d'achat des salaires



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

exportations de biens d'équipement ont fortement accéléré, suivies par celles de biens intermédiaires, avec les meilleures performances pour les produits chimiques et les machines et équipements de transport. Ce sursaut est, en premier lieu, motivé par les performances sur les marchés taiwanais et sud-coréens mais les flux vers les États-Unis et la Chine ont aussi retrouvé du dynamisme. Le cycle d'investissement en produits technologiques qui alimente la production et les flux d'échange autour du Pacifique commence à produire des effets positifs en Europe.

La contribution de la demande intérieure s'est renforcée tout en restant plus marginale (+0,2 point). Le rebond de la demande intérieure a reposé principalement sur la consommation des ménages. Avec une croissance de +0,4%, elle a marqué une accélération en Allemagne, en France, aux Pays-Bas, en Espagne et au Portugal. Elle a, en revanche, ralenti en Italie et en Belgique, mais y affiche un rythme toujours plutôt soutenu.

Avec un rythme annuel de croissance de 3,8% au T2, la masse salariale était en ralentissement mais a progressé à un rythme supérieur à celui de l'inflation. Les pertes de pouvoir d'achat passées de la masse salariale, en prenant donc en compte la croissance de l'emploi, ont été largement rattrapées. Mais si l'inflation au T2 s'est révélée en ligne avec nos prévisions, à 3%, elle est en hausse au T3 et attendue autour de 4% jusqu'en février 2027 (avec un pic proche de 4,1%), enclenchant un nouveau cycle d'érosion du pouvoir d'achat. **Le rebond de la consommation privée défie donc pour l'instant la remontée de l'inflation, grâce à la baisse du taux d'épargne** qui semble, pour l'heure, soutenir les dépenses des ménages ; mais **la question de sa pérennité se pose, dans un contexte d'érosion prévue du pouvoir d'achat**. D'autant plus que les créations d'emplois n'ont pas suivi le rythme de croissance de l'activité. La progression de l'emploi a été de 0,1% sur le trimestre, sans franche accélération. À +0,5% sur un an, ce rythme permet de retrouver un cycle de productivité positif (+0,8% sur un an), qui, couplé au ralentissement des rémunérations (3,3% sur un an pour le salaire par tête), comprime les coûts salariaux unitaires et permet d'interrompre la dégradation des marges en cours depuis l'été 2023. **Le ralentissement des salaires est généralisé** à toutes les activités de services, marchands et non marchands, tandis que dans l'industrie et dans la construction, on enregistre des accélérations modestes. Le nouveau cycle d'investissement en équipements et technologies de l'information et de la communication (TIC) suggère une déformation du pouvoir de fixation des prix et de la rentabilité des services vers les secteurs industriels.

Quant à l'investissement, sa lisibilité est perturbée par différents cycles qui se superposent avec des temporalités différentes. Il s'inscrit en léger repli depuis deux trimestres, avec un recul de toutes ses composantes, à l'exception du BTP qui se redresse. La construction, notamment sous l'effet du logement, a été en moyenne négative sur le premier semestre, notamment en Allemagne et en France, tandis qu'elle ralentit à partir de rythmes soutenus en Italie et en Espagne. **Des dynamiques démographiques (en Espagne) et les dernières dépenses liées au NGEU ont encore soutenu l'investissement dans les pays méditerranéens.** L'investissement en machines et équipements (incluant les produits des TIC) se replie après plus d'un an de progression soutenue. Il se redresse toutefois vigoureusement en Allemagne au T2. Dans ce pays, le grand programme d'investissement accuse néanmoins du retard : après la forte hausse, fin 2025, lors du lancement du fonds SVIK sur les infrastructures et la neutralité climatique, l'investissement public a nettement ralenti et l'investissement à charge du bilan central est de 20% inférieur à son niveau de 2025 en août. Le redressement du T2 est probablement à imputer à l'investissement privé, ce qui pourrait valider l'hypothèse de retombées positives du cycle d'investissement autour de l'IA. Les déboires de l'investissement en biens de transport se poursuivent partout.

Malgré la résilience dont fait preuve la demande privée et qui se reflète dans des flux de crédit au secteur privé encore dynamiques (3,1% de croissance pour les ménages et 4,2% pour les sociétés non financières en août), **de nombreuses incertitudes entourent le cycle de l'investissement et de la consommation.** En ligne avec le maintien d'une inflation élevée, nous inscrivons un ralentissement de la consommation privée entre l'automne 2026 et le début 2027, tandis que nous prévoyons une amélioration progressive de l'investissement industriel, fondée sur un redressement de la rentabilité. Malgré un trou d'air au tournant de l'année, la croissance de la zone euro retrouverait un rythme proche du potentiel en 2027 (+1,1% après +1%).

 Moyenne annuelle	2026	2027
PIB	1,0%	1,1%
Inflation	3,1%	3,0%

Paola MONPERRUS-VERONI

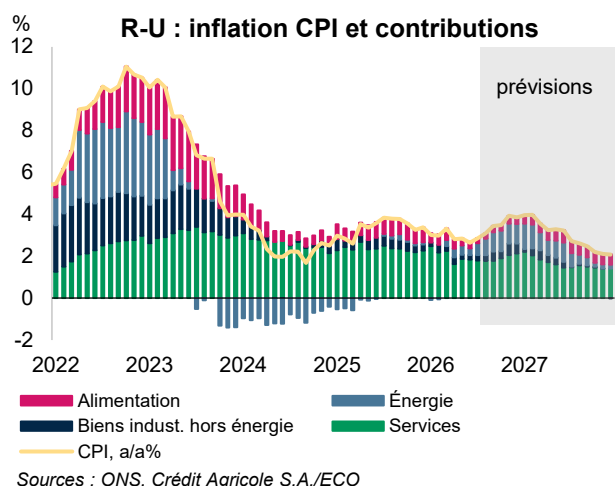
ROYAUME-UNI : UNE BONNE RÉSILIENCE JUSQU'À PRÉSENT, MAIS LES RISQUES PERSISTENT

La croissance du PIB britannique a dépassé les attentes depuis le début de l'année : 0,6% en variation trimestrielle au premier trimestre et 0,4% au deuxième trimestre selon l'estimation préliminaire. Au premier semestre, la croissance (1%) a été portée par une demande intérieure robuste. Si les variations de stocks ont contribué pour moitié à cette progression, la consommation des ménages a crû de 0,9% et l'investissement des entreprises de 2,6%, tiré par les TIC (Technologies de l'information et de la communication) et le matériel informatique.

Cette dynamique positive semble se maintenir en ce début de troisième trimestre : l'activité a progressé de 0,4% en variation mensuelle en juillet. Même si nous continuons de tabler sur une croissance plus faible au cours des prochains mois, ces résultats meilleurs que prévu entraînent d'importantes révisions à la hausse : la prévision pour le troisième trimestre est relevée à 0,6% en variation trimestrielle (contre 0,1% précédemment) et la croissance annuelle pour 2026 passe de 1,1% à 1,4%. En revanche, la prévision de croissance pour 2027 reste inchangée, à 1,1%, tout comme celle du quatrième trimestre 2026 (0,1%).

Soutenu par cette robustesse de l'activité, **le marché du travail semble s'être stabilisé**, même si ce n'est probablement que temporairement. Le taux de chômage s'est établi à 4,9% au cours des trois mois à fin juillet, inchangé par rapport à avril, et légèrement supérieur à son taux d'équilibre de 4,75%. Les postes vacants sont relativement stables, à des niveaux inférieurs à ceux d'avant la pandémie ; le ratio chômeurs/postes vacants s'établit à 2,5, suggérant une stabilisation des capacités non utilisées sur le marché du travail. Nous anticipons néanmoins une détérioration des intentions d'embauche cet hiver à mesure que la croissance ralentit. Le chômage devrait moins s'aggraver que prévu précédemment (5,4%), pour atteindre un pic de 5,1%.

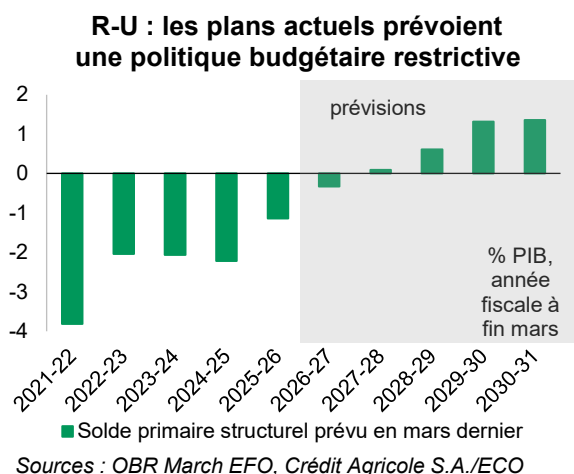
Le budget qui sera présenté le 28 octobre constitue le principal facteur de risque à court terme.



L'inflation a continué de surprendre favorablement grâce à la modération des pressions inflationnistes domestiques. L'inflation globale mesurée par l'IPC a atteint 3,1% en août (retrouvant ainsi sa moyenne du premier trimestre 2026), mais l'inflation des services a reculé pour le troisième mois consécutif (passant de 3,7% en mai à 3,4% en août), ce qui suggère qu'aucun signe d'effets de second tour ne s'est manifesté à ce jour. L'inflation sous-jacente est stable à 2,6% au cours des quatre derniers mois.

Nous ne sommes toutefois pas encore « tirés d'affaire ». Les perspectives relatives aux prix de l'énergie se sont détériorées en raison de la persistance de la guerre au Moyen-Orient. Le plafond des prix de l'énergie fixé par l'Ofgem (*Office of Gas and Electricity Markets*) pour la période d'octobre à décembre sera relevé à 1 723 livres sterling, contre 1 663 livres sterling actuellement, et devrait encore augmenter en janvier si le conflit au Moyen-Orient persiste, comme cela semble s'annoncer. La hausse des prix de l'énergie entraînera un pic d'inflation au début de l'année prochaine (4% en janvier/février, contre 3,6 % prévu pour novembre il y a trois mois). Les effets de second tour devraient cependant rester limités compte tenu du ralentissement anticipé de la demande et des deux hausses de taux prévues par la BoE (quatrième trimestre 2026 et premier trimestre 2027). Nous continuons donc de tabler sur un retour de l'inflation vers l'objectif de 2% au quatrième trimestre 2027. **Les risques restent orientés à la hausse en raison de l'incertitude entourant l'évolution des prix de l'énergie.**

Le budget qui sera présenté le 28 octobre constitue le principal facteur de risque à court terme. Le gouvernement devrait annoncer des mesures d'assainissement budgétaire plutôt qu'une vague de mesures de relance. Le principal enjeu pour le gouvernement est que la marge de manœuvre budgétaire dont il disposait en mars au regard de sa règle budgétaire clé (visant un équilibre ou un excédent budgétaire courant au cours de la troisième année de la prévision) a été considérablement réduite : elle a été



érosée par la hausse des rendements des *gilts*, l'augmentation des prévisions d'inflation, de nouveaux engagements de dépenses non financés et un emprunt plus important que prévu depuis le début de l'année. Cette marge de manœuvre devrait être passée de 23,6 milliards de livres sterling à près de 10 milliards, certaines estimations externes allant même jusqu'à 5 milliards de livres sterling (*Resolution Foundation*, début septembre). Selon nous, le gouvernement cherchera probablement à reconstituer une marge de manœuvre d'au moins 15 milliards de livres sterling afin de rassurer les investisseurs en obligations d'État et d'éviter une situation similaire à celle qu'a connue Rachel Reeves après le budget de 2024. Une marge de manœuvre limitée à environ 10 milliards de livres sterling avait rendu les marchés obligataires très sensibles à toute mauvaise nouvelle affectant les perspectives budgétaires.

Le nouveau chancelier, John Healey, n'aura d'autre choix que d'annoncer des hausses d'impôts, tout en laissant inchangés comme promis les principaux taux d'imposition (taux de l'impôt sur le revenu, de la TVA ou des cotisations sociales des salariés, et plafonnement du taux principal de l'impôt sur les sociétés à 25%). Parmi les mesures fiscales envisageables, figurent une hausse des taux d'imposition des plus-values, une réforme de la taxe foncière, une réforme des abattements fiscaux sur les retraites ainsi que des hausses de l'imposition sur les successions et le patrimoine. Le gouvernement devrait maintenir les seuils d'imposition sur le revenu, ceux-ci constituant une source majeure de recettes pour le

budget. Du côté des dépenses, des compromis douloureux devront être opérés. Ceux-ci impliqueront probablement des économies dans le domaine de la protection sociale, tout en donnant la priorité à la défense, aux services sociaux et aux investissements dans les infrastructures. Les projets d'infrastructure à long terme et la décentralisation régionale occuperont le devant de la scène du programme de croissance du gouvernement. Le financement de ces investissements publics sera facilité par des institutions financières publiques dont la capacité devrait être renforcée. Cela permettrait au gouvernement de continuer à respecter sa deuxième règle budgétaire consistant à inscrire le ratio des passifs financiers nets du secteur public (PSNFL) par rapport au PIB sur une trajectoire descendante au cours de la troisième année des prévisions. Il n'en reste pas moins que toute dépense supplémentaire non compensée par des taxes conduira à une hausse de la dette globale de l'État que les marchés de *gilts* risquent de sanctionner.

 Moyenne annuelle	2026	2027
PIB	1,4%	1,1%
Inflation	3,2%	2,9%

Slavena NAZAROVA

JAPON : LA STRATÉGIE DU GOUVERNEMENT TAKAICHI, POUR SURMONTER LA STAGNATION ÉCONOMIQUE STRUCTURELLE

Le gouvernement et la Banque du Japon collaborent pour parvenir à la fois à une forte croissance économique et à la stabilité des prix

Le gouvernement Takaichi estime que la cause de la stagnation économique structurelle du Japon ne réside pas dans la détérioration démographique, mais dans un manque d'investissements, publics et privés, et que cela peut changer. Les « Sanaenomics », qui visent à revitaliser l'économie japonaise et à restaurer la puissance nationale, cherche à opérer ce redressement grâce à une augmentation des investissements, stimulée par une politique budgétaire proactive. Pour sortir de la stagnation économique structurelle du Japon, il faut stimuler la productivité par le biais de dépenses d'investissement réalisées dans le cadre de partenariats public-privé plutôt que par le biais de restructurations.

Un cycle de crédit robuste, dans un contexte de politique monétaire accommodante, a soutenu la reprise économique, y compris la situation de l'emploi.

Les bases ont été jetées pour une expansion de l'investissement intérieur susceptible d'entraîner une forte hausse des salaires réels. Si le cycle de crédit venait à s'essouffler, cela risquerait de mettre un terme à la sortie de la stagnation économique structurelle.

Pour sortir de la stagnation économique structurelle du Japon, il faut stimuler la productivité par le biais de dépenses d'investissement réalisées.

La demande nette de fonds nationaux (taux d'épargne des entreprises + solde budgétaire) s'est redressée et, grâce aux forces reflationnistes, a entraîné une expansion du PIB nominal. La phase de politique reflationniste est désormais terminée et des investissements visant à accroître la capacité d'offre sont désormais nécessaires. Une politique budgétaire expansionniste, s'appuyant sur des investissements stratégiques publics-privés et des baisses de la taxe sur la consommation, permettrait de relancer la demande intérieure. À mesure que les dépenses intérieures des entreprises augmentent, le taux

d'épargne des entreprises est supposé commencer à baisser et, combinée à une politique budgétaire expansionniste, la demande intérieure nette de fonds – qui avait pratiquement disparu – est censée se redresser, conduisant l'économie vers une sortie complète de la stagnation structurelle.

La dynamique de relance alimentée par la politique budgétaire expansionniste et la poursuite d'une politique monétaire accommodante a entraîné une forte expansion du PIB nominal. Les hausses prématurées des taux d'intérêt par la Banque du Japon (BoJ) et la détérioration des termes de l'échange peuvent ralentir temporairement la croissance du PIB nominal. Le moteur de la croissance passerait alors de la politique de relance à l'expansion des investissements.

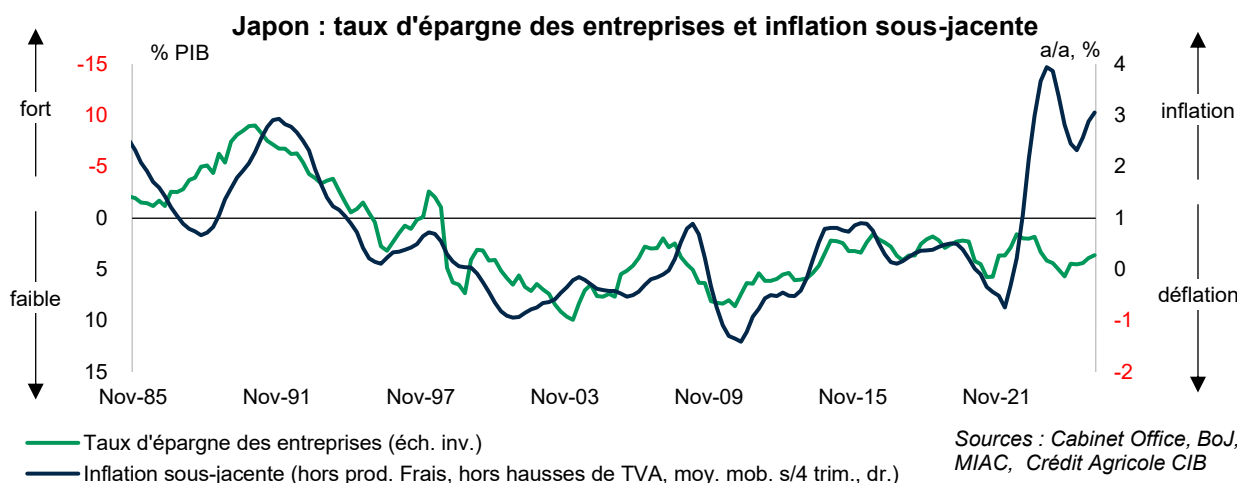
Porté par l'expansion de la demande intérieure grâce aux initiatives d'investissement stratégique en partenariats public-privé du gouvernement Takaichi, un cycle croissant de dépenses d'investissement prendrait le relais, exerçant une pression à la baisse sur le taux d'épargne des entreprises. **Le Honebuto de 2026 marquerait le début d'une réorientation vers une politique budgétaire proactive axée sur l'investissement stratégique**, notamment par le biais

de nouveaux cadres d'investissement. D'ici 2027, la demande intérieure progresserait alors, soutenue par une accélération du cycle des dépenses d'investissement et la hausse des salaires réels. D'ici 2028, la croissance de la demande intérieure devrait s'accélérer, le taux d'épargne des entreprises revenir à son niveau négatif habituel et la croissance potentielle dépasser sa tendance, marquant ainsi une sortie définitive de la stagnation économique structurelle.

Quant à l'évolution des prix, l'inflation sous-jacente (hors produits frais et énergie) ralentit temporairement en raison de la reprise modérée de la demande intérieure, mais accélère ensuite à nouveau pour se rapprocher de l'objectif de 2%.

 Moyenne annuelle	2026	2027
PIB	0,8%	0,6%
Inflation	2,1%	1,1%

Takuji AIDA – Ken MATSUMOTO





PAYS ÉMERGENTS

Le K de la résilience

Panorama – Pays émergents : le K de la résilience ?

Chine – L’histoire de deux économies

Brésil – Une élection indécise aux enjeux binaires

Inde – L’équilibre fragile de la croissance

Pays émergents : le K de la résilience ?

Les pays émergents conservent un différentiel de croissance favorable, des réserves plus solides qu'au début des années 2010 et profitent de plusieurs facteurs de résistance à la crise. Les gagnants du moment sont les exportateurs de technologie et les producteurs de ressources situés hors des zones de conflit. Les risques à court terme se concentrent sur les importateurs d'énergie à faibles réserves, les États qui subventionnent les prix avec peu de marge budgétaire et les signatures souveraines les plus fragiles.

Avec une croissance globale prévue à 3,9% en 2026 – contre une prévision de 3,8% il y a trois mois – **les économies émergentes surprennent par leur capacité à absorber une succession de chocs**. L'inflation semble également sous contrôle, prévue à 3,8% pour 2026. Pourtant, les nouvelles perturbations dans le Golfe incitent à garder un biais baissier sur la croissance, et haussier sur l'inflation, car de nombreux pays émergents sont très vulnérables à une nouvelle hausse du prix du pétrole. Il faut donc parler de résilience, c'est-à-dire d'une faculté d'adaptation encore réelle, plutôt que de résistance durable à un choc dont la transmission n'est, en réalité, pas achevée.

Un scénario dur sur le pétrole serait un scénario de risques politiques

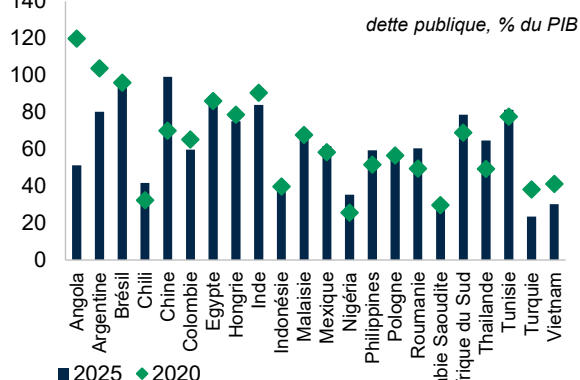
Le premier amortisseur reste la demande intérieure. Hors Chine, la consommation privée résiste plutôt bien, notamment en Inde et dans plusieurs pays de l'ASEAN. Cette solidité ne doit cependant pas être extrapolée : les hausses des prix des carburants, de l'électricité et des produits alimentaires réduisent progressivement le revenu réel, tandis que le resserrement monétaire mondial va renchérir le crédit. Mais la demande intérieure bénéficie encore de mesures budgétaires de soutien adoptées rapidement et de marchés du travail relativement solides, notamment en Asie, avec des taux de chômage souvent situés entre 4 et 5%. Attention cependant à ne pas sous-estimer les vulnérabilités sociales et politiques de pays où le chômage est faible mais l'emploi fragile. En Inde, par exemple, où l'on observe une participation féminine

très basse et des écarts entre zone rurale et urbaine ; ou encore en Indonésie et au Mexique, où l'informalité absorbe une grande partie de la main-d'œuvre. En Chine, le taux de chômage urbain des 16-24 ans hors étudiants est passé à 18,9% en août.

Ces précisions sont importantes car un scénario de prix du pétrole plus élevé serait, pour de nombreux pays émergents, un scénario de risque politique. Enfin, certains pays émergents restent marqués par des taux de chômage élevés comme le Maroc, à près de 13%, et surtout l'Afrique du Sud, à près de 34%, avec un taux proche de 50% pour les 15-34 ans.

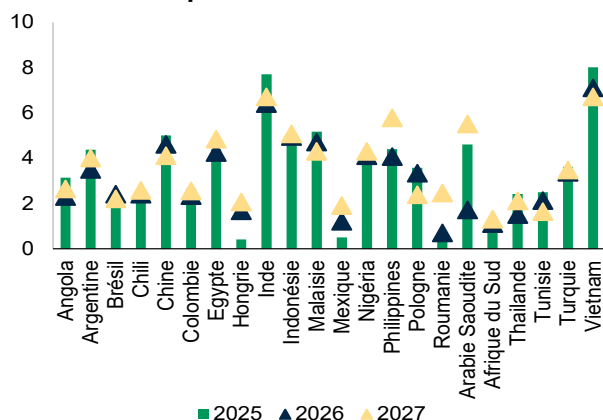
Le deuxième amortisseur de crise est externe, avec des exportations dynamiques dans de nombreux pays émergents. Selon le FMI, le commerce mondial devrait croître de 3,5% en volume en 2026, après 5% en 2025, avant une reprise à 4,3 % en 2027. Mais cette hypothèse est émise hors scénario d'escalade dans le Golfe. De plus, la moyenne dissimule, là encore, des signaux d'économie à deux vitesses : selon l'OMC, les échanges de biens liés à l'IA ont augmenté de 42% sur un an au premier trimestre 2026, contre 7% pour les autres biens – la Corée, Taiwan, la Malaisie, Singapour, la Thaïlande et le Vietnam captant une part disproportionnée de ce cycle. En 2025, les marchandises liées à l'IA auraient aussi représenté 53,5% de la valeur du fret aérien asiatique, mais seulement 7% de son volume, favorisant les hubs de la Corée, de Taiwan, du Japon et de Singapour.

Hétérogénéité des trajectoires de dette



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

Perspectives de croissance



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

Attention aux économies à deux vitesses

En réalité, la reprise « en K » traverse les économies asiatiques, entre électronique exportatrice et secteurs domestiques moins dynamiques. En Corée du Sud, les exportations de semi-conducteurs et d'ordinateurs, portées par les serveurs d'IA, explosent, tandis que les exportations d'automobiles reculent. Mais la fabrication des puces étant très capitaliste, la hausse des exportations et des profits n'entraîne pas une augmentation proportionnelle des emplois. À Singapour, les restructurations et les licenciements atteignent le niveau le plus élevé depuis 2020, tandis que les syndicats taïwanais exigent une meilleure répartition des profits. En Malaisie et au Vietnam, le K est aussi territorial, avec quelques régions qui captent les investissements, mais guère de diffusion de gains de productivité sur les autres, tout en exerçant une pression sur l'électricité, l'eau et le foncier. Le fossé se creuse donc entre les travailleurs qualifiés et ceux de l'habillement, du petit commerce ou de l'agriculture. En Chine, cela signifie tout simplement que le boom des exportations ne répare ni les bilans des collectivités locales, ni ceux des promoteurs, ni la confiance des ménages.

Un troisième moteur de résistance à la crise, plus structurel, vient des métaux. Les exportateurs de cuivre, de nickel, de bauxite, de lithium ou d'hydrocarbures hors Golfe bénéficient non seulement de la transition énergétique, mais aussi d'un changement de comportement des États et des entreprises. Dans un monde plus mercantiliste, la sécurité d'approvisionnement, la constitution de stocks et le contrôle des chaînes de valeur prennent le pas sur la seule optimisation des coûts. Cette « prime de rareté stratégique » favorise notamment le Brésil, le Chili, le Pérou, l'Indonésie, la République démocratique du Congo et le Kazakhstan. Si elle soutient les recettes d'exportation, l'investissement minier et la liquidité externe, elle ne supprime cependant ni les risques politiques, comme au Congo, ni la volatilité des cours.

Une résilience exposée à quatre ruptures possibles

Le premier risque est l'énergie. Pour des importateurs nets, comme l'Inde ou la Turquie, le choc détériore simultanément le compte courant, l'inflation, les finances publiques et la solvabilité des entreprises intensives en énergie. En Europe centrale et orientale, très exposée au coût du gaz et du diesel, la croissance régionale devrait rester positive, mais au prix d'un *policy mix* plus contraint : soutien budgétaire élevé, inflation énergétique réactivée et marge monétaire réduite. Si l'Europe centrale bénéficie des fonds européens, des dépenses de défense, du redémarrage des infrastructures et de la consommation, elle demeure cependant dépendante des performances industrielles allemandes. La Pologne reste l'économie la plus robuste de la zone et la Roumanie le principal

point de vigilance souverain avec des difficultés politiques qui retardent les ajustements budgétaires.

Les économies émergentes surprennent par leur capacité à absorber une succession de chocs.

Le deuxième risque est monétaire. Pour les émergents, la transmission de la hausse des taux américains passe par le dollar, les sorties de capitaux, les taux domestiques et le coût du refinancement en devises. Et surtout, de nombreux pays vont devoir arbitrer entre activité et stabilité externe, avec une marge de baisse des taux qui va donc se réduire. Le Brésil a baissé le Selic de 25 points de base le 16 septembre, mais la Banque centrale a relevé sa prévision d'inflation pour 2026. Dans la configuration géoéconomique mondiale actuelle, le Brésil bénéficie de sa spécialisation sur l'agriculture, le pétrole, le minerai de fer et son marché intérieur profond, mais l'élection présidentielle à venir accroît l'incertitude budgétaire. La proximité des candidats dans les sondages va renforcer l'attention portée à la trajectoire fiscale. En Colombie également, l'incertitude politique et budgétaire pèse sur l'investissement. Le Mexique, quant à lui, est exposé aux renégociations commerciales avec les États-Unis. En réalité, l'Amérique latine est mieux protégée du choc énergétique que l'Asie importatrice mais ne dispose pas d'un moteur de croissance aussi puissant que le cycle technologique asiatique.

Le troisième risque est évidemment une correction du cycle technologique. L'IA soutient les exportations, l'investissement et les marchés actions asiatiques, mais crée une concentration sectorielle et géographique dangereuse. Une révision des anticipations de rentabilité de l'IA affecterait donc simultanément les valorisations boursières, les exportations, l'investissement, et la consommation, par effet de richesse.

Le quatrième risque est climatique et alimentaire. Les principaux risques liés à l'impact d'El Niño se concentrent sur le riz, le sucre, l'huile de palme, le café, le cacao – ainsi que l'hydroélectricité. Pour les pays touchés, les rendements agricoles pourraient diminuer de 8 à 10%, avec des déficits pluviométriques locaux de 40 à 60%. En Inde, la mousson était déjà, à la mi-septembre, inférieure de presque 15% à sa moyenne de long terme, et près de la moitié des régions sont en déficit pluviométrique.

Moyenne annuelle	2026	2027
PIB	3,7%	4,0%
Inflation	3,8%	3,5%

Pour l'instant, le risque alimentaire reste cependant gérable au niveau mondial, notamment grâce à un rapport stock/utilisation encore confortable, mais la situation peut être très vite tendue dans les pays les plus fragiles. L'indice FAO des prix alimentaires n'augmente que de 2,5% sur un an en août, mais le sucre a déjà bondi de 11,9%. **Le danger réside donc moins dans une pénurie mondiale immédiate que dans la combinaison entre dépréciation monétaire, dépendance aux importations, subventions et faible pouvoir**

d'achat. C'est le cas en particulier au Pakistan, au Bangladesh, au Ghana, au Mozambique et dans plusieurs petits états insulaires. L'Égypte est à surveiller, prise en étau entre le risque houthi – qui augmente la défiance des investisseurs –, le risque mer Noire pour le blé, auquel s'ajoute une nouvelle inconnue : la fiabilité des prêteurs en dernier ressort du Golfe.

Tania SOLLOGOUB

CHINE : L'HISTOIRE DE DEUX ÉCONOMIES

Un assouplissement progressif devrait permettre un léger rebond au second semestre

À la suite de l'engagement pris lors de la réunion du Politburo de juillet de renforcer les politiques contracycliques, les agences gouvernementales et les régulateurs financiers ont annoncé une série de mesures de suivi visant à stabiliser la croissance à court terme. Ces mesures constituent un pas dans la bonne direction, même si leur mise en œuvre reste progressive et mesurée. En tablant sur un assouplissement progressif de la politique monétaire et une accélération des dépenses budgétaires, **on peut espérer une reprise, toutefois modérée, d'ici la fin de l'année.**

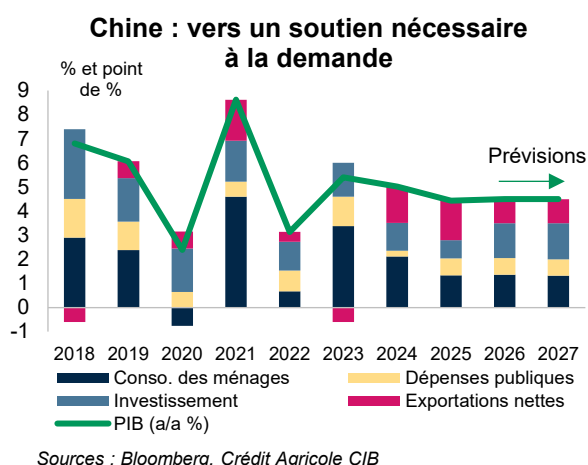
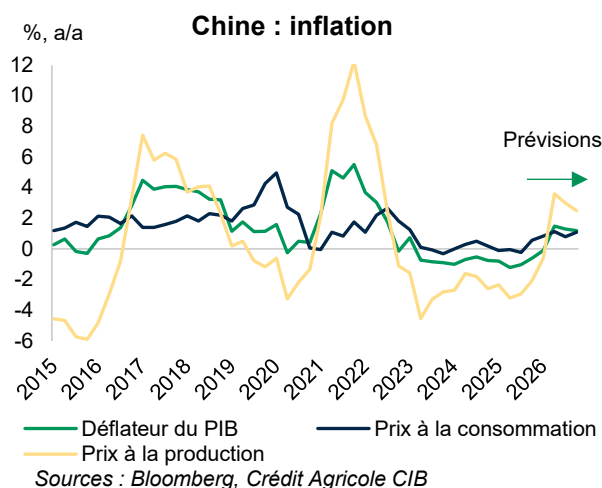
Si notre prévision de croissance pour 2026 a récemment été revue à la baisse, la ramenant de 4,7% à 4,5%, notre scénario table toujours sur une croissance de 4,5% en 2027. Une reprise progressive d'un trimestre à l'autre reste probable en raison des dispositions déjà citées, d'un rebond après l'été à mesure que les perturbations liées aux conditions météorologiques s'estompent et d'effets de base sur le glissement annuel plus favorables au second semestre.

Un rebond marqué de la croissance est peu probable sans une relance majeure de la demande.

Les technologies et les produits verts soutiennent une croissance solide des exportations

La Chine reste l'un des principaux bénéficiaires du cycle mondial d'investissement dans les infrastructures d'IA, grâce à sa forte intégration dans les chaînes d'approvisionnement en matériel et en composants technologiques. Parallèlement, les exportations chinoises de produits verts pourraient également continuer à bénéficier des prix élevés de l'énergie dans un contexte de tensions géopolitiques persistantes au Moyen-Orient, compte tenu de la position dominante de la Chine dans ce secteur d'exportation. Les prix des produits liés à l'IA et d'autres produits technologiques ont augmenté plus rapidement que ceux de l'énergie : cela soutient la valeur relative des exportations technologiques chinoises par rapport à une catégorie importante d'intrants importés.

L'excédent courant de la Chine pourrait encore augmenter et passer de 3,7% du PIB en 2025 à 4,0% du PIB en 2026, puis à 3,9% du PIB en 2027. Cet excédent courant plus important reflète **le déséquilibre persistant de la croissance chinoise** : la demande extérieure de produits manufacturés chinois reste solide, tandis que la demande intérieure demeure faible dans un contexte de correction prolongée du marché immobilier et de mesures de relance limitées du côté de la demande.



Une expansion budgétaire modérée après un resserrement de facto au premier semestre

Sur le plan budgétaire, les décideurs ont appelé à une utilisation intégrale des mesures de soutien budgétaires et quasi budgétaires prévues, ainsi qu'à l'accélération des allocations de fonds aux infrastructures stratégiques et aux projets d'investissement. Cela devrait contribuer à stabiliser l'investissement jusqu'à la fin de l'année. Toutefois, le rythme des émissions d'obligations d'État a été plus lent qu'en 2025 et les émissions des collectivités locales ont largement privilégié les échanges de dette. Cela s'est traduit par un resserrement budgétaire net et non par une expansion. **La Chine pourrait cependant augmenter ses dépenses budgétaires de 0,3% à 0,5% du PIB en cas de chocs majeurs pesant sur la croissance.**

Légère reprise de l'inflation et reflation visible sur les prix à la production

En 2026, jusqu'à présent, la hausse de l'inflation globale mesurée par l'IPC (indice des prix à la consommation) a été tirée par la hausse des prix des carburants et de l'or, tandis que la déflation des produits alimentaires s'est atténuée. Parallèlement, le retour d'une inflation positive de l'IPP (indice des prix à la production) en 2026 a été principalement alimenté par la hausse rapide des prix des intrants liés à l'IA et des biens d'équipement, ainsi que par la hausse des prix de l'énergie.

En termes d'inflation, notre scénario table désormais sur un rythme de 1% en 2026, contre 0% précédemment, puis un raffermissement progressif vers 1,2% en 2027. L'inflation à la production a refait surface en 2026 sous l'effet de la hausse des prix en amont liés aux technologies et à l'énergie, même si la persistance de pressions déflationnistes dans les secteurs en aval pourrait limiter l'ampleur et la durabilité de la reprise. Compte tenu d'une base de comparaison plus élevée, nous anticipons un ralentissement de l'inflation de l'IPP.

La Banque populaire de Chine (PBoC) devrait se concentrer pour l'instant sur un assouplissement ciblé

La Banque populaire de Chine (PBoC) devrait probablement maintenir son orientation générale d'assouplissement, bien qu'elle ne donne guère d'indications quant à un assouplissement de grande envergure : notre scénario ne prévoit de baisse ni des

taux directeurs ni des réserves obligatoires (RRR) en 2026. Parallèlement, la PBoC s'est engagée à maintenir une liquidité interbancaire abondante, à soutenir une croissance ciblée du crédit et à coordonner son action avec la politique budgétaire, ce qui nous amène à anticiper une attention accrue portée à la stabilité des marchés financiers (c'est-à-dire les marchés obligataires, boursiers et des changes). En outre, la PBoC poursuit ses efforts pour moderniser son cadre de politique monétaire, en s'orientant vers une approche davantage axée sur les prix (avec des opérations de prise en pension à vue plus fréquentes) afin de mieux ancrer les taux de marché à court terme (c'est-à-dire le DR001).

L'appréciation du CNY devrait se poursuivre à un rythme plus lent

Le yuan chinois (CNY) a été la devise asiatique la plus performante jusqu'à présent en 2026, porté par des excédents commerciaux records, des conversions de devises par les exportateurs soutenues et une position de la PBoC, qui semble tolérer son appréciation progressive. Les débats renouvelés sur la valorisation du yuan renforcent les arguments en faveur d'une nouvelle appréciation de celui-ci, même si la PBoC ne s'oriente pas vers des hausses rapides compte tenu de la faiblesse de la demande intérieure et des écarts de rendement toujours négatifs entre la Chine et les États-Unis. Nous prévoyons un taux de change USD/CNY de 6,62 fin 2026 et de 6,50 fin 2027.

Risque à surveiller

Les divergences de croissance restent manifestes : la vigueur de la demande mondiale en investissements dans l'IA soutient le commerce et les activités manufacturières connexes, mais les retombées sur les secteurs non technologiques et les ménages restent limitées. Un rebond marqué de la croissance est peu probable sans une relance majeure de la demande.

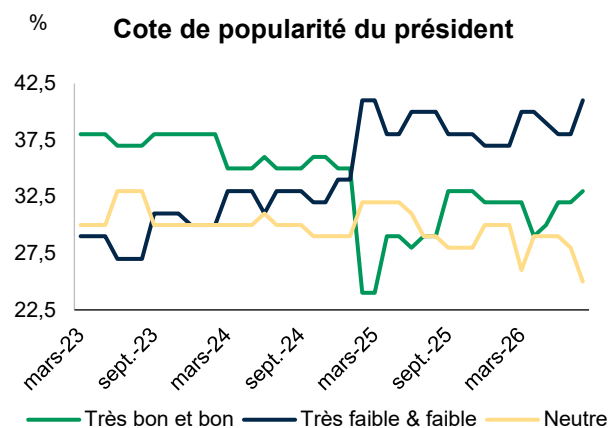
 Moyenne annuelle	2026	2027
PIB	4,5%	4,5%
Inflation	1,0%	1,2%

Xiaojia ZHI

BRÉSIL : UNE ÉLECTION INDÉCISE AUX ENJEUX BINAIRES

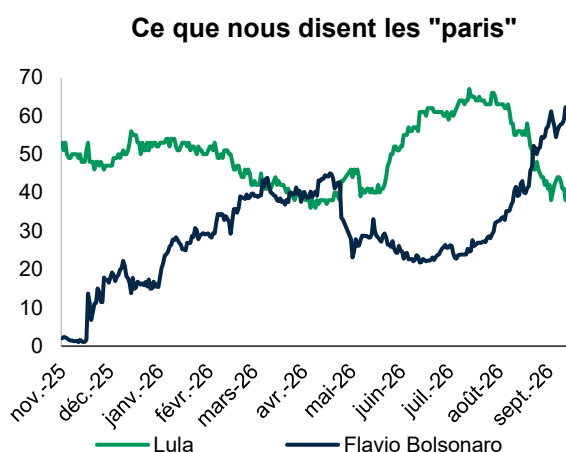
Le résultat de l'élection sera déterminant pour la politique budgétaire

Les derniers sondages au Brésil continuent d'indiquer que les élections législatives du 4 octobre prochain se joueront « à un cheveu » entre le président sortant Luiz Inácio Lula da Silva et son principal adversaire, Flavio Bolsonaro. La cote de popularité de Lula est restée autour de 30% cette année, un niveau qui, historiquement, est synonyme de défaite pour le président sortant.



Sources : Datafolha, Crédit Agricole CIB

Les marchés des paris ont en effet intégré des cotes implicites plus élevées en faveur d'une victoire de Bolsonaro, bien qu'il s'agisse d'une évolution récente. À notre avis, **il s'agit véritablement d'une élection à 50/50 et quiconque prétend le contraire mise sur la chance**. La plupart des investisseurs semblent rester en retrait.



Sources : Polymarket, Crédit Agricole CIB

L'issue de l'élection sera déterminante pour la politique budgétaire.

L'issue de l'élection sera déterminante pour la politique budgétaire. Une victoire de Lula signifierait probablement la poursuite des dépenses sociales et d'investissement, financées par des mesures fiscales visant à compenser le creusement budgétaire, tandis que des coupes structurelles dans les dépenses seraient moins probables. Cependant, nous prévoyons également des réformes budgétaires modestes, car Lula veillera sans doute à laisser un héritage irréprochable, non entaché par une crise budgétaire. Le programme de Bolsonaro prévoit une réduction de la taille de l'État, une baisse des impôts, des réductions des dépenses et des privatisations.

La Banque centrale du Brésil devrait marquer une pause dans son cycle d'assouplissement monétaire

À la suite de sa décision de réduction du taux Selic de 25 points de base à 13,75 %, la Banque centrale du Brésil (BCB) devrait maintenir ses taux inchangés jusqu'à ce que le résultat de l'élection présidentielle apporte davantage de visibilité sur la politique budgétaire. La BCB ferait preuve de prudence en s'abstenant de prendre toute nouvelle mesure. Alors que l'économie s'affaiblit, avec un recul des ventes au détail et de l'activité économique globale en juillet (derniers chiffres disponibles), le marché du travail résiste. Parallèlement, les derniers chiffres de l'inflation ont surpris à la hausse, l'inflation en glissement annuel s'établissant à 4,47% à la mi-septembre, atteignant ainsi la limite supérieure de la fourchette relativement large de la cible d'inflation du Brésil, comprise entre 1,50% et 4,50%.

Nous maintenons nos prévisions pour le taux de change USD/BRL à 5,25 fin 2026 et à 5,45 fin 2027.

 Moyenne annuelle	2026	2027
PIB	1,9%	1,6%
Inflation	4,5%	4,1%

Olga YANGOL

INDE : L'ÉQUILIBRE FRAGILE DE LA CROISSANCE

L'Inde tient bon dans le brouillard d'Ormuz. Malgré une forte dépendance aux énergies du Golfe (pétrole et gaz, environ 25% des importations indiennes totales) et une inflation énergétique record (23% en août en glissement annuel), les effets de second tour demeurent encore limités et ne pèsent pas trop sur la demande intérieure. **À 4,8% en août, l'inflation générale est pour l'instant contenue dans la bande de tolérance de la banque centrale** (4% ± points de pourcentage). La politique monétaire devrait toutefois devenir plus prudente. La RBI n'a en effet pas exclu de nouvelles hausses de taux avant décembre -25 ou 50 points de base (pb) supplémentaires, ce qui porterait le taux directeur de 5,25% à 5,50 ou 5,75% – et continue également d'intervenir pour soutenir le cours de la roupie, qui demeure à un niveau historiquement faible (autour de 95-96 inr/usd). Ces pressions sur le taux de change risquent de continuer aussi longtemps que les prix du pétrole resteront élevés : en août, le déficit commercial cumulé sur un an dépassait les 350 milliards de dollars.

Le « multi-alignement » indien se poursuit.

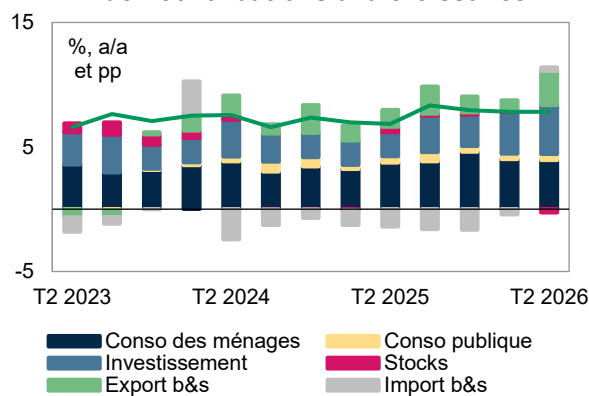
Notre scénario central pour l'Inde reste celui d'une croissance élevée, autour de 6,5%, mais avec une volatilité accrue liée à ces dynamiques de prix (énergétiques et alimentaires, les moussons étant jusqu'ici insuffisantes dans le Sud et l'Est du pays). Alors que l'Inde se tourne de nouveau massivement vers la Russie pour assurer ses approvisionnements en énergie, **la mise en place de nouveaux tarifs douaniers par les États-Unis pour les principaux clients de la Russie, dont l'Inde fait partie, pourrait amorcer une nouvelle phase d'incertitudes et de tensions commerciales**. Malgré une entente mise en scène avec la Chine et la Russie lors du dernier sommet des BRICS à Delhi, le « multi-alignement » indien se poursuit.

Le PIB a progressé de **7,8% au premier trimestre de l'exercice 2026-27**, grâce à la vigueur de l'industrie manufacturière et des services. Toutefois, bien que l'Inde soit mieux insérée dans certaines chaînes de valeur mondiales et malgré la signature de nouveaux accords de libre-échange (notamment avec l'Union européenne), cette croissance de la production industrielle demeure inégale. Pour se pérenniser, elle devra reposer sur une réduction des coûts logistiques, une amélioration de la qualification de la main-d'œuvre et une hausse du contenu local de la production. **La capacité de l'Inde à créer des emplois industriels sera également déterminante pour faire perdurer la croissance du pouvoir d'achat**. Le retard pris sur le marché du travail, dont la dynamique ne suit pas celle de l'activité, continue d'alimenter un fort ressentiment social et a trouvé un écho politique avec la création du « Parti des cafards ». Ce dernier milite notamment pour la régulation et la transparence des concours de la fonction publique, qui représentent pour de nombreux jeunes la seule voie vers un emploi stable. Les prochaines échéances électorales, notamment dans l'État de l'Uttar Pradesh en février prochain, permettront de voir comment ce thème de l'emploi sera abordé, en attendant les élections législatives générales de 2029.

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

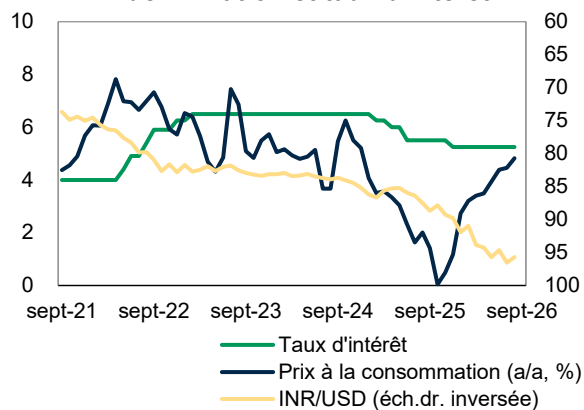
Sophie WIEVIORKA

Inde : contributions à la croissance



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

Inde : inflation et taux d'intérêt



Sources : OEAGI, RBI, Crédit Agricole S.A./ECO



SECTEURS D'ACTIVITÉ

Pétrole – Ça « crack » de partout

Gaz – Pourvu que l'hiver soit doux

Automobile – Redistribution des cartes

Mines & Métaux – Dans le brouillard de janvier

Semi-conducteurs – L'intelligence artificielle dicte la marche actuelle du secteur

Transport maritime – Tensions hors normes sur l'offre

Pétrole – Ça « crack » de partout

La pénurie de pétrole n'est pas la seule raison de l'augmentation des prix de détail des carburants. Une pénurie de diesel et de kérosène amplifie le déficit en pétrole brut. Sans résolution politique durable au Moyen-Orient ou en Europe, les marchés devraient rester tendus jusqu'en 2027.

Depuis plus de six mois, les marchés pétroliers affrontent un déficit d'offres qui propulse les prix des pétroles bruts et des produits pétroliers aux niveaux de ceux enregistrés au début du conflit russo-ukrainien en 2022. Si, en 2022, le marché pétrolier était parvenu à compenser les sanctions des pays occidentaux sur le pétrole et les produits pétroliers russes, **il est aujourd'hui toujours incapable de trouver des alternatives aux pertes de production pétrolières en provenance du Golfe persique**. La récente attaque sur l'oléoduc saoudien « Petroline », en privant le marché d'environ 4 Mb/j, risque fort d'aggraver le déséquilibre du marché et de provoquer de nouvelles hausses des carburants.

L'augmentation du prix du pétrole n'est pas la seule raison de la flambée des prix des carburants à la pompe. La pénurie d'offres en diesel et kerojet (type de kérosène consommé par les avions à réaction) provoque une augmentation plus importante des prix des produits pétroliers que des prix du pétrole. En conséquence, la différence entre les prix des produits pétroliers et les prix du pétrole brut, nommée « *crack spread* », augmente tout particulièrement pour le diesel et le kerojet. Aujourd'hui, les *cracks* atteignent des niveaux records, supérieurs même à ceux enregistrés après l'invasion russe de l'Ukraine. Depuis la mi-août, le *crack spread* du diesel en Europe dépasse 80 \$/b alors qu'en 2022, il était autour de 50 \$/b en moyenne. Cette pénurie d'offre sur le diesel et le kerojet résulte à la fois des attaques sur les raffineries du Moyen Orient par les Iraniens et des attaques ukrainiennes sur les infrastructures pétrolières russes. Privée d'une partie de sa production

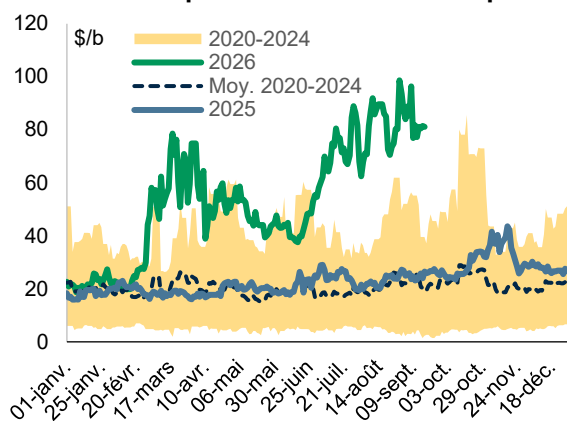
de « distillats moyens »¹, la Russie a alors arbitré en faveur de son marché domestique et a réduit ses exportations de diesel et de kérosène.

Sans résolution politique aux conflits au Moyen-Orient et en Europe, la pénurie d'offre devrait se prolonger sur le dernier trimestre 2026 et l'année 2027.

Bien qu'ayant aussi augmenté, les *crack spreads* de l'essence sont plus faibles que ceux du diesel. Ils atteignent une moyenne de 35 \$/b depuis le 1^{er} mars contre 10 \$/b sur 2025. Cet écart entre le diesel et l'essence en Europe est due à la différence de conception entre les raffineries européennes, construites dans les 60-70 et les récentes raffineries du Moyen Orient. Les raffineries sont conçues pour maximiser la production d'essence à partir de pétrole relativement léger, alors que les raffineries du Moyen-Orient optimisent la production de diesel et de kerojet (historiquement plus rentables que l'essence) à partir de pétrole brut, relativement lourd.

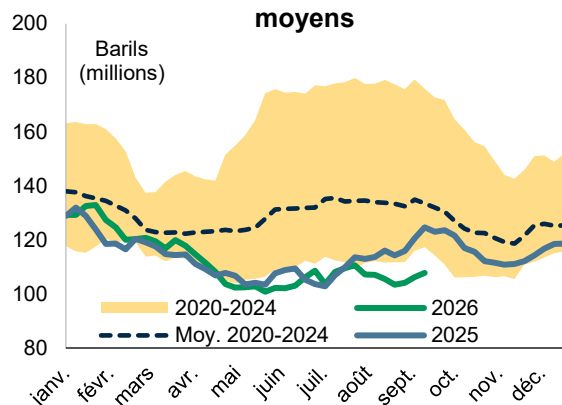
Sans résolution politique aux conflits au Moyen-Orient et en Europe, la pénurie d'offre devrait se prolonger sur le dernier trimestre 2026 et l'année 2027. Même en supposant une ouverture partielle du détroit d'Ormuz permettant un retour des flux maritimes à 50% de ceux enregistrés avant le 28 février 2026, l'offre pétrolière ne parviendra pas à, simultanément, ramener la demande au niveau d'avant l'attaque américano-israélienne sur l'Iran et reconstituer les stocks commerciaux et stratégiques. Le marché fait également face au risque d'être privé des tirages sur

Crack-spread du diesel en Europe



¹ Coupe pétrolière qui inclut le diesel, le fioul domestique et le kérosène.

Stocks américain de distillats moyens



les stocks stratégiques. Les stocks stratégiques américains, en particulier, ont été largement mis à contribution depuis le début du blocage du détroit d'Ormuz. Entre début avril et fin août, les prélèvements sur les stocks stratégiques américains ont atteint en moyenne 900 kb/j. L'arrêt brutal de ces prélèvements équivaldrait à supprimer la production de pétrole de l'Oman qui évolue autour de 900 kb/j, et aurait vraisemblablement des impacts sur les cours du pétrole. La capacité de l'Iran par l'intermédiaire de « proxys » à perturber les flux de pétrole, via l'oléoduc saoudien « Petroline », constitue également une menace sur le fragile équilibre pétrolier, incapable de compenser toute nouvelle perte d'offre.

Pour ces raisons, **notre scénario pour fin 2026 et l'année 2027, reste conservateur, tablant sur des prix du pétrole relativement élevés entre 90 et 95 dollars par baril en moyenne par trimestre.**

	Prix moyen du pétrole par baril
T4 2026	95
2027	94

Stéphane FERDRIN

Gaz – Pourvu que l'hiver soit doux

Malgré des prix du gaz bien inférieurs à 2022, le marché européen du gaz naturel pourrait se tendre cet hiver. Les stocks de l'Union européenne, reconstitués trop lentement cet été, affichent un déficit record. Sans retour du GNL² qatari et face à une demande asiatique persistante, le marché restera tendu en 2027.

Malgré les difficultés des méthaniers qataris à traverser le détroit d'Ormuz depuis le 28 février 2026, **les cours du gaz naturel restent bien inférieurs à ceux de 2022**. Le TTF³ a atteint 46 €/MWh en moyenne au 2^e trimestre 2026, contre près de 100 €/MWh au 2^e trimestre 2022. Les acheteurs européens ont modéré leurs achats en prévision de l'hiver, limitant la concurrence avec les acheteurs asiatiques privés des volumes qataris. Entre mars et août 2026, les importations de GNL de l'Union européenne ont baissé de 6,4 milliards de m³ (-13%) par rapport à 2025. Cette retenue européenne a permis aux acheteurs asiatiques de réduire leurs importations de seulement 3 milliards de m³ (-3%) entre avril et juillet.

Cette modération estivale pourrait coûter cher à l'Europe cet hiver. Mi-septembre, les stocks européens ne sont remplis qu'à 69% (contre 81% en 2025) et affichent un déficit de 13 milliards de m³. Si ce déficit persiste fin octobre, l'Europe devra augmenter ses importations de GNL, risquant une hausse des prix. Avec un tirage hivernal similaire à celui de 2025-2026, les stocks pourraient finir la saison avec moins de 200 TWh ou 18 milliards de m³, un niveau inédit depuis 2018. Les années 2018-2020 bénéficiaient d'un excès d'offre qui ne nécessitait pas de stockage massif : l'année 2027 sera différente. Privé de l'essentiel des capacités qataris (20% de l'offre mondiale), le marché du GNL restera déficitaire, alors que l'Europe sera vraisemblablement contrainte de maintenir des niveaux élevés d'importation sur les 2^e et 3^e trimestres 2027 pour reconstituer ses stocks. Les 30

milliards de m³ de nouvelles capacités américaines et nigérianes prévus en 2027 soulageront partiellement le marché mais ne compenseront vraisemblablement pas la perte qatarie. Sans retour des flux qataris, le GNL américain sera très recherché, surtout si l'Union européenne applique, comme prévu, son embargo sur le GNL russe à partir du 1^{er} janvier 2027.

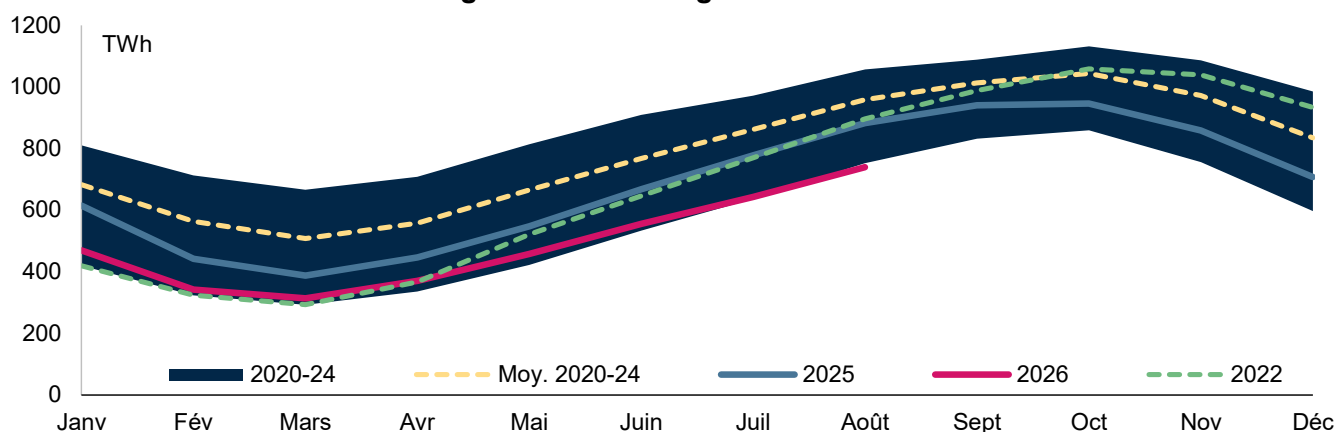
Cette modération estivale pourrait coûter cher à l'Europe cet hiver.

L'Europe doit espérer un hiver doux ou, au moins, aussi clément que celui de 2025-2026. L'impact de l'épisode El Niño actuel sur l'hiver européen reste imprévisible. Bien que les études suggèrent un effet moyen proche de zéro, des froids intenses en début d'hiver pourraient accroître les tensions dès fin 2026. **Les marchés européen et asiatique risquent une hausse importante des prix spots, tandis que le marché américain reste protégé des tensions d'offre.** Cependant, la ruée sur le GNL américain pourrait provoquer une augmentation plus prononcée que d'habitude des cours hivernaux aux États-Unis.

	Importations de GNL de l'UE
T2 2026	31,9 milliards de m ³

Stéphane FERDRIN

Stockage souterrain de gaz naturel de l'UE



Sources : GIE, Crédit Agricole SA / ECO

² Gaz naturel liquéfié.

³ Référence européenne du prix spot du gaz naturel.

Automobile – Redistribution des cartes

L'avantage concurrentiel de la Chine continue de se creuser. Concrètement, cela se traduit par une pression structurelle sur les volumes et les prix à l'échelle mondiale, en particulier dans un contexte de contraction du marché intérieur chinois. Les constructeurs européens doivent investir pour réduire leurs capacités installées, recentrer leurs portefeuilles de marques, accélérer la mise sur le marché et combler l'écart de coûts avec leurs homologues chinois.

Un rebond de l'électrique qui favorise les marques chinoises

Les marchés des voitures particulières et des véhicules utilitaires légers de l'Union européenne ont progressé au premier semestre 2026. Les immatriculations de voitures neuves dans y ont augmenté de 5,7% sur un an, atteignant 5 896 683 unités. Dans le segment des véhicules utilitaires légers, les ventes de camionnettes neuves dans l'Union européenne ont progressé de 1,9% pour s'établir à 742 759 unités ; le volume a augmenté de 7,9% en Espagne, mais a reculé en Allemagne (4,6%), en Italie (4,7%) et en France (2,1%).

La tendance à la progression des véhicules électriques s'est poursuivie en 2026 : les voitures électriques sur batterie ont représenté 20,7% du marché de l'Union européenne au premier semestre 2026, contre 15,6 % un an plus tôt ; la part des immatriculations de voitures hybrides s'est maintenue à 37,3%, alors que la part de marché des voitures à essence et diesel a reculé à 29,7% au premier semestre 2026, contre 37,8% au premier semestre 2025.

La restructuration semble être la seule option pour les constructeurs automobiles européens, et en particulier pour les constructeurs allemands.

On peut penser que le conflit au Moyen-Orient, en occasionnant une hausse des prix de l'essence pour les consommateurs, les a incités à se tourner vers les véhicules électriques et hybrides. Mais c'est, plus probablement, le lancement de nombreux produits et de plans d'incitation à l'achat de véhicules

électriques en France (le *leasing* social) et en Allemagne qui a permis la transition des ménages modestes vers l'électrique. Cette catégorie de consommateurs jugeait, en effet, ce type de véhicules jusque-là inabordable.

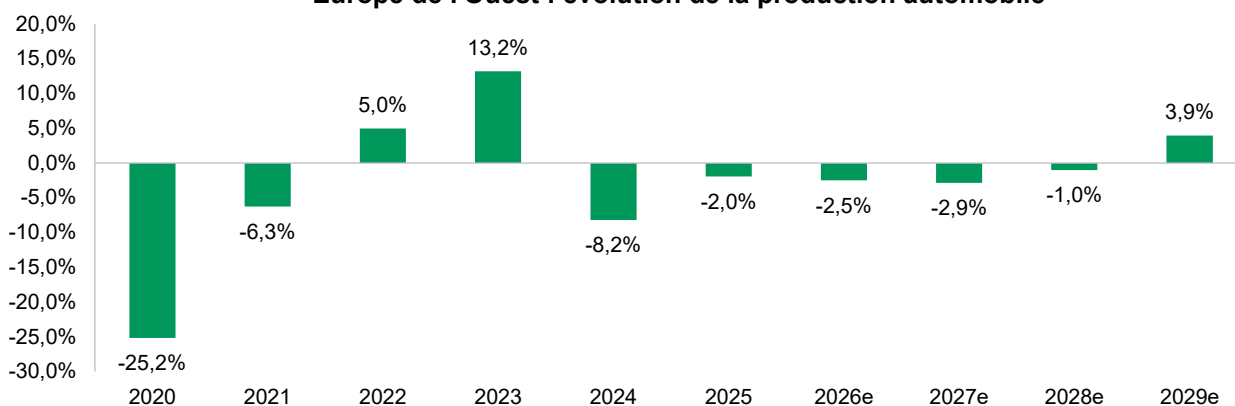
Les exportateurs chinois demeurent les principaux bénéficiaires de cette croissance. Ils progressent de 62% sur le premier semestre 2026 et gagnent des parts de marché dans toute la région passant de 6,1% à 9,3% du marché sur l'ensemble de l'Union européenne (source : ACEA).

Les marques Volkswagen, Peugeot, Renault et surtout Dacia apparaissent, dans ce contexte, plus exposées. Elles enregistrent un recul agrégé de 6,9% et sous-performent le marché sur le semestre, car **la concurrence chinoise est pour l'instant concentrée sur les segments du marché de masse.**

Nous prévoyons désormais que le marché européen sera de l'ordre de 12 millions d'unités en 2026, en hausse de 3,5% sur un an, ce qui signifie un ralentissement au cours du deuxième semestre.

Bien que l'Union européenne entende se montrer plus ferme sur les exigences de localisation et les mesures de protection commerciale, leur mise en œuvre n'en est qu'à ses débuts et l'industrie européenne paye le prix fort de la transition vers l'électrique.

Europe de l'Ouest : évolution de la production automobile



Source : Crédit Agricole S.A./ECO

Face à des niveaux de production inférieurs à la norme historique, les constructeurs européens se restructurent

La production européenne devrait encore reculer de -2,5% en 2026, et ce recul devrait s'accroître au troisième et quatrième trimestre 2026 (-2,1% et -4,1% respectivement) car la distorsion entre les ventes et la production s'accroît. Depuis 5 ans, celle-ci est inférieure de 17,8% à son niveau de 2019 avec des stocks de production désormais au-dessus des 80 jours. De ce fait, les taux d'utilisation des usines automobiles restent faibles, n'excédant pas 55%.

Les constructeurs automobiles européens envisagent de partager les capacités de production inutilisées de leurs usines avec des partenaires chinois afin de réduire les coûts. Les constructeurs chinois pourraient ajouter 800 000 véhicules sur le marché européen d'ici 2030, alors que les Européens réduiraient leur production de 400 000 unités. La coproduction permet aux Européens d'accéder aux plateformes logicielles et aux batteries, qui font l'expertise chinoise et dont ils ont désormais besoin pour rester compétitifs.

Le groupe Volkswagen a lancé la plus vaste restructuration de son histoire, invoquant une lutte existentielle face à la concurrence chinoise, à des droits de douane sévères et à des surcapacités. En décidant de licencier 50 000 salariés en sus du plan mis en place en décembre 2024 – ce qui représente donc un total de 100 000 postes –, il supprime 15% de ses effectifs. Parallèlement, BMW prévoit de supprimer jusqu'à 8 000 postes en Allemagne d'ici à la fin de 2027 par le biais de départs volontaires. L'année dernière, Volvo avait déjà annoncé la suppression de 3 000 emplois – soit environ 15% de ses effectifs administratifs mondiaux – tandis que Jaguar Land Rover prévoit d'en supprimer 4 000 (soit 9% de ses effectifs).

	Taux de pénétration des véhicules électriques sur batteries en Europe
S1 2026	21%

Véronique VIGNER

Mines & Métaux – Dans le brouillard de janvier

Alors que les premières restrictions chinoises sur les terres rares d'avril 2025 continuent de refaçonner les chaînes de valeur occidentales, une seconde série de mesures est en passe de venir aggraver une situation parfois déjà précaire. Repoussée *in extremis* en octobre 2025 puis en septembre 2026 à l'occasion de deux rencontres entre Xi et Trump, la nouvelle date butoir du 10 janvier 2027 devient le nouvel horizon infranchissable. Elle pourrait être annonciatrice d'un janvier noir.

Le problème de l'extraterritorialité

Début octobre 2025, le ministère chinois du Commerce (MOFCOM) avait publié quatre décrets renforçant significativement le régime de contrôle des exportations applicable aux terres rares ainsi qu'aux technologies liées à leur production. **Ces mesures étendaient, en outre, le champ des restrictions à cinq nouvelles terres rares**, jusque-là épargnées par les premières limitations instaurées en avril 2025, lesquelles avaient déjà provoqué un véritable choc sur les marchés et au sein des chaînes d'approvisionnement mondiales.

Lorsqu'un produit fabriqué hors de Chine incorpore des matériaux d'origine chinoise, son exportation est soumise à l'obtention préalable d'une autorisation chinoise.

L'un des aspects les plus marquants de ces textes réside dans l'introduction d'un principe d'extraterritorialité. Le décret 2025/61 impose ainsi aux opérateurs étrangers exportant des biens liés aux terres rares depuis un pays tiers vers une autre juridiction, de solliciter une licence chinoise d'exportation de biens à double usage dès lors que certains critères sont réunis. Concrètement, lorsqu'un produit fabriqué hors de Chine incorpore des matériaux d'origine chinoise représentant au moins 0,1% de sa valeur, **son exportation est soumise à l'obtention préalable d'une autorisation.** Cette obligation s'applique également aux produits conçus à partir de technologies chinoises. À travers ce mécanisme, Pékin transpose à son profit une logique jusque-là largement associée aux États-Unis : difficile en effet de ne pas y voir le reflet du *Foreign Direct Product Rule* appliqué par Washington au secteur des semi-conducteurs.

En pratique, cette obligation de traçabilité devrait se répercuter sur l'ensemble de la chaîne de valeur, du fabricant d'aimants jusqu'à l'utilisateur final. **Un tel**

dispositif paraît difficilement soutenable, tant au regard des exigences occidentales de confidentialité industrielle que de la charge administrative qu'il imposerait aux autorités chinoises. Sa mise en œuvre ferait ainsi planer le risque d'un goulot d'étranglement d'une ampleur inédite. Face à la menace d'un choc industriel, les États-Unis avaient consenti, en octobre 2025, à infléchir une partie de leur politique commerciale lors de la rencontre entre Donald Trump et Xi Jinping à Busan. En contrepartie, Pékin avait accepté de différer l'entrée en vigueur du dispositif. Remise au centre des négociations de septembre 2026 à Washington, la question n'a toutefois débouché que sur un sursis supplémentaire de deux mois pour l'administration américaine.

Une résilience à trois vitesses

Au jeu de la résilience, tous ne sont pas égaux. La politique mercantiliste américaine se déploie depuis plus d'un an avec une dynamique extraordinaire, en quête d'intégration verticale, captant les actifs existants *via* des investissements colossaux réalisés en des temps records. Les retardataires devront se contenter des miettes - s'il en reste. Le Japon, éminent consommateur d'aimants, mise toujours sur le temps long et récolte aujourd'hui les fruits mûrs de plus de quinze ans d'investissements dans sa résilience. Sa chaîne de valeur, dont l'Australien Lynas reste la pierre angulaire, lui permet de surmonter ce qui aurait pu constituer un coup de grâce pour son industrie. L'Europe, quant à elle, entame son chemin. La France fait d'ailleurs figure de premier de cordée, s'étant dotée d'un plan d'action en mai dernier. Le problème reste cependant d'ordre cinétique et c'est donc bien sur sa capacité d'anticipation que devra compter le tissu industriel européen pour faire face à ce qui s'annonce comme un nouveau choc.

Guillaume STECHMANN

Semi-conducteurs – L'intelligence artificielle dicte la marche actuelle du secteur

Le secteur des semi-conducteurs traverse une période inédite de forte croissance depuis 2024. Les investissements dans les infrastructures dédiées à l'IA en sont le moteur, renforçant le rôle primordial des semi-conducteurs dans la chaîne de valeur IA.

En 2025, le marché mondial des semi-conducteurs a atteint 809 milliards de dollars. Les prévisions de croissance pour 2026 ont encore été revues à la hausse par rapport aux prévisions du trimestre précédent, pour atteindre 1 555 milliards de dollars, en hausse de 92,2% par rapport à 2025.

L'IA et les puces mémoire au cœur de la perturbation

Les infrastructures IA consistent en des serveurs IA montés et intégrés dans des baies, elles-mêmes installées dans les espaces dédiés des centres de données ou **data centers IA**. Les serveurs IA sont des cartes électroniques sur lesquelles sont montés principalement trois types de composants : des processeurs graphiques ou GPU (*Graphics Processing Unit*), des accélérateurs IA et des puces mémoire – DRAM/HBM et NAND. Les mémoires HBM (*High Bandwidth Memory*) sont des mémoires large bande qui appartiennent à la catégorie des DRAM. Le prix moyen de vente ou ASP (*Average Selling Price*) d'une mémoire HBM a toujours été 4 à 5 fois plus élevé que le prix d'une mémoire DRAM classique. Les besoins colossaux de l'IA ont même fait grimper les prix des HBM à plus de 6 fois celui d'une mémoire DRAM mi-2025. Les fabricants leaders mondiaux de DRAM, les groupes sud-coréens Samsung et SK Hynix, et l'américain Micron Technology, n'ont donc pas hésité à intensifier la production de mémoires HBM, en utilisant les capacités existantes des lignes de fabrication de DRAM classiques. Cette réallocation des capacités a provoqué une pénurie de mémoires DRAM classiques sur le marché depuis mi-2025. Les serveurs IA, les accélérateurs IA et smartphones absorbent actuellement à eux-seuls plus de 66% de la capacité

mémoire totale en gigaoctets produite et les prévisions anticipent que cela dépasse les 70% en 2030.

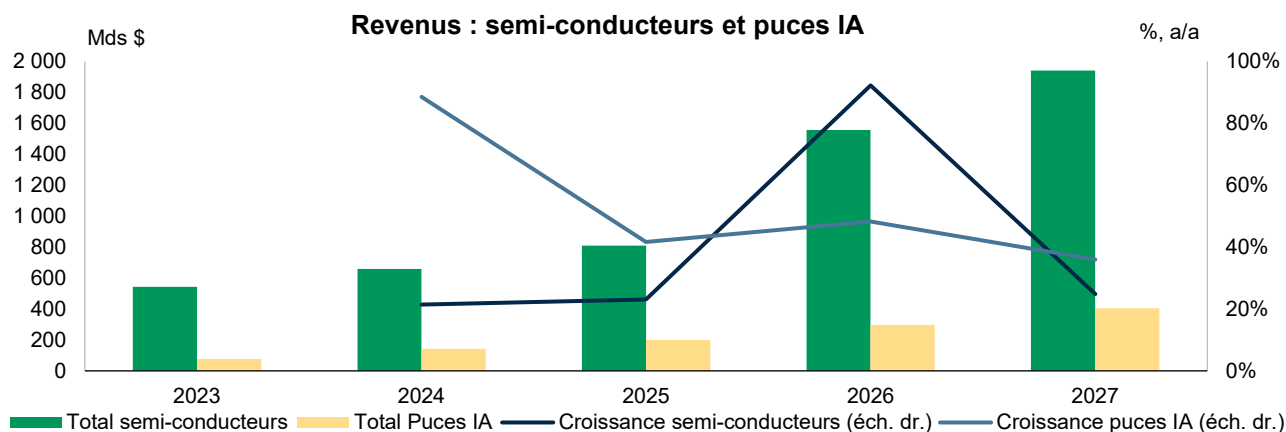
Les besoins colossaux de l'IA, en constante progression depuis 2024, influent grandement sur la croissance globale du secteur.

De même, la demande de mémoires NAND Flash ne cesse de croître depuis 2024, portée par les besoins croissants de l'IA en matière de stockage des données. Ainsi, deux équipements absorbent plus de 80% de la capacité mémoire totale en gigaoctets produite à ce jour : les disques SSD (*Solid State Drive*) et les smartphones. Les prévisions anticipent que ce chiffre devrait atteindre 84% à fin 2027 et 82% en 2030.

Par conséquent, **les besoins colossaux de l'IA, en constante progression depuis 2024, influent grandement sur la croissance globale du secteur, mais ils accaparent simultanément les capacités de fabrication des principales fonderies du secteur**. Les leaders mondiaux fabricants de puces mémoire ne peuvent augmenter leurs capacités de fabrication du jour au lendemain. Une extension de bâtiments existants et la mise en œuvre de nouvelles lignes peuvent prendre douze mois au mieux. Quant à la construction *ex-nihilo* d'un nouveau bâtiment équipé de nouvelles lignes de fabrication opérationnelles, elle ne peut se faire avant 24 mois au mieux.

La dépendance à une poignée d'acteurs

Cette situation explique la pénurie de puces mémoire sur le marché qui a débuté mi-2025 et va se poursuivre en 2027. Face à une demande toujours croissante, les



Sources : Gartner (Août 2026), Crédit Agricole SA/ECO

prix s'envolent : entre 2024 et 2026, le prix de vente moyen (ASP) d'une mémoire DRAM d'une capacité équivalente à 8 gigaoctets, comme celui d'une mémoire NAND Flash équivalente à 1 gigaoctet, a été multiplié par quatre. Cela crée une véritable opportunité pour les principaux fabricants chinois, CXMT et YMTC : l'opportunité de combler le déficit d'offre, tant dans les DRAM classiques que NAND flash, destinés à d'autres segments que les data centers IA, comme l'électronique grand public, l'automobile, les smartphones, ordinateurs portables et tablettes.

L'autre catégorie de composants recherchée par les acteurs de l'IA, plus spécifiquement des infrastructures IA, sont les processeurs GPU et les accélérateurs IA. Ces composants sont conçus sur la base des technologies les plus avancées, soit 3nm ou moins de finesse de gravure. À ce jour, TSMC à Taïwan et bientôt également aux États-Unis avec ses fonderies, détient quasiment le monopole de la fabrication de GPUs et autres processeurs spécifiques ou ASIC (*Application Specific Integrated Circuit*), sur lesquelles reposent les infrastructures IA.

Force est de constater que la fabrication des composants GPU et mémoires est dominée par une poignée d'acteurs, principalement basés en Asie. Cette industrie cyclique dépend évidemment de l'offre et de la demande. Aussi, la flambée des prix des mémoires DRAM et NAND Flash qui ont bondi

d'environ 200% et 305% respectivement par rapport à 2025 ainsi que des GPU (+58% par rapport à 2025), a pour conséquence immédiate une hausse des prix des équipements terminaux, tels que les smartphones et ordinateurs portables équipés de fonctionnalités IA, les équipements de stockage (disques SSD) et autres de réseaux. **Le risque, avec des prix qui ne cessent de grimper, est un ralentissement de la consommation, les utilisateurs préférant retarder leurs dépenses et prolonger la durée de vie de leurs équipements.**

Les revenus des puces IA ont atteint 200 milliards de dollars en 2025, comptant pour 25% du marché total des semi-conducteurs, et devrait représenter près de 20% en 2026. La forte croissance annuelle du secteur en 2026, prévue à plus de 92%, découle principalement de la croissance explosive des mémoires.

 Marché mondial des semi-conducteurs	
2026	1 555 Mds\$
2027	1 940 Mds\$

Rabindra RENGARADJALOU

Transport maritime – Tensions hors normes sur l'offre

Un seuil a été franchi avec l'extension des zones de guerre et l'intensification des attaques sur les navires. Enjeu des deux conflits majeurs en cours, les trafics maritimes s'allongent et se complexifient. Si les trafics d'hydrocarbures sont en première ligne, l'ensemble des chaînes d'approvisionnement est désormais exposé à une combinaison inédite de risques géopolitiques, opérationnels et climatiques.

Les prix du fret des tankers de brut battent actuellement des records. Après une accalmie liée à l'accord américano-iranien, ils sont remontés avec la reprise des attaques et l'intervention des Houthis ciblant l'Arabie saoudite. Les navires chargeant du pétrole en mer Rouge sont désormais reroutés vers Suez, allongeant d'un mois les trajets vers l'Asie.

Dans le détroit d'Ormuz, une flotte de tankers « navettes » multiplie les traversées à haut risque, transpondeur éteint et avec l'appui américain, afin de transférer leurs cargaisons à l'extérieur du Golfe, dans d'autres tankers qui les acheminent en Asie. Combinée aux contournements d'Ormuz par pipeline, cette « ligne de vie » clandestine a jusqu'ici permis de contenir la chute des trafics mondiaux de pétrole brut. Le contrôle exercé par les Houthis sur le détroit de Bab el-Mandeb et l'attaque du pipeline saoudien est-ouest peuvent remettre en cause ce fragile équilibre.

El Niño pourrait causer des restrictions d'accès au canal de Panama.

Les frets des tankers de produits raffinés rebondissent de façon plus modérée, les volumes étant davantage affectés par les conflits. L'attaque des infrastructures saoudiennes en Mer Rouge ainsi que l'intensification des frappes ukrainiennes visant les raffineries russes en réduisent les exportations. **À l'inverse, les méthaniers affichent des frets en repli, signalant le déficit persistant des volumes qataris et la pression de l'offre neuve.**

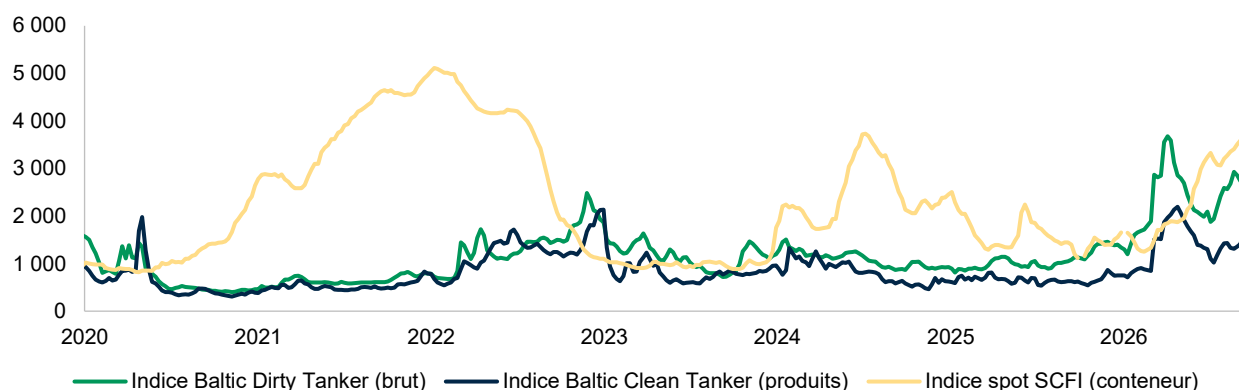
Pour des raisons distinctes, le conteneur est également sous haute tension. En témoigne l'envolée des frets intervenue cet été, qui se résorbe sur l'Asie-Europe, mais qui persiste sur le transpacifique. Les trafics ont poursuivi sur leur lancée (+5% sur 7 mois), portée par une demande anticipée en contexte incertain et des besoins d'équipements en provenance d'Asie liés à l'essor de l'IA et des énergies vertes. Les besoins de navires sont amplifiés par les déséquilibres commerciaux et par une résurgence de la congestion portuaire à des niveaux inédits depuis la pandémie, à la suite d'une succession exceptionnelle de typhons perturbant les opérations en Chine. **Malgré la menace Houthie, ces tensions favorisent un retour progressif vers la route plus courte de la mer Rouge, qui pourrait toutefois être remis en cause.**

Le changement climatique plus prégnant ajoute ainsi à l'incertitude. El Niño pourrait notamment causer des restrictions d'accès au canal de Panama, point de passage rendu plus stratégique par le bond des hydrocarbures américains importés par l'Asie.

Dans un scénario de bras de fer persistant à Ormuz, une détente des frets est néanmoins attendue l'an prochain, en raison d'une offre neuve plus abondante et d'une « normalisation » en régime de crise. Les tarifs devraient rester élevés pour les tankers de brut. Une baisse plus marquée devrait toucher le conteneur en vue des livraisons à venir.

Bertrand GAVAUDAN

Indices de fret tankers et conteneur



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



MARCHÉS

Politique monétaire – Le grand resserrement

Taux d'intérêt – Les temps sont durs

Taux de change – Résistance du dollar mais sans conséquences délétères

Politique monétaire – Le grand resserrement

Hausse des prix de l'énergie, redressement de l'inflation, craintes de voir celle-ci accélérer et devenir plus tenace : tous ces facteurs justifient, d'une part, les resserrements monétaires et, d'une part, le maintien d'une posture durablement prudente de la part des grandes banques centrales.

RÉSERVE FÉDÉRALE : DE NOUVELLES HAUSSES EN PERSPECTIVE

Avoir entamé l'année avec des prévisions plutôt *hawkish*, qui tablaient sur le maintien des taux inchangés par la *Fed* durant l'intégralité de 2026, s'est révélé judicieux. Mais, compte tenu de la hausse de septembre, il est temps d'actualiser ces prévisions. Notre scénario table désormais sur un nouveau resserrement monétaire de la part de la *Fed* au cours des prochains mois.

La Fed pourrait opter pour un cycle modeste totalisant 75 pb.

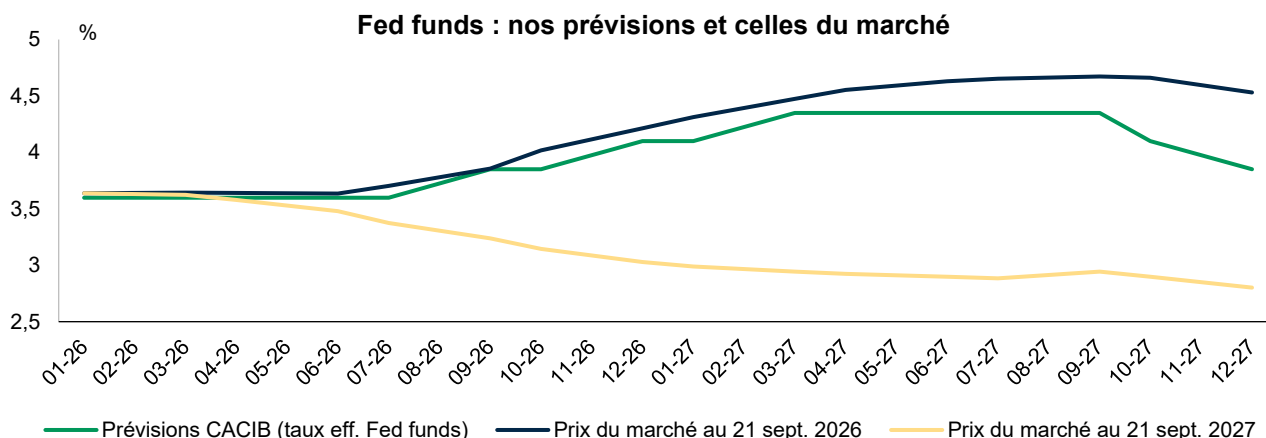
Si l'on veut statuer sur le nombre de hausses supplémentaires susceptibles d'être mises en œuvre, un resserrement ponctuel semble peu probable. Une hausse unique de 25 pb serait trop faible pour avoir un impact significatif sur l'économie, ce que confirme le *dot plot* de septembre. De plus, l'une des raisons justifiant d'agir dès maintenant est d'éviter une intervention tardive qui justifierait d'adopter un cycle plus agressif par la suite. Compte tenu de ces éléments, nous pensons que **la Fed pourrait opter pour un cycle modeste totalisant 75 pb** (en y intégrant la hausse de 25 pb de septembre), annihilant ainsi les baisses de taux « assurancielles » opérées préventivement fin 2025.

Dans l'hypothèse d'un cycle complet de 75 pb, il faut également se prononcer sur le rythme. **Une hausse de 25 pb lors de chacune des deux prochaines réunions** (octobre et décembre) nous semble plausible, compte tenu des délais longs et variables avec lesquels la politique monétaire influe sur l'économie. Mais il pourrait être plus facile d'obtenir un large consensus au sein d'un comité divisé si le FOMC adoptait une approche plus prudente en procédant à des hausses une réunion sur deux ; nous penchons davantage pour cette dernière option.

Plus précisément, nous prévoyons désormais des hausses supplémentaires en décembre et en mars, pour un total de 50 points de base (pb), portant la limite supérieure à 4,50%. La *Fed* maintiendrait ensuite ses taux inchangés, avant de les abaisser de 50 pb au quatrième trimestre 2027, à la faveur de l'amélioration de nos prévisions d'inflation au second semestre 2027. Cette détente abaisserait la limite supérieure à 4,00%.

Toutefois, tout peut encore basculer : le caractère unanime de la décision de septembre laisse entrevoir la possibilité réelle de hausses consécutives.

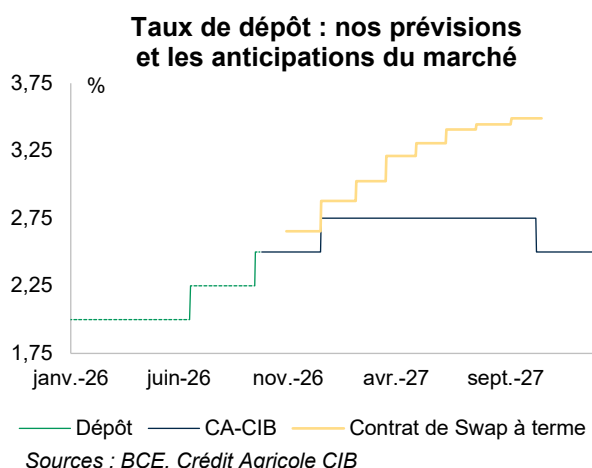
Nicholas VAN NESS



Sources : Bloomberg, Réserve fédérale, Crédit Agricole CIB

BCE : UN SCÉNARIO INCERTAIN

La détérioration de l'environnement géopolitique a entraîné, depuis début août, une remontée des prix du gaz et, dans une moindre mesure, du pétrole. Dans ce contexte, **nous avons révisé à la hausse nos prévisions d'inflation, headline et core⁴**. Nous tablons désormais sur une inflation totale moyenne de 3,05% en 2026 et de 3% en 2027. Sur les mêmes périodes, l'inflation sous-jacente moyenne atteindrait 2,40% puis 2,80%. L'inflation décélérerait rapidement à partir de l'été 2027 pour converger vers la cible de 2% sous laquelle elle se situerait au premier trimestre 2028.



À la lumière de ces hausses sur les prix en amont et du risque inflationniste, **le marché a significativement re-ricing ses attentes concernant la BCE** : les courbes de *swap* à terme indiquent un taux de dépôt de la BCE qui atteindrait 3,5% à l'horizon septembre 2027.

Notre scénario tablait sur un relèvement de son taux de dépôt par la BCE de 2,50% à 2,75% en décembre, suivi d'un maintien à ce niveau jusqu'au quatrième trimestre 2027. Ce scénario apparaissait très *hawkish* par rapport au *pricing* de marché et au consensus jusqu'à début août ; il semble aujourd'hui extrêmement accommodant.

À ce stade, nous préférons conserver notre scénario, avec un taux terminal à 2,75%, qui serait atteint en décembre 2026.

Or, **les incertitudes sont vives** : celles-ci portent, à la fois, sur les développements économiques et sur les perspectives monétaires de la BCE.

Notre scénario d'inflation reste cohérent avec une BCE qui remonterait ses taux « raisonnablement » – de l'ordre de 25 pb (à 2,75%) ou 50 pb (à 3%). Une détérioration des marchés des matières premières énergétiques pourrait néanmoins inciter la BCE à relever davantage ses taux ; à l'inverse, une amélioration de la situation l'inciterait à adopter une trajectoire moins restrictive.

À ce stade, nous préférons conserver notre scénario, avec un taux terminal à 2,75%, qui serait atteint en décembre 2026. Ce scénario est cependant susceptible d'évoluer très prochainement : **la probabilité que la BCE remonte ses taux au-delà de 2,75% a significativement augmenté** au cours des dernières semaines et, corollairement, le risque que cette remontée débute dès octobre est plus fort.

Louis HARREAU

BANQUE D'ANGLETERRE : UNE POSITION RESTRICTIVE SUR LES TAUX, ACCOMMODANTE SUR LE RESSERREMENT QUANTITATIF

Le scénario de hausses préventives des taux refait surface

La hausse de l'inflation au Royaume-Uni depuis le début de la guerre en Iran est restée relativement modérée, les pressions inflationnistes domestiques ayant continué à se calmer. Conjugué à un resserrement significatif des conditions financières, cela a permis à la *Bank of England* (BoE) de maintenir son taux directeur inchangé à 3,75 %, comme anticipé.

Toutefois, de nouvelles augmentations des prix du pétrole, du gaz et des produits raffinés, principalement liées au conflit persistant au Moyen-Orient, ont entraîné d'importantes révisions à la hausse des prévisions d'inflation. En septembre, la BoE a indiqué que l'inflation (prix à la consommation) dépasserait 4%

début 2027, contre 3,2% prévus pour le T1 2027 dans son rapport de politique monétaire de juillet. Le Comité de politique monétaire (MPC) craint que « **la persistance d'une inflation supérieure à l'objectif à l'approche d'une ronde de négociations salariales ne renforce les pressions inflationnistes** » et estime que « compte tenu des décalages avec lesquels les effets de second tour se manifestent, **il n'était pas approprié d'attendre trop longtemps des signes de ces effets avant de réagir par des mesures de politique monétaire** ». Par ailleurs, des signes de résilience économique et de stabilisation du marché du travail ont été observés, ce qui pourrait impliquer « un compromis moins marqué » entre croissance et inflation au cours des prochains trimestres.

⁴ Prévisions d'inflation réalisées le 29 septembre 2026.

Ce changement de ton nous conduit à réactiver un scénario de hausses de taux préventives visant à limiter le risque d'effets de second tour. La plupart des membres du MPC pourraient certes choisir de ne pas resserrer la politique monétaire mais cela supposerait que les prix de l'énergie refluent rapidement. Or, rien ne le laisse présager et ce n'est pas notre scénario central, dans lequel les prix de l'énergie restent élevés tout au long de notre période de prévision qui permet de l'envisager.

La BoE a indiqué que l'inflation (prix à la consommation) dépasserait 4% début 2027.

Nous tablons donc désormais sur deux hausses de taux de 25 points de base chacune lors des prochaines réunions accompagnées de rapports sur la politique monétaire : en novembre 2026 et en février 2027. Ce resserrement porterait le taux directeur à 4,25% au T1 2027, soit un taux supérieur de 1 point de pourcentage au taux neutre estimé. Le MPC ne serait probablement pas très à l'aise longtemps avec ce niveau de resserrement. Compte tenu de notre scénario d'inflation prévoyant une baisse rapide vers l'objectif de 2% au T4 2027, principalement grâce à des effets de base, nous maintenons notre scénario de deux baisses de taux par la BoE au second semestre 2027.

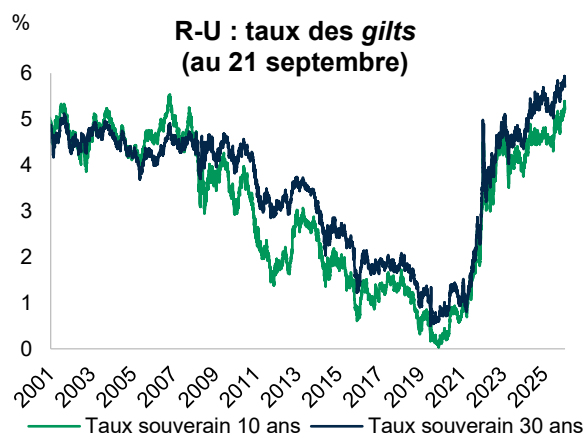
Une pause dans le resserrement quantitatif

En septembre, la Banque d'Angleterre a clarifié l'avenir de son programme de resserrement quantitatif (QT) en établissant un plan pluriannuel de réduction progressive (au lieu d'un processus annuel, comme c'était le cas depuis le lancement du

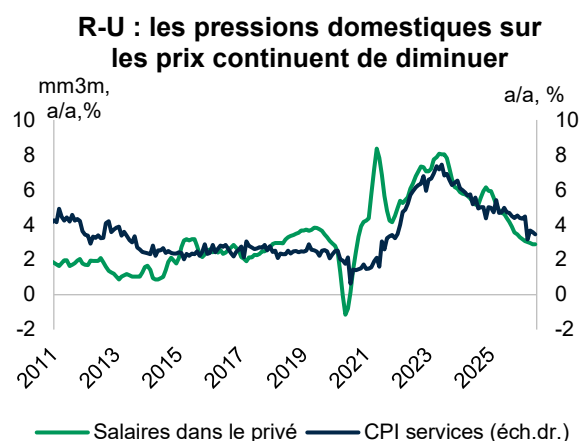
QT en 2022). Ce faisant, la BoE espérait que la levée de l'incertitude concernant son QT se répercuterait sur les conditions financières peu après l'annonce, ce qui permettrait au « MPC de mieux prendre en compte le QT lors de la fixation du taux directeur, en tant qu'instrument actif de la politique monétaire ». Les rendements à long terme ont baissé après l'annonce mais restent à des niveaux record : à 5,7% au moment où nous écrivons, le *gilt* à 30 ans atteint son plus haut niveau depuis 1998.

Plus précisément, la BoE a annoncé qu'elle conserverait de manière permanente dans son bilan 120 milliards de livres sterling de ses *gilts* à plus longue maturité (échéances comprises entre 2049 et 2071) afin de garantir l'émission de billets de banque. **Le processus de réduction du stock d'actifs portant sur les obligations détenues à des fins de politique monétaire (368 milliards de livres sterling), serait ralenti à un rythme annuel moyen de 46 milliards de livres sterling jusqu'en septembre 2034**, à travers des ventes annuelles de 20 milliards de livres sterling parallèlement aux échéances des *gilts*. Ce rythme est à comparer à celui d'une réduction moyenne de 87,5 milliards de livres sterling par an au cours des quatre dernières années, dont des ventes annuelles moyennes de *gilts* de 32 milliards de livres sterling. Par ailleurs, **la BoE a décidé de reporter ses adjudications jusqu'en avril 2027**, date à laquelle elle publiera les détails opérationnels de son plan pluriannuel, qui impliquera des ventes directes au gouvernement plutôt qu'au marché secondaire, financées par l'émission globale de dette publique.

Slavena NAZAROVA



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



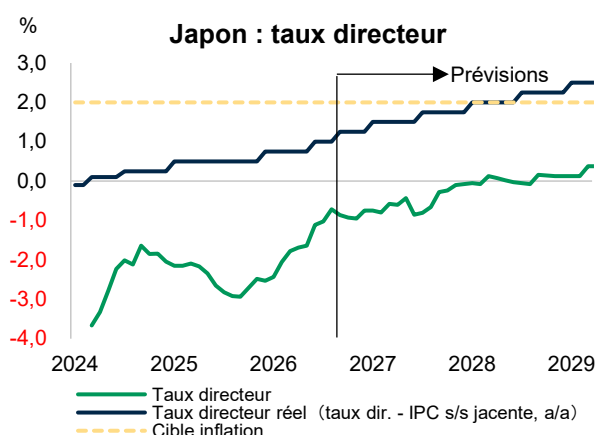
Sources : ONS, Crédit Agricole S.A./ECO

BANQUE DU JAPON : UN DOUBLE MANDAT

La Banque du Japon s'est vu confier un double mandat visant à assurer à la fois une forte croissance économique et la stabilité des prix

Le gouvernement Takaichi s'est orienté vers une politique budgétaire expansionniste avec son programme « Honebuto ». Plutôt que de s'appuyer sur une politique de relance, l'engagement porte sur l'expansion durable des capacités de production et de l'échelle économique grâce à l'intensification des investissements stratégiques public-privé. **En augmentant les dépenses intérieures des entreprises et en menant une politique budgétaire expansionniste, l'objectif est de rétablir la demande intérieure nette de fonds et de sortir définitivement de la stagnation.** Jusqu'à ce que les salaires réels augmentent fortement, la charge pesant sur les ménages serait allégée par des mesures budgétaires telles que des baisses de la TVA.

La politique du gouvernement Takaichi s'inscrit dans le cadre d'une « économie sous haute pression » visant à élargir suffisamment l'écart de production grâce à la croissance de la demande d'investissement. Pour que le taux d'épargne des entreprises revienne à un niveau négatif normal et que l'économie se libère du paradigme de la réduction des coûts, une « économie sous haute pression », dans laquelle l'écart de production dépasse +2 %, est nécessaire – et c'est une erreur de resserrer la politique monétaire en utilisant 0% comme référence. À mesure que la demande d'investissement se transformera en capacité d'offre, l'inflation se stabilisera.



Sources : BOJ, MIAC, Crédit Agricole CIB

Le taux d'inflation en glissement annuel de l'IPC (hors produits frais et énergie) devrait temporairement reculer pour s'établir autour de 1% au second semestre 2026, reflétant une demande intérieure encore faible, la baisse de la TVA et une perte de pouvoir d'achat due à la forte hausse des coûts énergétiques. Les entreprises commencent à

s'inquiéter de l'élasticité croissante de la demande par rapport aux prix. Dans un contexte de reprise de la demande intérieure, les dépenses des entreprises, notamment les investissements en capital et les salaires, se renforceront, et le taux d'épargne des entreprises, qui était positif et qui a entraîné une stagnation économique structurelle en raison d'un excédent d'épargne, devrait diminuer. Avec la reprise de la consommation due à la hausse des salaires réels et la mise en place d'une économie plus inflationniste à la suite d'une révision à la hausse du taux de croissance, le taux d'inflation devrait à nouveau remonter vers 2%. D'ici 2028, le taux d'épargne des entreprises deviendra négatif et l'objectif d'inflation devrait être atteint de manière stable et durable grâce à l'accélération des hausses salariales et à l'ancrage des anticipations d'inflation à 2%. Cela suppose toutefois que les hausses prématurées des taux de la Banque du Japon (BoJ) n'entraînent pas un fléchissement de la demande intérieure en raison de pressions à la baisse sur le cycle du crédit et qu'il n'y ait pas d'appréciation rapide du yen.

D'ici 2028, le taux directeur réel sortirait de la zone négative par rapport à l'objectif d'inflation.

Les hausses prématurées des taux d'intérêt, qui ont débuté en 2024, ont retardé la reprise de la demande intérieure et ont entamé la marge de manœuvre nécessaire pour faire face à un contexte mondial de hausse des taux d'intérêt. L'accent est davantage mis sur la coordination avec l'orientation politique du gouvernement Takaichi. Le gouvernement a de fait imposé un double mandat à la BoJ, l'obligeant à poursuivre simultanément une forte croissance économique et une hausse stable des prix. **Le rythme des hausses de taux, après une accélération temporaire à environ une fois par trimestre sous l'effet de la hausse des prix du pétrole, reviendrait à environ une fois tous les six mois, tout en restant progressif.** Le maintien de taux d'intérêt réels bas favorise l'activité économique. D'ici 2028, le taux directeur réel sortirait de la zone négative par rapport à l'objectif d'inflation. Un taux terminal de 2,5% serait atteint en 2029, ce qui, en termes réels, correspondrait à peu près au niveau actuel de croissance potentielle. Dans un contexte de risques géopolitiques et de ralentissement économique mondial, si le rythme des hausses de taux devenait excessivement rapide et si le cycle du crédit et celui des dépenses d'investissement s'effondraient, un ralentissement de la demande intérieure ferait grimper le taux d'épargne des entreprises, faisant peser le risque d'un retour à la stagnation structurelle.

Ken MATSUMOTO – Takuji AIDA

Taux d'intérêt – Les temps sont durs

Hausse des prix de l'énergie, redressement de l'inflation, resserrement monétaire, creusement des déficits budgétaires, alourdissement des dettes publiques : autant de facteurs qui justifient que les taux d'intérêt se redressent. La hausse violente déjà enregistrée signale également que l'incertitude qui entoure tous ces facteurs de hausse, de l'absence de visibilité au Moyen-Orient aux inquiétudes sur les trajectoires budgétaires, se paie. Au-delà des motifs « objectifs » de redressement des taux d'intérêt, l'absence de visibilité se révèle également coûteuse.

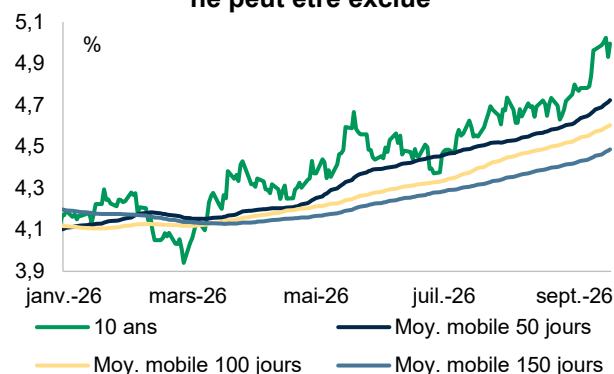
ÉTATS-UNIS : TAUX ÉLEVÉS ET APLATISSEMENT DE LA COURBE DANS UN CONTEXTE DE RESSERREMENT MONÉTAIRE DE LA FED

La correction sur le marché obligataire s'est accélérée au cours des dernières semaines, les investisseurs continuant de réévaluer les perspectives en matière d'inflation et de politique monétaire. La persistance des pressions sur les prix, la hausse des coûts énergétiques, un déficit budgétaire important et un volume élevé d'émissions de dette ont, ensemble, poussé à la hausse les rendements des bons du Trésor sur l'ensemble de la courbe. Bien que la Fed ait relevé ses taux de 25 points de base (pb) comme prévu le 16 septembre, la courbe des taux des bons du Trésor s'est aplatie, la communication du FOMC ayant confirmé les anticipations d'un resserrement supplémentaire. L'aplatissement de la courbe est intervenu alors que le président de la Fed, Kevin Warsh, réitérait son engagement en faveur de la stabilité des prix lors de la conférence de presse du FOMC. La médiane des projections laisse, en outre, entrevoir au moins une nouvelle hausse de 25 pb d'ici à la fin de l'année.

Le marché des taux d'intérêt a intégré une trajectoire de politique monétaire plus restrictive, reflétant des pressions inflationnistes persistantes. L'inflation s'est révélée plus tenace que prévu, tandis que les récentes augmentations des prix de l'énergie risquent d'exercer une pression à la hausse supplémentaire sur l'inflation globale au cours des prochains mois.

Nos prévisions retiennent un aplatissement de la courbe des taux des bons du Trésor au cours du premier trimestre 2027.

La poursuite de la hausse des taux ne peut être exclue



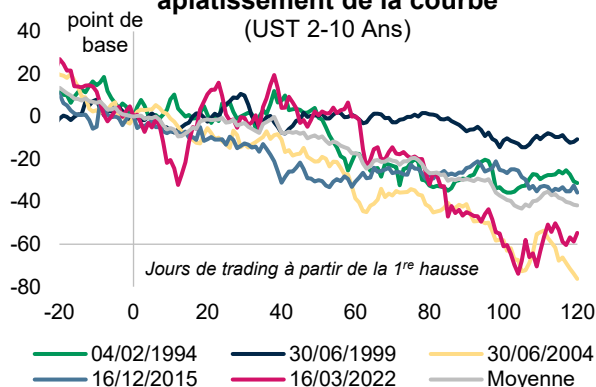
Sources: Bloomberg, Crédit Agricole CIB

Le rendement des bons du Trésor à 2 ans devrait se tendre au cours du premier trimestre 2027, à mesure que les investisseurs intégreront un resserrement supplémentaire dans leurs anticipations. Les rendements à court terme devraient rester particulièrement sensibles aux prochaines données sur l'inflation et aux communications de la Fed. Même si celle-ci peut finalement procéder à plusieurs hausses au cours de ce cycle, le débat sur la politique monétaire s'éloignera progressivement de la question de la nécessité des hausses pour se concentrer sur le degré de restriction nécessaire afin de ramener l'inflation vers son objectif.

Notre scénario estime que les rendements à 10 ans risquent de continuer de « grimper » jusqu'au début de 2027. Plusieurs facteurs plaident en faveur d'une hausse structurelle des taux à long terme. L'inflation reste supérieure à l'objectif de la Fed ; le déficit budgétaire demeure élevé et les besoins de financement du Trésor continuent de croître. De plus, les entreprises emprunteuses sont restées actives pour financer le développement de l'IA malgré la hausse des rendements, ce qui contribue davantage aux pressions sur l'offre sur l'ensemble des marchés obligataires.

De nouvelles hausses des rendements des bons du Trésor ne peuvent être exclues, en particulier si l'inflation continue de surprendre à la hausse ou si les prix de l'énergie restent élevés. Nos prévisions tablent sur une hausse du rendement à 10 ans au-delà de

Cycles de resserrement de la Fed et aplatissement de la courbe (UST 2-10 Ans)



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

5,00% au début de 2027, avant une stabilisation, à mesure que la confiance des marchés dans une fin prochaine du cycle de resserrement de la *Fed* se raffermira. Les obligations paraissant bon marché par rapport aux actions, les opérations d'allocation d'actifs pourraient, selon nous, limiter la correction baissière sur les obligations.

Nos prévisions retiennent un aplatissement de la courbe des taux des bons du Trésor au cours du premier trimestre 2027, les rendements à court terme progressant plus rapidement que ceux à long terme pendant le cycle de resserrement. L'un des principaux facteurs de cet aplatissement est la hausse continue du rendement des bons du Trésor à 2 ans, les taux à

court terme restant soumis à une pression à la hausse plus forte que ceux des échéances plus longues. Cet aplatissement attendu est conforme au comportement de la courbe lors des cycles de resserrement historiques, au cours desquels la courbe 2-10 ans a eu tendance à s'aplatir d'environ 40 pb en moyenne au cours des six mois suivant la première hausse des taux. L'aplatissement de la courbe devrait persister jusqu'à ce que les investisseurs soient convaincus que la *Fed* approche de la fin de son cycle de hausse des taux. D'ici mi-2027, la pente de la courbe devrait se stabiliser à mesure que les anticipations de politique monétaire s'ancreront davantage.

Alex LI

EUROPE : PAS DE REVIREMENT AVANT LA FIN DE L'ANNÉE AU MOINS

À la suite de la deuxième hausse consécutive des taux de la BCE et de la révision de ses prévisions d'inflation, il semble de plus en plus difficile de construire un argumentaire convaincant en faveur des taux euros. La tâche est ardue que ce soit du point de vue de la durée ou des *spreads* des obligations d'État. **Nos prévisions s'articulent autour d'une hypothèse centrale : les marchés doivent s'adapter à un taux neutre structurellement plus élevé.** Cela relève le seuil des taux à court terme, réduit la marge de manœuvre pour de futurs cycles d'assouplissement et, en l'absence d'un véritable choc récessionniste, limite l'attrait de la durée des titres à long terme.

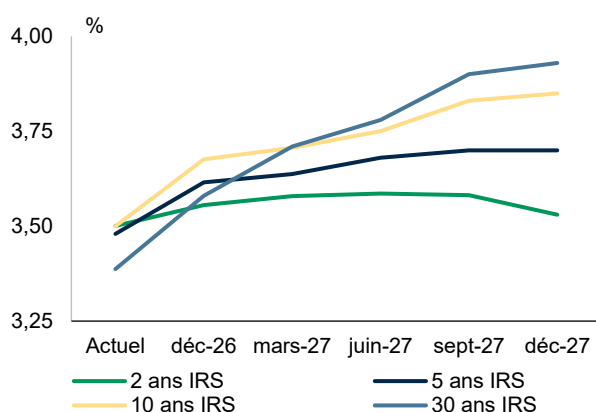
Les marchés doivent s'adapter à un taux neutre de l'euro structurellement plus élevé.

L'inflation sous-jacente ne devrait atteindre son pic qu'à la fin du premier trimestre 2027 ; l'accélération de la croissance des salaires signifie que la BCE ne sera pas en mesure d'opérer un changement d'orientation net avant fin 2027. Les marchés ne commenceront, en outre, à anticiper un assouplissement monétaire significatif que lorsque l'inflation sera revenue durablement à son objectif et que les données d'activité s'affaibliront : selon notre scénario, ces deux

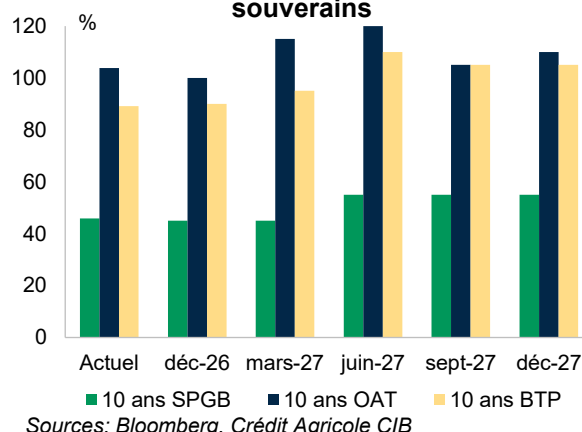
conditions ne devraient pas se concrétiser de manière convaincante avant mi-2027.

Le thème dominant concernant la courbe des taux est celui d'une pentification baissière, bien que la dynamique diffère selon les segments. Le segment court devrait légèrement surperformer les contrats à terme, soutenu par le discours « des taux plus élevés plus longtemps » ; notre prévision pour le taux swap à 2 ans s'inscrit dans une fourchette étroite de 3,55% à 3,60% avec un pic vers le deuxième trimestre 2027. C'est sur la partie intermédiaire que devraient se concentrer les plus grandes difficultés : elle supporte le plus lourd fardeau de l'incertitude liée à l'inflation et constitue le principal moteur de la pentification baissière sur les échéances de 2 à 5 ans. Un rebond significatif sur cette partie nécessiterait que les perspectives de croissance se détériorent suffisamment pour remettre en cause le nouveau régime des banques centrales. Or, notre scénario, qui table sur une croissance légèrement supérieure à la tendance, ne prévoit pas une telle détérioration. À plus long terme, les rendements réels devraient continuer de progresser, avec une fourchette de 160 à 180 points de base pour le rendement réel de l'euro à 5 ans (5YF5Y). Cela devrait maintenir la pression sur la

Prévisions des taux swap en euro



Écartement prévu des spreads souverains



partie longue de la courbe : le taux de swap à 10 ans atteindrait 3,85% d'ici fin 2027 malgré une stabilisation de la partie courte.

En ce qui concerne les *spreads* des obligations d'État européennes, notre position est globalement baissière. Les *spreads* semblent actuellement serrés par rapport, à la fois, à l'environnement de taux et aux anticipations d'inflation et les courbes de crédit disposent d'une marge supplémentaire de pentification. Les *spreads* ont mis du temps à réagir à la réévaluation de l'inflation et la hausse des coûts de refinancement fragilise les trajectoires de dette des émetteurs les plus endettés.

Le risque politique constitue un frein supplémentaire désormais intégré explicitement dans nos prévisions, alors que le cycle électoral de 2027 se profile. Nous révisons ainsi à la hausse notre estimation du pic de l'écart OAT-Bund à 10 ans à

120 pb d'ici au deuxième trimestre 2027, à l'approche de l'élection présidentielle française. Nous considérons que les BTP sont relativement plus résistants, le *spread* OAT-BTP à 10 ans atteignant un pic plus modéré de 20 pb d'ici au premier trimestre 2027, même si l'incertitude quant au calendrier électoral ajoute un risque de volatilité fin 2027. Parmi les petits émetteurs, les élections finlandaises d'avril 2027 pourraient affecter la trajectoire d'assainissement budgétaire du pays, tandis que l'aggravation du déficit belge et la dynamique du gouvernement de minorité néerlandais ajoutent un risque spécifique au contexte général des obligations d'État européennes.

Nous ne voyons donc aucun catalyseur à court terme susceptible de déclencher une reprise durable, à moins d'une évolution positive inattendue concernant la guerre en Iran ou d'un frein puissant à la croissance.

Riccardo LAMIA

Taux de change – Résistance du dollar mais sans conséquences délétères

Dans un contexte international troublé, il est usuel que le dollar voie son cours s'apprécier. Mais son appréciation n'a pas été violente au point de rendre l'euro extrêmement bon marché et de mettre à mal les grandes devises émergentes.

PAYS DEVELOPPÉS : UNE TENDANCE BAISSIÈRE TOUJOURS D'ACTUALITÉ POUR L'EUR/USD

Notre scénario conserve sa ligne directrice : nos perspectives baissières sur l'EUR/USD à 6-9 mois sont maintenues et une reprise durable de l'EUR/USD semble peu envisageable avant le second semestre 2027. Cette séquence repose sur plusieurs facteurs, tout d'abord pénalisants pour l'euro puis progressivement plus favorables, qui devraient se concrétiser progressivement au cours des prochains mois.

Les facteurs défavorables à l'EUR/USD devraient dominer au quatrième trimestre 2026 et au premier semestre 2027. Le cours de l'euro contre dollar continue de subir les répercussions des risques géopolitiques – allant des tensions entre les États-Unis et la Chine à la guerre en Ukraine et au conflit au Moyen-Orient. Les risques politiques et budgétaires européens pourraient également s'accroître, dans le sillage des élections régionales allemandes de ce mois-ci et à l'approche de l'élection présidentielle française au deuxième trimestre 2027.

Une reprise durable de l'EUR/USD semble peu envisageable avant le second semestre 2027.

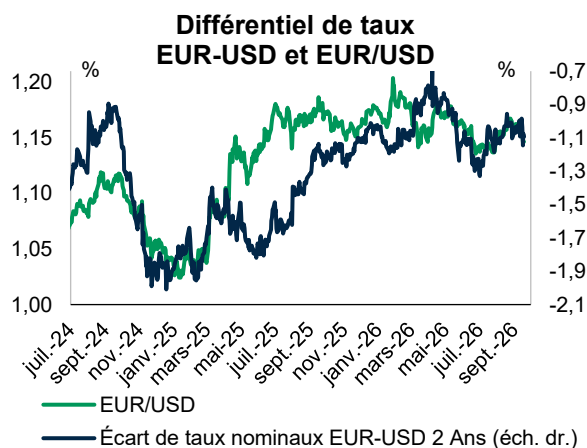
Par ailleurs, si les États-Unis sont le moteur de la croissance mondiale, ils ne jouent plus le rôle d'aimant pour les exportations de la zone euro en raison des droits de douane et des prix élevés de l'énergie à l'échelle mondiale. Les investisseurs de la zone euro restent, en outre, exposés aux marchés boursiers et obligataires américains. Enfin, notre scénario monétaire américain table désormais sur une hausse des taux de la *Fed* dont la position est plus restrictive

que celle de la BCE. Le dollar américain pourrait donc rester une devise d'investissement procyclique, tandis que l'euro resterait une devise de financement.

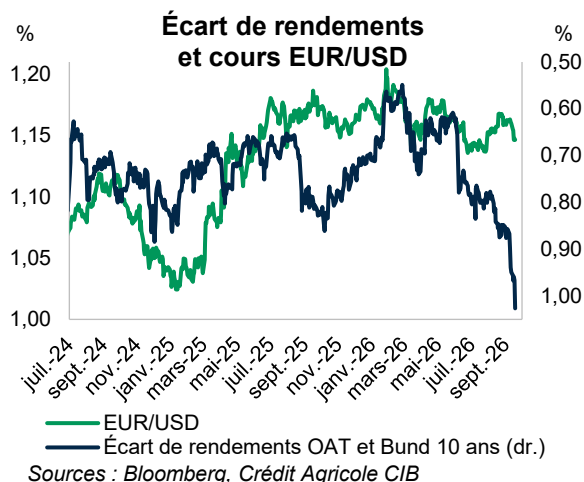
Les facteurs favorables au cours EUR/USD pourraient progressivement commencer à prévaloir au cours du second semestre 2027. Les perspectives budgétaires américaines pourraient encore se détériorer ; une fois que l'inflation américaine se sera apaisée en 2027, le service de la dette américaine pourrait commencer à dominer les politiques budgétaires (et monétaires). Par ailleurs, notre scénario suppose que la *Fed* réduira ses taux au quatrième trimestre 2027, érodant l'attrait des rendements en dollars américains. Une courbe des taux des bons du Trésor américain (UST) plus plate pourrait également rendre les couvertures à court terme en dollars américains plus attractives pour les acheteurs de la zone euro d'actifs américains.

Par ailleurs, si le *boom* des investissements dans l'IA commence à montrer des signes de ralentissement, les investisseurs internationaux pourraient considérer les actions de la zone euro comme une couverture, un outil de diversification liquide. L'euro est la deuxième devise de réserve mondiale et devrait bénéficier d'un renforcement des craintes liées à la domination budgétaire américaine et à la dépréciation du dollar, tandis que l'utilisation du dollar comme arme par l'administration Trump accélérera les flux de dédollarisation en 2027.

Nous continuons donc de tabler sur un retour de la parité EUR/USD vers 1,13 d'ici au 4^e trimestre 2026,



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

avant qu'une reprise plus durable ne l'installe vers 1,17 au 4^e trimestre 2027. Les risques entourant notre prévision semblent globalement équilibrés.

Du côté des **facteurs négatifs pour l'EUR/USD**, figure une nouvelle escalade significative des tensions géopolitiques mondiales susceptible d'aggraver les risques de stagflation dans la zone euro. Les risques politiques en Europe pourraient s'étendre au-delà des élections présidentielles françaises au deuxième trimestre 2027, ce qui constituerait un nouveau coup

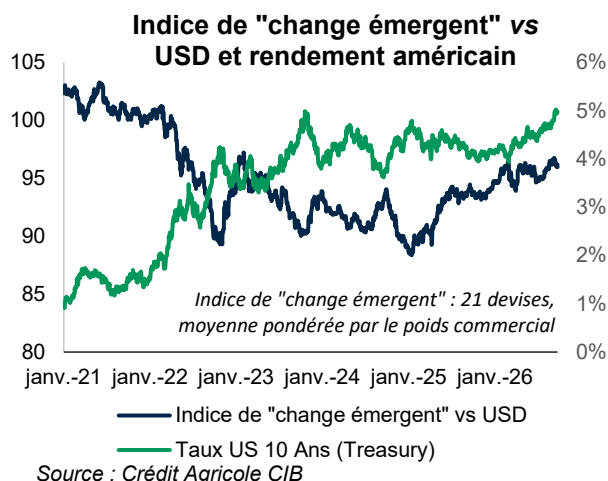
dur pour l'euro. Du côté des **facteurs favorables à l'EUR/USD**, nous envisageons une fin prématurée du boom de l'IA aux États-Unis et/ou des tensions géopolitiques susceptibles de renforcer l'attrait relatif des actifs libellés en euros. Une forte intensification des craintes de dépréciation du dollar américain et/ou une dédollarisation pourraient également donner un coup de pouce à l'EUR/USD.

Valentin MARINOV

PAYS ÉMERGENTS : QUATRE RAISONS POUR LESQUELLES LES DEVICES DES MARCHÉS ÉMERGENTS DEVRAIENT RESTER RÉSISTANTES

Traditionnellement, les devises des marchés émergents ont tendance à subir des pressions lorsque les taux américains augmentent. Or, celles-ci ont fait preuve de résilience malgré la hausse des taux américains observée ces dernières semaines. Depuis début juillet, le taux américain à 10 ans a augmenté d'environ 60 points de base. Pourtant, au cours de la même période, notre indice des devises des marchés émergents s'est apprécié par rapport au dollar américain.

La résistance récente des devises émergentes s'explique essentiellement par trois facteurs de soutien : la pérennité de ceux-ci sous-tend notre opinion relativement optimiste sur les devises des marchés émergents à l'horizon de notre scénario.



La consommation dans les marchés émergents reste solide

Tout d'abord, **la demande intérieure privée des marchés émergents, et la demande des consommateurs en particulier, a fait preuve de résilience**. Hormis le cas singulier de la Chine, c'est le cas en moyenne dans le reste des marchés émergents. La croissance réelle des ventes au détail, sur un échantillon de 17 grands marchés émergents excluant la Chine et l'Inde, s'est maintenue à un niveau raisonnablement élevé depuis 2024. Cela s'explique

notamment par la vigueur des marchés du travail des marchés émergents (là encore, en moyenne), les taux de chômage nationaux restant proches de leurs plus bas niveaux historiques dans de nombreux pays.

L'Asie profite de l'essor technologique

Deuxièmement, **les marchés émergents d'Asie ont pleinement profité de l'essor mondial de l'IA et des technologies**. La croissance des exportations asiatiques s'est fortement accélérée depuis le début de l'année (Chine comprise). Cela a stimulé l'activité industrielle asiatique. De plus, au-delà de l'Asie, d'autres pays, pourtant moins axés sur la technologie, ont profité de ce mouvement. C'est le cas, par exemple, de certains pays spécialisés dans les métaux, tels que le Chili, le Pérou et l'Afrique du Sud, dont les exportations ont connu une accélération significative. Cela a soutenu non seulement la croissance du PIB mais aussi la balance des paiements.

Principaux risques pesant sur un scénario constructif : les cours du pétrole ou les rendements américains.

L'écart de carry entre les marchés émergents et les États-Unis reste satisfaisant

Troisièmement, **l'écart de rendement moyen entre les marchés émergents et les États-Unis est resté satisfaisant, malgré la récente hausse des taux américains à court terme**. Cela s'explique par le fait que la hausse des cours du pétrole a également constitué un plancher pour les taux à court terme des marchés émergents.

Dans l'ensemble, nous prévoyons que **ces trois facteurs de soutien resteront en place au cours des prochains mois**. En particulier, malgré les incertitudes liées à la sécurité de l'IA et à un éventuel durcissement de la réglementation, les carnets de commandes du secteur technologique en Asie sont bien remplis ; cela suggère que les exportations technologiques devraient rester solides jusqu'en 2027, soutenant ainsi les exportations des marchés émergents.

Une stabilisation du cours du pétrole ?

Par ailleurs, notre scénario table sur une stabilisation du cours du pétrole autour de 95 USD/baril au quatrième trimestre : cela devrait contribuer à éviter une vague de ventes massives de la part des pays émergents importateurs. Ce facteur, combiné aux récentes mesures de resserrement prises par les banques centrales (qui devraient contribuer à contenir les anticipations d'inflation) pourrait également plafonner les rendements à long terme. Cela devrait renforcer la résilience des devises des marchés émergents, en moyenne, malgré une nouvelle hausse probable du taux des fonds fédéraux.

Une appréciation généralisée des devises des marchés émergents face au dollar américain n'est pas incluse dans notre scénario qui anticipe une certaine

stabilité de notre indice « devises émergentes »⁵ face au dollar américain au cours des prochains trimestres. D'un point de vue régional, nous prévoyons une légère appréciation, d'une part, de l'Asie face au dollar américain et, d'autre part, des pays de l'Europe centrale (CE4) face à l'euro. Nous anticipons, en revanche, une plus grande faiblesse en Amérique latine (notamment pour le COP et le MXN).

Les principaux risques pesant sur ce scénario sont une éventuelle hausse des cours du pétrole due à une escalade au Moyen-Orient, ainsi qu'une forte augmentation des rendements américains, alimentée par les anticipations d'inflation et/ou des inquiétudes budgétaires croissantes.

Sébastien BARBÉ

⁵ Indice pondéré par les échanges commerciaux reflétant le comportement de 22 devises de marchés émergents.



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
États-Unis	2,1	2,1	2,0	2,7	3,4	2,4	-3,8	-3,5	-3,4
Japon	1,2	0,8	0,6	3,0	2,1	1,1	4,8	4,0	3,0
Zone euro	1,3	1,0	1,1	2,1	3,1	3,0	1,7	1,3	1,2
Zone euro hors Irlande	1,0	1,1	1,0	-	-	-	-	-	-
Allemagne	0,3	1,0	1,1	2,3	2,8	3,7	4,5	4,2	3,7
France	0,9	0,4	0,7	0,9	2,4	2,4	-0,4	-1,2	-0,6
Italie	0,7	0,9	0,5	1,6	3,1	2,4	1,1	1,0	1,2
Espagne	2,8	2,4	1,7	2,7	3,9	3,4	2,9	1,7	1,5
Pays-Bas	1,6	1,3	1,1	3,0	2,9	3,4	7,6	7,7	7,9
Autres pays développés									
Royaume-Uni	1,3	1,4	1,1	3,4	3,2	2,9	-3,1	-3,7	-3,5
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	5,1	4,8	1,0	2,4	2,3	3,1	3,4	3,6
Chine	5,0	4,5	4,5	0,0	1,0	1,2	3,7	4,0	3,9
Inde	7,0	6,5	6,7	2,6	5,2	4,5	-1,0	-2,9	-2,1
Corée du Sud	1,0	3,5	2,7	2,1	2,7	2,4	6,6	22,0	23,4
Amérique latine	2,8	1,6	2,2	3,1	3,7	3,2	-0,1	-0,2	-0,7
Brésil	2,3	1,9	1,6	5,0	4,5	4,1	-3,0	-2,2	-2,0
Mexique	0,6	1,1	1,2	3,8	3,9	3,5	-0,5	-0,5	-0,4
Europe émergente	2,0	2,2	2,3	14,7	10,2	8,7	-0,1	-0,2	-0,3
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	3,7	3,0	3,6	3,3	3,7	-0,8	-1,3	-1,3
Afrique, Moyen-Orient	3,3	-0,2	4,0	4,9	4,4	4,4	1,0	-0,3	0,0
Arabie Saoudite	4,5	-2,5	5,0	2,1	2,3	2,4	-2,6	-2,0	-1,7
Emirats Arabes Unis	6,2	0,0	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	14,0	-4,4	-4,6	-5,0
Maroc	4,6	4,4	4,2	0,7	0,8	2,0	-2,5	-2,6	-2,6
Total	3,1	2,8	3,0	3,1	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0
Pays industrialisés	1,6	1,5	1,5	2,5	3,0	2,5	2,5	2,5	2,5
Pays émergents	4,3	3,8	4,1	3,6	3,9	3,5	3,5	3,5	3,5

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

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

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

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

LES COUCHES DE RISQUE SE SUPERPOSENT | 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)	Taux de chômage %
Zone euro									
2025	1,3	1,5	1,5	2,9	1,9	3,6	-0,6	0,2	6,3
2026	1,0	1,0	1,8	0,6	3,1	3,1	0,1	-0,2	6,4
2027	1,1	0,7	1,1	1,2	3,7	3,1	0,4	-0,2	6,5
T1 2026	0,0	0,1	0,5	-0,2	-0,6	0,6	-0,5	0,5	6,4
T2 2026	0,6	0,4	0,2	-0,1	3,4	1,5	0,9	0,0	6,4
T3 2026	0,2	0,2	0,3	0,1	0,8	0,8	0,0	-0,1	6,5
T4 2026	0,2	0,1	0,3	0,3	0,8	0,7	0,1	-0,1	6,5
Allemagne									
2025	0,3	1,4	1,7	-0,4	-0,8	3,0	-1,4	0,7	3,8
2026	1,0	0,2	2,8	-0,6	3,9	2,9	0,5	-0,1	4,0
2027	1,1	0,4	1,5	1,3	4,4	3,9	0,3	0,0	4,1
T1 2026	0,4	-0,6	0,9	-1,3	2,4	0,5	0,8	0,1	3,9
T2 2026	0,3	0,1	0,1	-0,2	2,0	1,5	0,2	0,1	3,9
T3 2026	0,2	0,1	0,4	0,1	1,1	1,1	0,0	0,0	4,1
T4 2026	0,3	0,1	0,4	0,4	1,0	0,9	0,1	0,0	4,1
France									
2025	0,9	0,5	0,6	0,7	2,4	3,0	-0,2	0,6	7,7
2026	0,4	0,3	1,3	-0,6	2,0	1,0	0,3	-0,3	8,3
2027	0,7	0,7	0,9	0,2	2,9	1,6	0,4	-0,3	8,6
T1 2026	-0,2	-0,3	0,3	-0,8	-3,0	-0,6	-0,9	0,9	8,2
T2 2026	0,0	0,3	0,4	-0,3	2,9	1,1	0,6	-0,7	8,3
T3 2026	0,1	0,2	0,3	-0,3	1,0	0,6	0,2	-0,2	8,4
T4 2026	0,2	0,0	0,2	-0,1	0,8	0,4	0,2	-0,1	8,5
Italie									
2025	0,7	1,1	0,6	3,8	1,4	3,9	-0,6	-0,2	6,0
2026	0,9	1,2	0,3	2,9	3,3	3,8	-0,1	-0,4	5,7
2027	0,5	0,2	0,4	0,8	2,8	2,9	0,1	0,1	6,1
T1 2026	0,3	0,5	0,0	0,8	2,3	0,0	0,7	-0,9	5,5
T2 2026	0,2	0,4	-0,1	0,3	0,8	1,7	-0,2	0,1	5,6
T3 2026	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	0,5	0,0	-0,1	5,8
T4 2026	0,2	-0,1	0,1	0,4	0,6	0,6	0,0	0,1	5,9
Espagne									
2025	2,8	3,4	2,4	5,8	3,6	6,2	-0,7	0,0	10,5
2026	2,4	2,8	2,1	3,9	1,1	2,2	-0,3	0,0	10,1
2027	1,7	1,8	1,2	2,7	2,5	3,2	-0,1	0,0	9,7
T1 2026	0,6	0,7	0,6	0,3	-0,6	-0,9	0,1	0,0	10,3
T2 2026	0,7	0,7	0,3	0,4	0,8	0,6	0,1	0,0	10,2
T3 2026	0,3	0,4	0,3	0,4	0,7	0,9	0,0	0,0	10,0
T4 2026	0,3	0,3	0,3	0,7	0,8	1,2	-0,1	0,0	9,9
Portugal									
2025	1,9	3,5	1,6	3,8	0,4	4,4	-1,8	0,4	6,0
2026	2,2	3,0	1,4	5,5	4,0	6,5	-1,2	0,1	5,8
2027	1,7	1,7	1,0	1,1	2,9	2,2	0,3	0,0	5,8
T1 2026	0,1	0,5	0,3	2,9	1,9	5,9	-1,8	1,0	5,9
T2 2026	0,8	1,0	0,3	-1,9	2,5	1,0	0,7	-0,1	5,7
T3 2026	0,3	0,3	0,3	0,6	0,6	0,7	-0,1	0,0	5,7
T4 2026	0,4	0,3	0,3	0,4	0,7	0,5	0,1	0,0	5,8
Pays-Bas									
2025	1,6	1,3	2,1	0,5	2,5	2,3	0,4	0,0	3,9
2026	1,3	1,1	2,4	1,4	2,6	2,8	0,1	-0,2	4,1
2027	1,1	0,9	1,3	1,4	4,4	4,9	0,1	0,0	4,2
T1 2026	0,3	0,4	0,7	0,7	-0,2	0,2	-0,3	0,0	4,0
T2 2026	0,4	0,5	0,4	0,5	1,2	1,4	-0,1	0,0	3,9
T3 2026	0,1	0,2	0,3	0,4	0,9	1,2	-0,1	0,0	4,2
T4 2026	0,3	0,2	0,3	0,3	1,1	1,2	0,0	0,0	4,3
Royaume-Uni									
2025	1,3	1,1	1,7	4,0	1,9	4,1	-0,8	-0,1	4,9
2026	1,4	1,0	1,9	2,1	1,5	2,6	-0,4	0,2	5,0
2027	1,2	0,1	1,4	2,2	2,1	1,2	0,2	0,1	5,0
T1 2026	0,6	0,6	1,3	0,4	0,2	1,4	-0,4	0,5	4,9
T2 2026	0,4	0,3	-0,3	1,2	0,5	0,5	0,0	0,0	4,9
T3 2026	0,6	0,2	0,4	0,5	0,6	0,3	0,1	0,2	5,0
T4 2026	0,1	-0,2	0,4	-0,2	0,5	-0,1	0,2	0,0	5,1

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

(b) t/t, %

TAUX D'INTÉRÊT

Taux courts		Dec-26	Mar-27	Jun-27	Sep-27	Dec-27
États-Unis	Fed funds	4,25	4,50	4,50	4,50	4,00
	Sofr	4,14	4,39	4,39	4,39	3,89
Japon	Call rate	1,25	1,50	1,50	1,75	1,75
	Refinancement	2,90	2,90	2,90	2,65	2,65
	Dépôt	2,75	2,75	2,75	2,50	2,50
	€str	2,70	2,70	2,70	2,45	2,45
Zone euro	Euribor 3m	2,85	2,85	2,65	2,50	2,30
	Taux de base	4,00	4,25	4,25	4,00	3,75
	Sonia	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Royaume-Uni	Repo	2,00	2,25	2,25	2,25	2,25
Suède	Deposit	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Norvège	Overnight	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
Canada						

Taux 10 ans		Dec-26	Mar-27	Jun-27	Sep-27	Dec-27
États-Unis		5,05	5,10	5,05	5,05	4,95
Japon		3,05	3,10	3,10	3,20	3,20
Zone euro (Allemagne)		3,68	3,69	3,77	3,93	3,95
Spread 10 ans / Bund						
France		1,00	1,15	1,20	1,05	1,10
Italie		0,90	0,95	1,10	1,05	1,05
Espagne		0,45	0,45	0,55	0,55	0,55

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

TAUX DE CHANGE

Taux de change USD

Pays industrialisés		Dec-26	Mar-27	Jun-27	Sep-27	Dec-27
Euro	EUR/USD	1,13	1,13	1,14	1,16	1,17
Japon	USD/JPY	156	155	154	152	150
Royaume-Uni	GBP/USD	1,31	1,32	1,34	1,37	1,39
Suisse	USD/CHF	0,84	0,84	0,83	0,81	0,80
Canada	USD/CAD	1,38	1,36	1,34	1,33	1,32
Australie	AUD/USD	0,69	0,70	0,70	0,72	0,73
Nouvelle Zélande	NZD/USD	0,58	0,60	0,61	0,62	0,63

Parités croisées c/ euro

Pays industrialisés		Dec-26	Mar-27	Jun-27	Sep-27	Dec-27
Japon	EUR/JPY	176	175	176	176	176
Royaume-Uni	EUR/GBP	0,86	0,86	0,85	0,84	0,84
Suisse	EUR/CHF	0,95	0,95	0,95	0,94	0,94
Suède	EUR/SEK	10,60	10,50	10,60	10,50	10,40
Norvège	EUR/NOK	10,70	10,50	10,40	10,30	10,20

Asie		Dec-26	Mar-27	Jun-27	Sep-27	Dec-27
Chine	USD/CNY	6,62	6,60	6,60	6,55	6,50
Hong Kong	USD/HKD	7,81	7,82	7,82	7,82	7,80
Inde	USD/INR	96,00	94,00	94,00	92,00	92,00
Indonésie	USD/IDR	17 600	17 500	17 500	17 250	17 250
Malaisie	USD/MYR	4,02	4,00	3,98	3,96	3,95
Philippines	USD/PHP	61,2	61,0	60,8	60,5	60,0
Singapour	USD/SGD	1,27	1,27	1,26	1,26	1,25
Corée du Sud	USD/KRW	1385	1400	1390	1380	1360
Taiwan	USD/TWD	31,6	31,5	31,5	31,4	31,2
Thaïlande	USD/THB	33,0	33,0	32,8	32,5	32,0
Vietnam	USD/VND	26 250	26 200	26 200	26 100	26 000
Amérique latine						
Brésil	USD/BRL	5,25	5,30	5,35	5,40	5,45
Mexique	USD/MXN	18,00	18,25	18,50	18,75	19,00
Afrique						
Afrique du Sud	USD/ZAR	15,50	15,50	15,50	15,50	15,50
Europe émergente						
Pologne	USD/PLN	3,82	3,82	3,79	3,72	3,68
Russie	USD/RUB	77,00	80,00	81,00	82,00	83,00
Turquie	USD/TRY	51,50	52,50	53,50	54,10	55,00
Europe centrale						
Rép. tchèque	EUR/CZK	24,10	23,90	23,60	23,30	23,10
Hongrie	EUR/HUF	364	362	360	358	357
Pologne	EUR/PLN	4,32	4,32	4,32	4,31	4,30
Roumanie	EUR/RON	5,28	5,28	5,30	5,30	5,30

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix moy. du trim.		2026	2027			
		T4	T1	T2	T3	T4
Brent	USD/BBL	95	90	95	95	95

Prix moy. du trim.		2026	2027			
		T4	T1	T2	T3	T4
Or	USD/oz	5 000	5 200	5 300	5 400	5 500

COMPTES PUBLICS

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dette publique (% du PIB)		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
États-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	90,8
Allemagne	-3,0	-4,1	-4,4	62,6	65,0	66,9
France	-5,1	-5,4	-5,4	115,7	119,3	121,8
Italie	-3,1	-3,0	-2,9	136,7	138,2	139,1
Espagne	-1,6	-2,5	-1,9	100,7	98,7	98,6
Pays-Bas	-1,6	-2,5	-1,9	44,7	47,3	47,1
Belgique	-5,4	-5,4	-5,1	107,9	109,5	111,3
Grèce	1,7	0,8	0,6	145,3	139,8	133,2
Irlande	1,8	0,7	2,2	32,9	33,0	28,9
Portugal	0,7	-0,1	-0,3	89,7	87,6	86,2
Royaume-Uni	-5,2	-3,9	-3,5	102,2	102,9	103,3

Achevé de rédiger le 2 octobre 2026

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

Comité de rédaction

Pays développés

Paola MONPERRUS-VERONI – Zone euro, 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 LEBOUGRE, 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 – Riccardo Lamia – 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. 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 ni une Caisse régionale, ne saurait 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**