

Perspectives économiques et financières.



Juin 2026

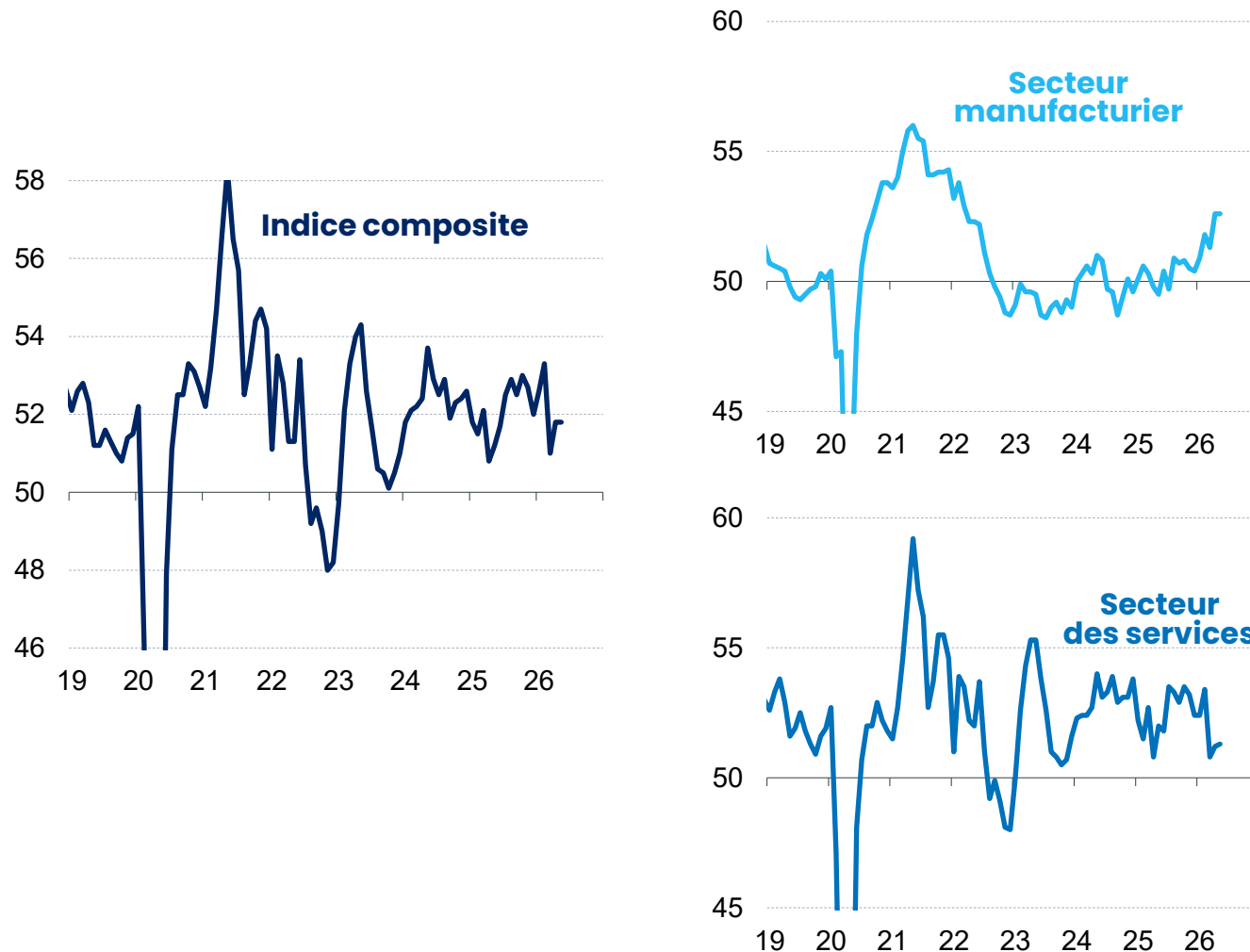
1 Économie mondiale

En attendant la réouverture...

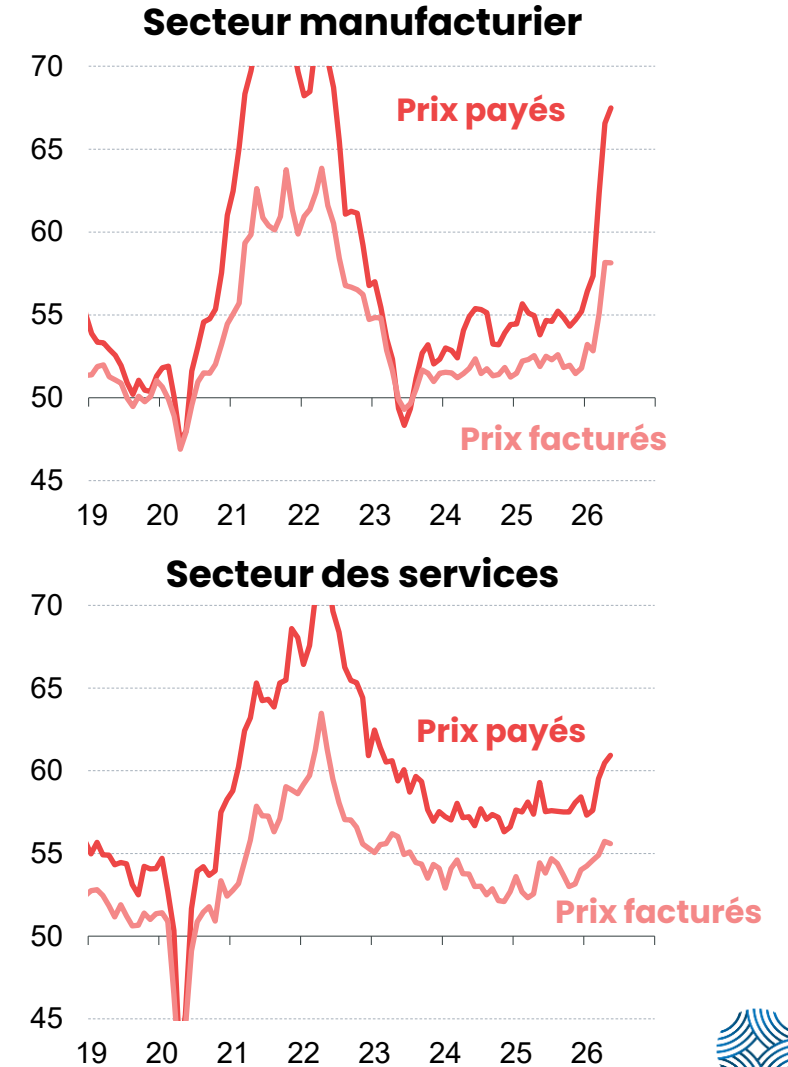


Jusqu'à présent, les indices PMI mondiaux ont bien résisté... mais les pressions sur les prix s'intensifient

Indices PMI mondiaux

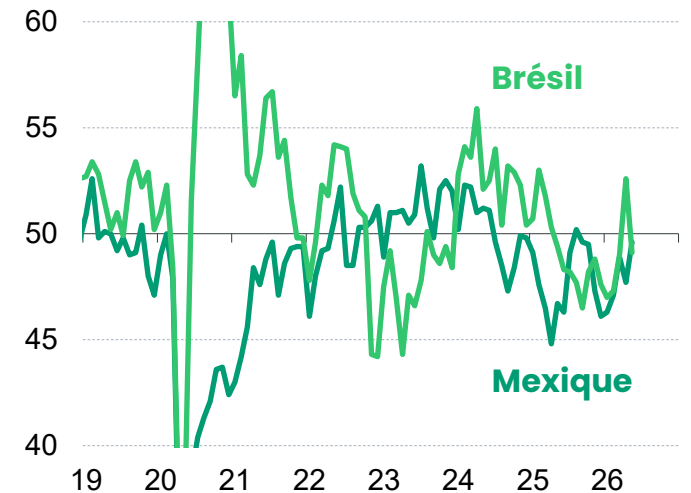
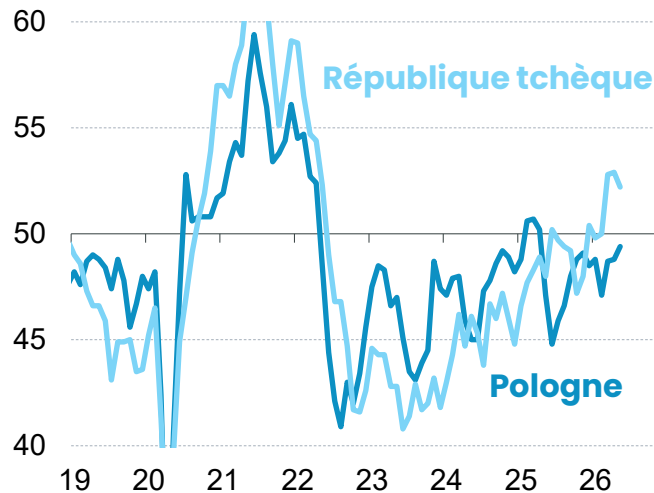
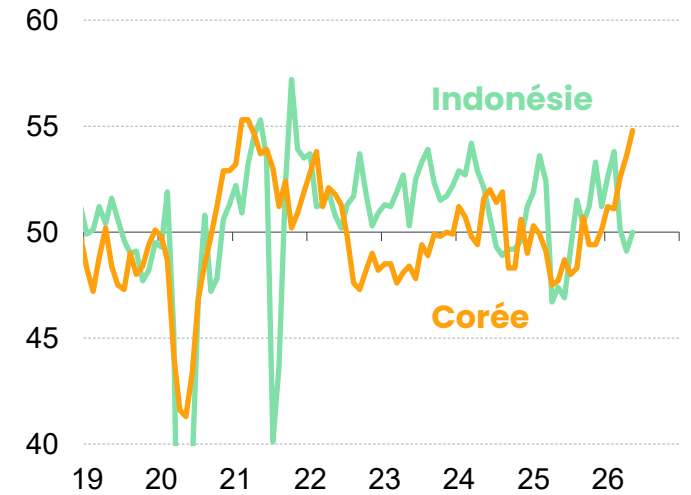
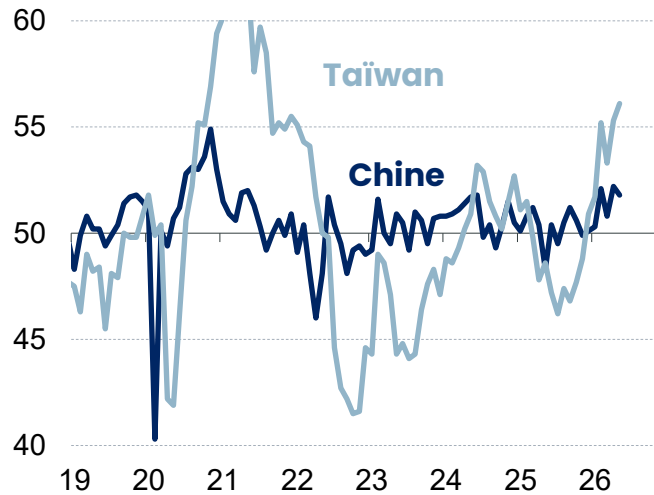
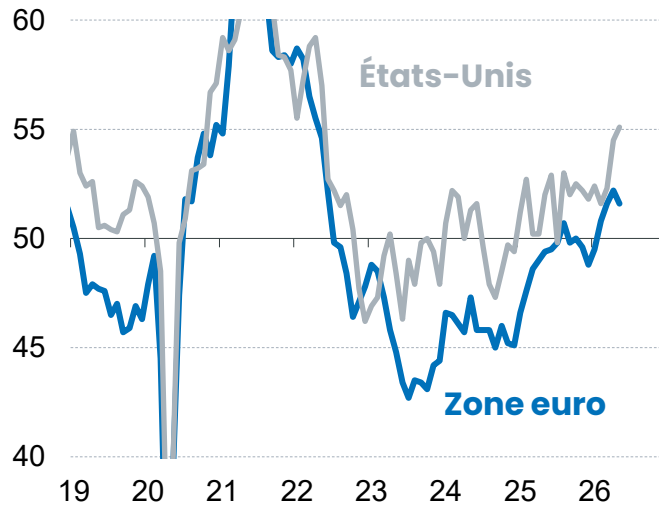


Composantes prix du PMI (monde)



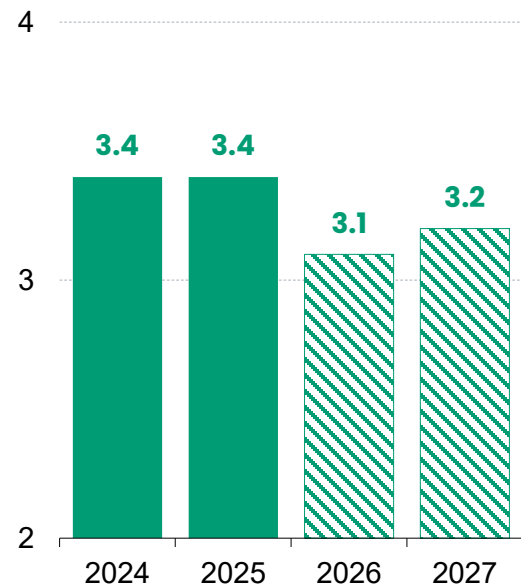
Mémo. PMI du secteur manufacturier pour quelques économies développées et émergentes

Indices PMI du secteur manufacturier

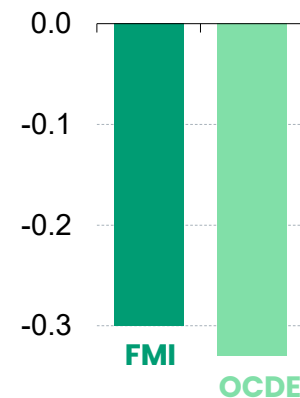


Les institutions internationales ont revu à la baisse leurs prévisions de croissance pour 2026 et alertent sur des scénarios plus défavorables

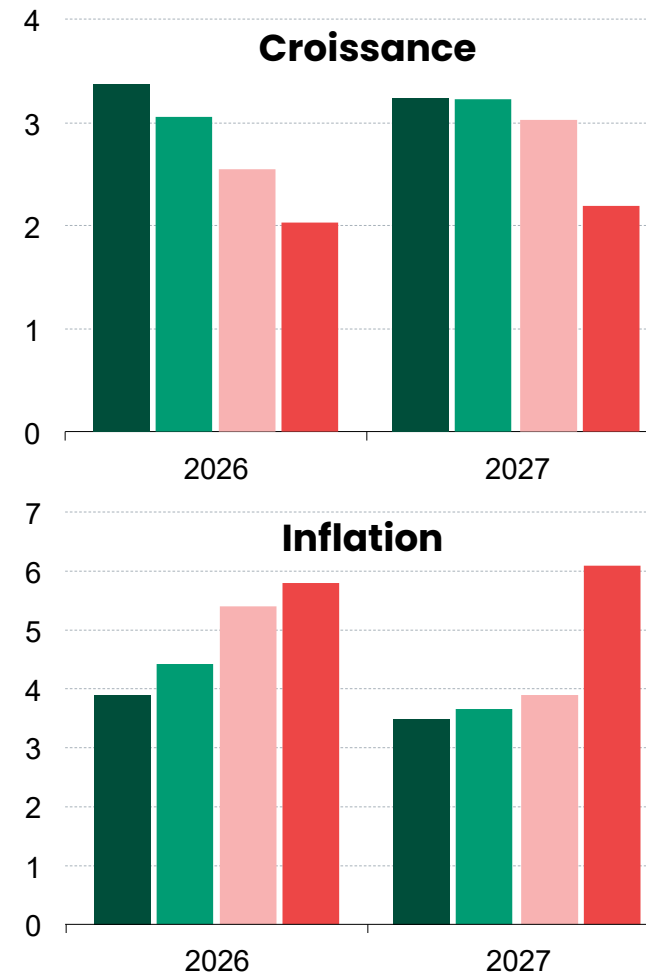
Croissance mondiale
(%, prévisions du FMI)



Mémo. Impact de la guerre au Moyen-Orient sur la croissance mondiale
(%, 2026)



Scénarios du FMI
(%)

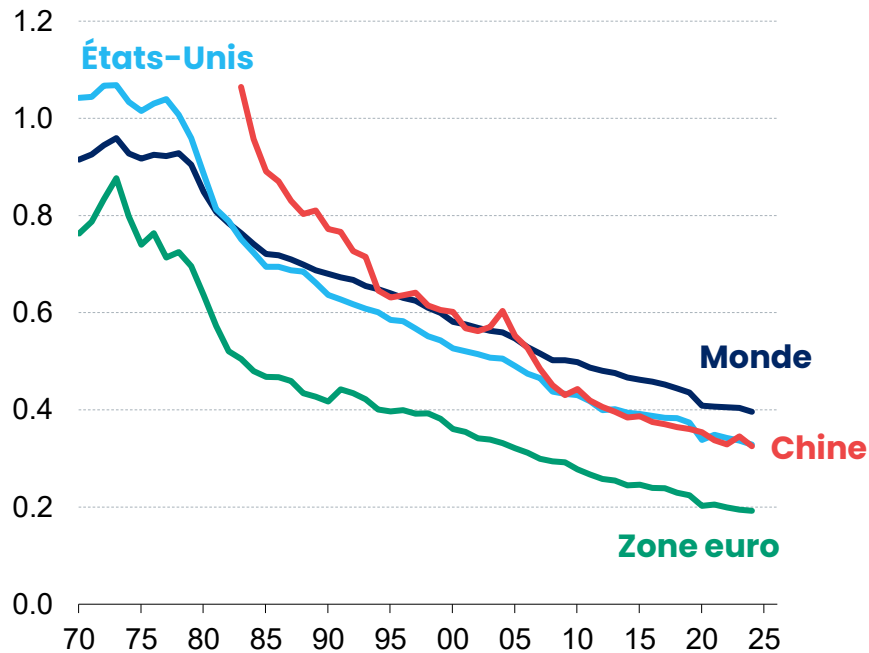


Prévisions avant le conflit
Prévisions d'avril 2026
Scénario défavorable
Scénario sévère

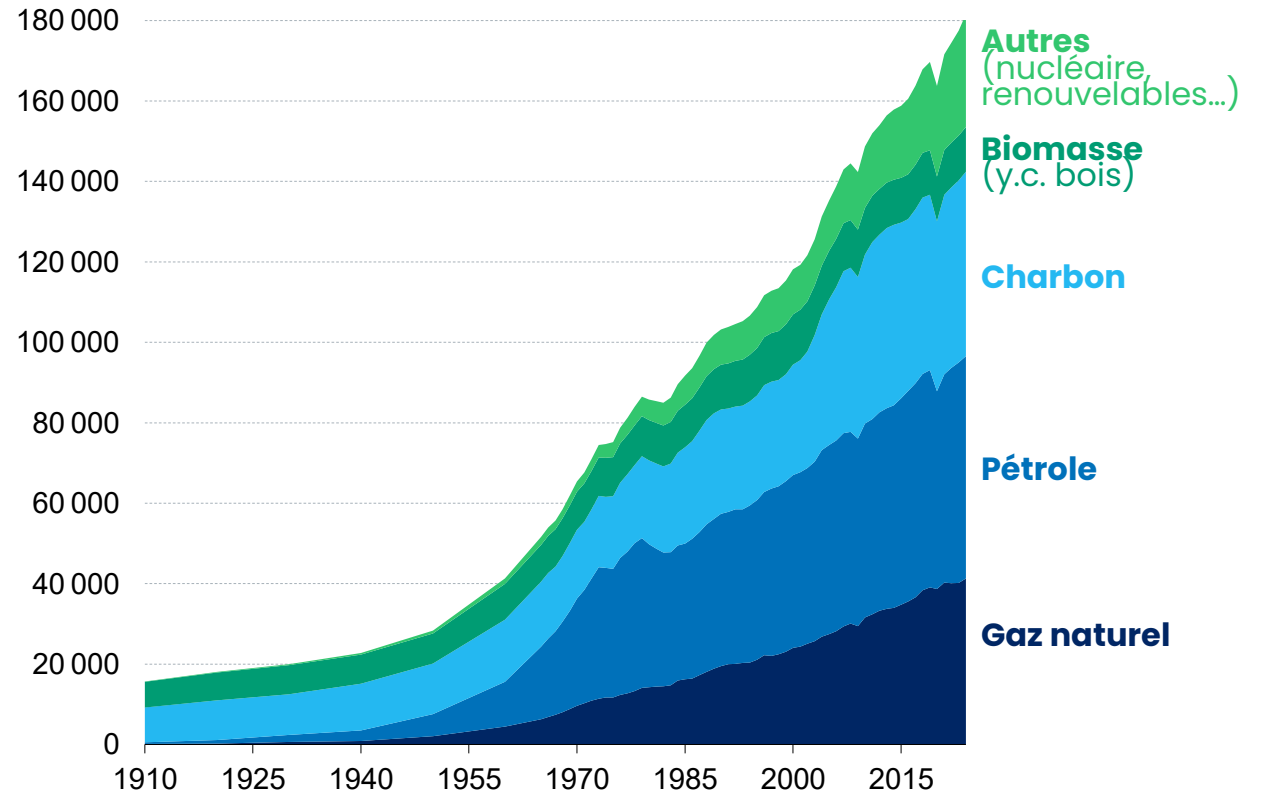


Si l'intensité énergétique a diminué, l'économie mondiale est toujours très dépendante du pétrole et du gaz naturel

Intensité énergétique en pétrole
(barils par millier d'unités de PIB réel)



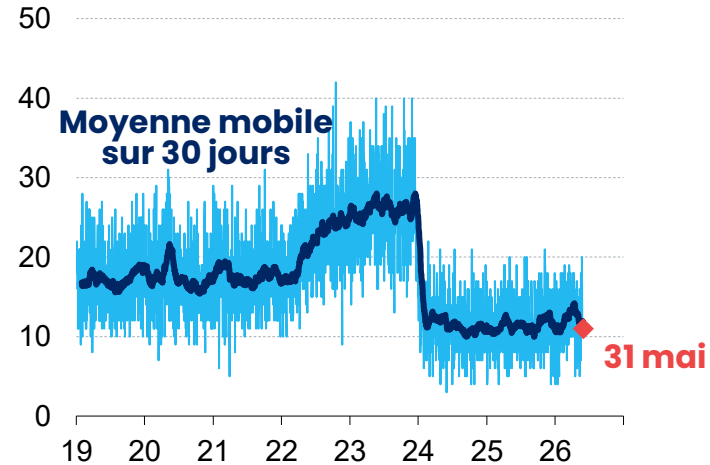
Consommation mondiale d'énergies primaires
(térawattheure)



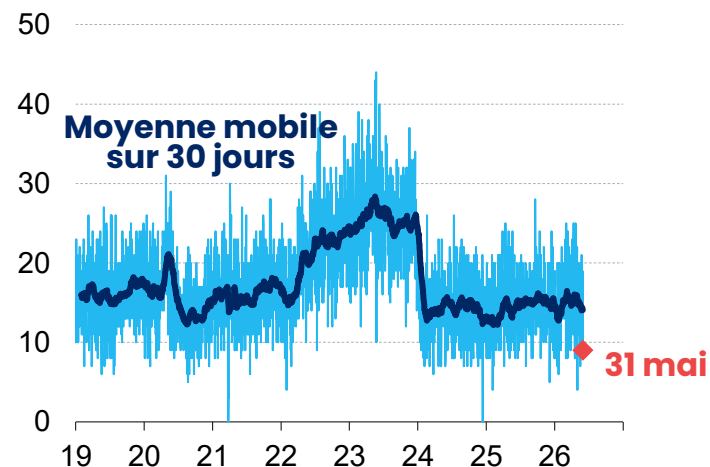
Le détroit d'Ormuz reste clé pour l'approvisionnement en pétrole

Trafic quotidien de pétroliers (nombre de navires par jour)

Détroit de Bab el-Mandeb

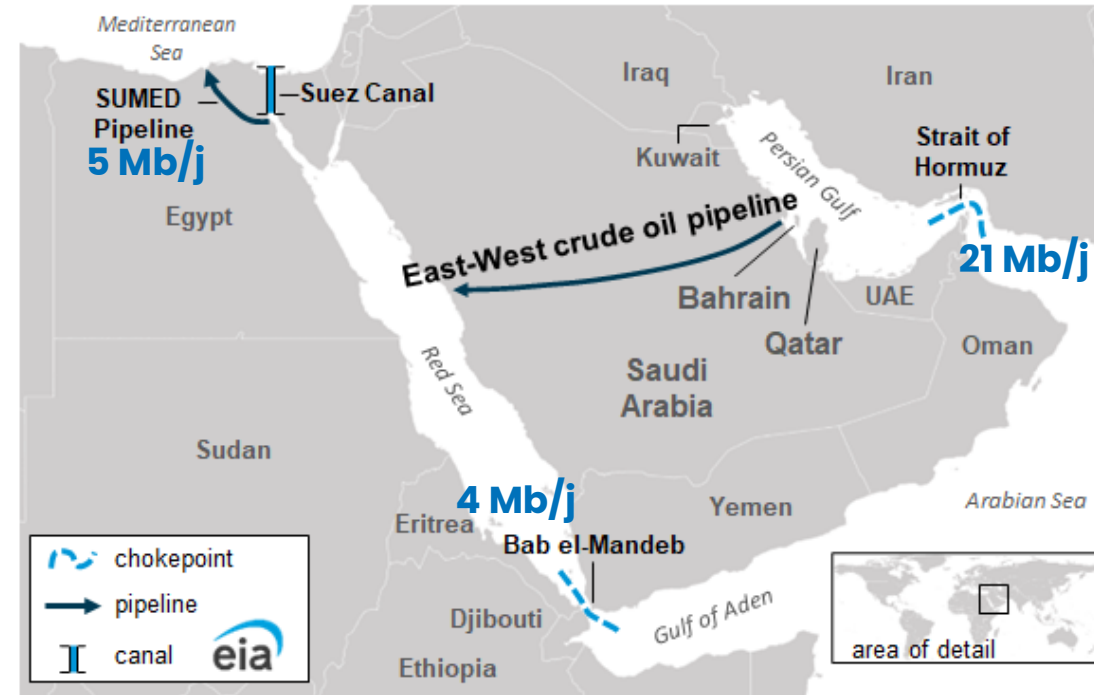
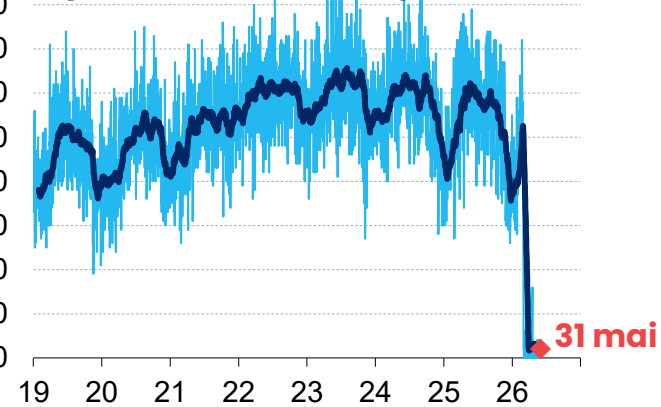


Canal de Suez



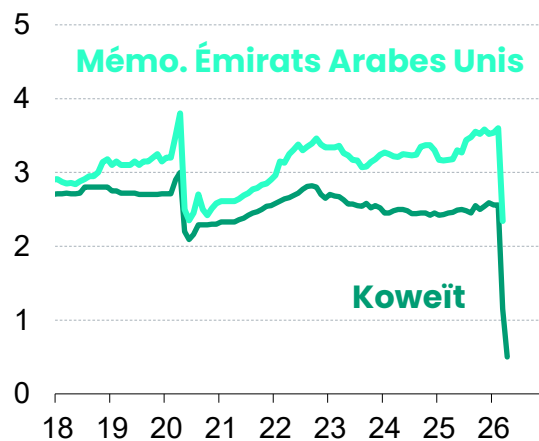
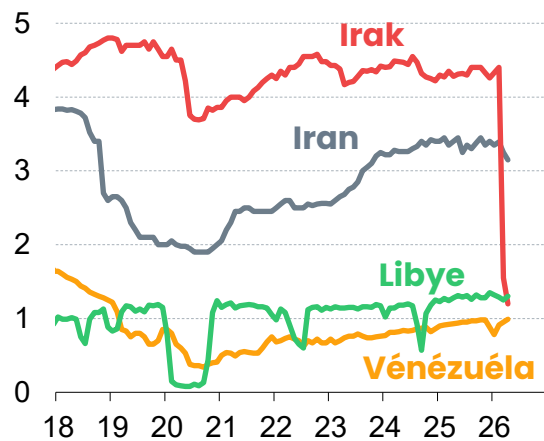
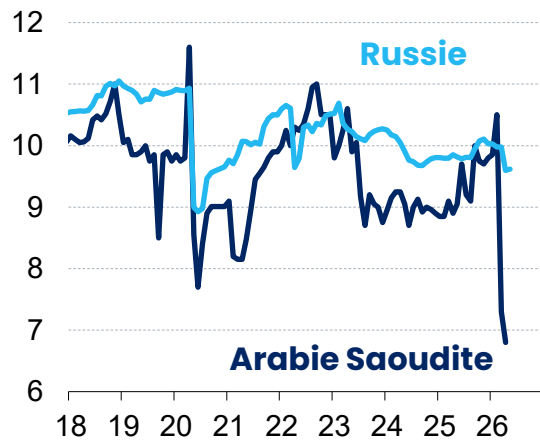
Détroit d'Ormuz

Moyenne mobile sur 30 jours

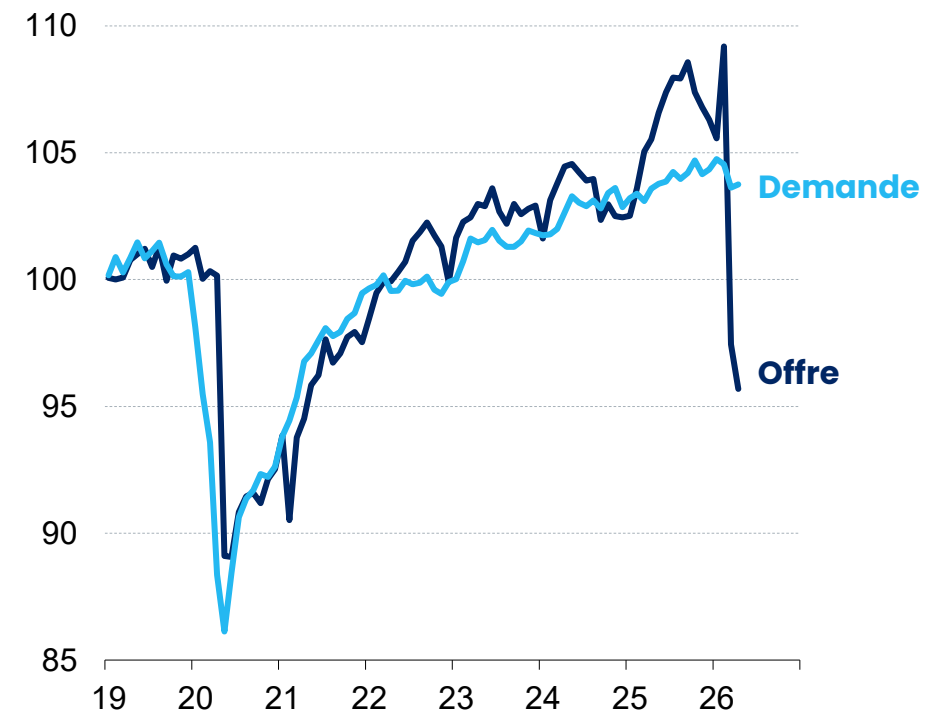


L'offre mondiale de pétrole vient de chuter brutalement

Production de pétrole de l'OPEP+
(millions de barils par jour)



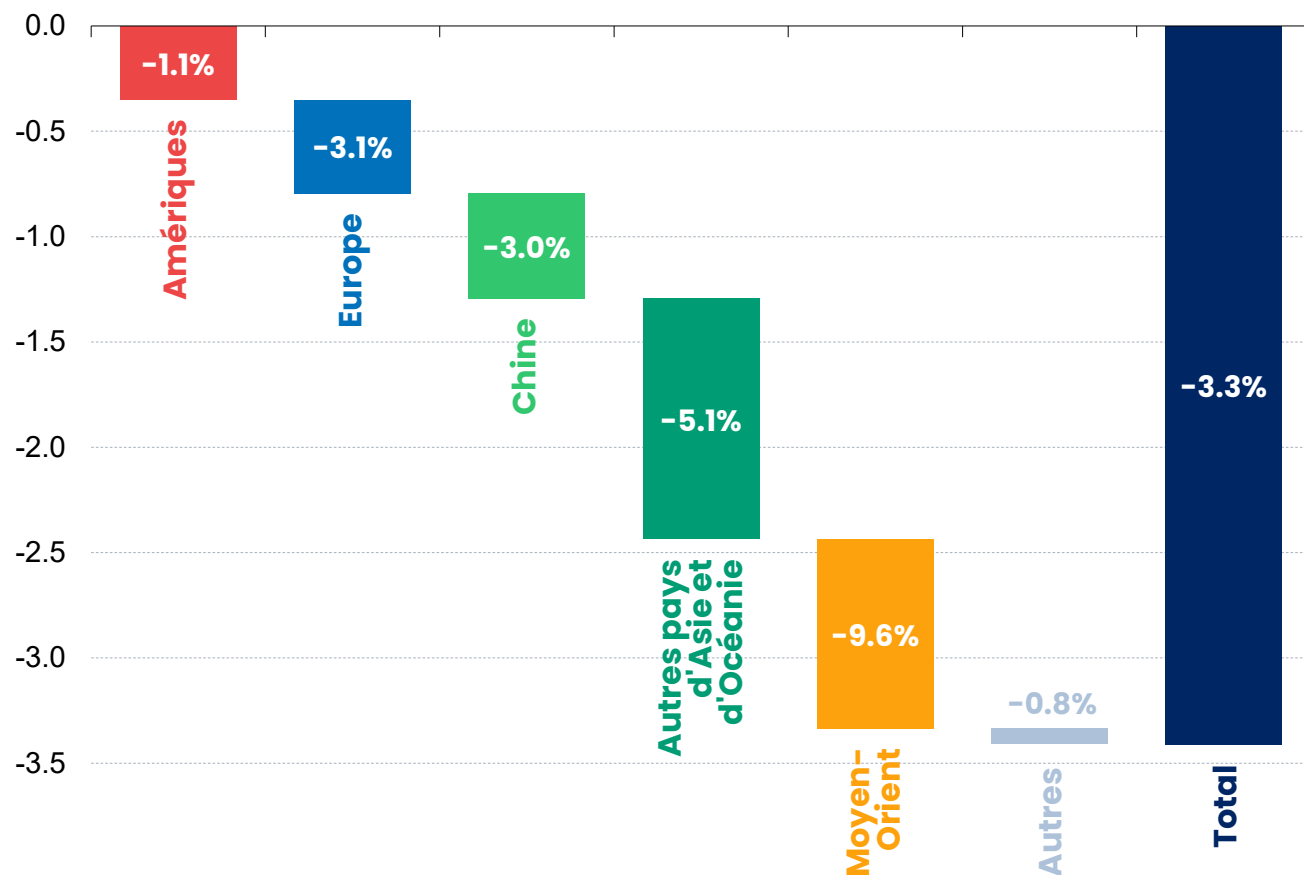
Offre et demande mondiales de pétrole
(millions de barils par jour)



La baisse de la demande de pétrole a été relativement modeste, sauf dans certains pays d'Asie et du Moyen-Orient

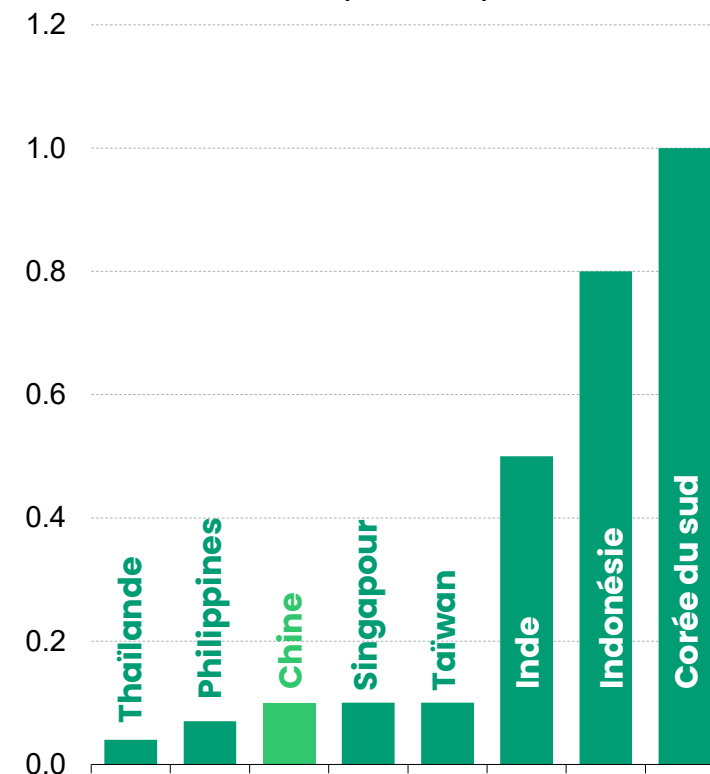
Révision de la demande de pétrole pour le T2 2026 entre février et mai 2026

(millions de barils par jour, prévisions de l'AIE)



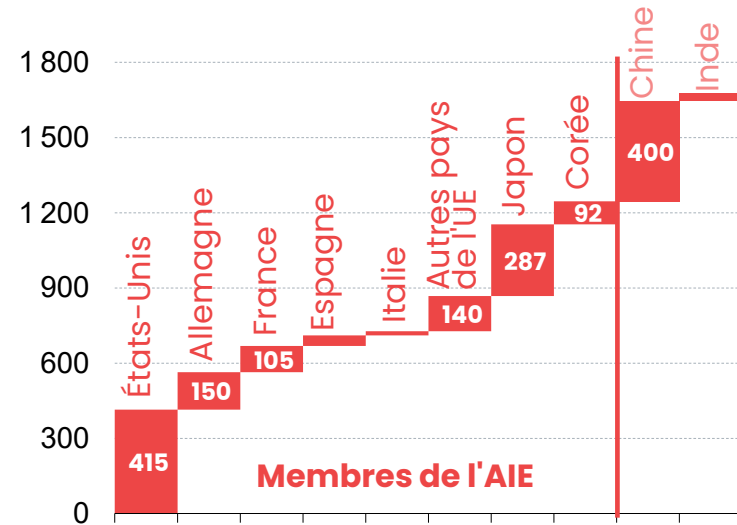
Soutien budgétaire annoncé pour amortir le choc énergétique en Asie hors Japon

(% du PIB)



Les stocks de pétrole jouent actuellement un rôle d'amortisseur...

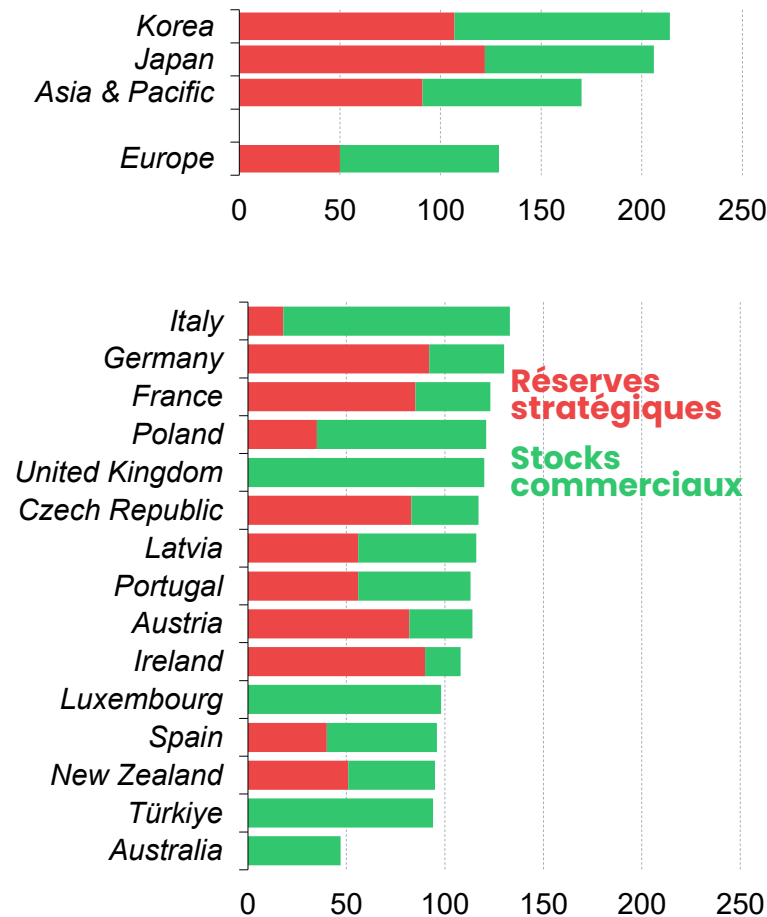
Réserves stratégiques (millions de barils, fin 2025)



Les membres de l'Agence internationale de l'énergie (AIE) disposaient d'environ 1,2 milliard de barils de pétrole de réserves stratégiques fin 2025.

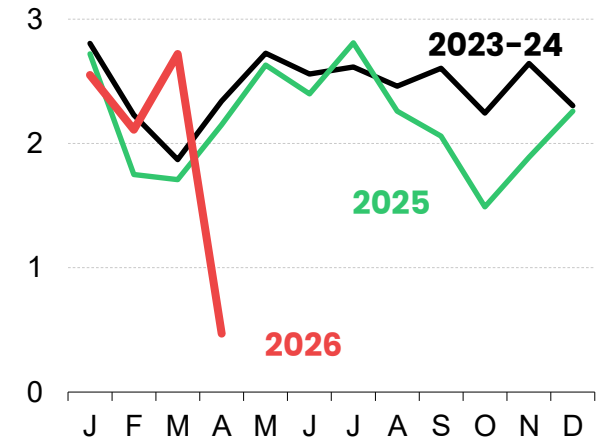
L'AIE impose par ailleurs à ses membres de détenir des stocks commerciaux équivalents à 90 jours de consommation afin de faire face à d'éventuelles perturbations d'approvisionnement.

Réserves de pétrole des membres de l'AIE (jours d'importations, fin 2025)

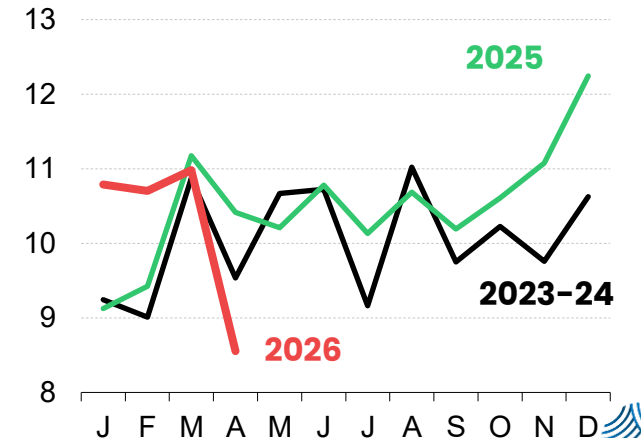


Importations nettes de pétrole brut (millions de barils par jour)

États-Unis



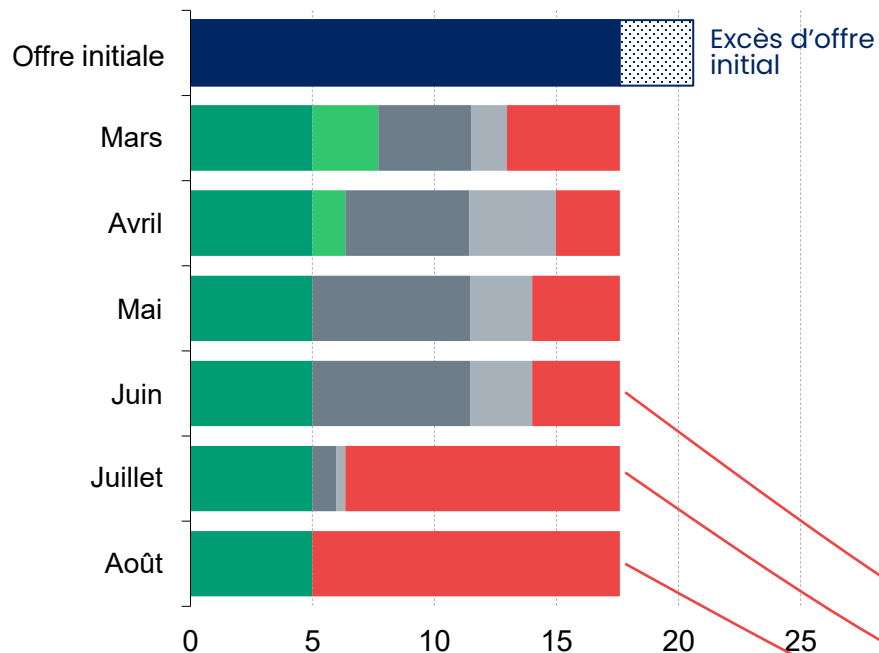
Chine



... mais il est essentiel que le trafic dans le détroit d'Ormuz reprenne

Quel est le déficit d'approvisionnement en pétrole?

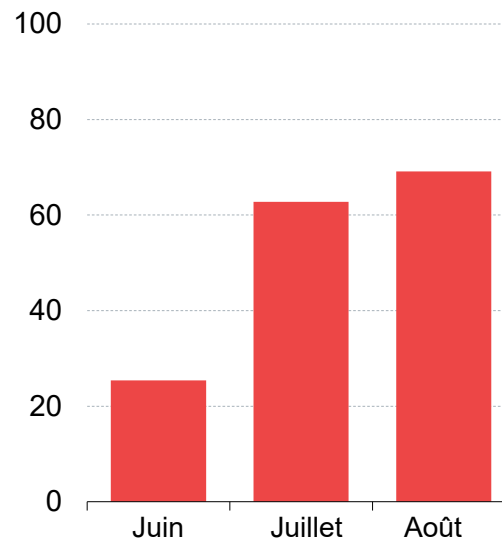
Fermeture d'Ormuz et déficit d'approvisionnement en pétrole (millions de barils par jour)



Réacheminement
Exportations de l'Iran
Stocks de la Chine et réserves stratégiques de l'AIE
Stocks commerciaux de l'OCDE
Manque de pétrole

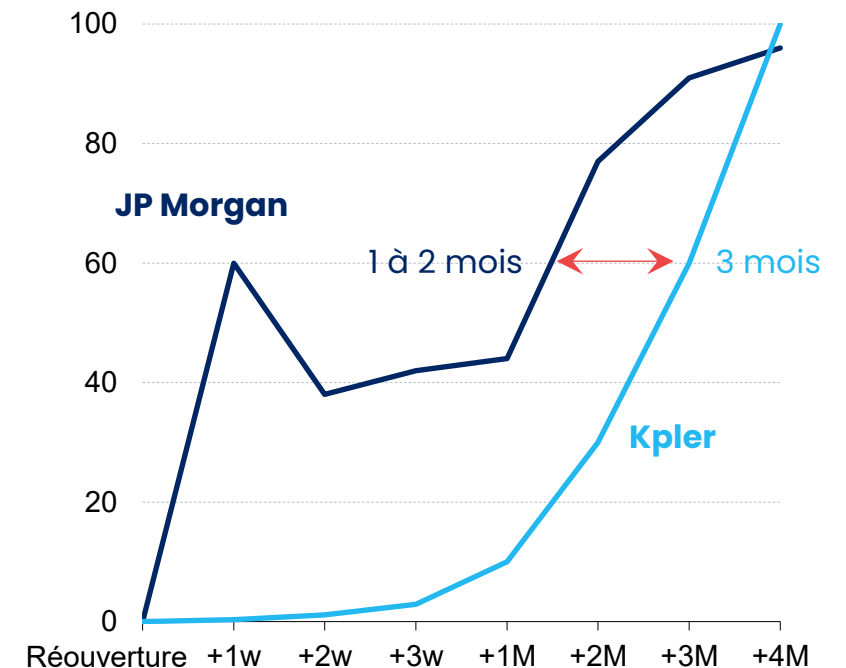
Comment compenser ce déficit de pétrole ?

Taux d'ouverture d'Ormuz pour compenser le déficit (%)



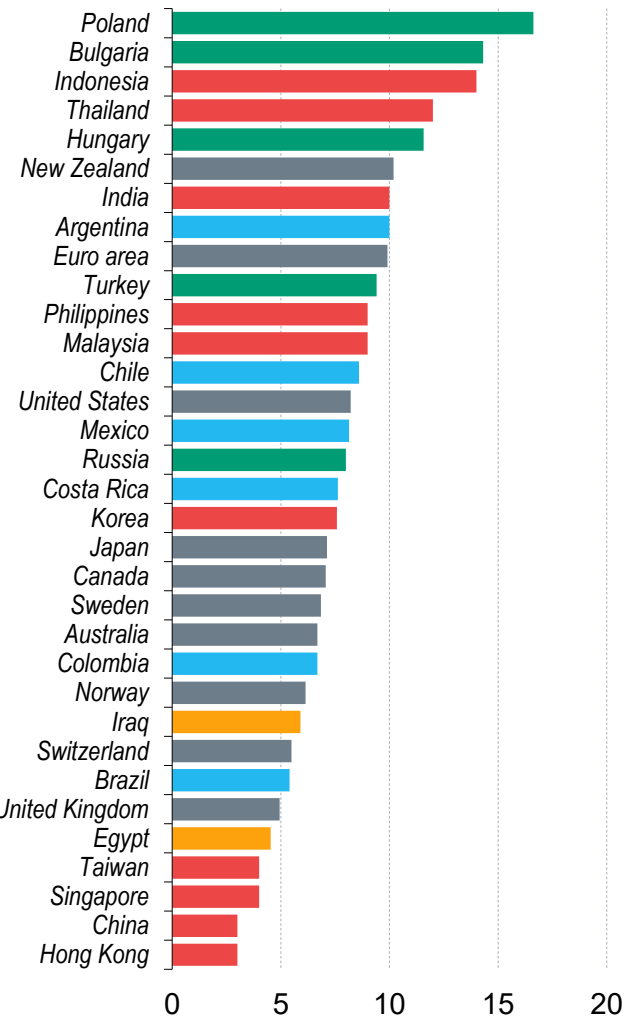
À quelle vitesse le trafic peut-il se normaliser ?

Prévisions de reprise du trafic des pétroliers dans le détroit d'Ormuz après réouverture (% de la moyenne historique)

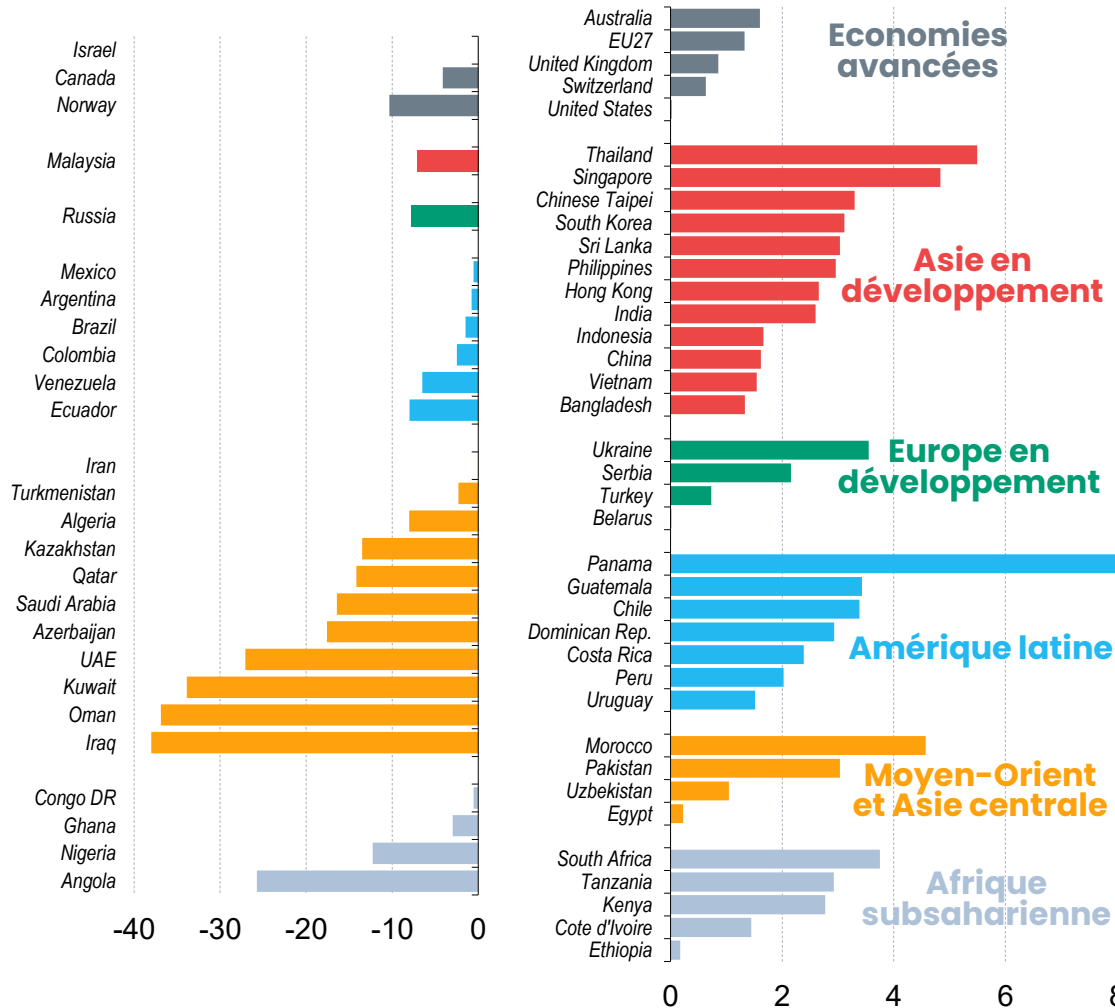


Malgré la baisse de l'intensité énergétique, un conflit prolongé aurait des répercussions sur de nombreux pays

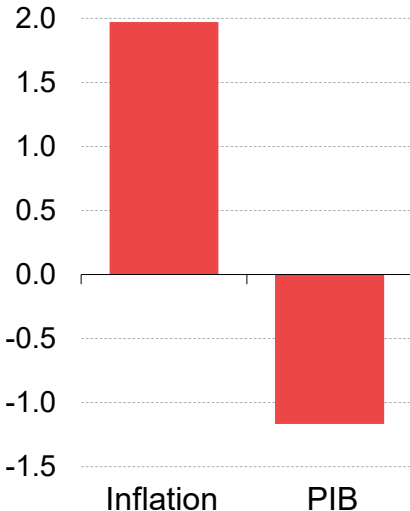
Poids de l'énergie dans l'IPC
(% du total, 2024)



Importations nettes de pétrole
et produits pétroliers par région et pays
(% du PIB, 2024)

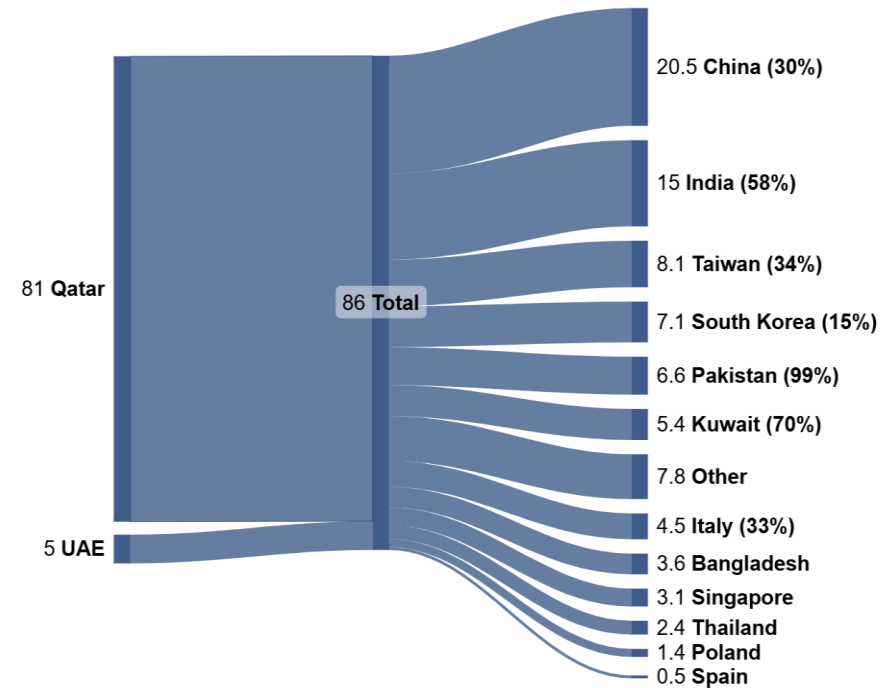


Effet d'une augmentation
durable du prix du pétrole
de 70 à 125 dollars
(écart en % par rapport
au scénario de référence)



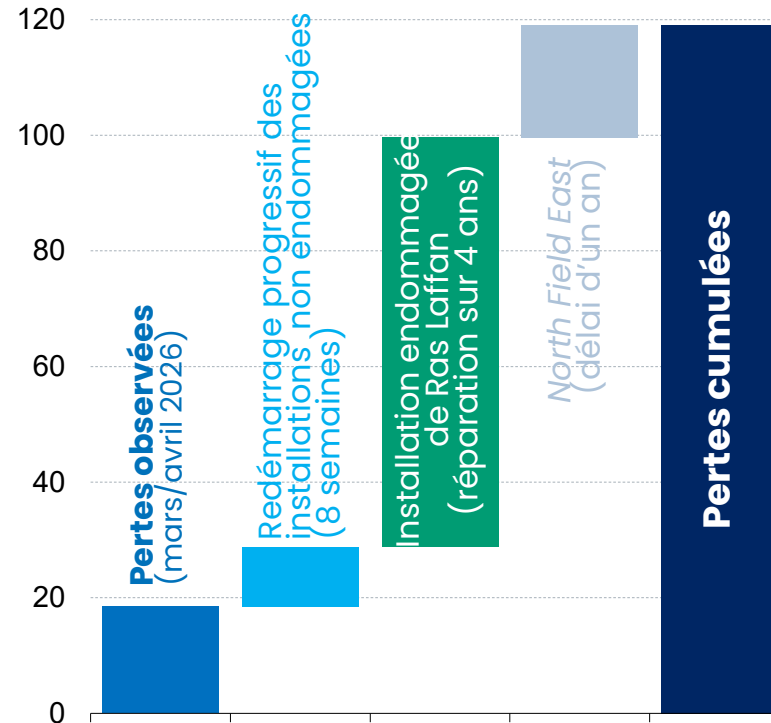
La hausse des prix du gaz naturel pourrait aggraver l'effet récessif dans les économies qui dépendent du GNL

Exportations et importations de gaz naturel des pays du Golfe (millions de tonnes, 2025)

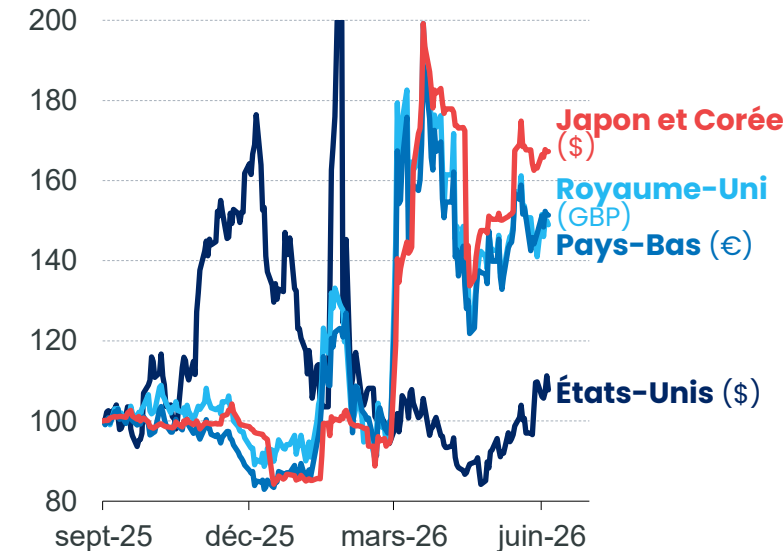


(*) Les chiffres entre parenthèses donnent pour chaque pays la part du gaz naturel liquéfié transitant par le détroit d'Ormuz dans le total de ses importations de gaz naturel liquéfié.

Pertes de production mondiale de GNL liées au conflit, en cumul sur 2026-30 (milliards de mètres cubes)



Prix du gaz naturel par région (septembre 2025 = 100)

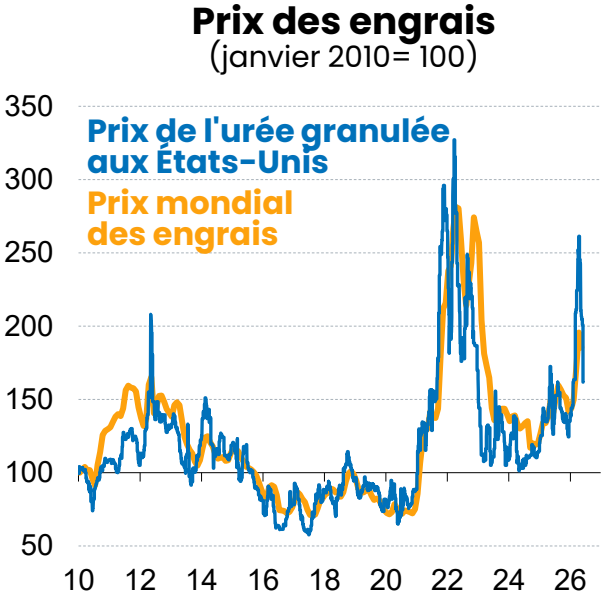


Le détroit d'Ormuz est aussi clé pour les prix des denrées alimentaires et les chaînes d'approvisionnement

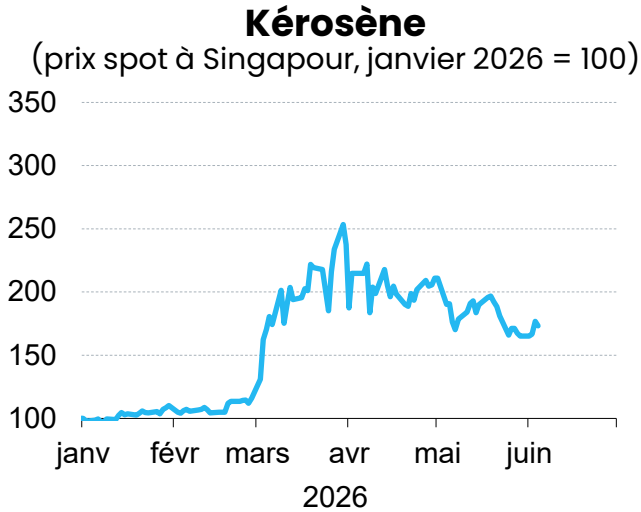
Détroit d'Ormuz : un enjeu clé au-delà du pétrole et du gaz naturel

Matière première	Part passant par le détroit d'Ormuz* (% des exportations mondiales)
Naphtha	13% dont : 12% d'Arabie Saoudite 0.7% des Emirats Arabes Unis
Hélium	31.4%** dont : 30.% du Qatar ** Gaz rares (dont hélium, xénon, néon...)
Souffre	56% dont : 23% des Emirats Arabes Unis 12% du Qatar 10% d'Arabie Saoudite
Engrais	11% dont : 5% d'Arabie Saoudite 3% d'Oman 2% du Qatar

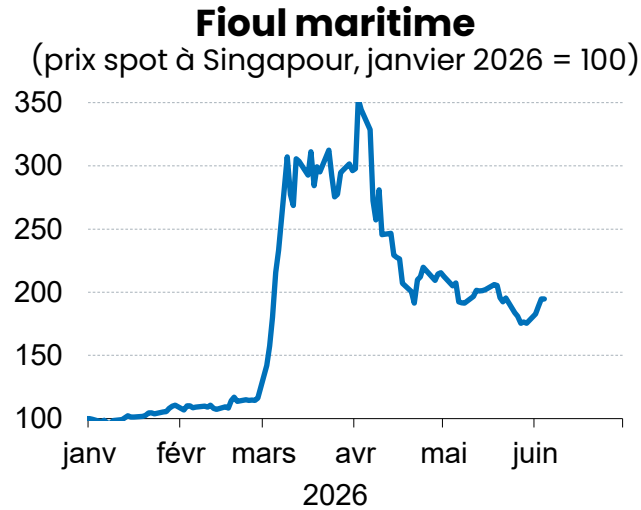
(*) E.A.U., Qatar, Arabie Saoudite, Oman, Koweït, Bahreïn, Iran et Irak



Prix des carburants d'aviation et maritime



Les exportations nettes de kérosène du golfe Persique s'élèvent à 0,5 mb/j, dont plus de la moitié à destination de l'Europe. Le golfe Persique fournit environ la moitié des importations de kérosène de l'UE et du Royaume-Uni.

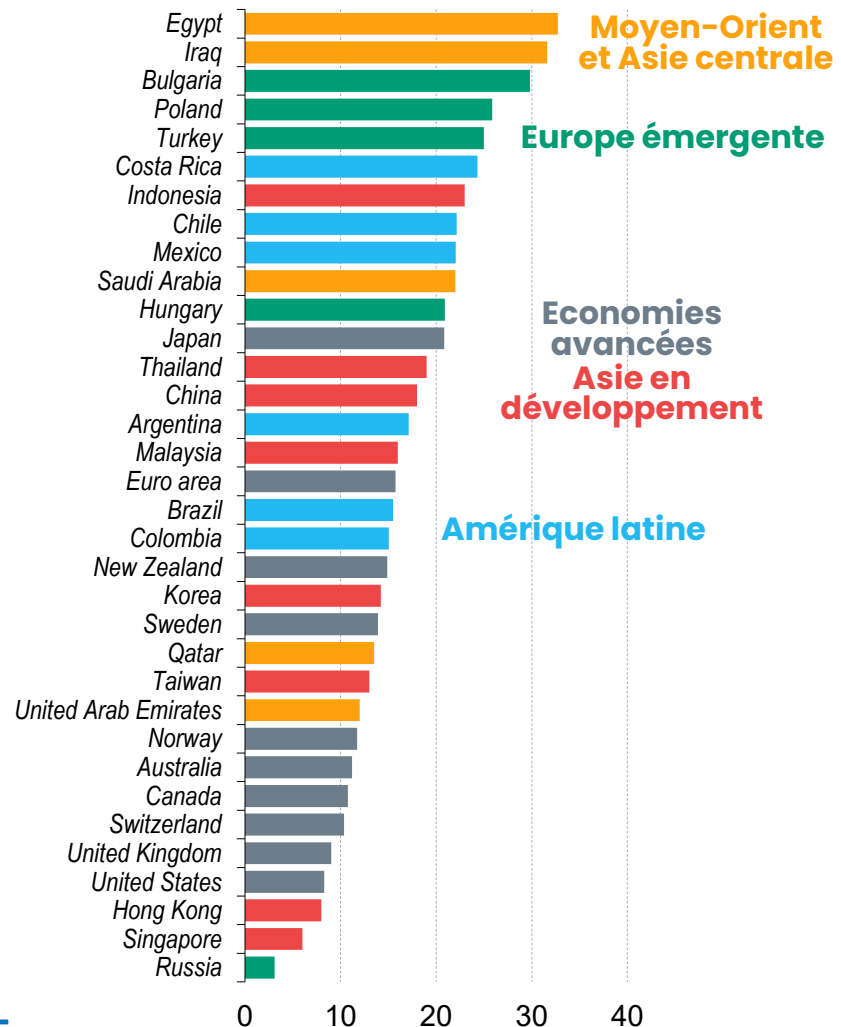


Le risque le plus sérieux pour les chaînes d'approvisionnement mondiales se joue aussi en mer : les navires doivent désormais attendre plus longtemps pour se ravitailler en carburant, en Asie en particulier.

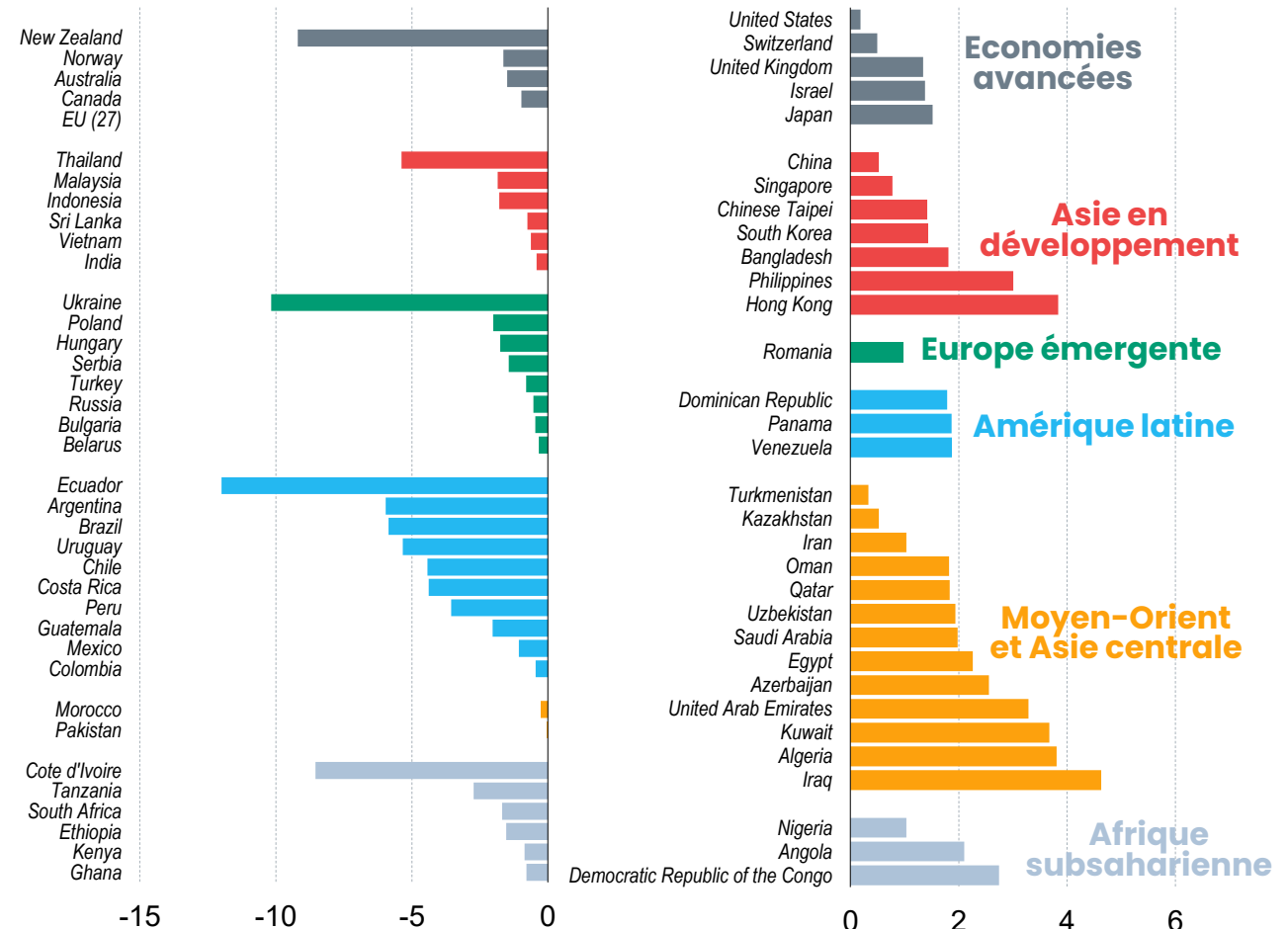


Mémo. Le poids de l'alimentation dans la consommation est beaucoup plus élevé dans les économies émergentes

Poids de l'alimentation dans l'IPC
(% du total, 2024)



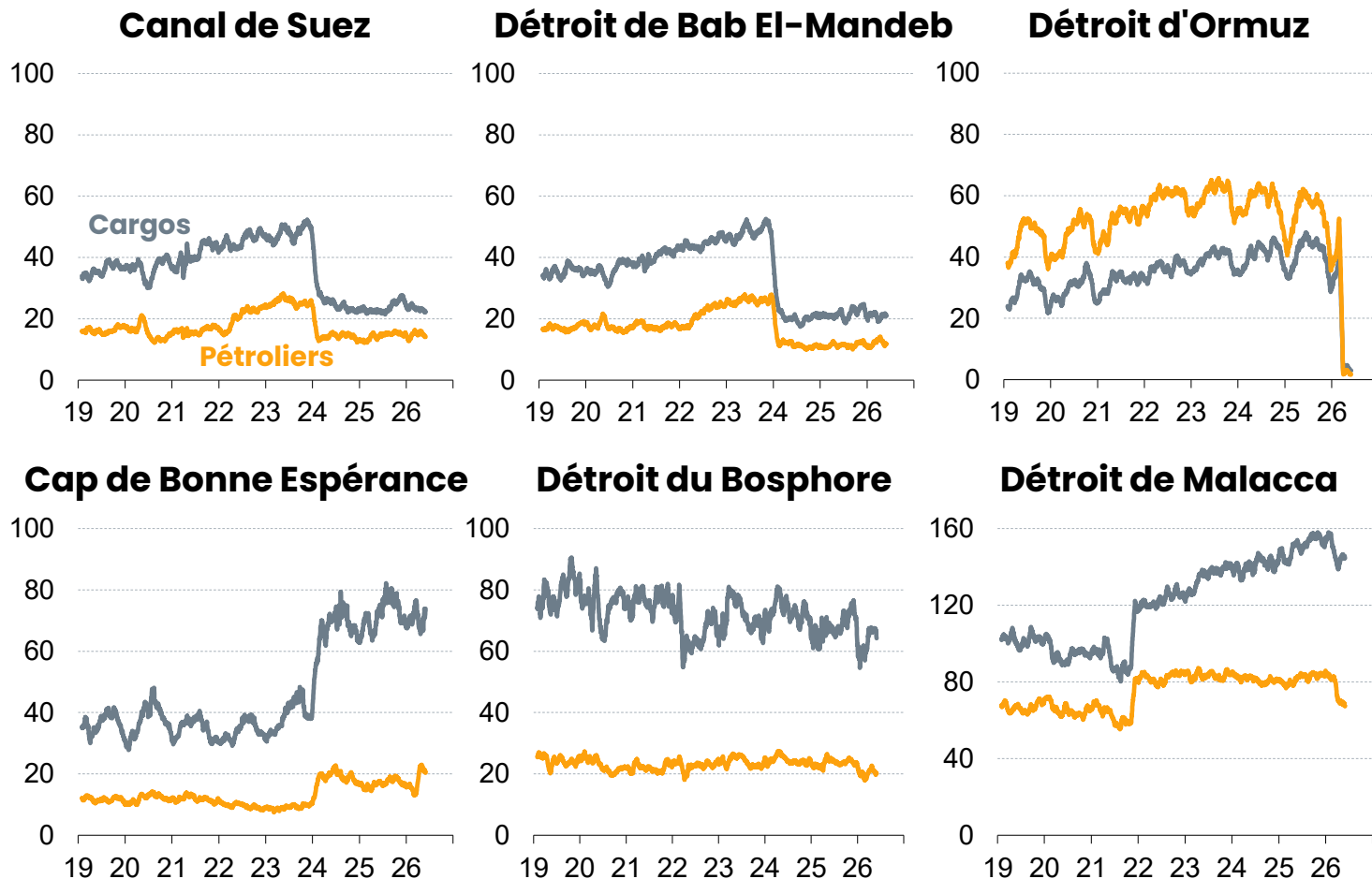
Importations nettes de denrées alimentaires et de produits alimentaires par région et par pays
(% du PIB, 2024)



Si le conflit se prolonge, le coût du fret maritime risque de s'élever fortement

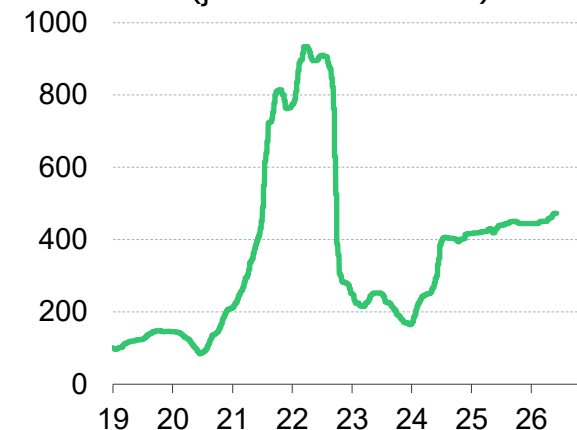
Trafic quotidien de navires

(nombre de navires par jour, moyenne mobile sur 30 jours)

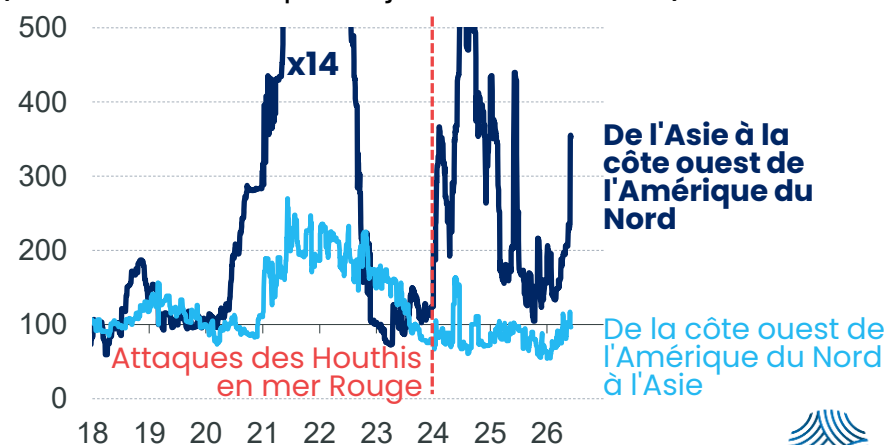


Coût du fret par conteneur

Indice Harper
(janvier 2019 = 100)



**Entre la Chine / Asie de l'Est
et la côte ouest américaine**
(conteneur de 40 pieds, janvier 2020 = 100)



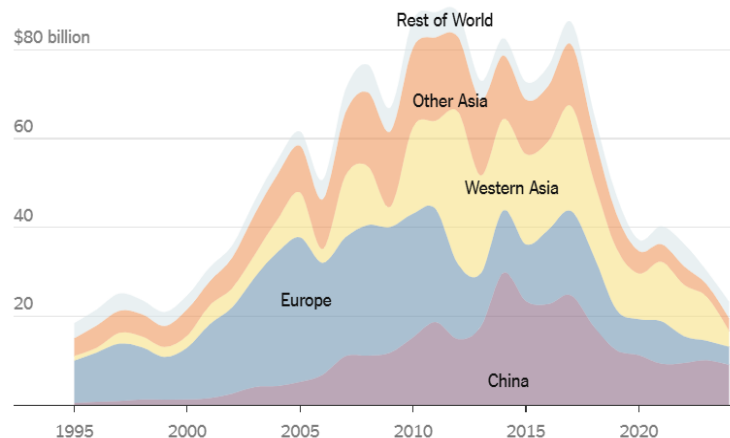
Le blocus américain pèse sur l'économie iranienne... mais ne la paralyse pas !

Inflation

(%, glissement annuel)



Importations de marchandises de l'Iran en provenance de...



Note: Estimates are adjusted for inflation, in 2024 dollar values. Source: Harvard Growth Lab's Atlas of Economic Complexity. Robert Gebeloff/The New York Times

Une part essentielle des échanges commerciaux entre l'Iran et certains partenaires, notamment la Chine, échappe aux statistiques officielles.

L'Iran a mis en place des mécanismes complexes de troc et des circuits financiers opaques : en échange du pétrole iranien, les entreprises publiques chinoises construisent des aéroports et des infrastructures en Iran.

L'Iran partage des frontières terrestres avec sept pays



Compte tenu de sa taille et de sa situation géographique, l'Iran dispose de multiples voies d'accès au commerce international. Le pays partage des frontières avec sept pays et bénéficie également d'un accès aux ports de la mer Caspienne. **Une partie importante des échanges non pétroliers, notamment les produits alimentaires et les minerais, transite par voie terrestre.**

Selon les données des douanes iraniennes, environ **un tiers des échanges commerciaux non pétroliers du pays a transité ces derniers mois par voie aérienne et terrestre.** Les experts soulignent également l'ampleur des circuits de contrebande.



Mémo. Prix des matières premières

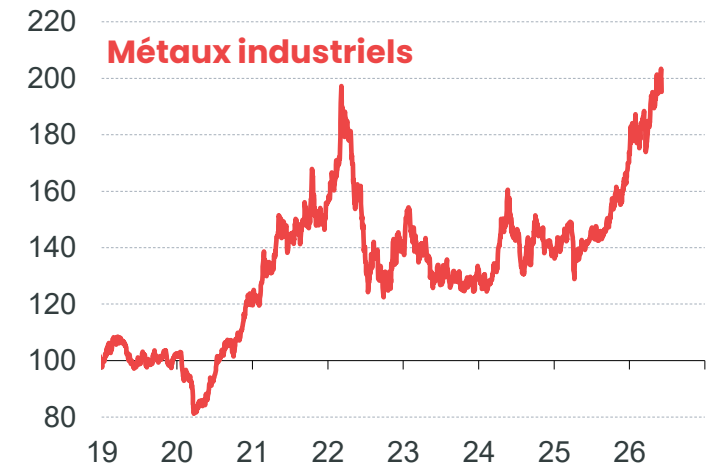
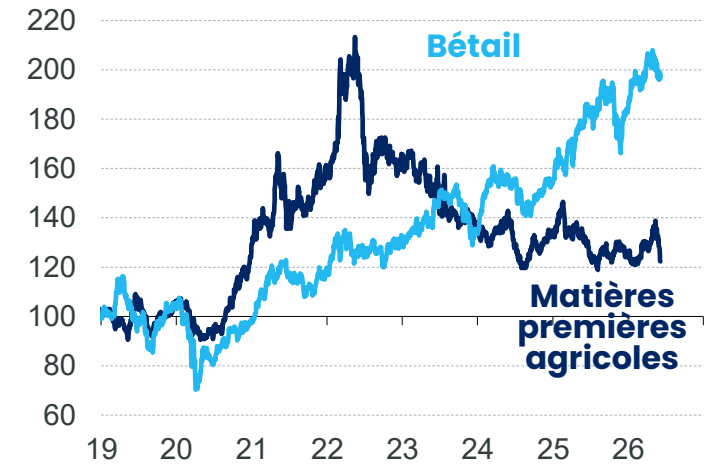
Prix du pétrole brut
(Brent, \$ par baril)



Prix du gaz naturel
(janvier 2019 = 100, en monnaie locale)



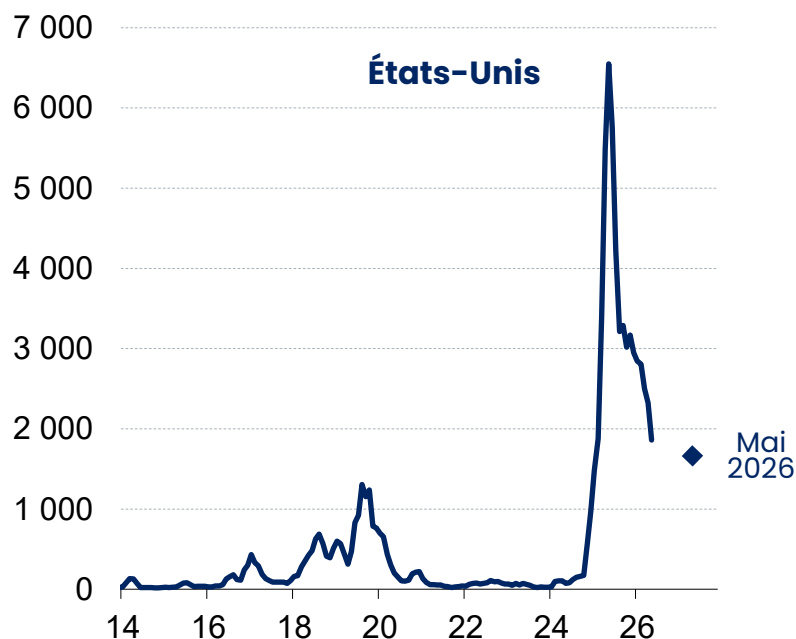
Prix des matières premières
(janvier 2019 = 100, GSCI)



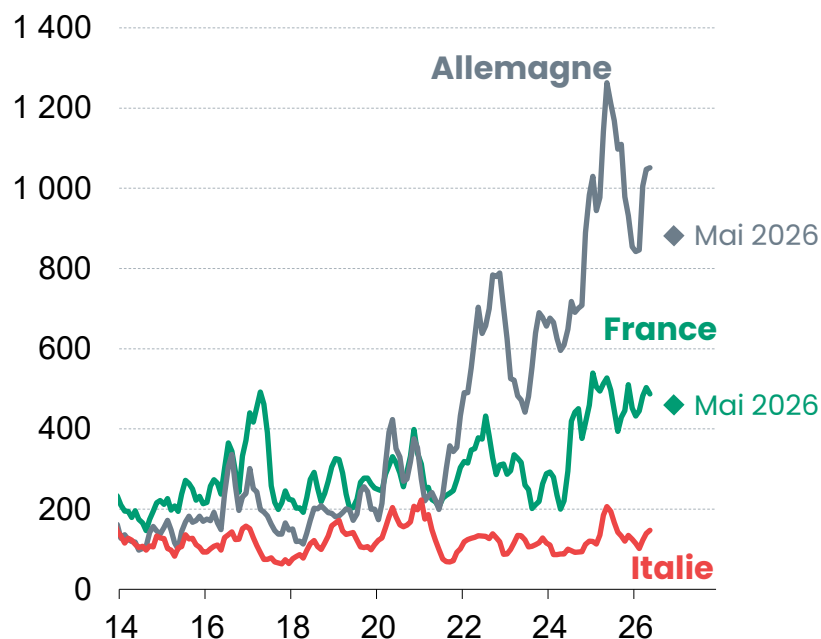
L'incertitude commerciale a diminué ; l'incertitude politique et géopolitique a augmenté !

Indices d'incertitude commerciale, économique et géopolitique (moyenne mobile sur 3 mois)

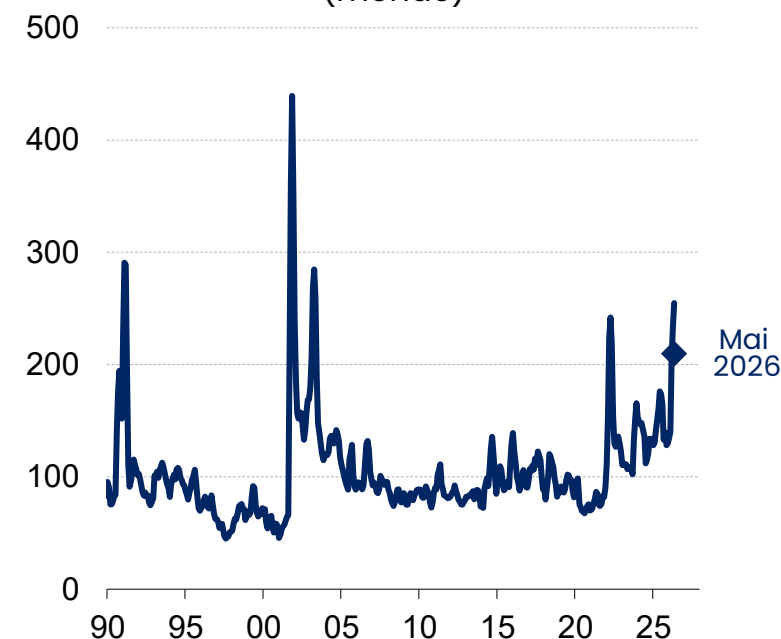
Politique commerciale



Politique économique

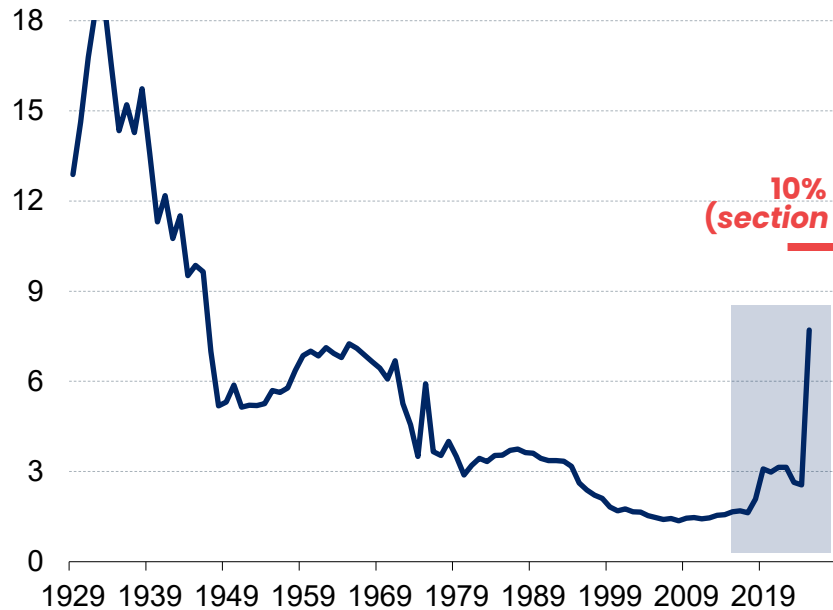


Incertitude géopolitique
(monde)



Le taux moyen de droits de douane a récemment baissé, mais la guerre commerciale n'est pas terminée

Taux des droits de douane aux États-Unis (% des importations)



Mémo.

Droits de douane observés (% des importations, données mensuelles)



Le recours à la Section 122 est temporaire : elle permet l'imposition de droits de douane de 10 % **jusqu'au 24 juillet 2026***.

Pour rendre les droits de douane plus pérennes, l'Administration américaine va remplacer la section 122 par les sections 301 et 232. Elle a déjà lancé une série d'enquêtes au titre de la Section 301 visant 16 grands partenaires commerciaux : la Chine, l'Union européenne, Singapour, la Suisse, la Norvège, l'Indonésie, la Malaisie, le Cambodge, la Thaïlande, la Corée du Sud, le Vietnam, Taïwan, le Bangladesh, le Mexique, le Japon et l'Inde.



Mémo. Le président dispose de nombreuses options pour imposer des droits de douane

Actions présidentielles unilatérales possibles en matière de commerce

Action possible	Description	
Sec 201 of Trade Act of 1974	Safeguard measures permit temporary tariffs or quotas on products if domestic industry is seriously and substantially injured/threatened by a surge of imports	Solar cells and modules Large residential washing machines
Sec 337 of Tariff Act of 1930	ITC-led investigations typically are used with IP-related issues ; while the ITC is independent, the president can influence it through appointments	
Sec 338 of Tariff Act of 1930	Impose new/additional duties on imports from countries that have taken unreasonable or discriminatory actions that disadvantage U.S. commerce	Easy to use , tariffs limited to 50%
Sec 307 of Tariff Act of 1930	Customs and Border Protection (CBP) has authority to prohibit US imports of products mined, manufactured, or produced with forced labor .	
Sec 232 of Trade Expansion Act of 1962	Commerce Secretary can determine if imports pose a threat to "national security," and president can decide to impose tariffs or quotas on such imports.	Requires detailed investigations except for steel & aluminum Tariffs must also be terminated after 4 years unless an extension is approved by USTR
Sec 122 of Trade Act of 1974	President may deal with "large and serious" trade deficits by imposing temporary (up to 150 days) tariffs and/or quotas of as much as 15%	Could be utilized as a means to quickly impose universal tariffs on a temporary basis
Section 301 of Trade Act of 1974	Provides wide authority for USTR to respond to unfair trade practices by imposing tariffs and quotas.	Requires detailed investigations except for China
Trading with Enemy Act of 1917	President may use TWEA to regulate commerce and freeze/seize foreign assets; does not permit tariffs and requires US to be at war	
Int'l Emergency Economic Powers Act of 1977	President may use IEEPA to regulate commerce and freeze/seize foreign assets, given "unusual or extraordinary" international threats	The easiest and broadest Unlimited duration
Anti-Dumping, Countervailing Duties	US industries may petition Commerce Department or ITC for dumping; Commerce also can self-initiate. Administration could apply anti-circumvention investigations. US can impose anti-dumping or countervailing duties to offset the dumping or subsidization	

Actions du Congrès sur le commerce

Reduce de minimis threshold	Imports of goods valued under \$800 (per person, per day) are exempt from US tariffs	"de minimis" imports are estimated to be about \$40-50bn per year (o.w. 64% from China)
Rescind China's Permanent Normal Trade Relations status (PNTR)	The PNTR status makes imports from China subject to base WTO tariff rates	There is support in Congress to revoke PNTR with China. This would increase tariffs on Chinese imports to an average rate of 40% as currently applied to North Korea, Cuba, Russia, and Belarus



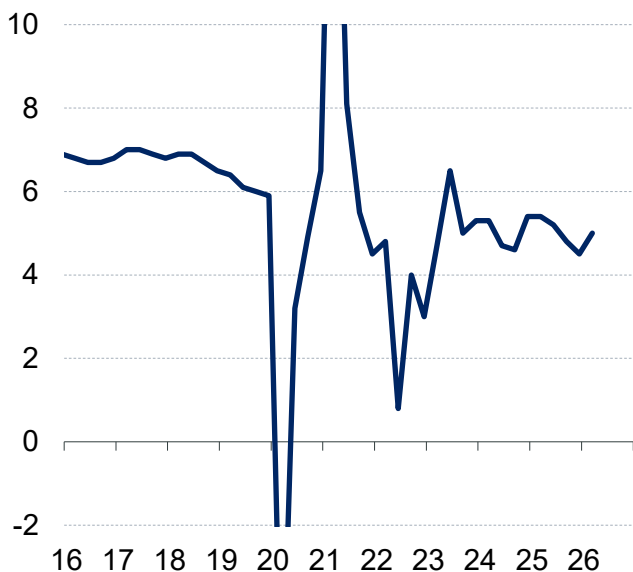
2 Chine

Entre rivalité géopolitique et conflit en Iran



Alors que la croissance du PIB a été relativement solide début de 2026...

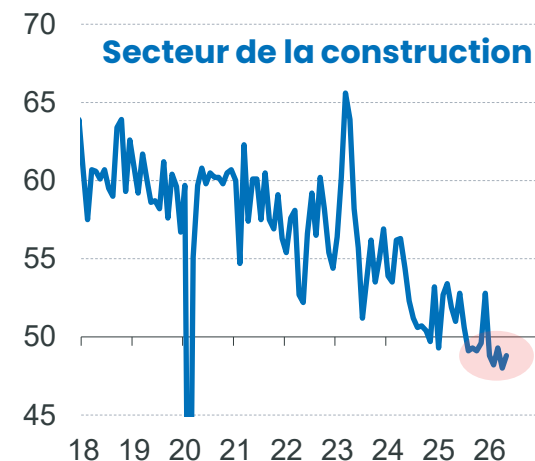
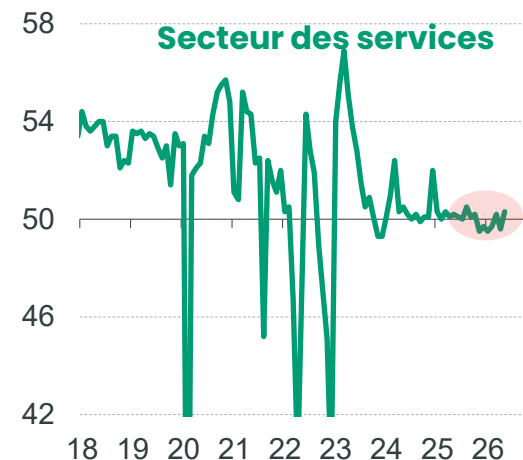
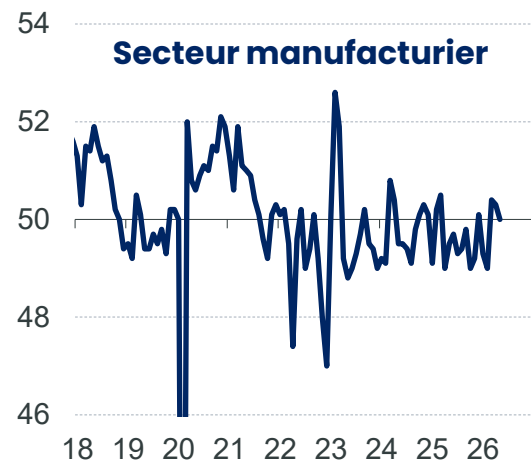
PIB réel
(%, glissement annuel)



Déflateur du PIB
(%, glissement annuel)

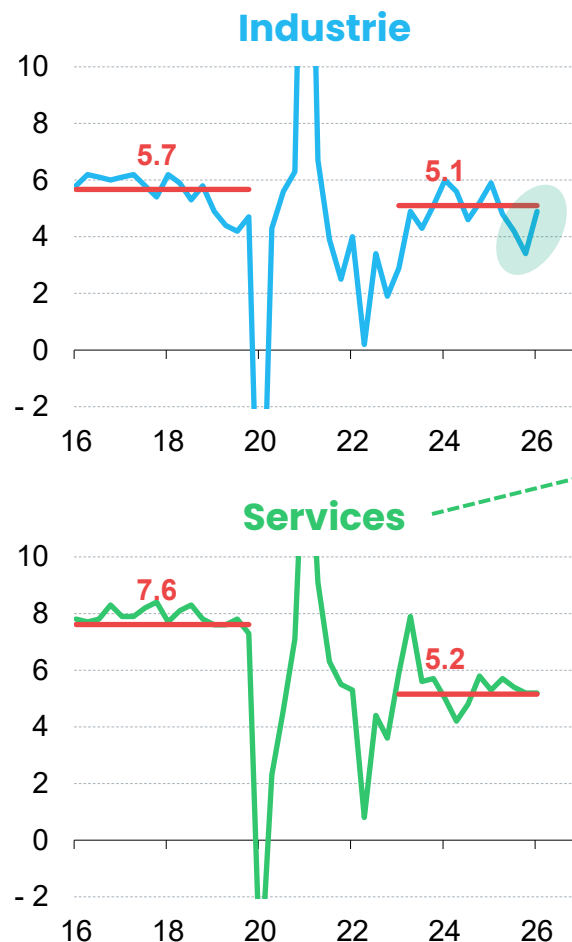


Indice PMI
(NBS)

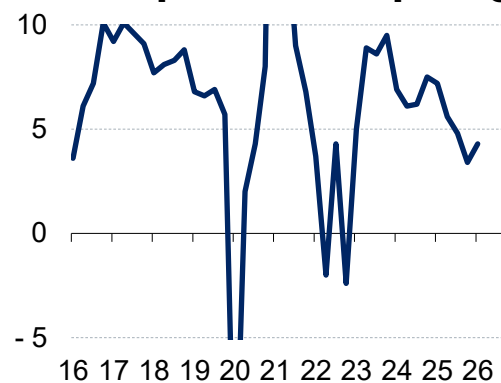


... le rebond au premier trimestre est largement lié aux exportations de biens... et au secteur financier !

Valeur ajoutée
(%, glissement annuel, volume)



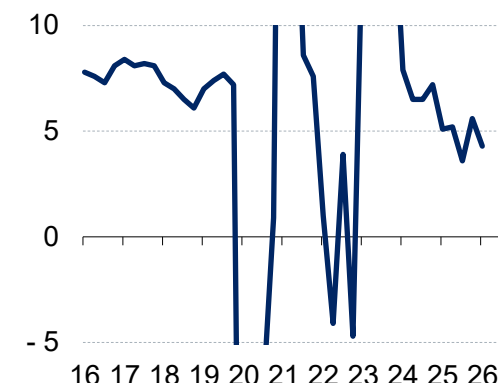
Transport et entreposage



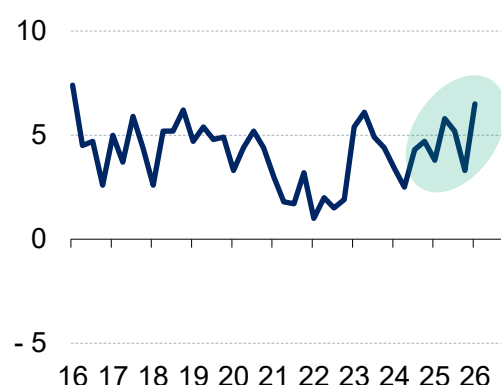
Commerce de gros et de détail



Hôtellerie et restauration



Services financiers



Immobilier



Information, logiciels et informatique

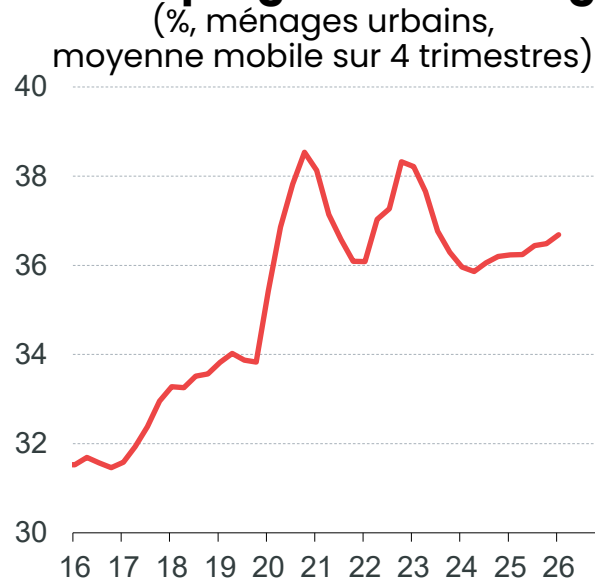


La valeur ajoutée des services financiers a augmenté de 6,5 % en glissement annuel au premier trimestre, principalement sous l'effet d'une hausse des volumes de transactions boursières... malgré le ralentissement de la croissance du crédit et la persistance de marges bénéficiaires faibles dans les banques !

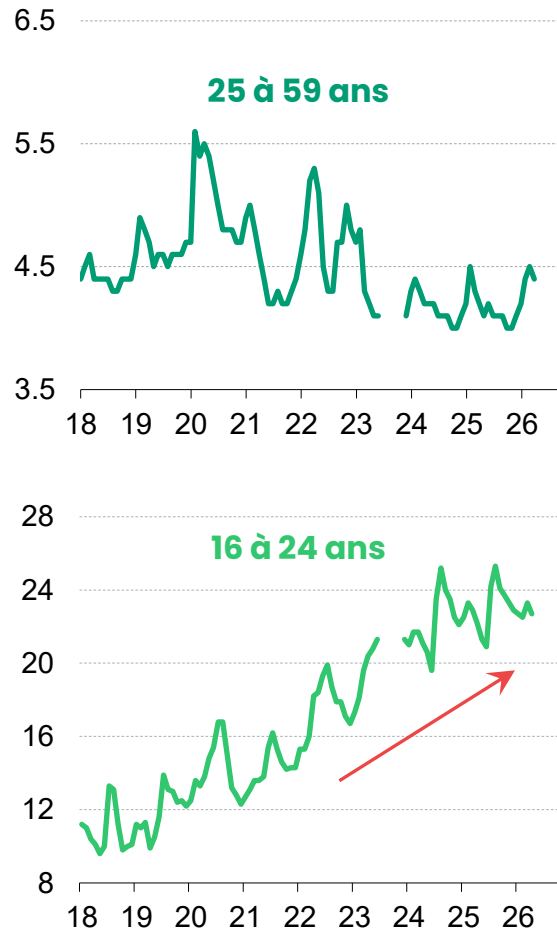


Le taux d'épargne des ménages reste élevé et la confiance des consommateurs est toujours déprimée

Taux d'épargne des ménages



Taux de chômage (%)

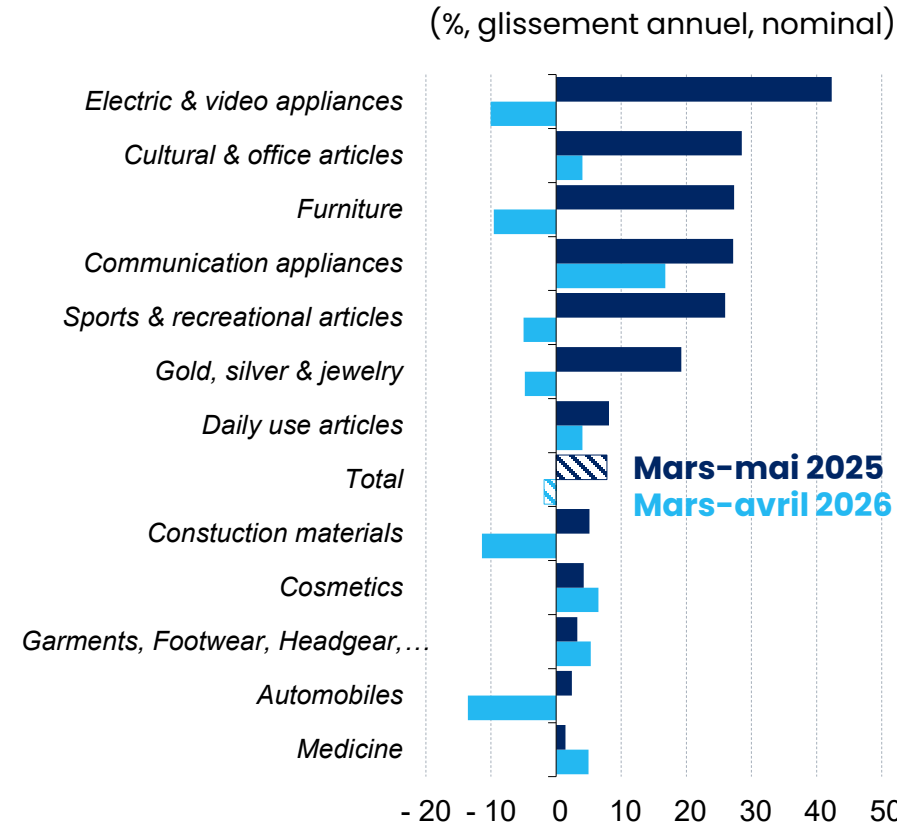
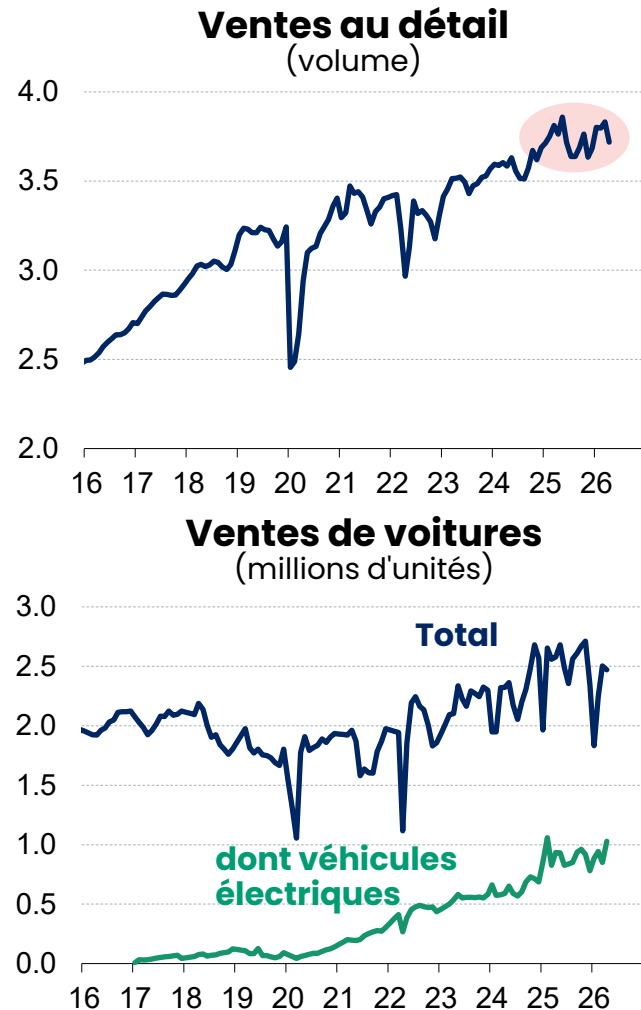
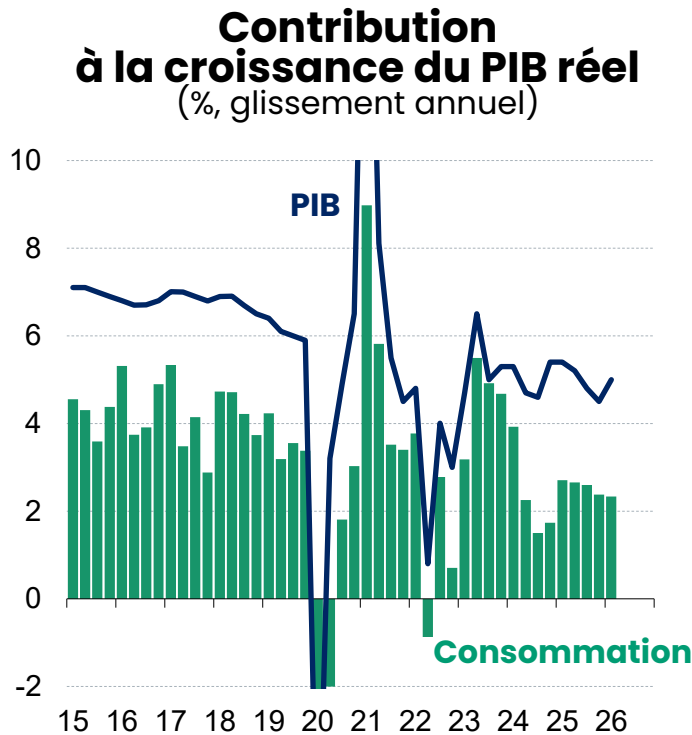


Confiance des consommateurs

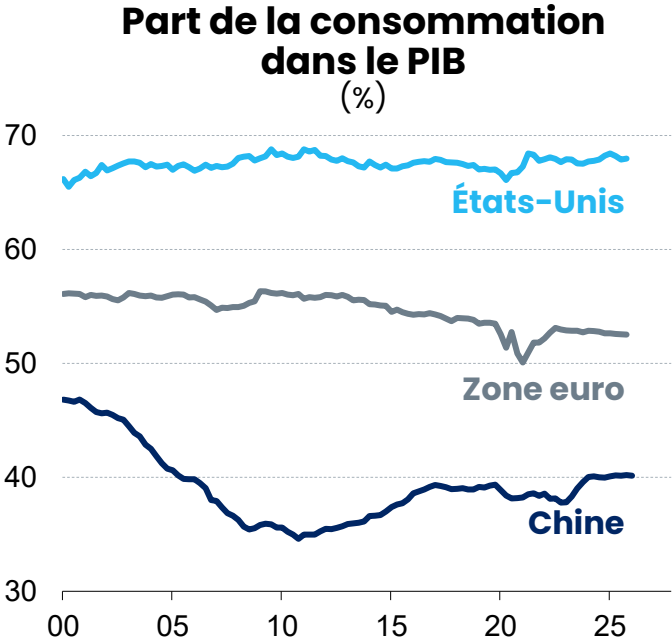


Malgré le soutien du gouvernement, la contribution de la consommation à la croissance est bien inférieure à son niveau d'avant la pandémie

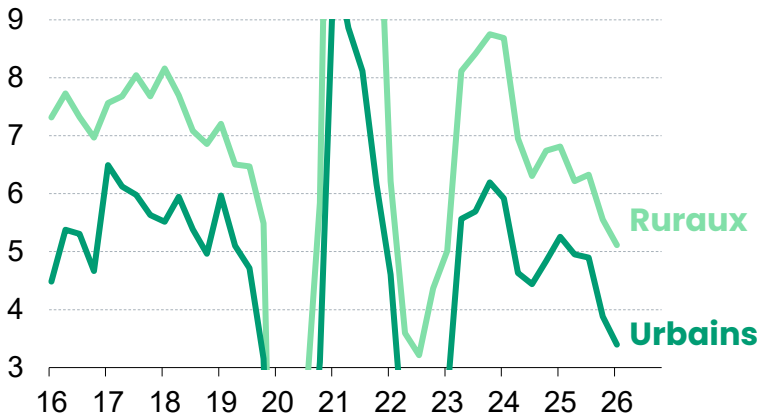
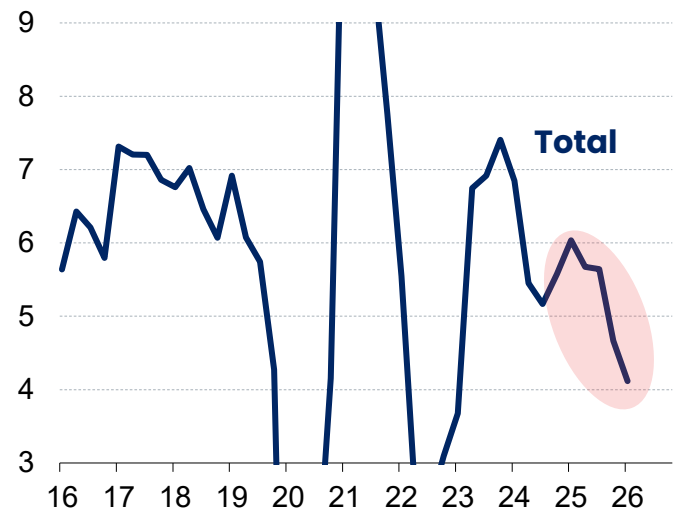
Ventes au détail et ventes de voitures



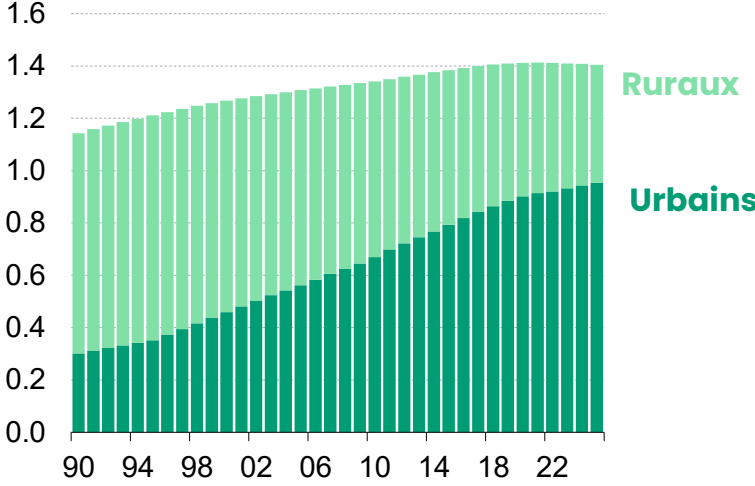
Les revenus des ménages ralentissaient déjà avant la guerre en Iran...



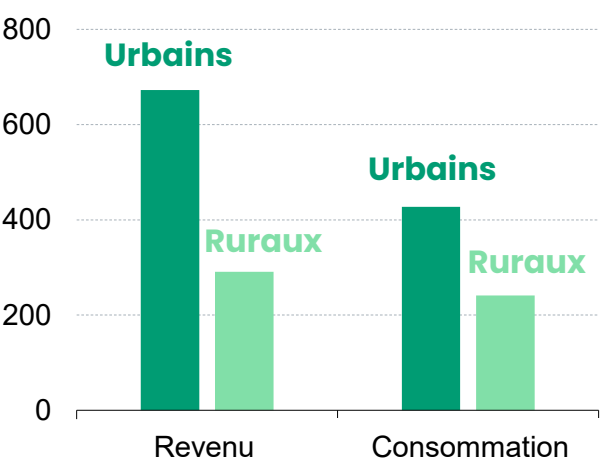
Revenu disponible réel par habitant
(%, glissement annuel)



Population
(milliards)



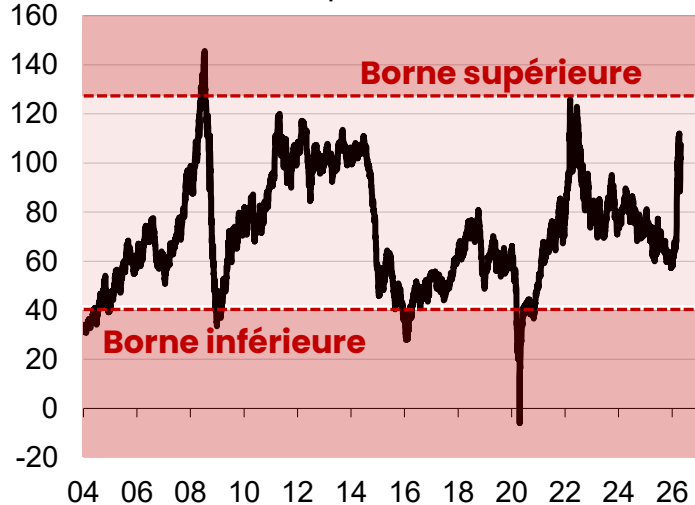
Revenu mensuel disponible et consommation par habitant
(dollars, 2025)



... et la hausse du prix du pétrole va accentuer les difficultés des consommateurs

Détermination du prix au détail de l'essence par le NDRC*

Prix moyens du Brent et du WTI
(\$ par baril)



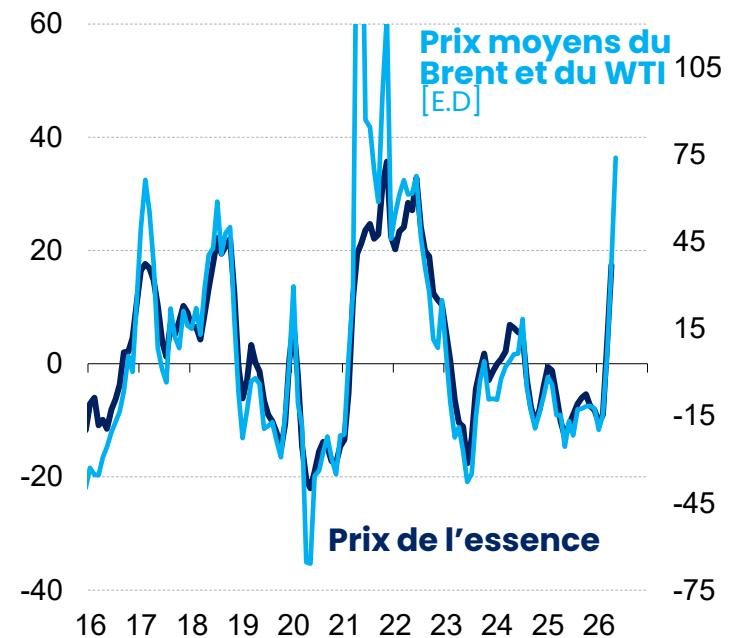
Lorsque le prix du pétrole évolue entre 40 et 130 dollars par baril, la NDRC ajuste le prix de l'essence de la façon suivante : les variations de plus de 50RMB/t sont répercutées.

En dehors de cette fourchette, aucun ajustement n'est effectué (i.e. le prix reste à l'intérieur de la fourchette).

Les grandes compagnies pétrolières et les stations-service privées doivent appliquer la grille tarifaire fixée par la NDRC, et les prix à la pompe ne peuvent pas dépasser le plafond réglementaire.

(*) National Development and Reform Commission

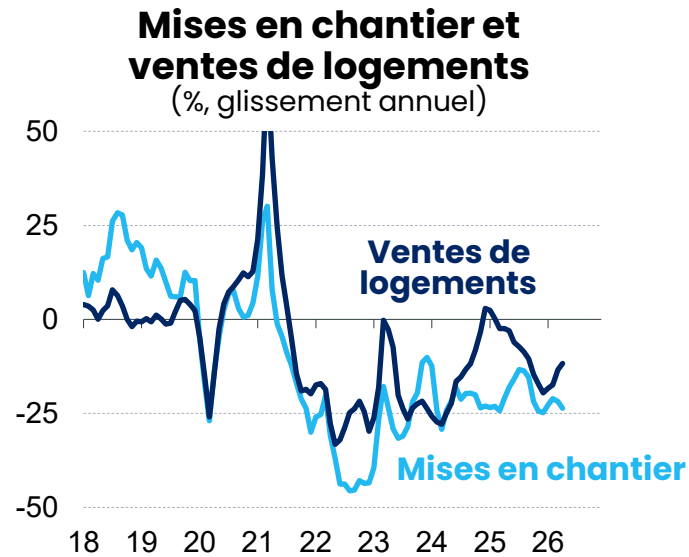
Prix de l'essence et du pétrole
(%, glissement annuel, IPC)



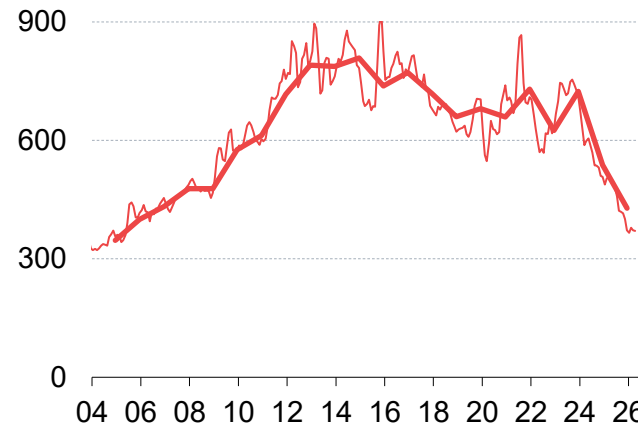
Si les prix du pétrole restent autour de 100 dollars le baril pendant un an, cela ajoutera 0,5%-0,6% à l'inflation.



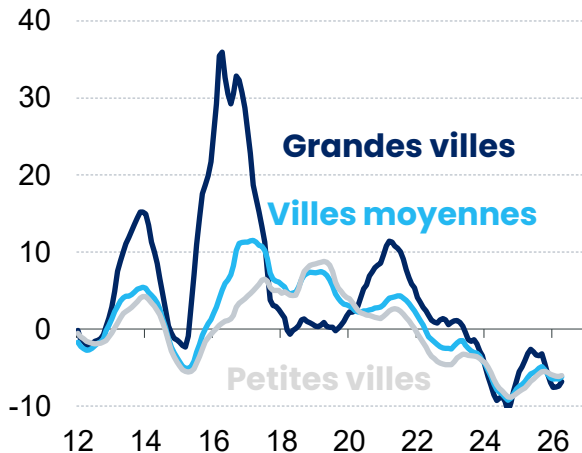
L'investissement immobilier reste un frein à l'activité



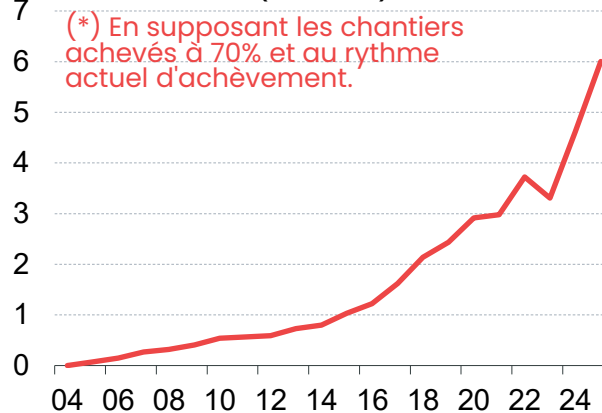
Rythme d'achèvement des logements
(millions de mètres carrés par an)



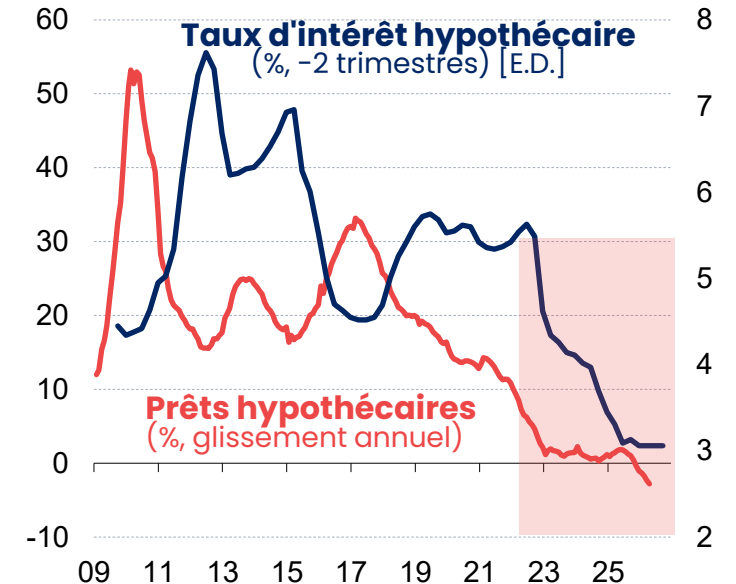
Prix des logements existants
(%, glissement annuel)



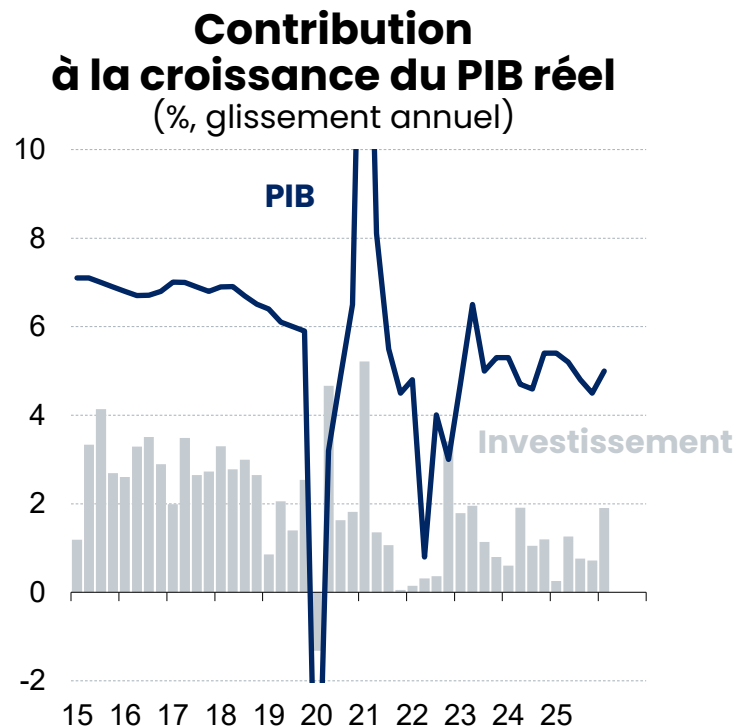
Temps nécessaire à l'achèvement des logements vendus mais inachevés*
(années)



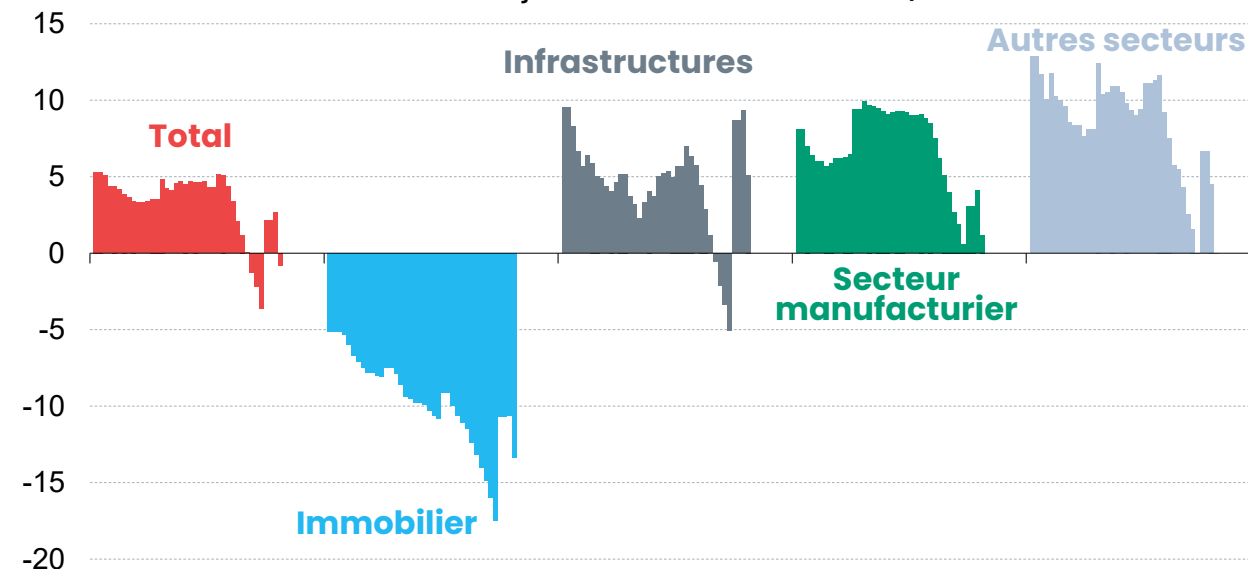
Taux d'intérêt et crédit hypothécaire



La politique du *Neijuan** pèse sur l'investissement des entreprises, même si les dépenses d'infrastructures repartent

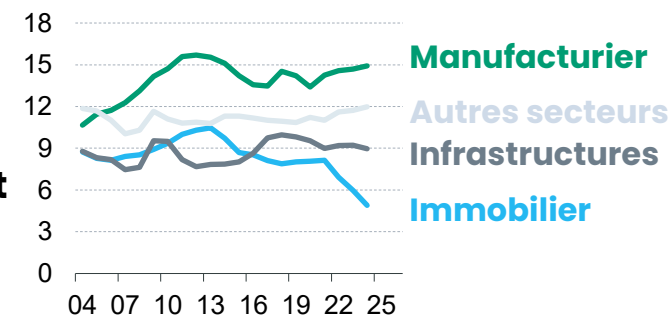


Investissement
(%, croissance / 1 an du cumul de l'investissement depuis le début de l'année calendaire, janvier 2023 – avril 2026)



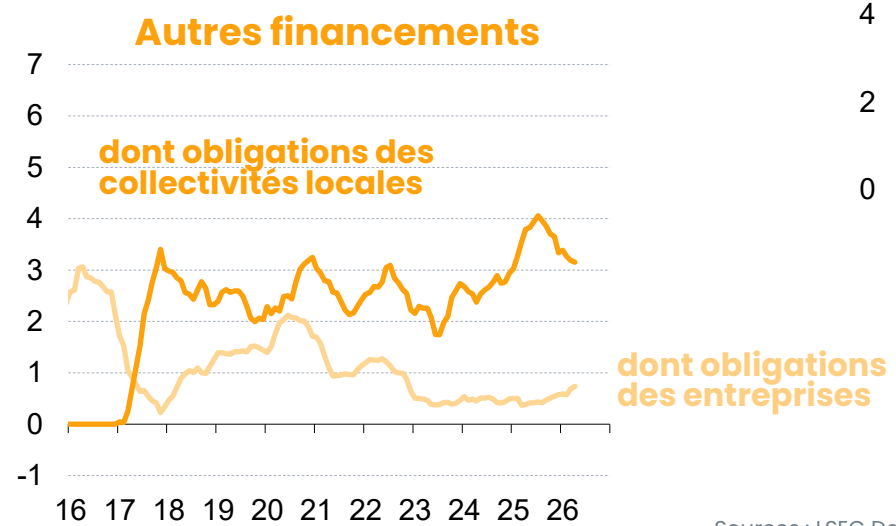
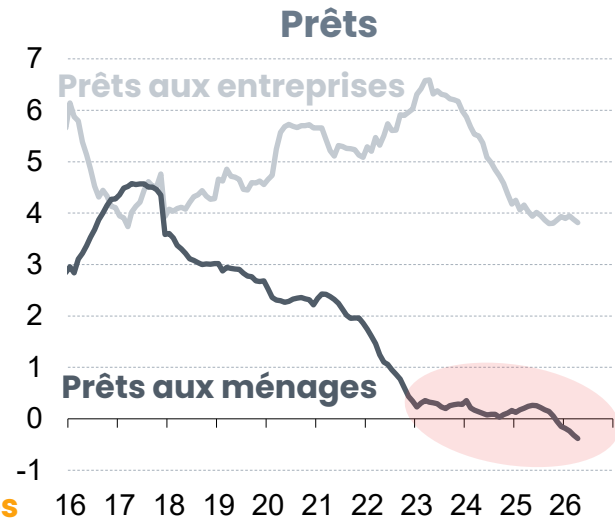
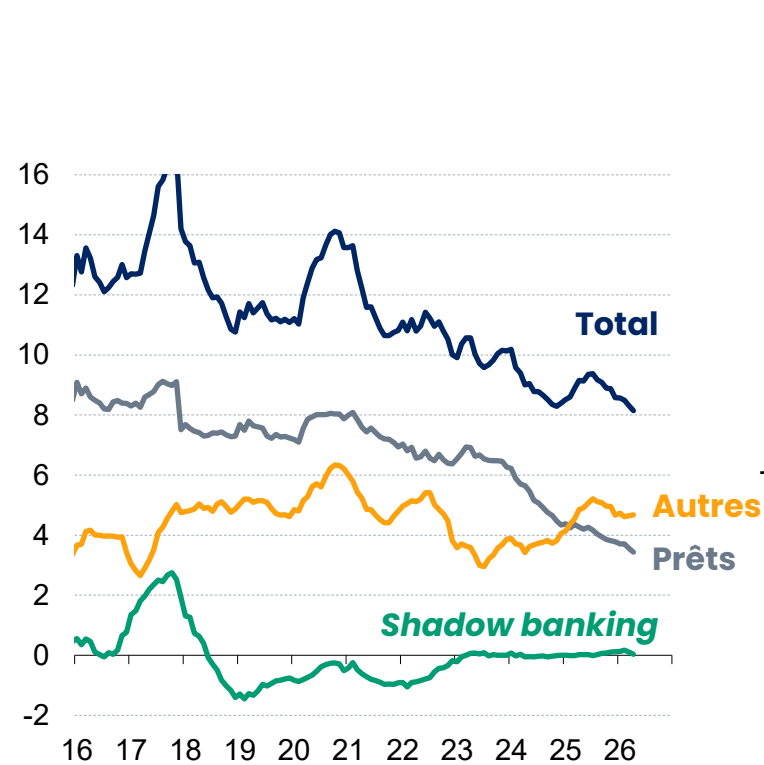
(*) *Neijuan* est le terme chinois pour « involution », un concept issu de la sociologie qui désigne une société incapable d'évoluer, quels que soient les efforts déployés. Appliqué à l'économie, il désigne une concurrence exacerbée qui érode les marges et alimente la déflation.

Mémo.
Part de l'investissement par secteur
(% du PIB)

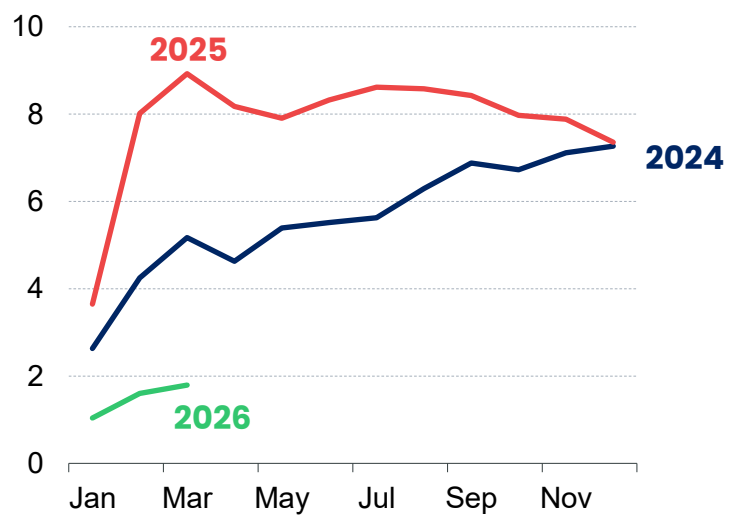


Le ralentissement du crédit se poursuit

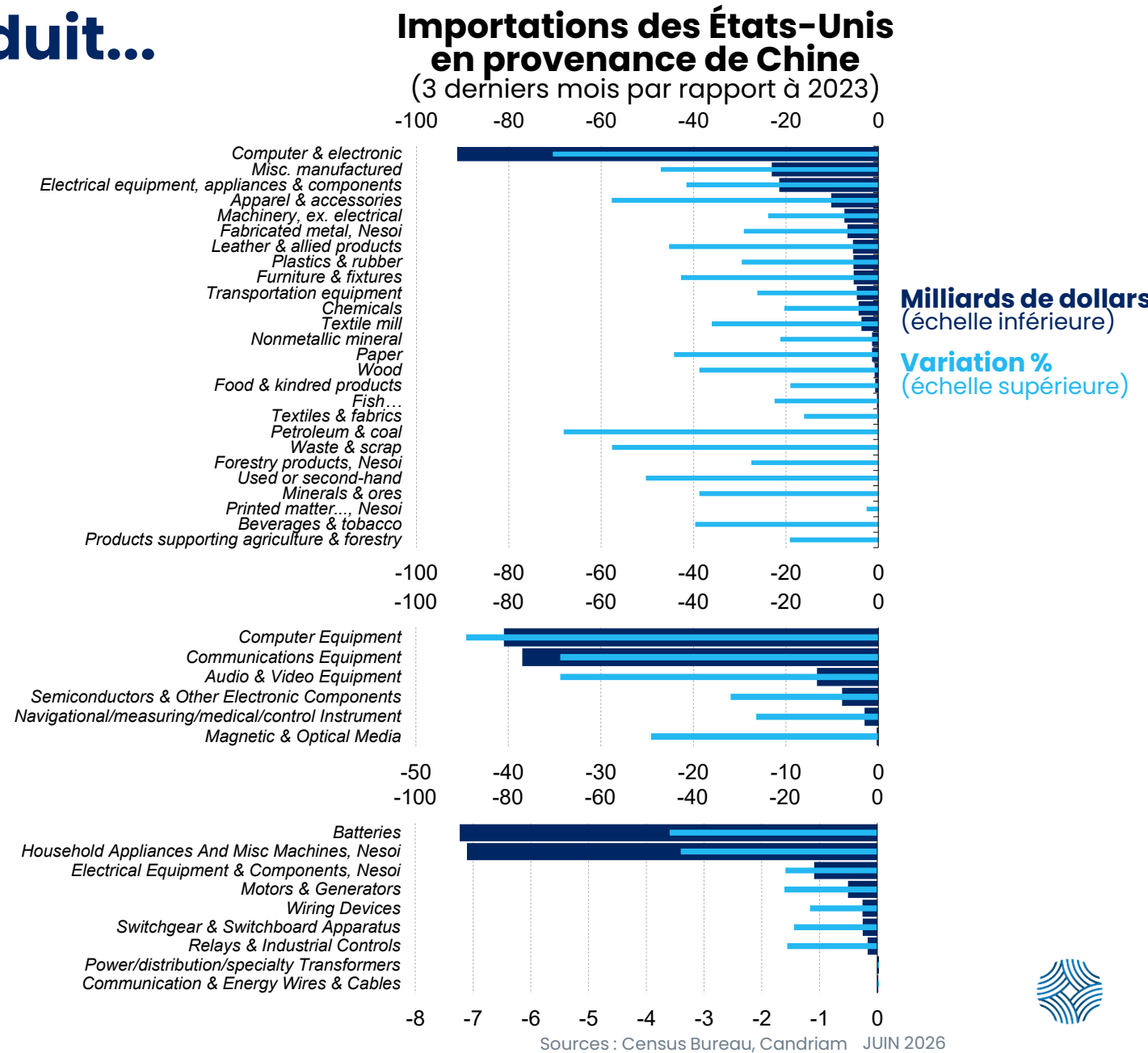
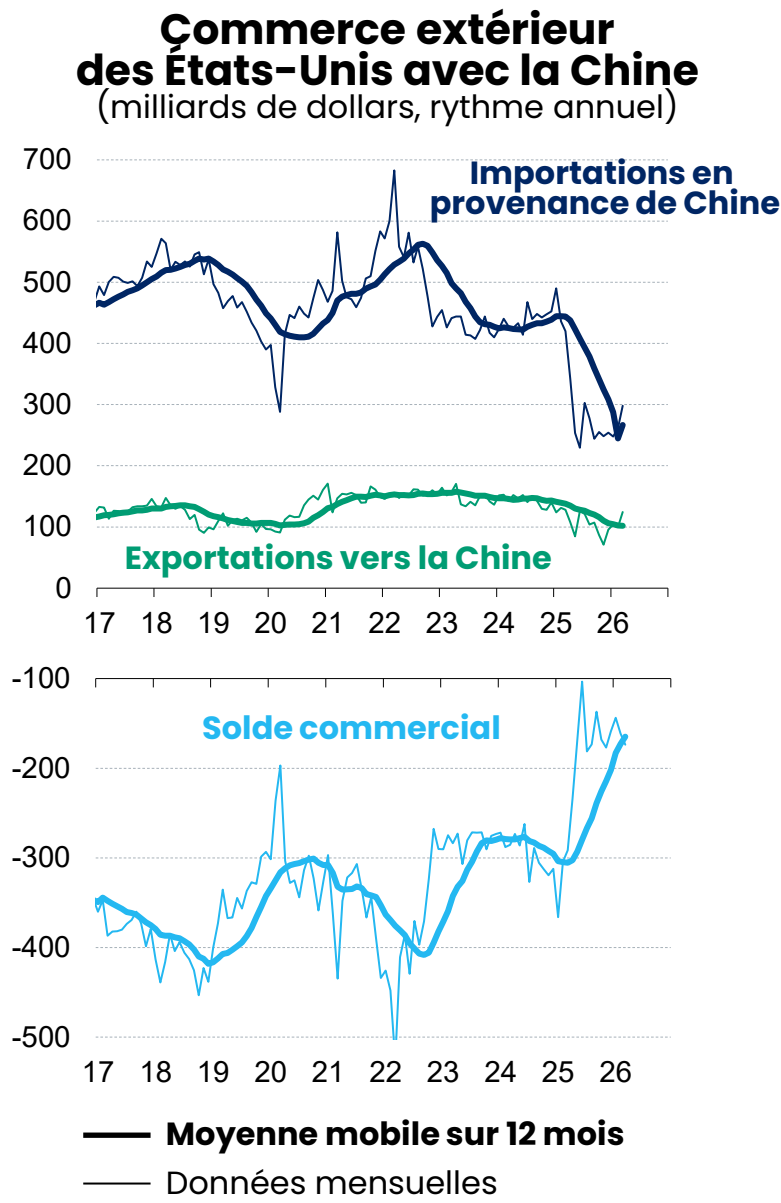
Financement social total
(%, contribution en glissement annuel)



Émissions nettes des collectivités locales
(% du PIB, en cumul depuis janvier)

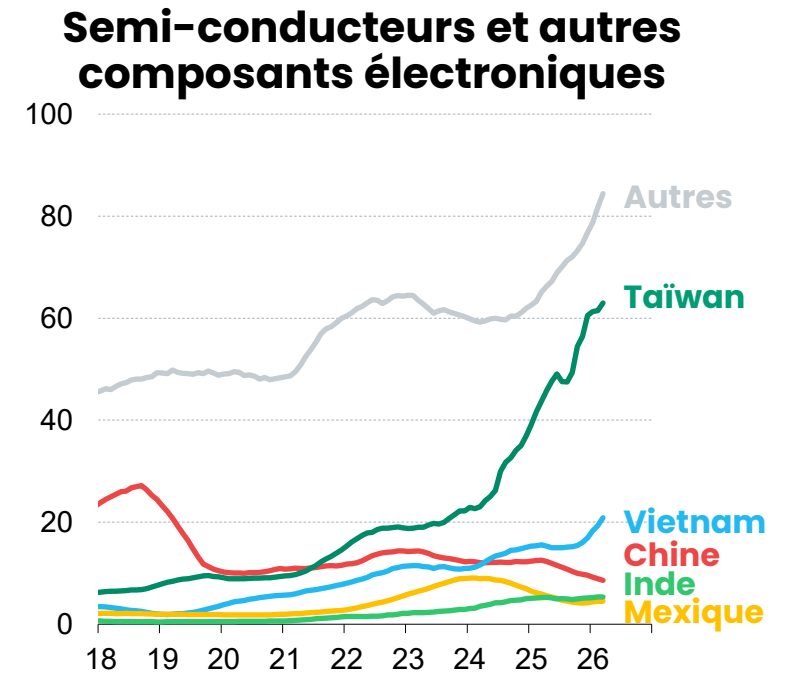
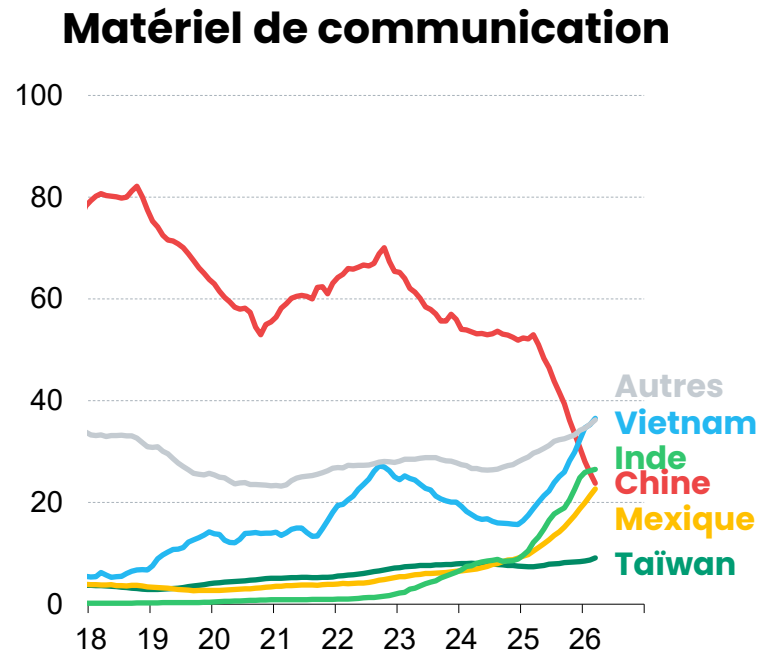
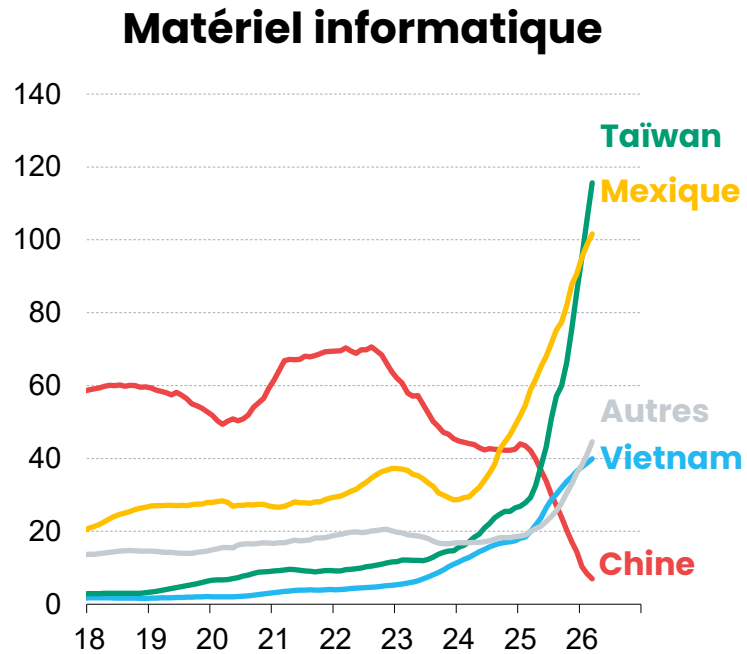


L'excédent commercial de la Chine sur les États-Unis s'est considérablement réduit...



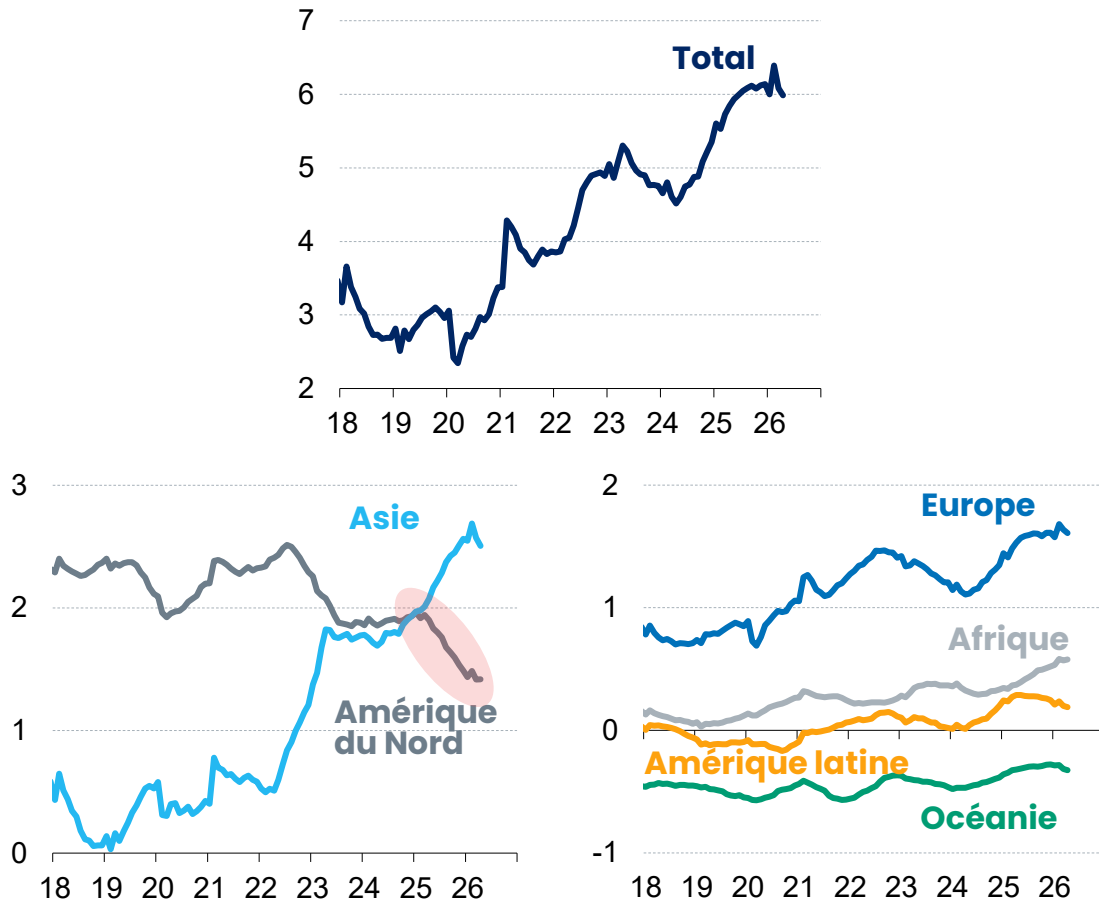
... en particulier dans les secteurs liés à l'électronique

Importations des États-Unis par type de biens et par pays d'origine (milliards de dollars, rythme annuel, moyenne mobile sur 12 mois)

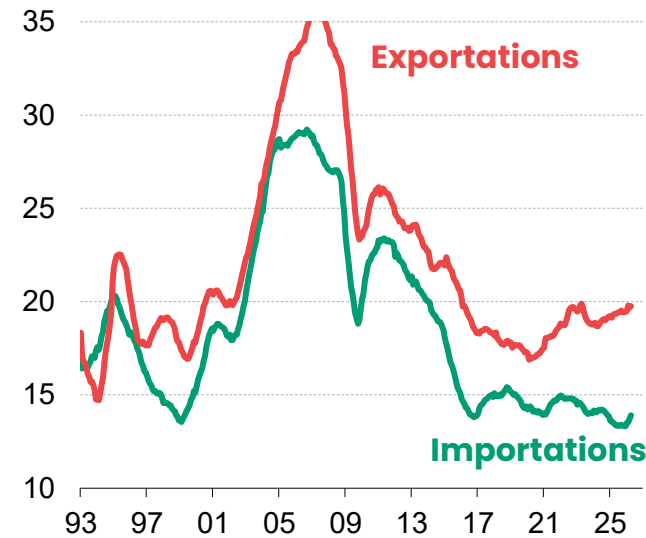


La Chine a toutefois réussi à augmenter son excédent commercial vis-à-vis de l'Asie et de l'Europe...

Solde commercial de la Chine
(moyenne mobile sur 12 mois, % du PIB)

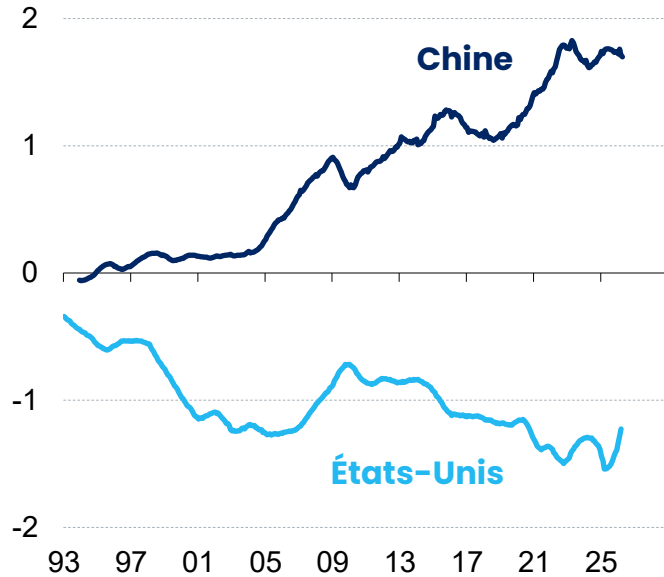


Exportations et importations de la Chine
(% du PIB)

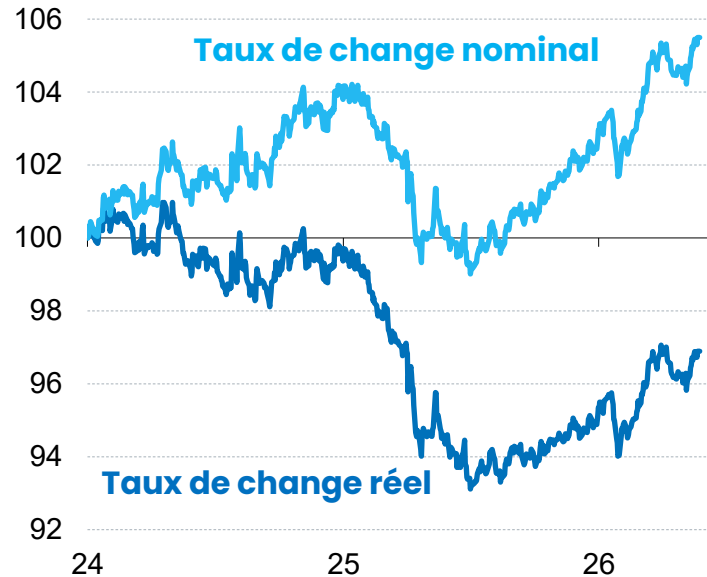


... mais elle aura du mal à augmenter la contribution du commerce extérieur à sa croissance

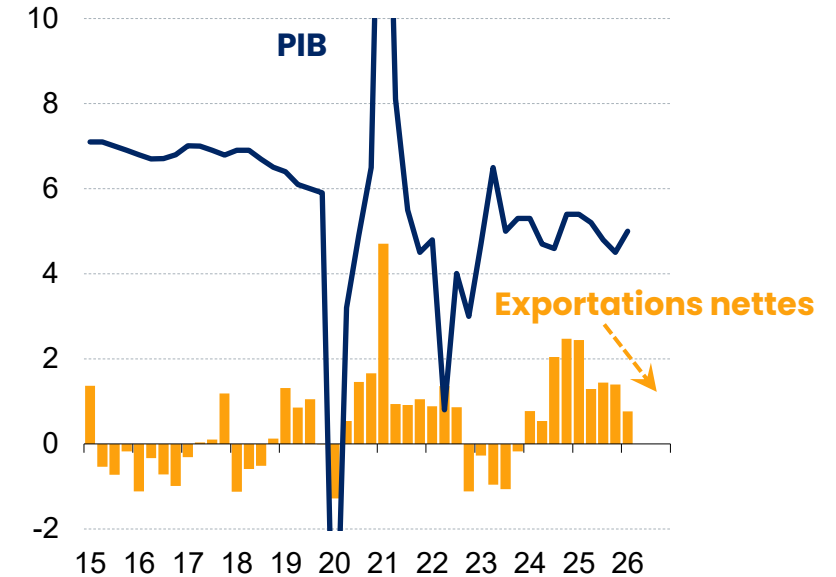
Solde commercial de produits manufacturés
(% du PIB mondial)



Taux de change effectif nominal et réel de la Chine
(janvier 2024 = 100)

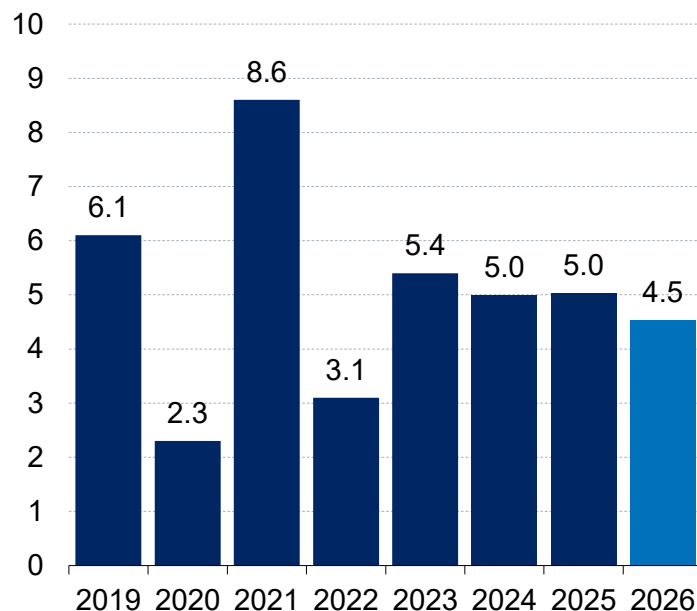


Contribution à la croissance du PIB réel
(%, glissement annuel)

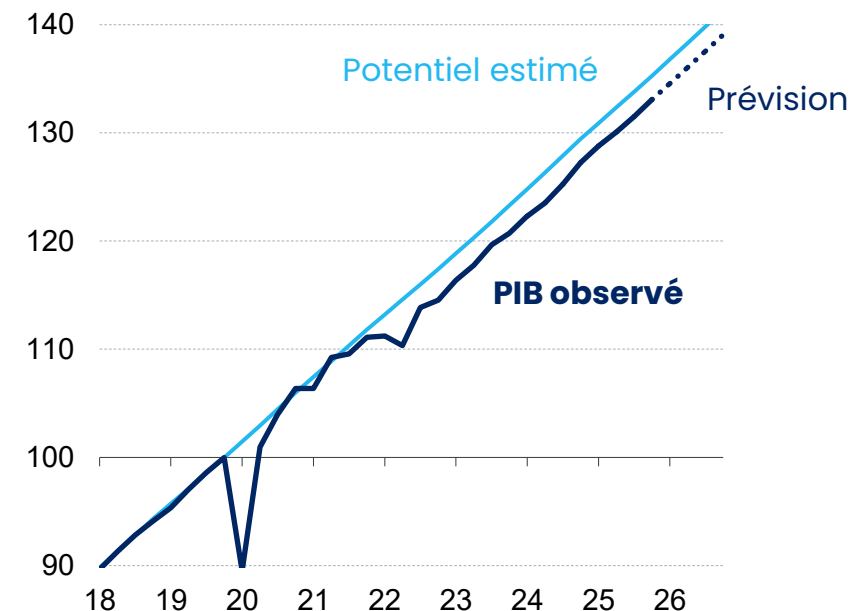


En 2026, la croissance pourra difficilement être très supérieure à 4,5 %

Croissance du PIB réel
(%, moyenne annuelle)



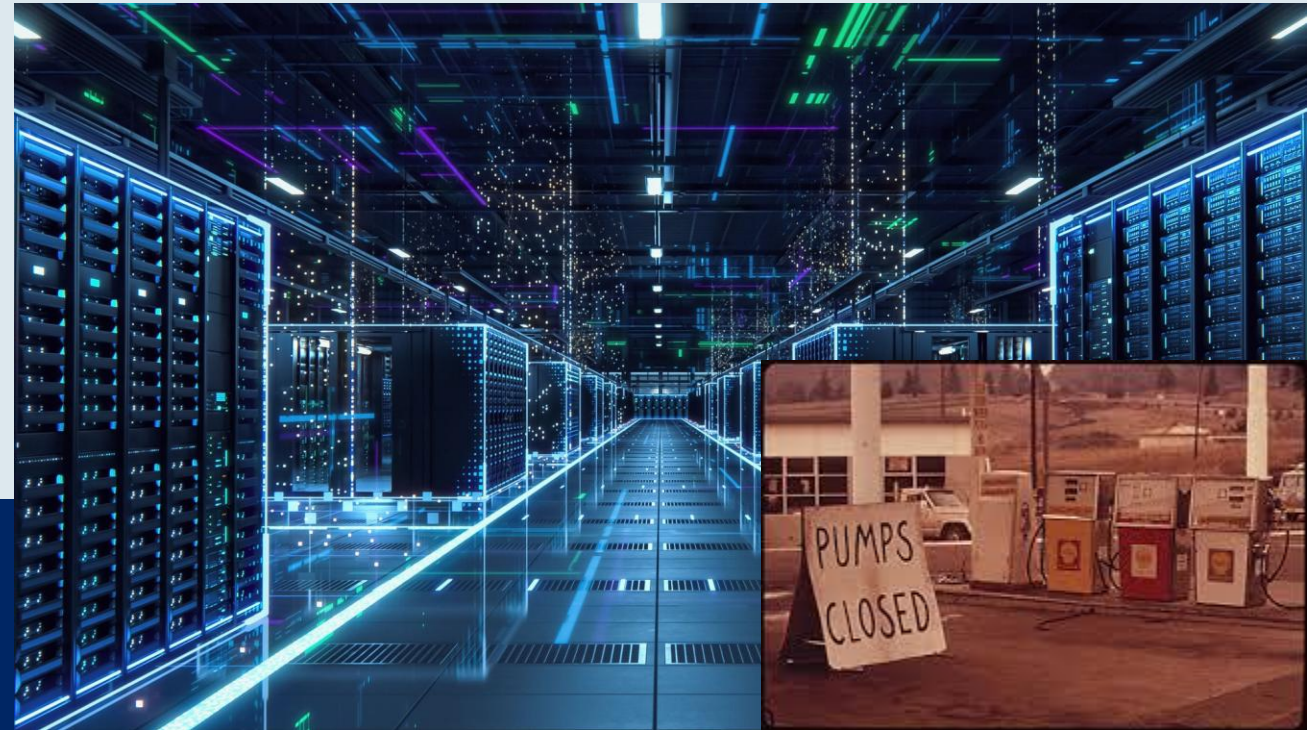
PIB réel
(T4 2019 = 100)



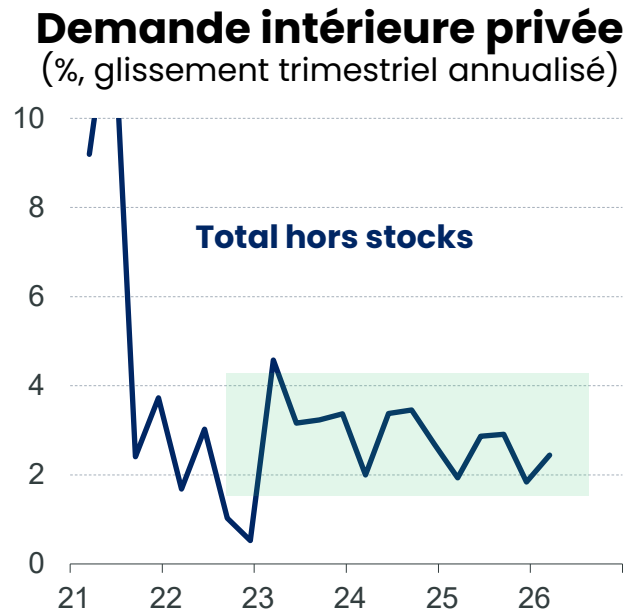
3

Etats-Unis

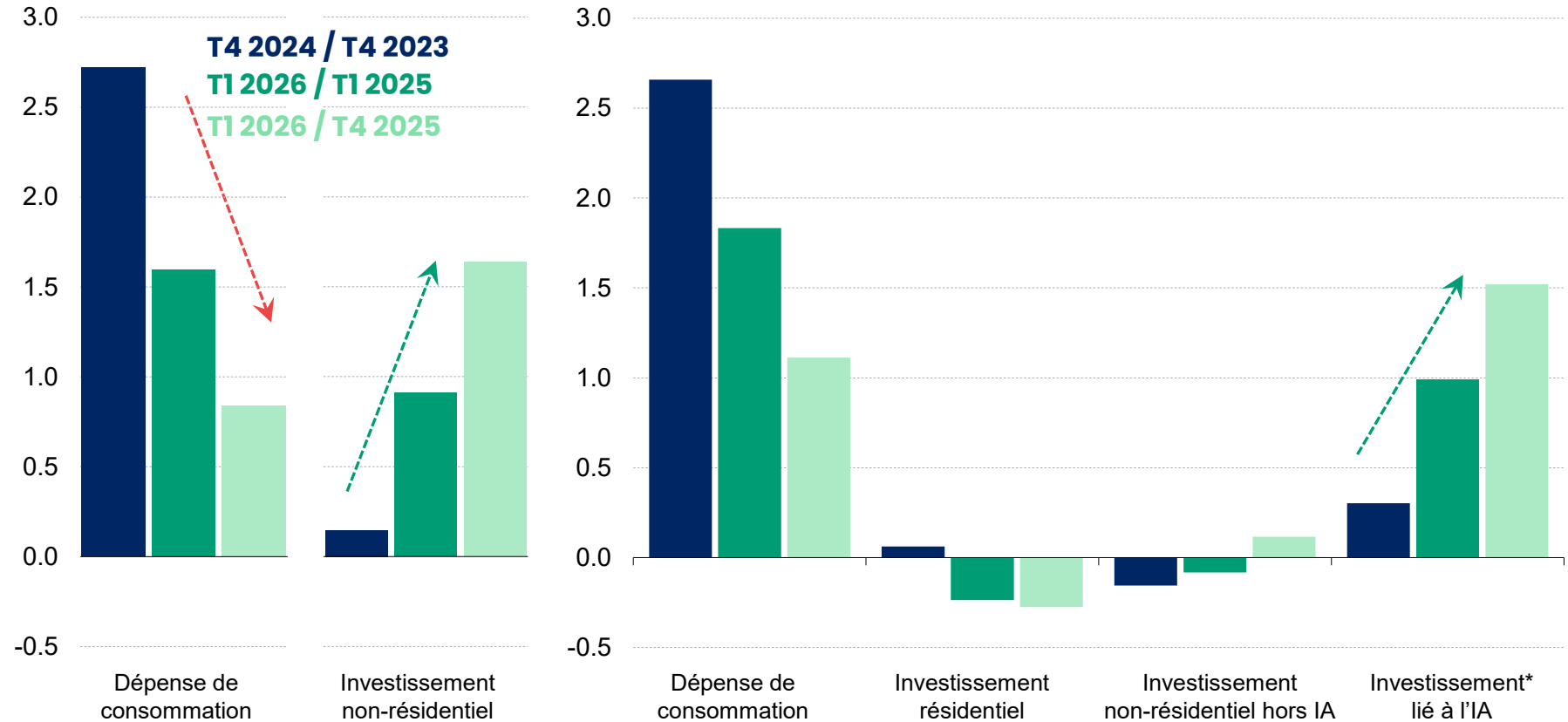
L'IA, seul soutien de la croissance ?



La demande intérieure privée n'a pratiquement pas ralenti, mais ses moteurs ont changé



Contribution à la croissance de la demande intérieure privée (%, rythme annuel, hors stocks)

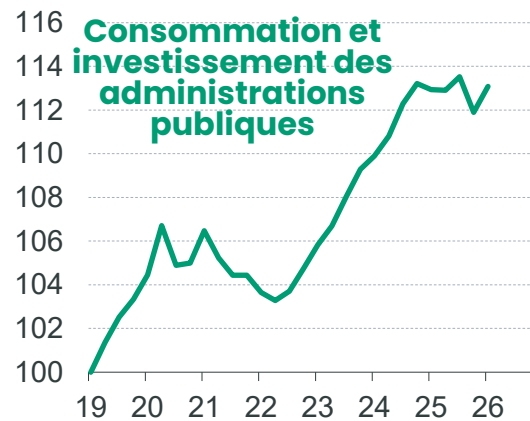
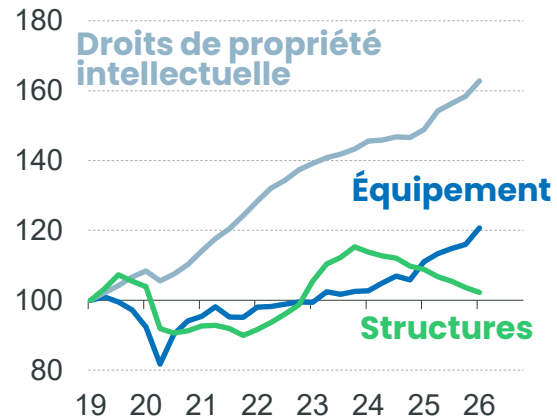
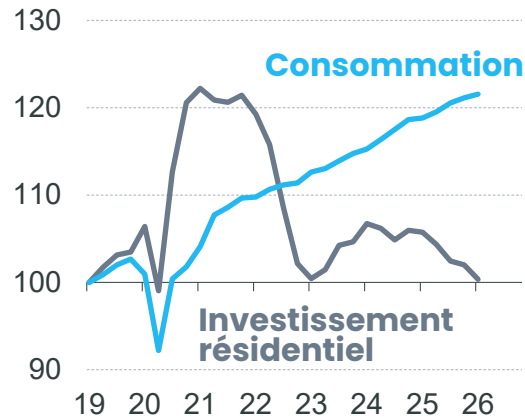


(*) Centres de données, matériel informatique et périphérique, logiciels.

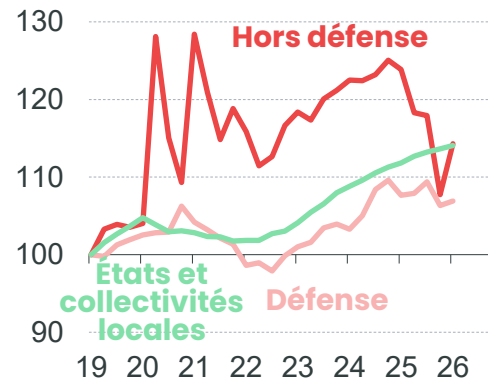


Mémo. Composantes de la demande intérieure

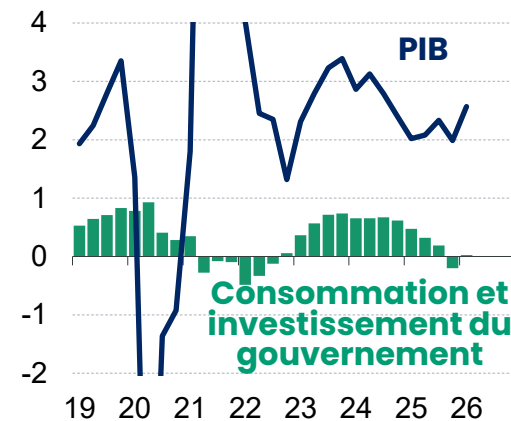
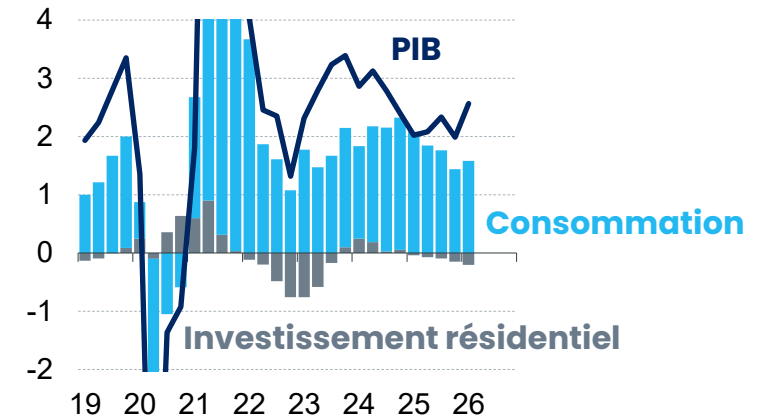
Composantes de la demande intérieure
(T1 2019 = 100)



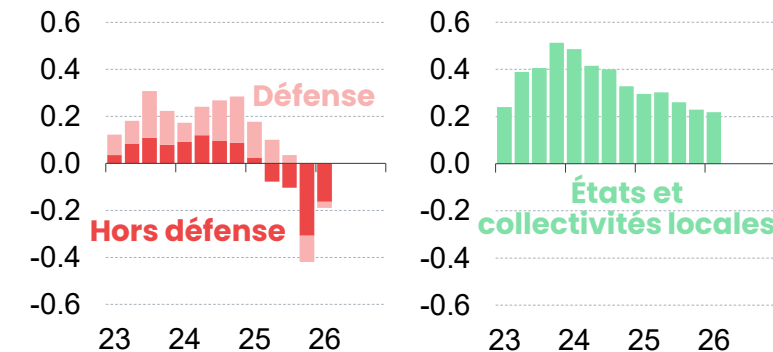
Mémo. Dépenses publiques



Contribution à la croissance du PIB réel
(%, glissement annuel)

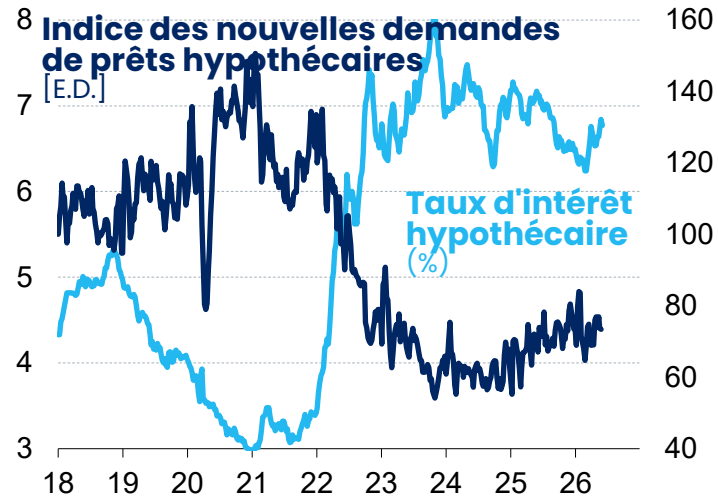


Mémo. Dépenses publiques

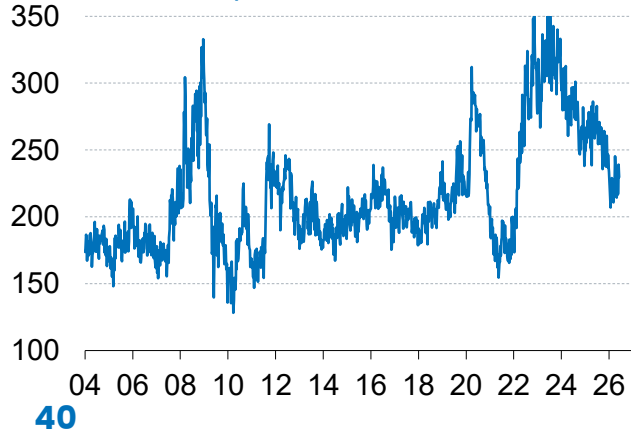


L'investissement résidentiel s'est stabilisé...

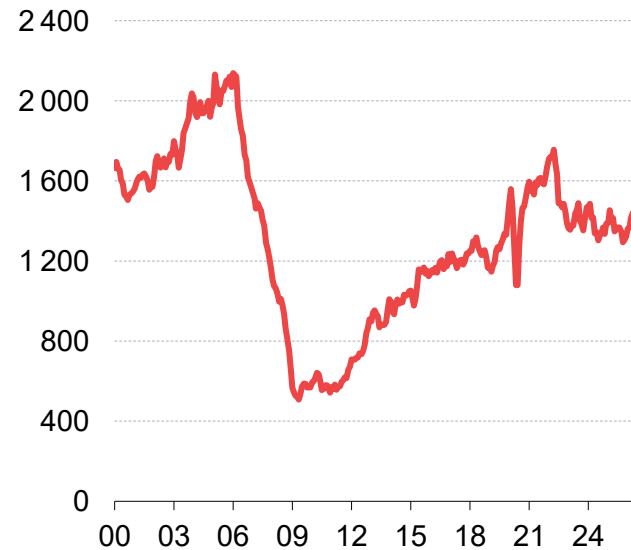
Taux d'intérêt et demandes de prêts hypothécaires



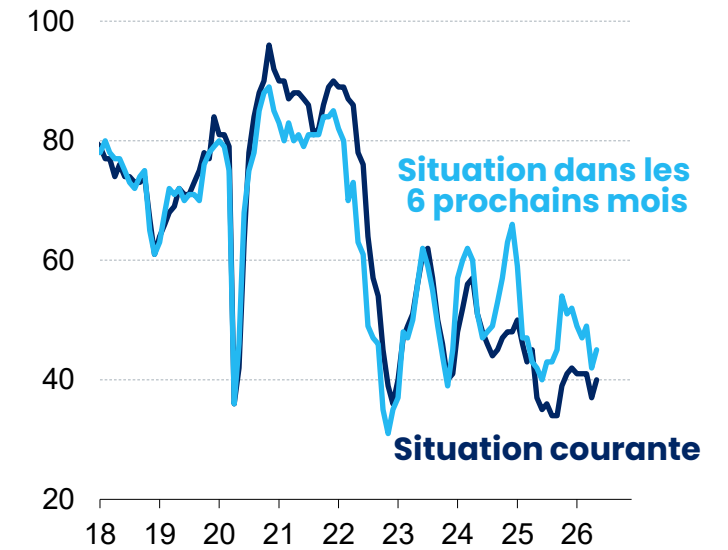
Taux hypothécaire à 30 ans en écart au taux du Trésor à 10 ans (points de base)



Mises en chantier (milliers d'unités, rythme annuel)



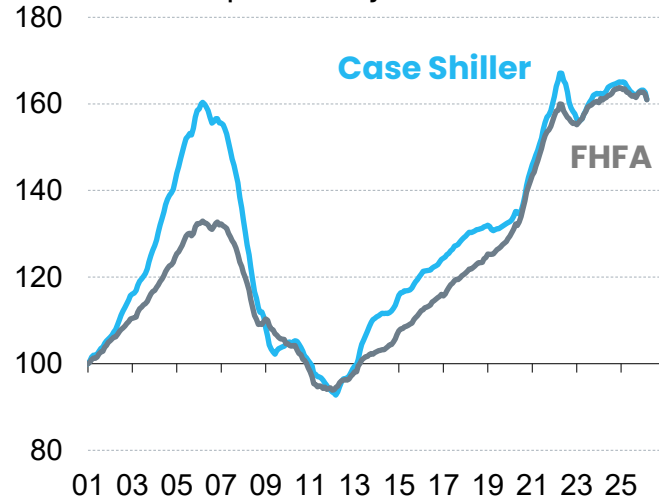
Enquête NAHB (ventes de maisons neuves)



... mais l'accès à la propriété reste difficile

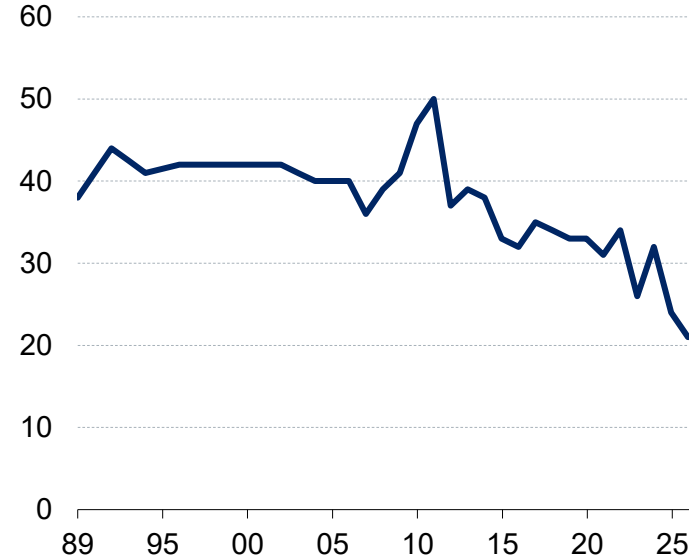
Prix de l'immobilier

(déflaté par l'IPC, janvier 2001 = 100)

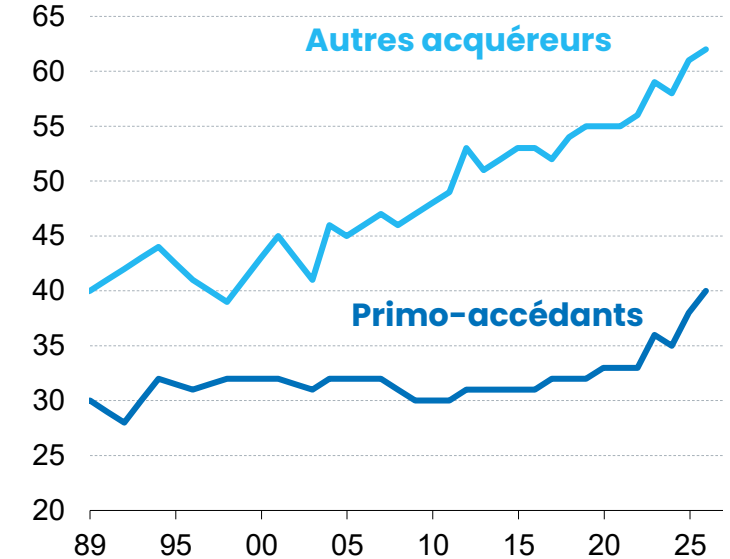


Part des primo-accédants dans les achats de logements

(% des ventes totales de résidences principales)



Âge médian des acquéreurs



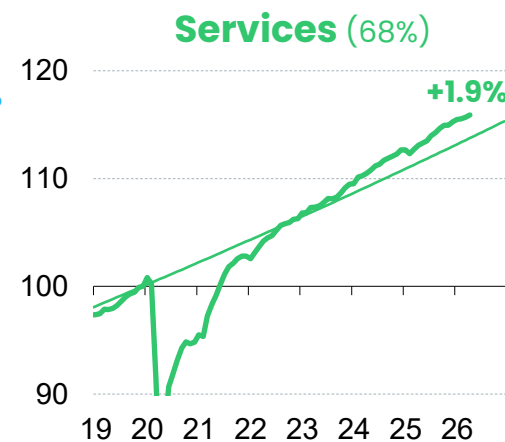
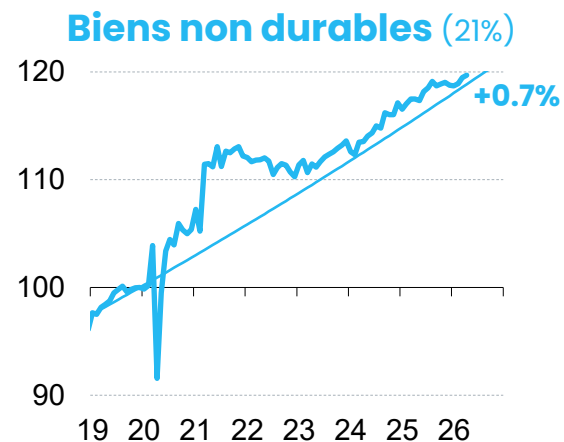
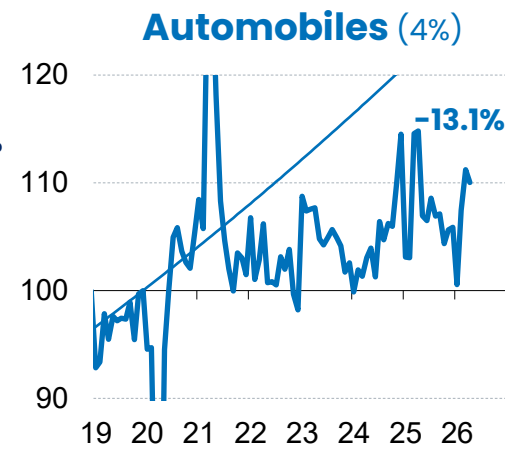
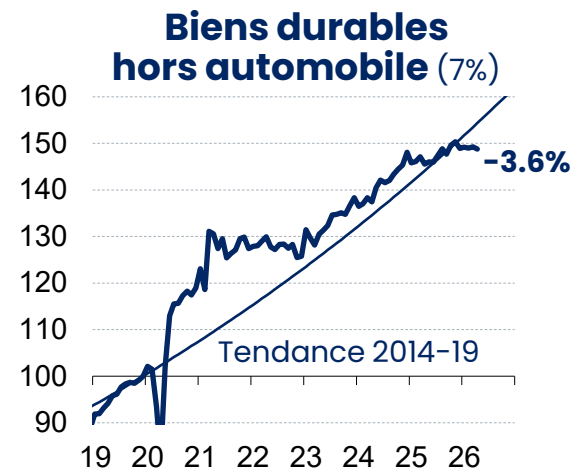
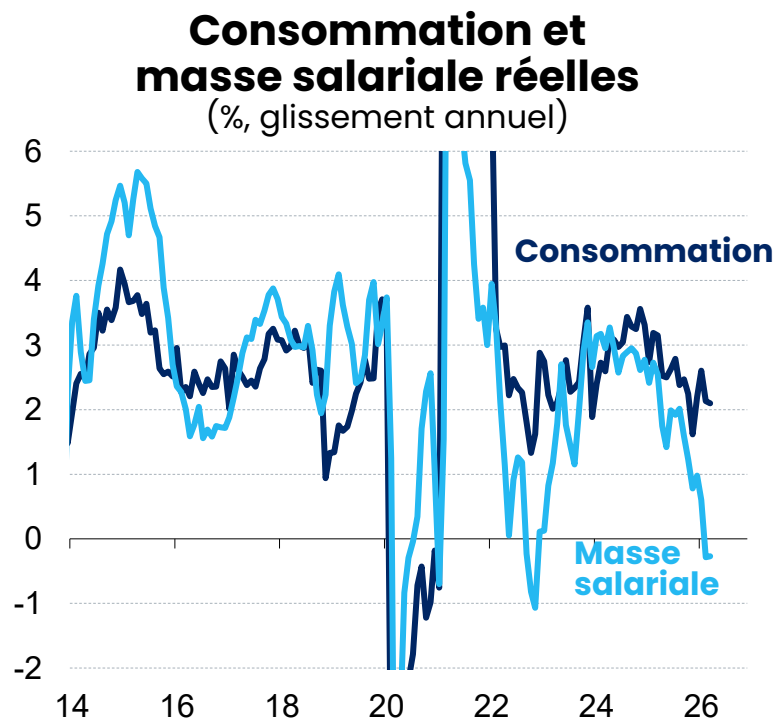
Mensualité d'un emprunt hypothécaire pour une maison au prix médian

(% du revenu médian)



La consommation n'a résisté que grâce à la poursuite de la baisse du taux d'épargne

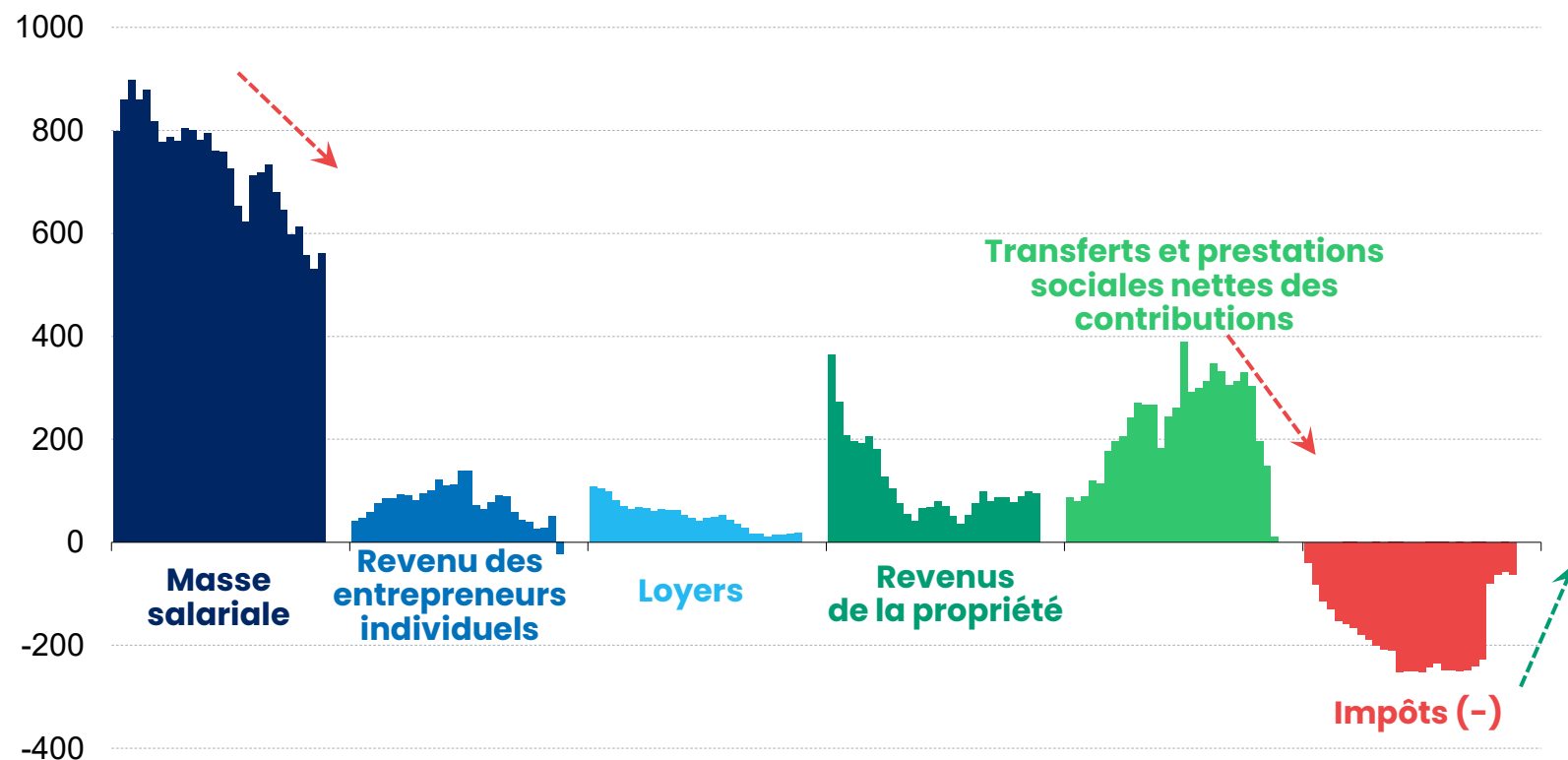
Consommation privée réelle (Décembre 2019 = 100)



Le ralentissement de la masse salariale, la baisse des transferts et la hausse de l'inflation ont pesé sur le revenu des ménages

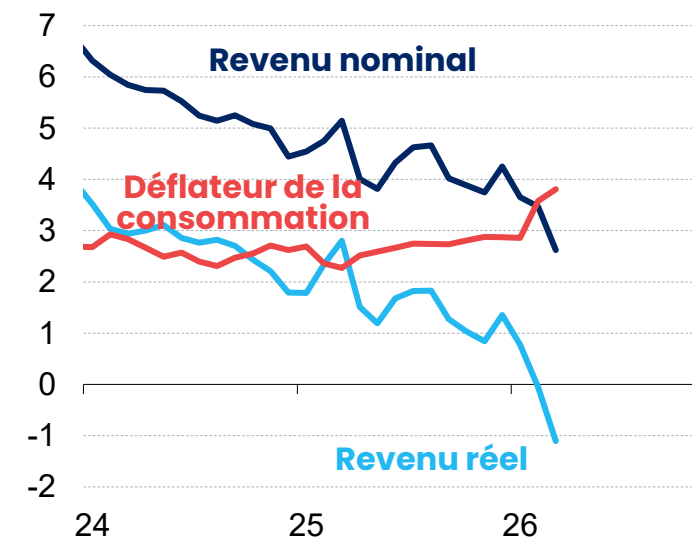
Contribution à la variation annuelle du revenu disponible

(milliards de dollars, glissement annuel, janvier 2024 - avril 2026)



Revenu disponible nominal et réel

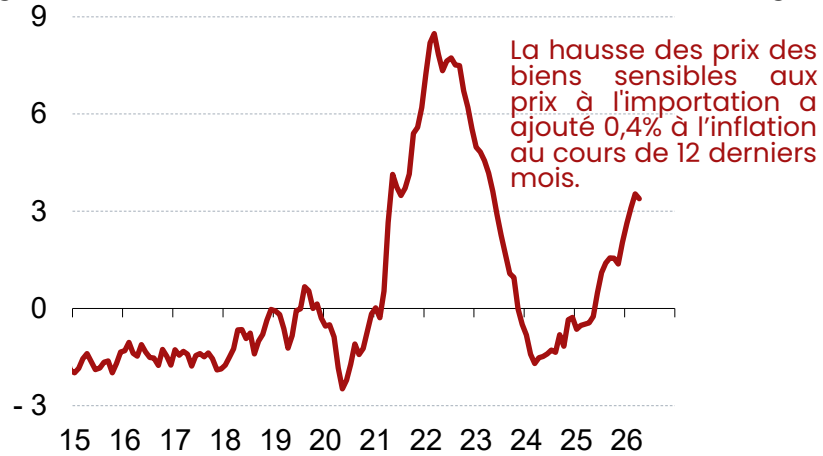
(%, glissement annuel)



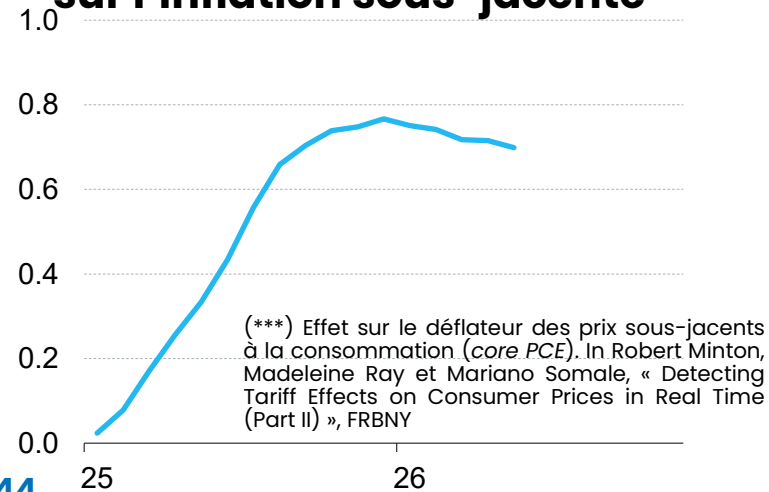
La hausse des droits de douane a érodé le pouvoir d'achat... mais pour l'essentiel son effet est derrière nous

Prix des biens sensibles aux prix à l'importation

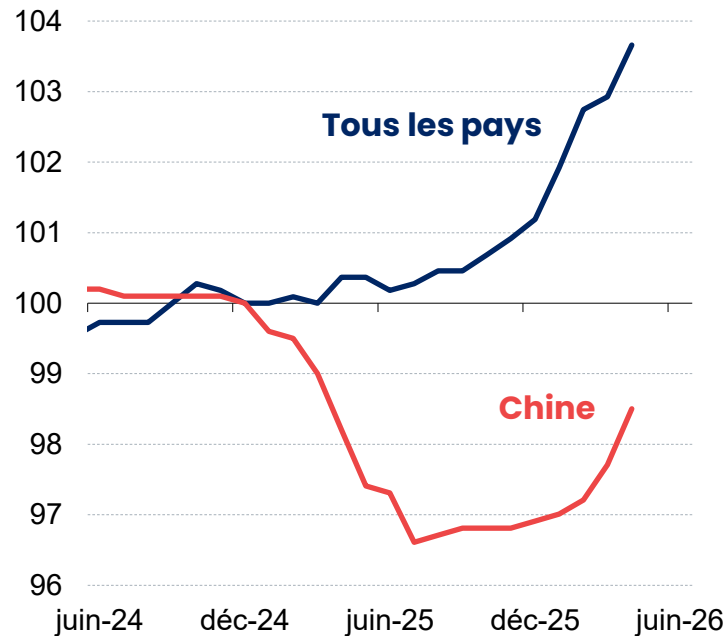
(%, glissement annuel, IPC hors alimentation et énergie)



Effet des droits de douane sur l'inflation sous-jacente***

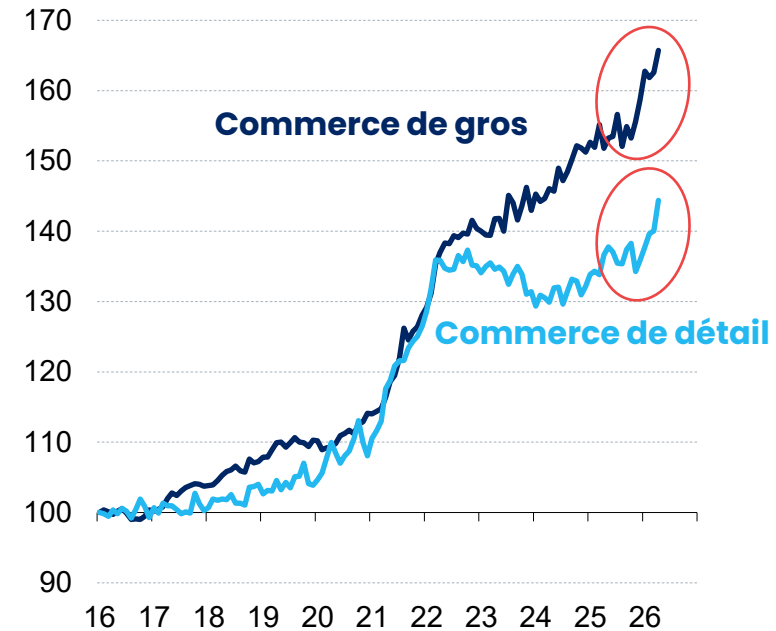


Prix à l'importation* (décembre 2024 = 100)



(*) Les droits de douane ne sont pas inclus dans les prix à l'importation.

Marges commerciales** (janvier 2016 = 100)

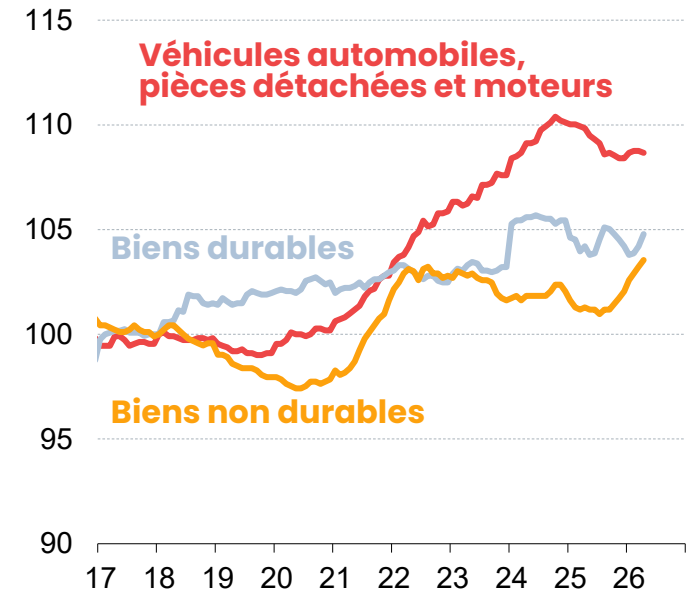
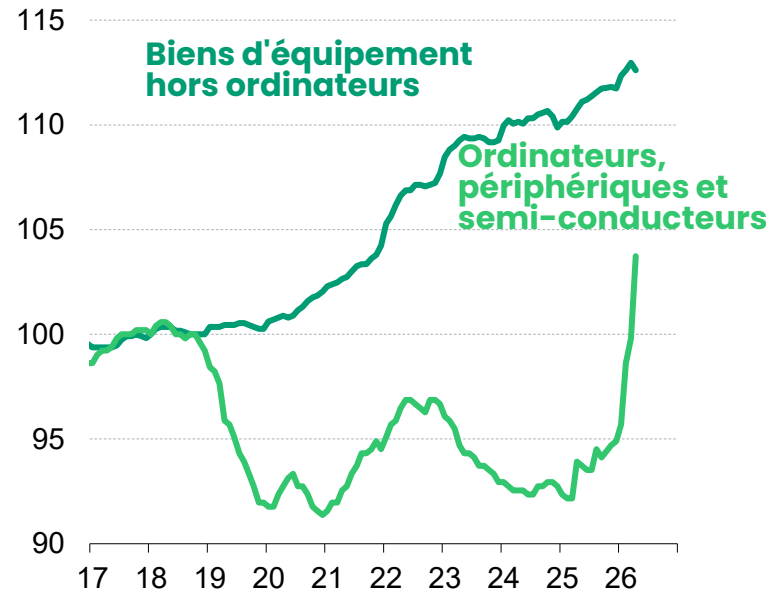
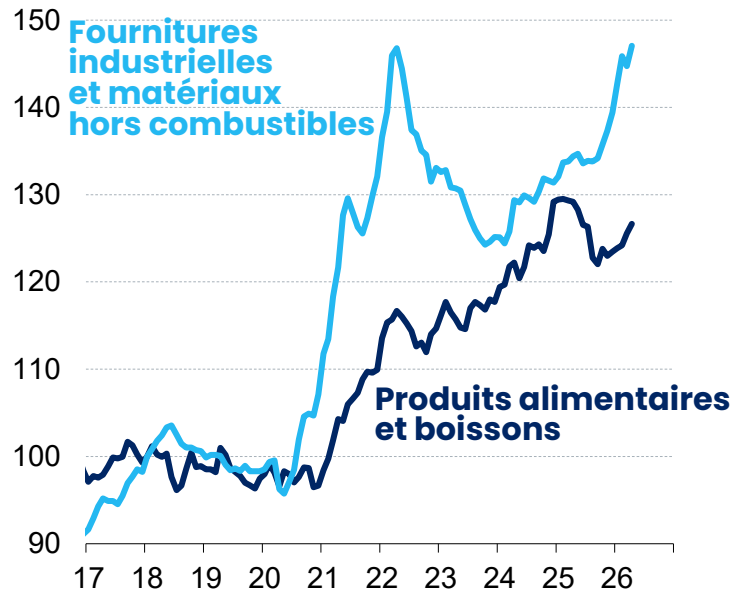


(**) L'indice des prix à la production pour le secteur du commerce est calculé comme la différence entre le prix de vente et le prix d'acquisition des produits.



Mémo. Le boom des investissements dans l'IA ajoute maintenant à la pression sur les prix des biens importés

Prix à l'importation*
(janvier 2018 = 100)



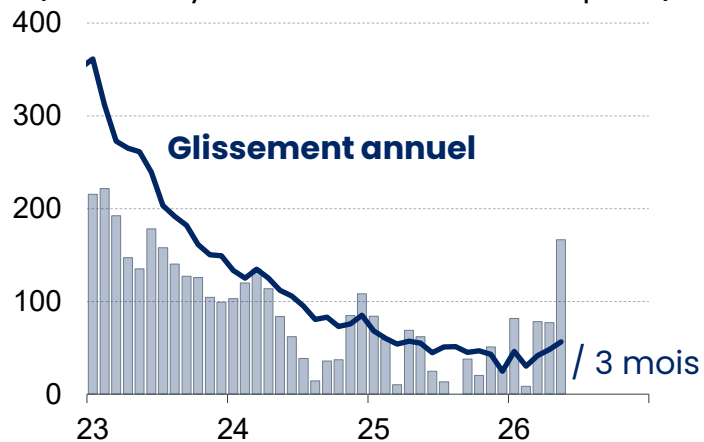
(*) Les tarifs sont exclus des prix à l'importation.



Les créations d'emplois ont ralenti

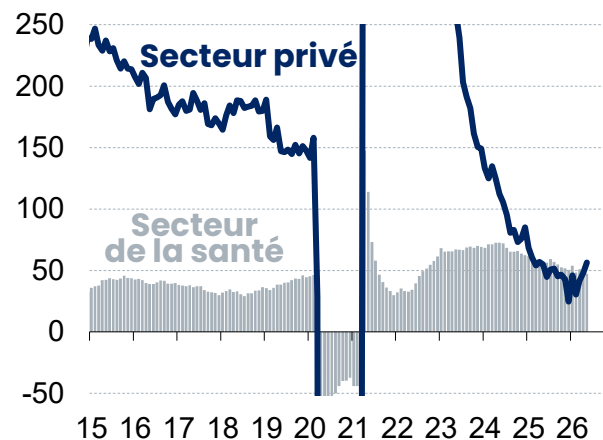
Créations d'emplois

(milliers, rythme mensuel, secteur privé)



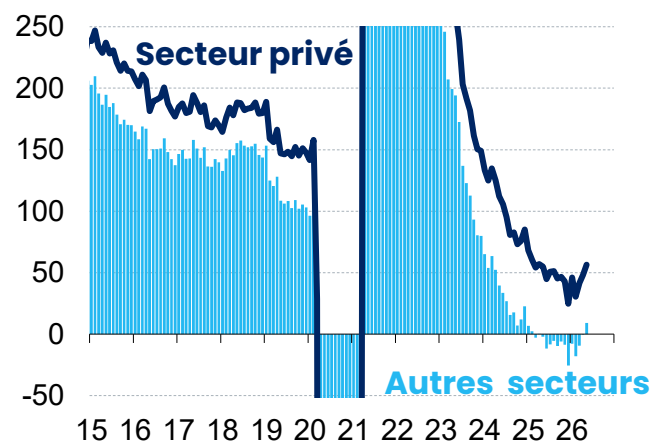
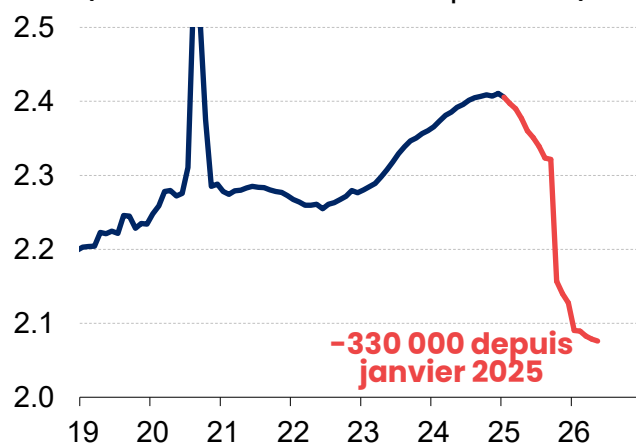
Créations d'emplois par secteur

(milliers, glissement annuel, rythme mensuel)

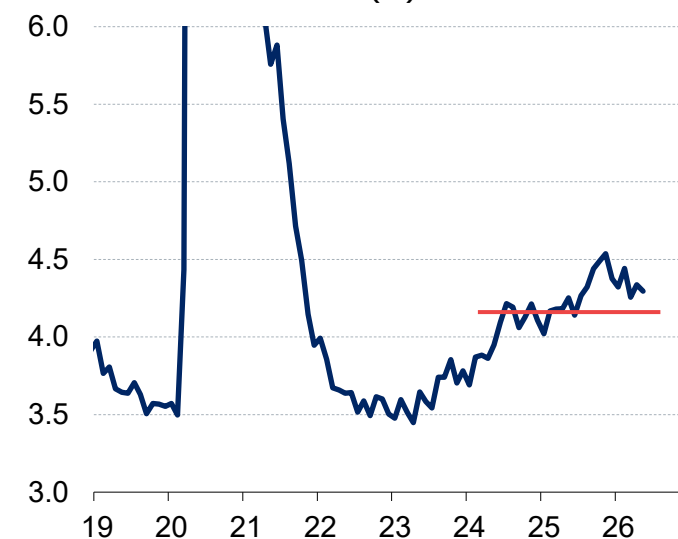


Employés du gouvernement fédéral

(millions, hors services postaux)



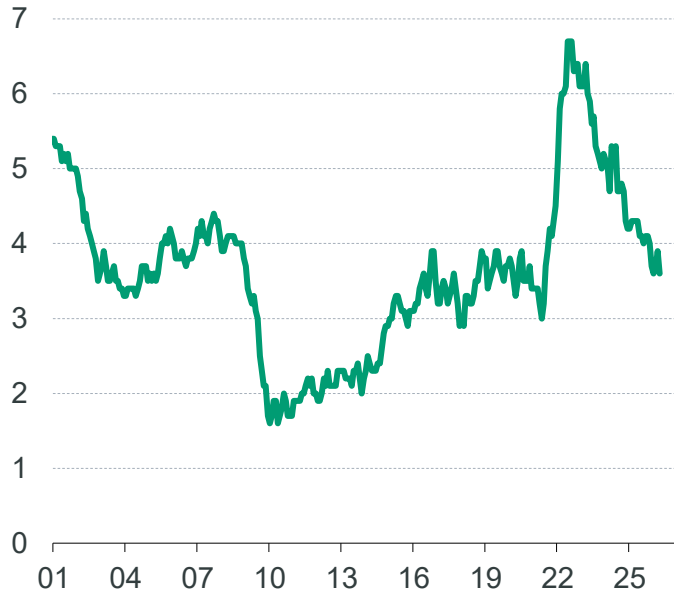
Taux de chômage (%)



Les salaires progressent moins vite

Salaire médian

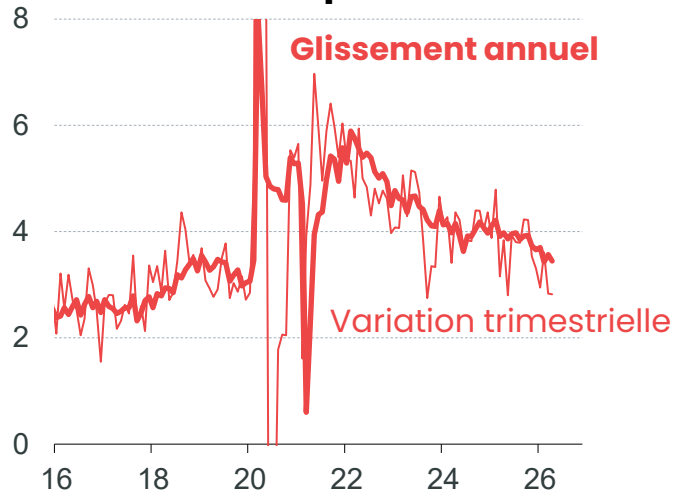
(%, glissement annuel, moyenne mobile sur 3 mois)



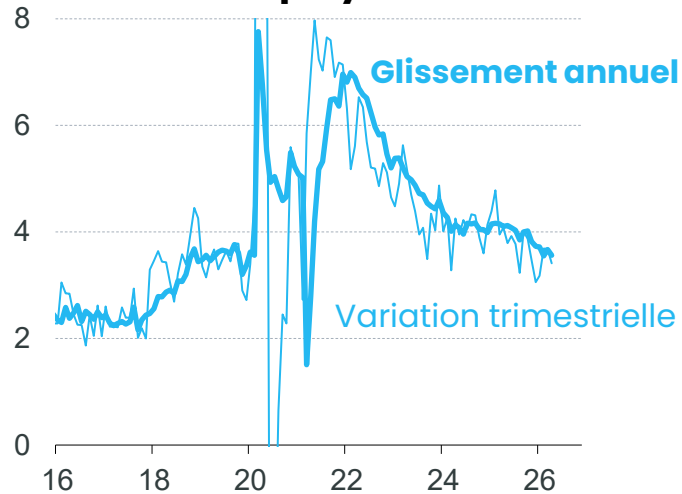
Salaire horaire moyen

(%, rythme annuel)

Total privé

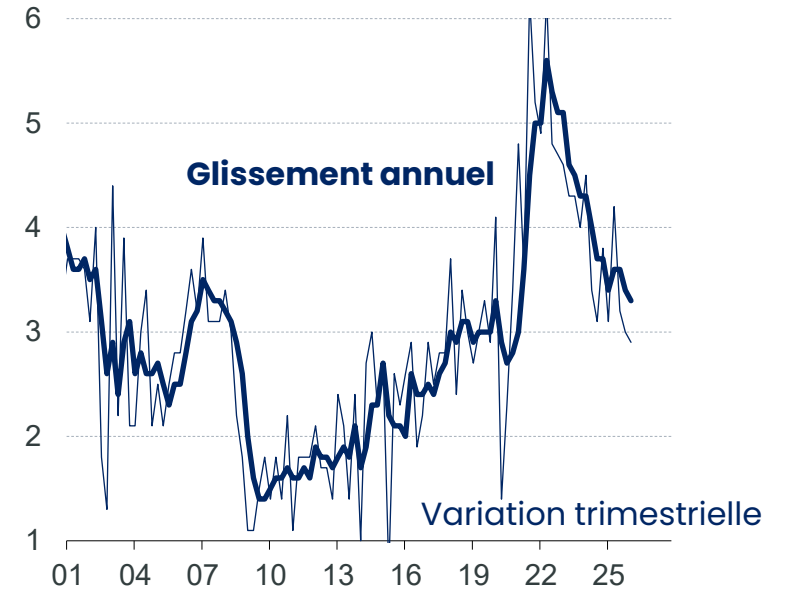


Ouvriers et employés d'exécution



Salaires

(%, rythme annuel, *Employment Cost Index*)



La hausse du prix de l'essence pèse maintenant sur le pouvoir d'achat des ménages...

Prix du pétrole
(\$ par baril, WTI)



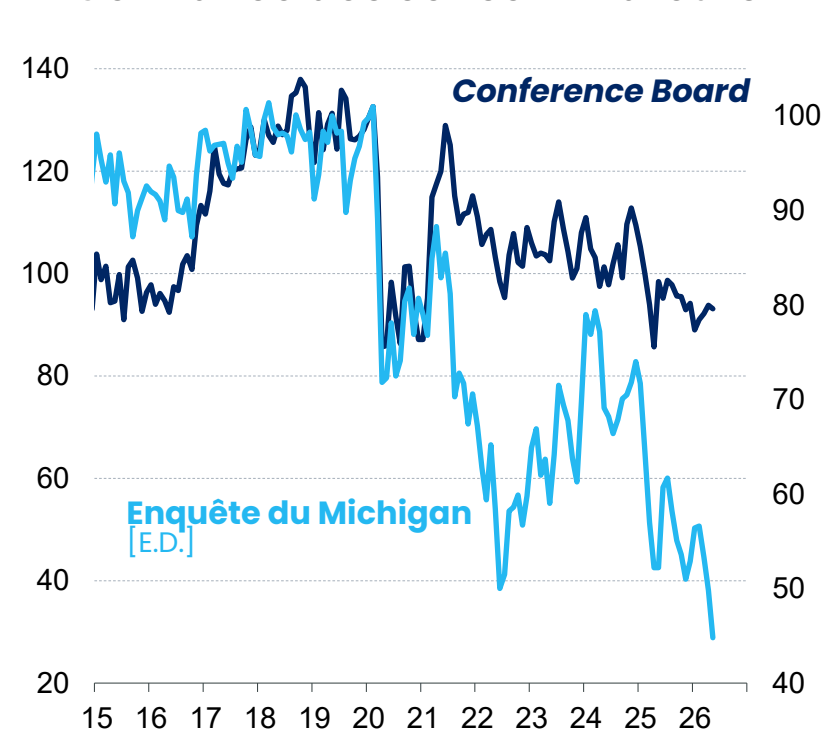
Marge de raffinage
(\$ par baril)



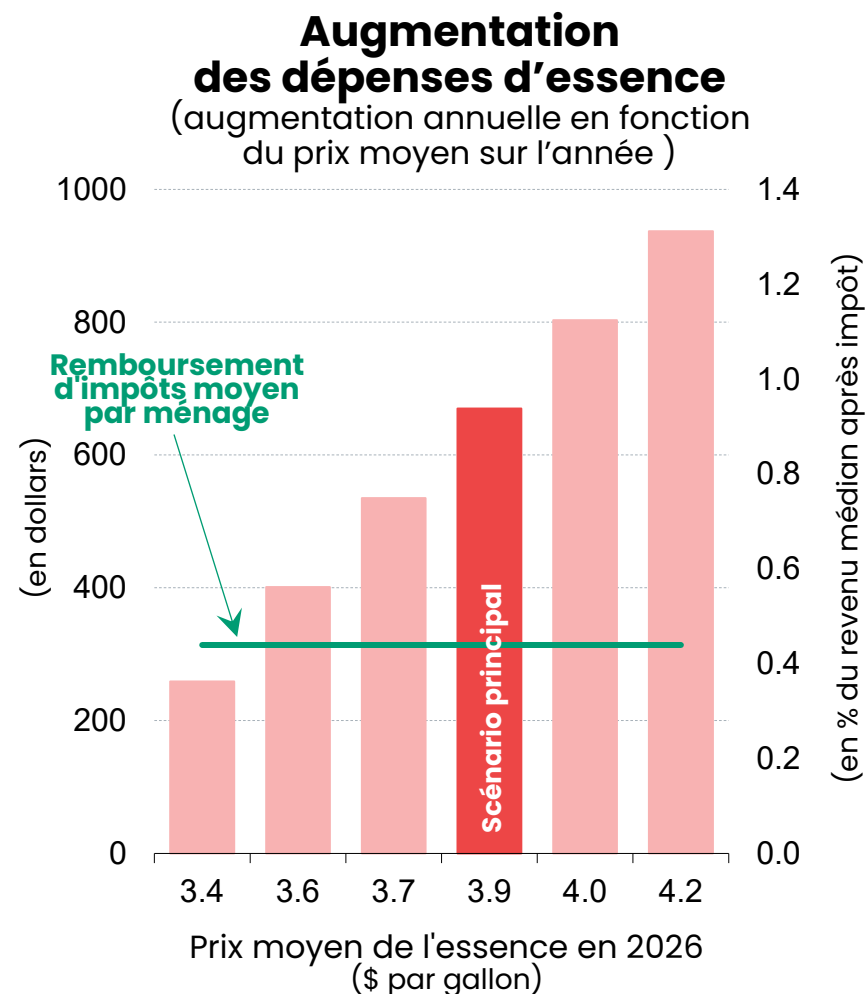
Prix de l'essence
(\$ par gallon)



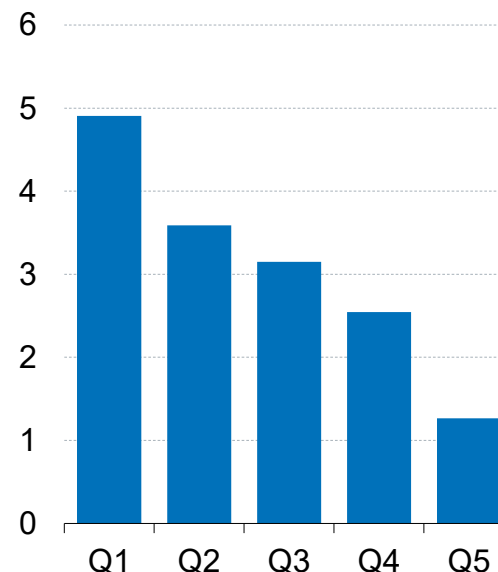
Confiance des consommateurs



... surtout sur celui des ménages à bas revenus !

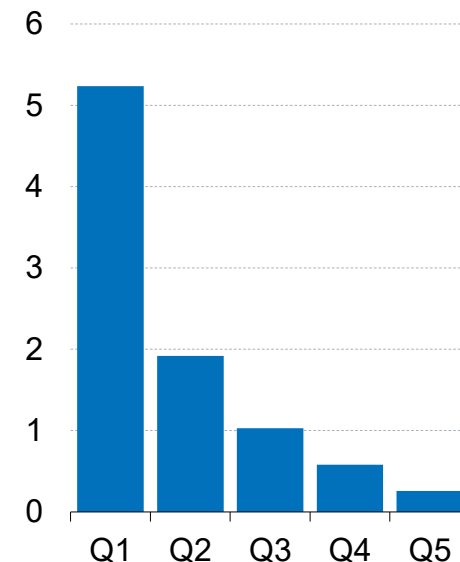


Poids des dépenses d'essence dans le revenu des ménages par quintile de revenu
(% du revenu disponible)



Pour un foyer comptant deux conducteurs parcourant chacun environ 200 miles par semaine (i.e. la distance parcourue en moyenne par les Américains), la facture mensuelle d'essence a augmenté de 72 dollars lorsque le prix du carburant est passé de 3 à 4 dollars le gallon. Pour un ménage recevant le revenu après impôts médian (72 330 dollars en 2024), **la hausse du prix de l'essence équivaut à une perte de revenu de plus de 1 % pour un foyer type comptant deux conducteurs.**

Effet sur le revenu d'une hausse du prix de l'essence de 3 à 4 dollars par gallon
(% du revenu médian avant impôts)

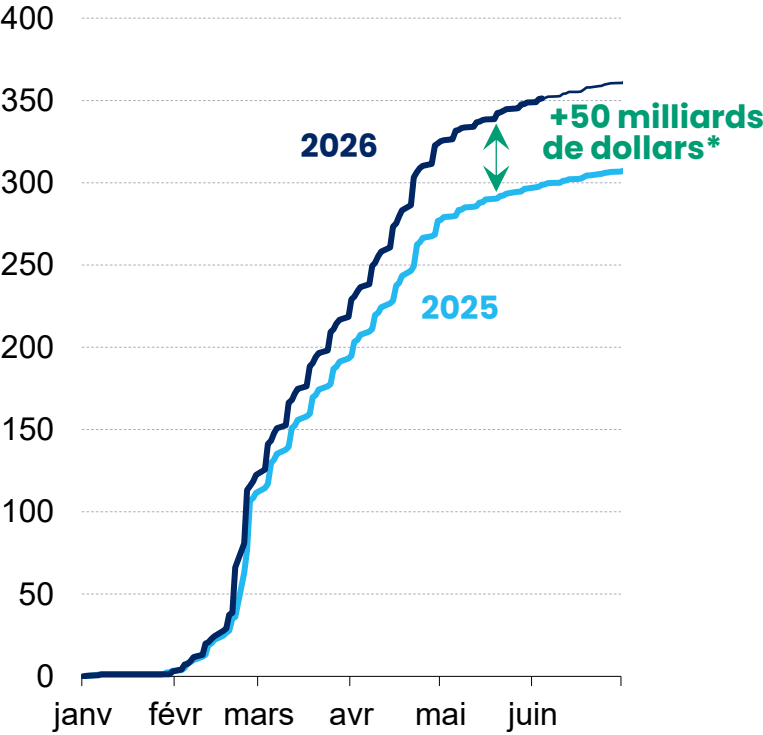


Le revenu moyen avant impôts du quintile de revenus le plus bas s'élève à 16 658 \$. Si un ménage comptant deux conducteurs dépense 72 \$ de plus à la pompe au cours d'un mois donné, **cela représente une perte d'environ 5,2 % de son revenu mensuel***.



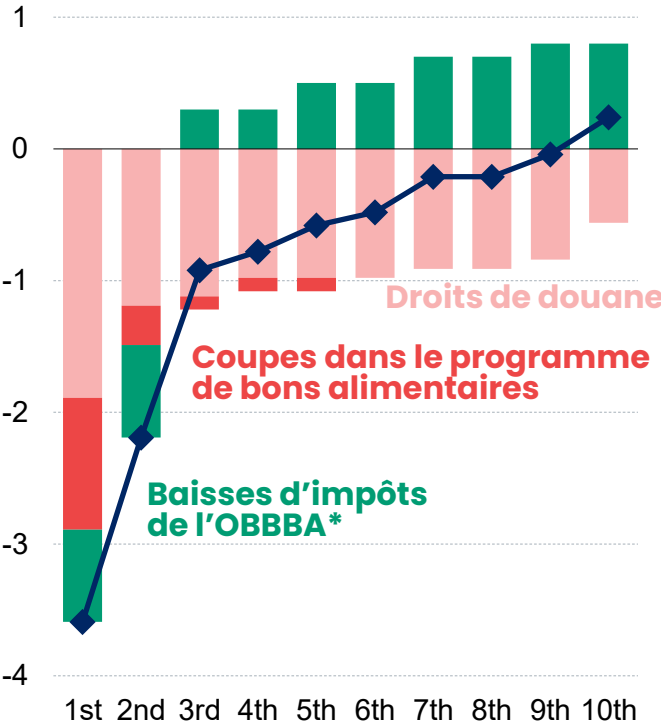
Mémo. L'OBBBA soutient peu le revenu des plus modestes !

Remboursements d'impôts
(milliards de dollars)

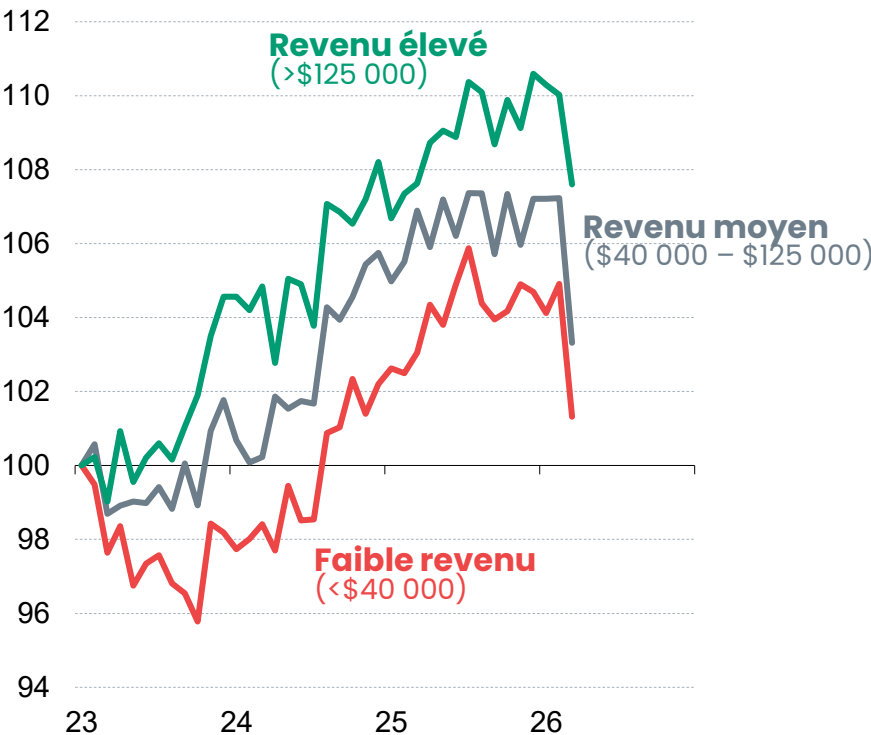


(*) 0,2 % du revenu disponible

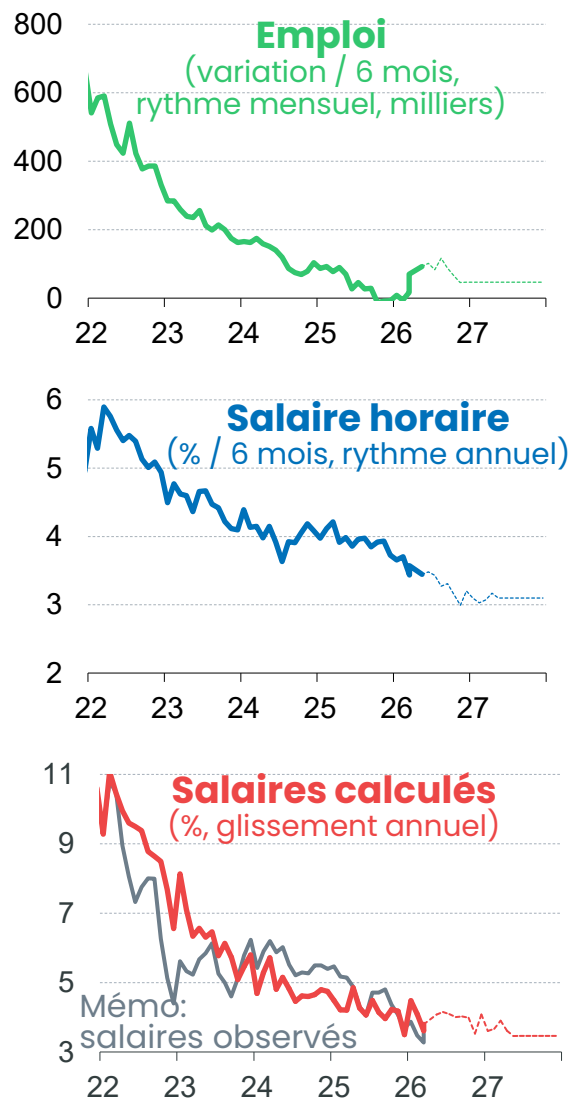
Effets de la politique
de D. Trump sur le revenu
par décile de revenu en 2026
(%)



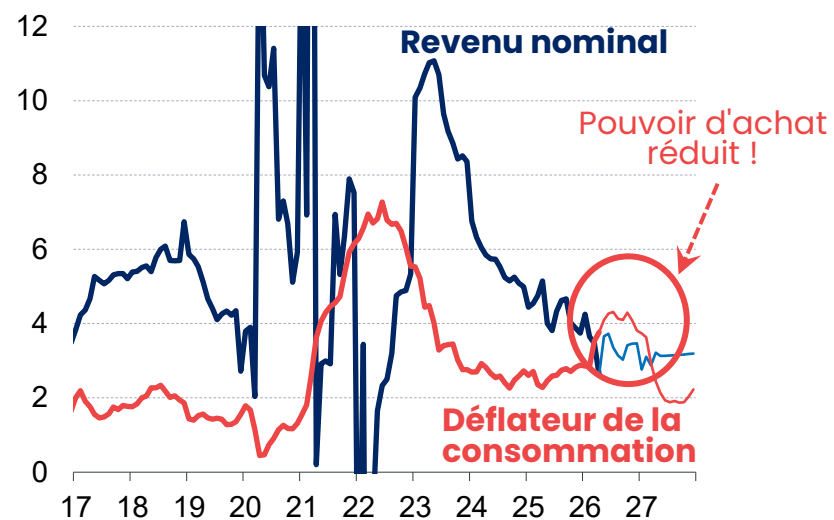
Ventes au détail par revenu
(2023 = 100, ventes au détail
hors automobiles, en réel)



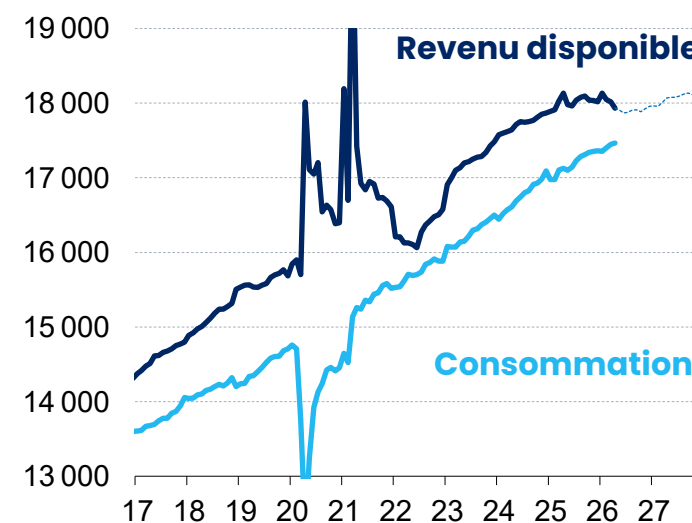
Au cours des prochains mois, le revenu réel des ménages va marquer le pas



Revenu disponible et inflation
(%, glissement annuel)



Revenu disponible et consommation
(milliards de dollars constants, rythme annuel)



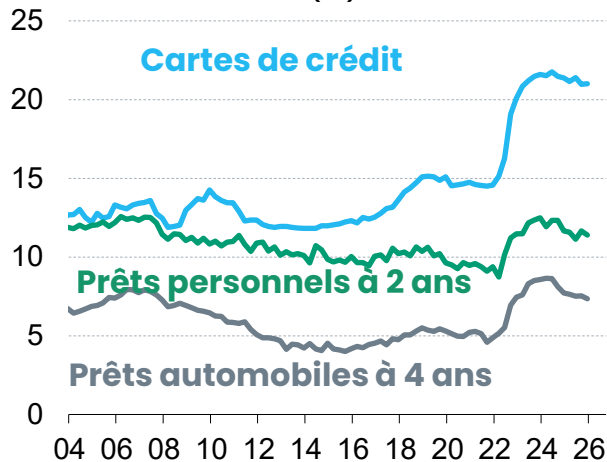
Le revenu disponible baissera de 0.5% en terme réel en 2026, puis augmentera de 1,1 % sur l'année 2027.



Les taux d'intérêt sur le crédit à la consommation restent élevés

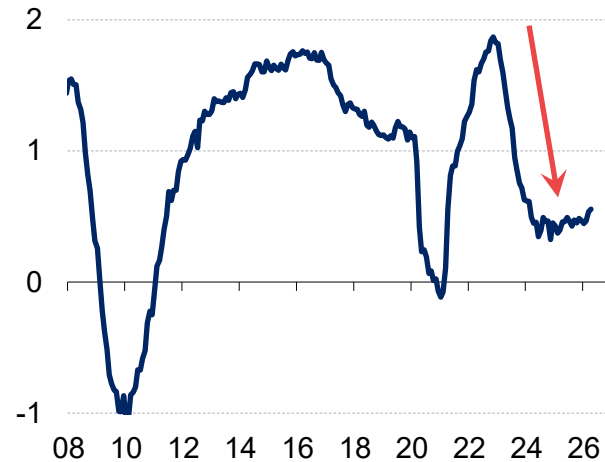
Taux d'intérêt sur le crédit à la consommation (%)

(%)

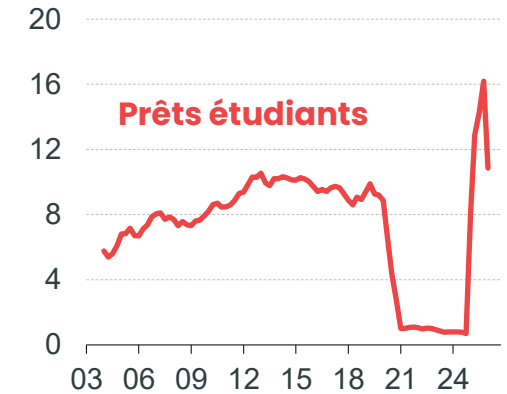
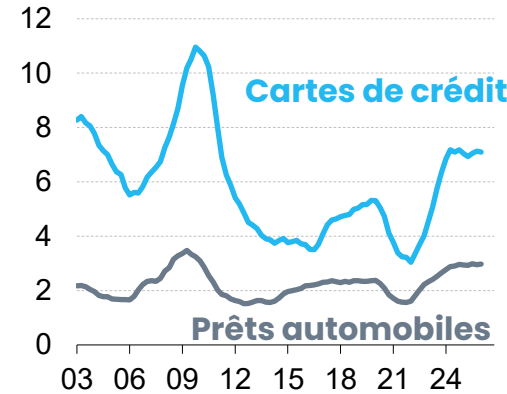


Flux de crédit à la consommation

(% du revenu disponible, moyenne mobile sur 12 mois)

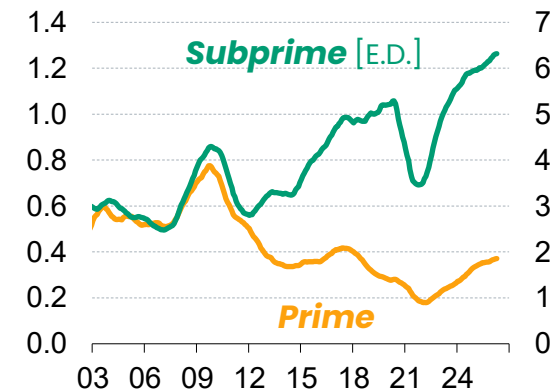


Nouveaux défauts de paiements de plus de 90 jours (% des encours des prêts)



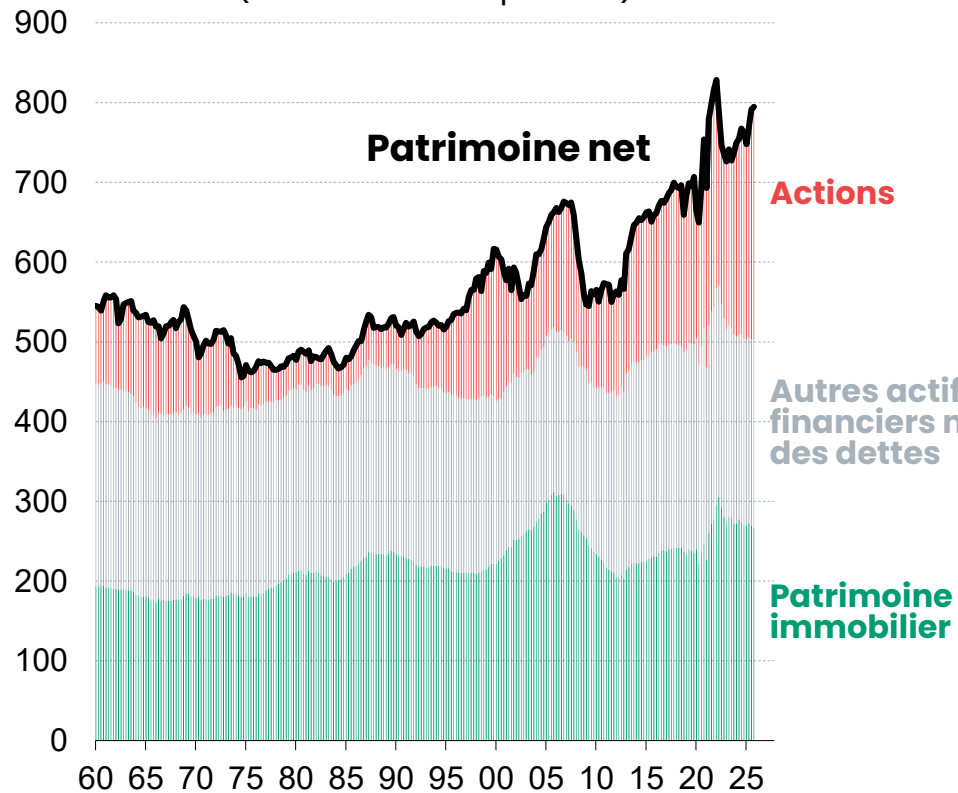
Défauts de plus de 60 jours sur les prêts automobiles

(%, lissage / 1 an, indices ABS)



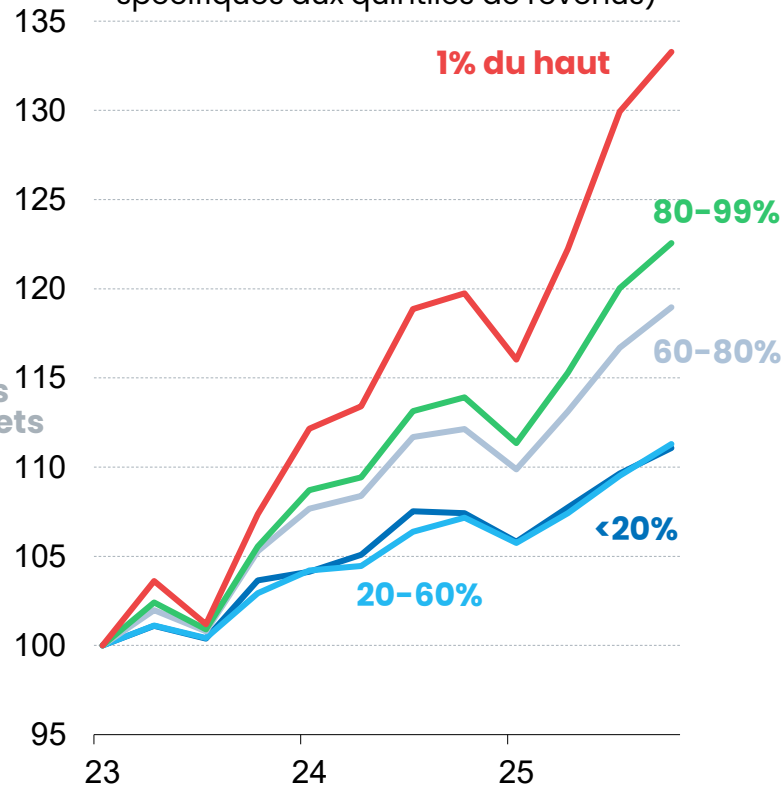
La hausse du patrimoine financier des ménages les plus aisés peut toutefois continuer de soutenir la consommation

**Patrimoine des ménages
net de leurs dettes**
(% du revenu disponible)

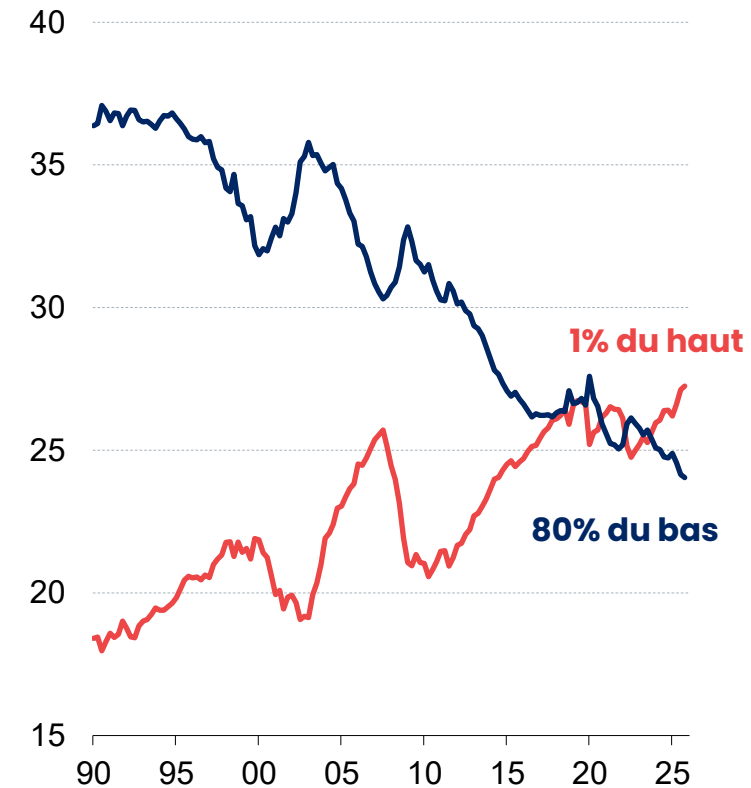


Actifs financiers des ménages par quintile de revenu

Évolution en termes réels
(T1 2023 = 100, déflaté par des déflateurs
spécifiques aux quintiles de revenus)

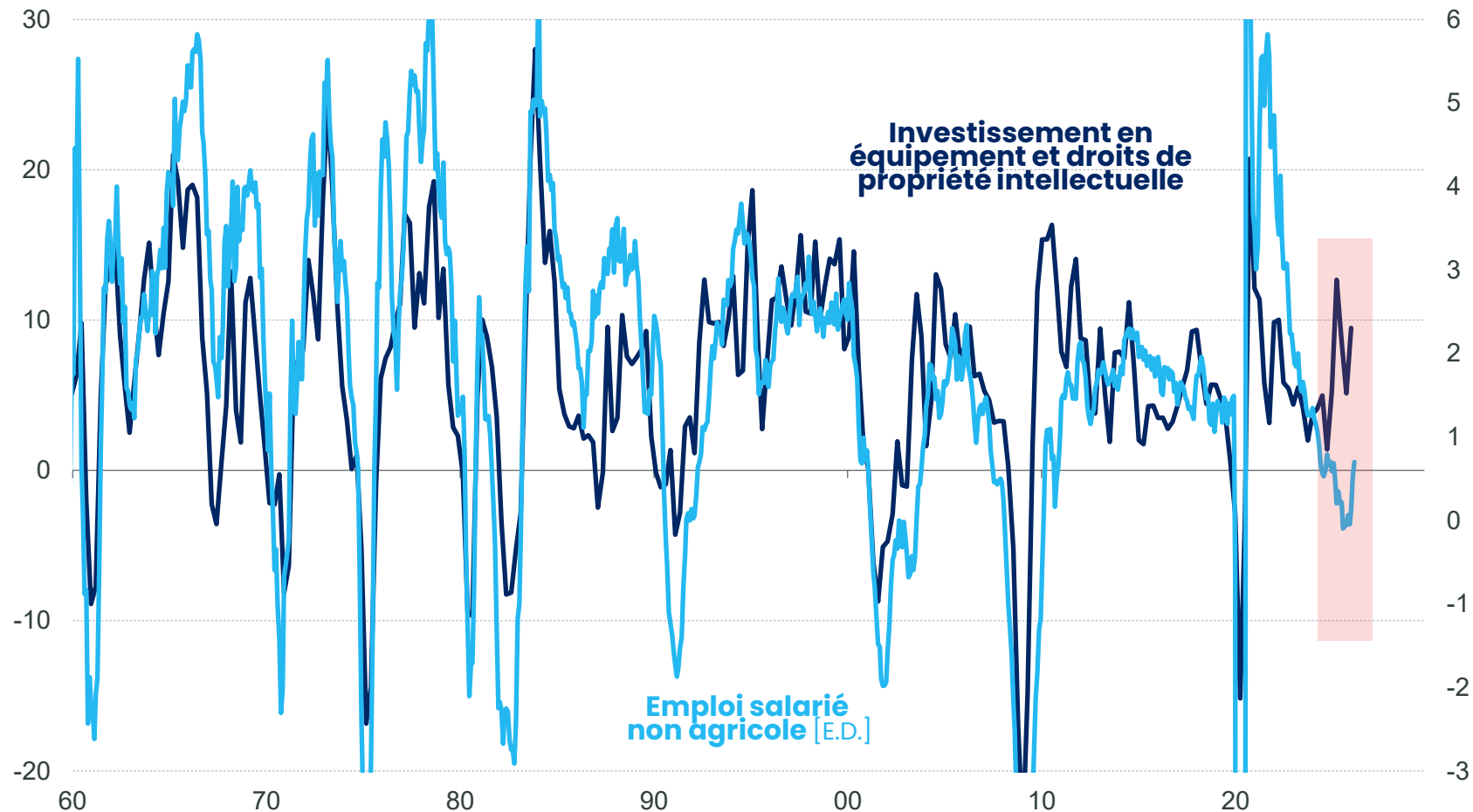


Part du total des actifs financiers
(%)



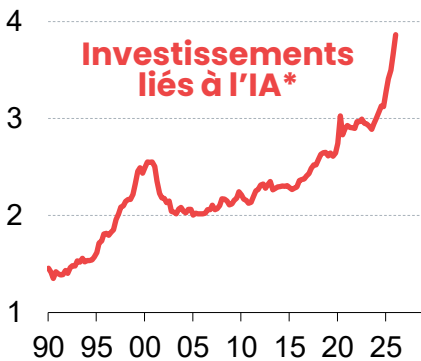
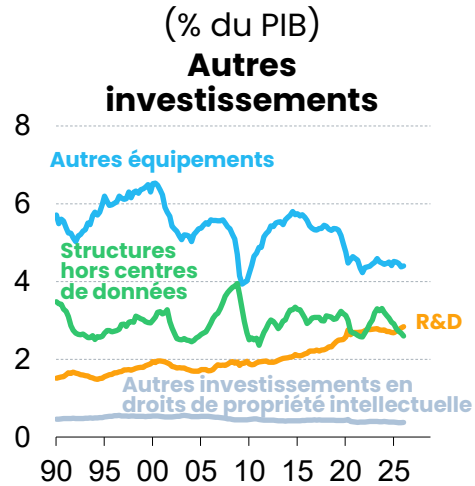
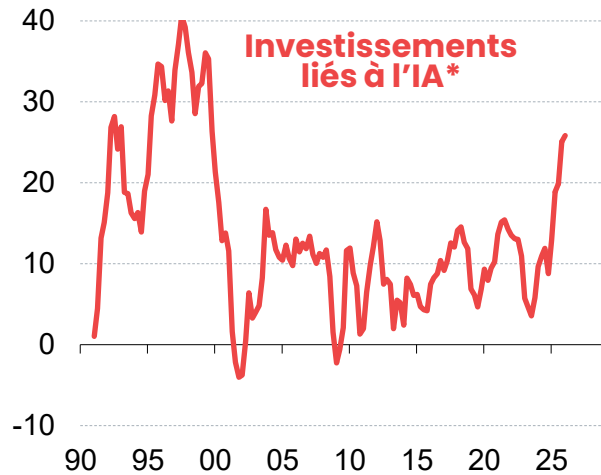
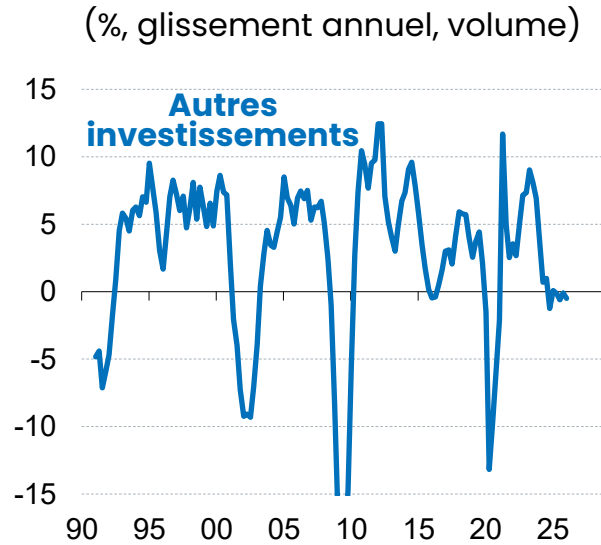
Pour que la croissance se poursuive, l'investissement des entreprises doit continuer à augmenter rapidement

Investissements des entreprises et emploi
(%, variation sur 2 trimestres, rythme annuel)

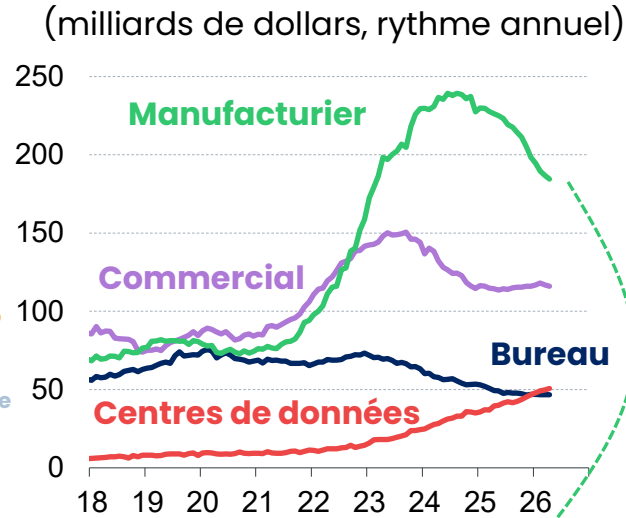


Alors que l'investissement traditionnel est atone, l'investissement en IA progresse vite

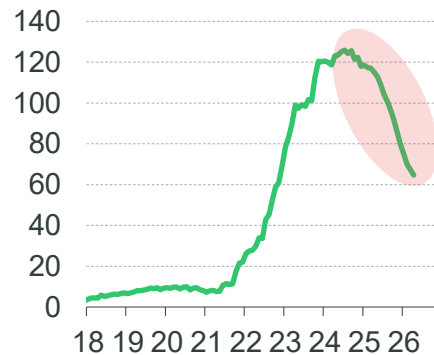
Investissements des entreprises



Investissement privé en structures

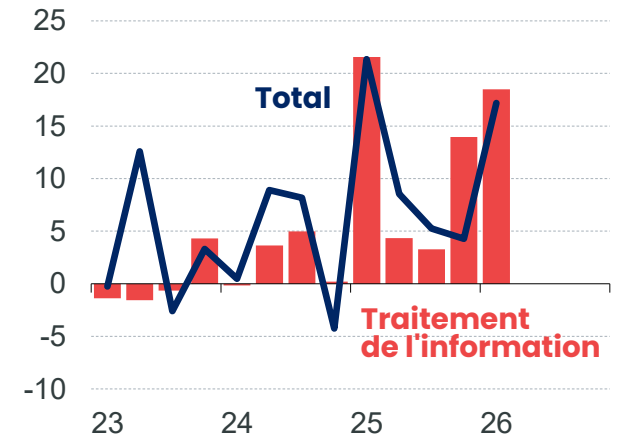
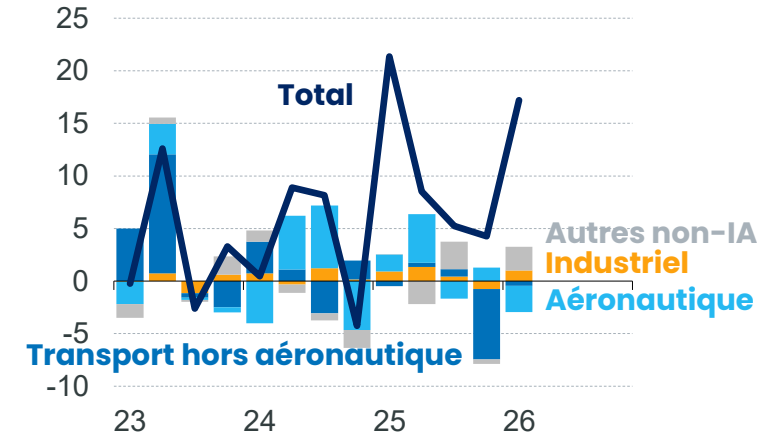


Secteur manufacturier: Ordinateur / électronique / électrique



Contribution à l'investissement en équipement

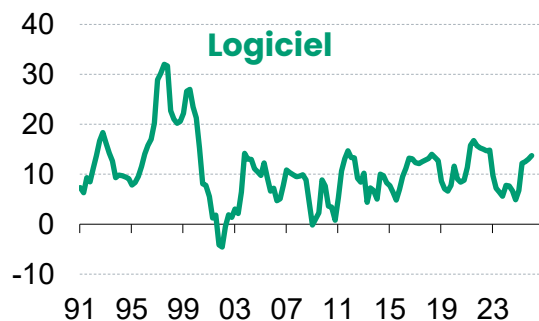
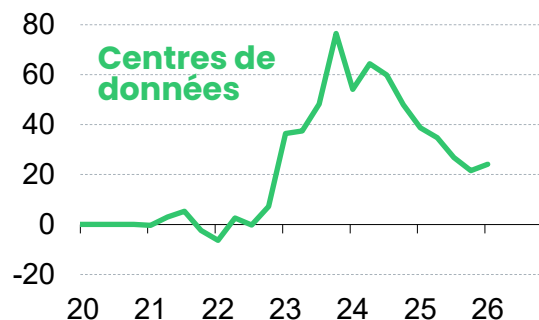
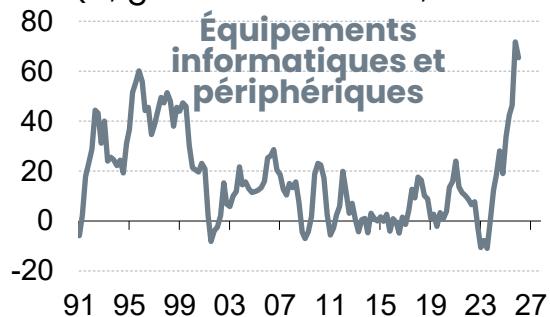
(%, glissement trimestriel annualisé)



Les géants du cloud déploient des plans d'investissement massifs

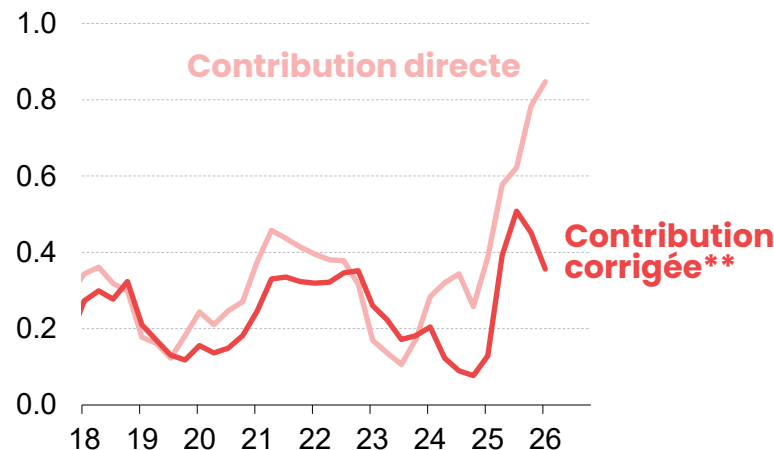
Investissements liés à l'IA*

(%, glissement annuel, volume)



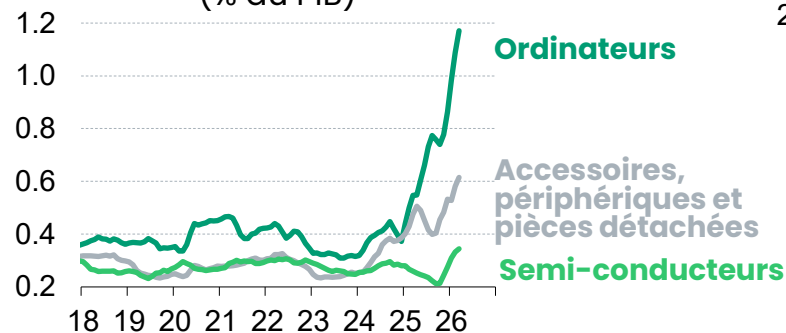
Contribution des investissements liés à l'IA* à la croissance du PIB réel

(%, glissement annuel)



Importations d'ordinateurs et d'équipements périphériques

(% du PIB)

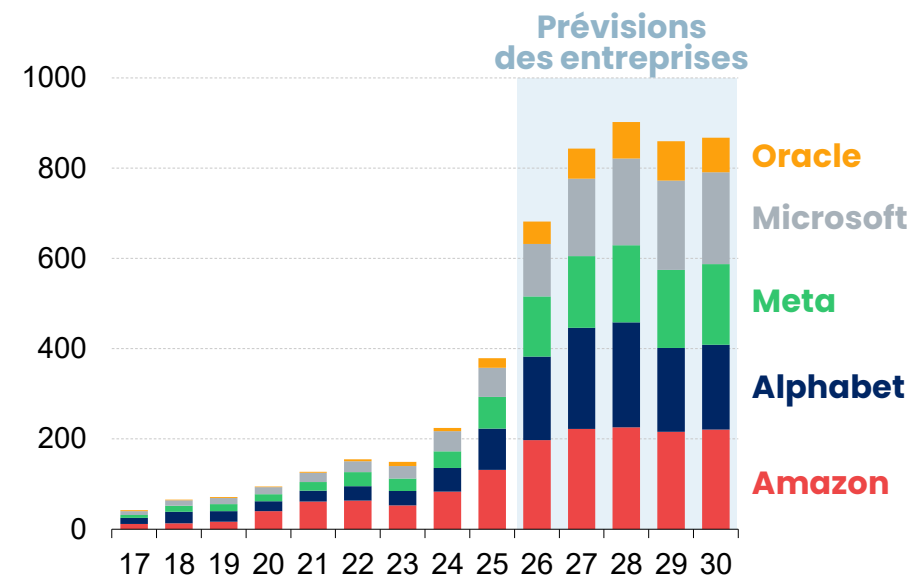


(*) Centres de données, matériel informatique et périphérique, logiciels.

(**) Corrigé des importations

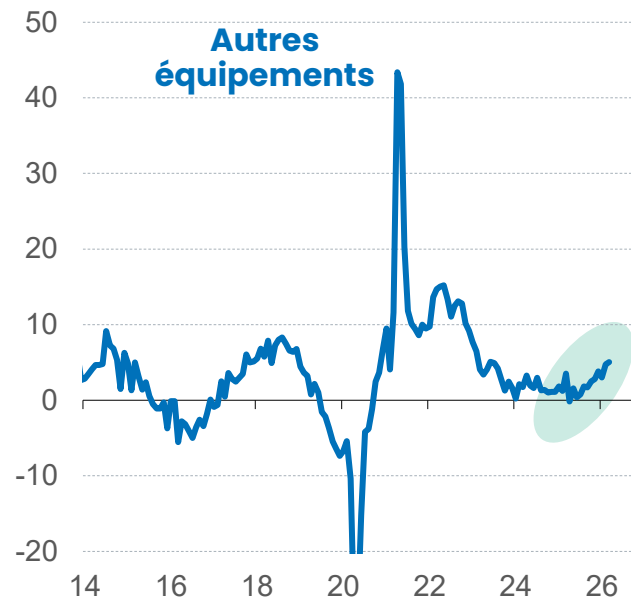
Plans d'investissement des « hyperscalers »

(milliards de dollars)

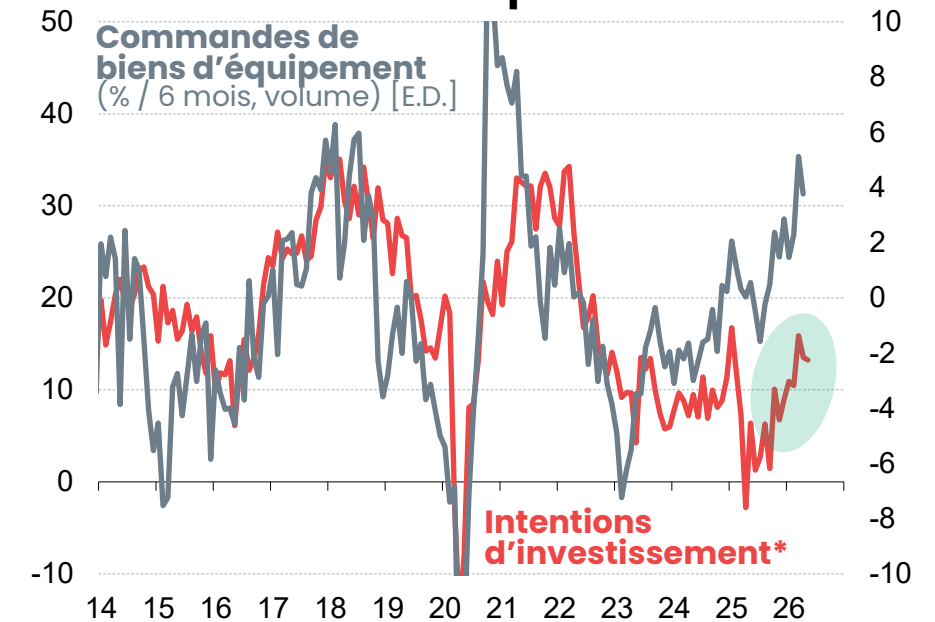


Jusqu'à présent, la guerre en Iran ne semble pas avoir eu d'effet sur les intentions d'investissement

Livraisons de biens d'équipement de base (%, glissement annuel)



Commandes de biens d'équipement et intentions d'investissement des entreprises

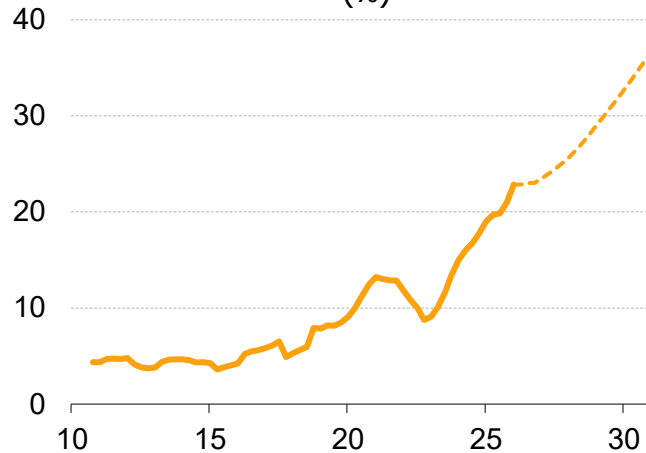


(*) Moyenne des enquêtes régionales (New York, Philadelphie, Dallas, Kansas City, Richmond), pondérée par la taille de la population de chaque région.

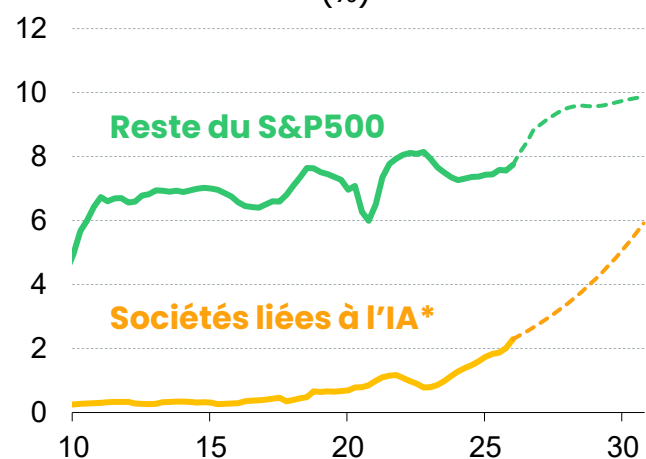


Malgré une hausse rapide de leurs profits, les grandes entreprises technologiques recourent désormais davantage à l'emprunt

Part des sociétés liées à l'IA
dans le résultat net
des sociétés du S&P 500
(%)

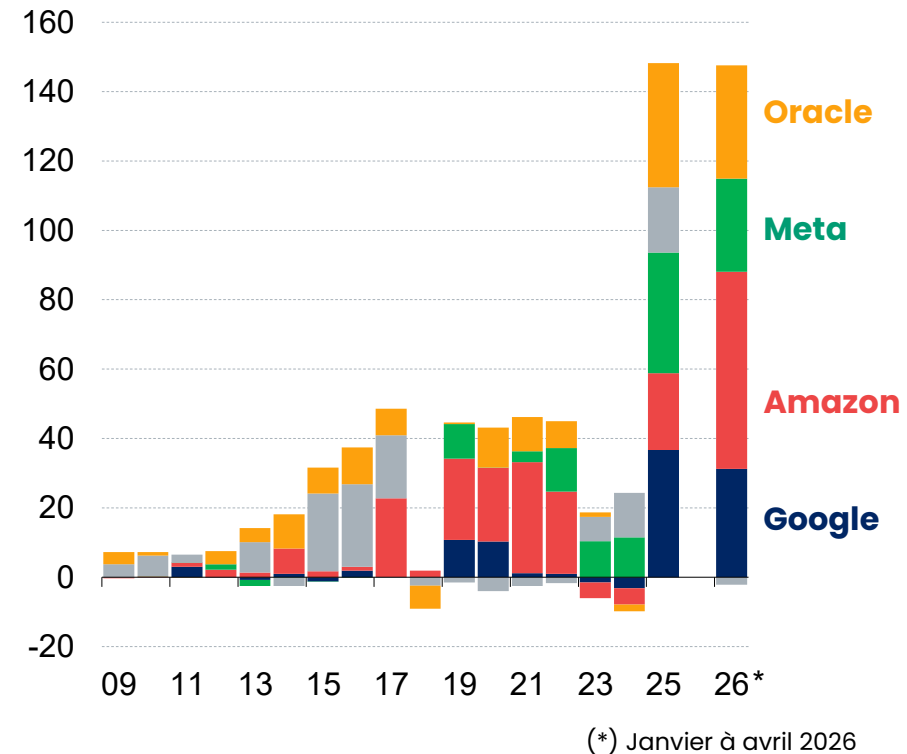


Résultat net rapporté au PIB
(%)



(*) Alphabet, Amazon, Oracle, Microsoft, Nvidia, Broadcom, Meta.

Émissions nettes
de dette à long terme
(milliards de dollars)

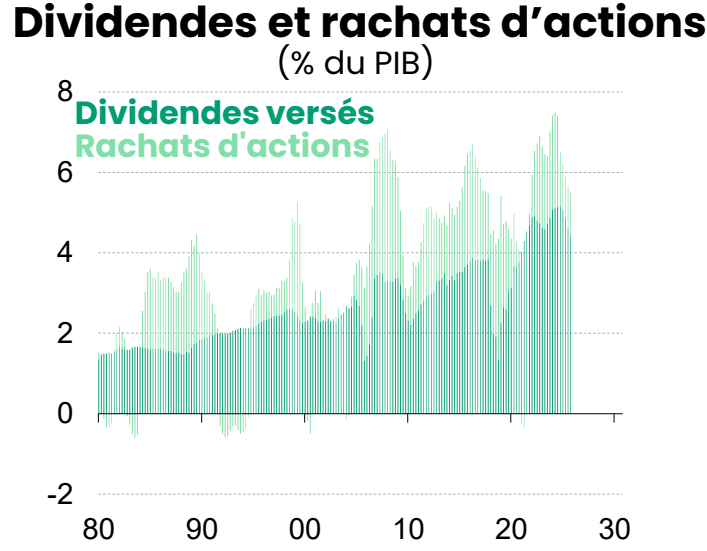
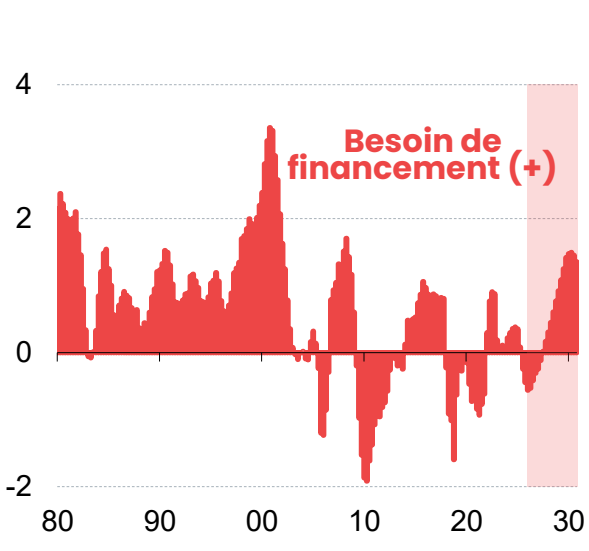
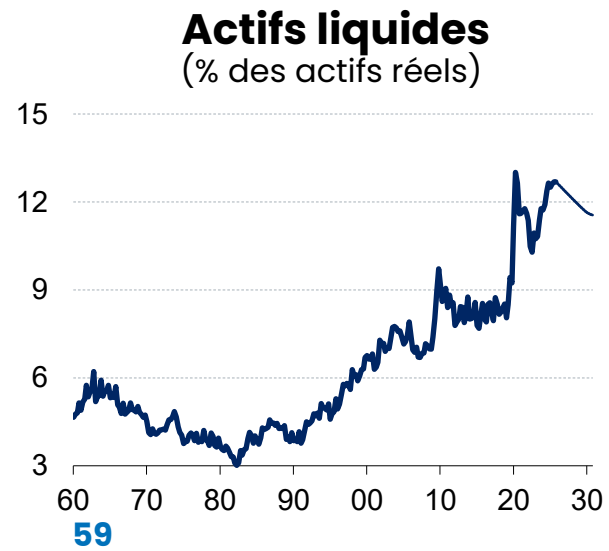
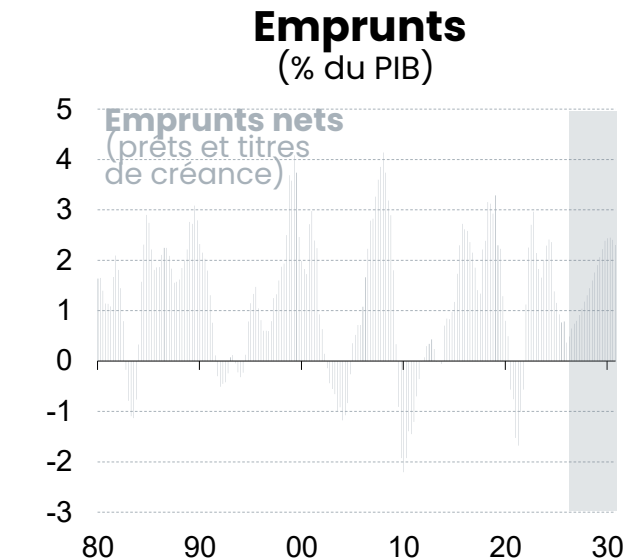
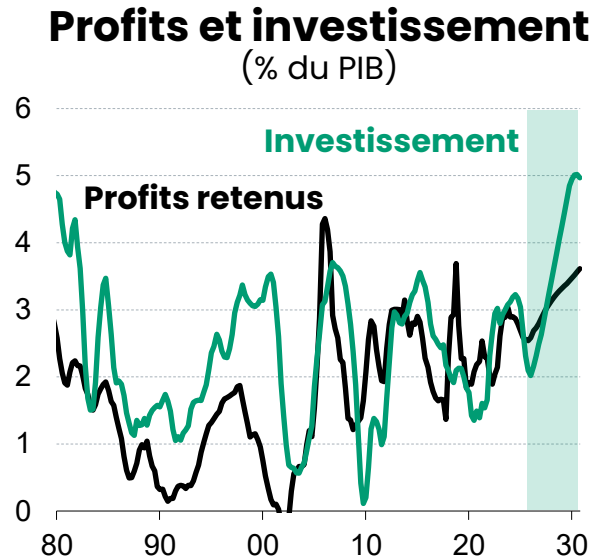
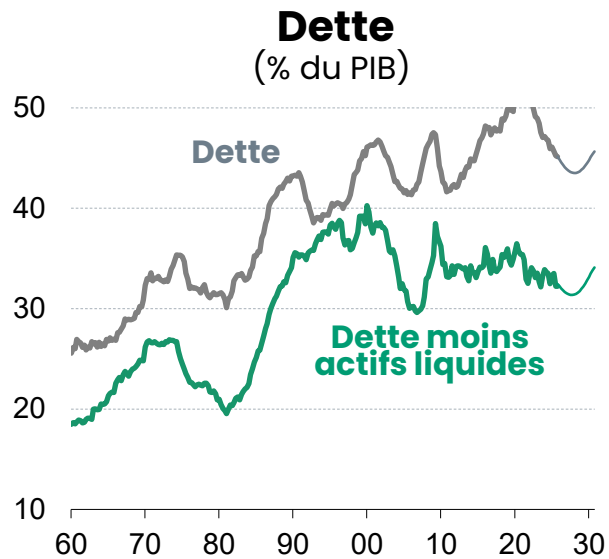


(*) Janvier à avril 2026



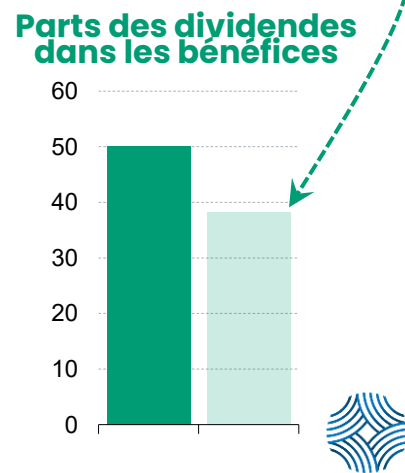
Les bilans des entreprises américaines sont solides, mais leur effort d'investissement va progressivement dégrader leur situation financière

Sociétés non financières



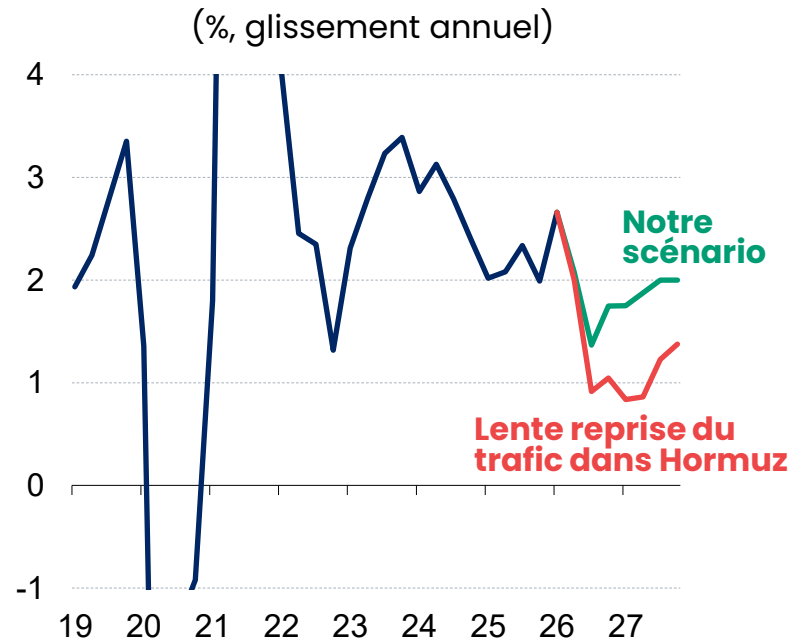
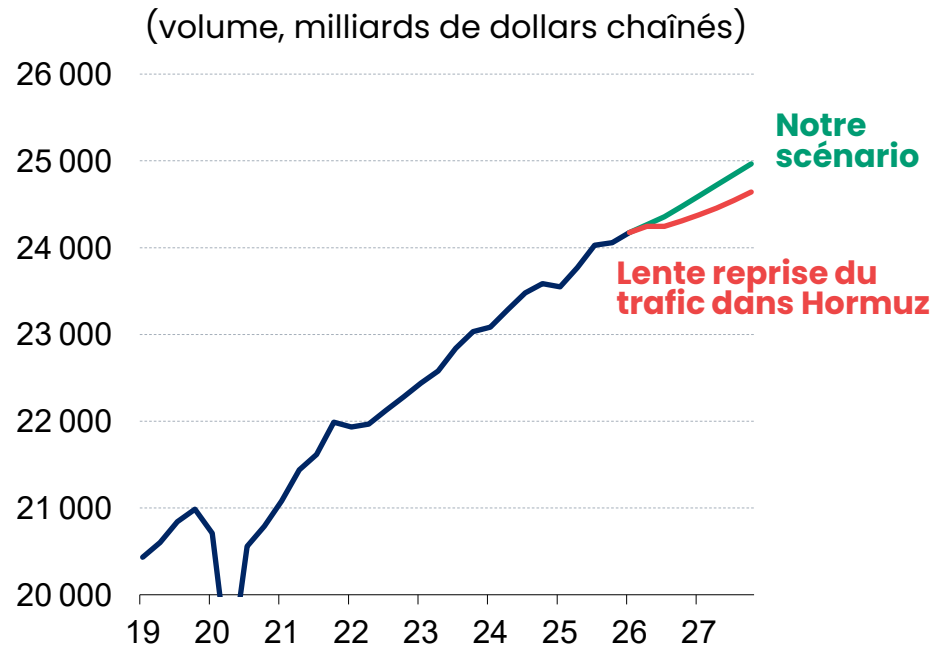
Dans un scénario de poursuite du boom d'investissement dans l'IA, les dépenses d'investissement des entreprises progressent de 15% par an entre 2026 et 2030.

Le besoin de financement des entreprises se creuse et les conduit à emprunter davantage... ou à réduire les rachats d'actions ou les dividendes versés !

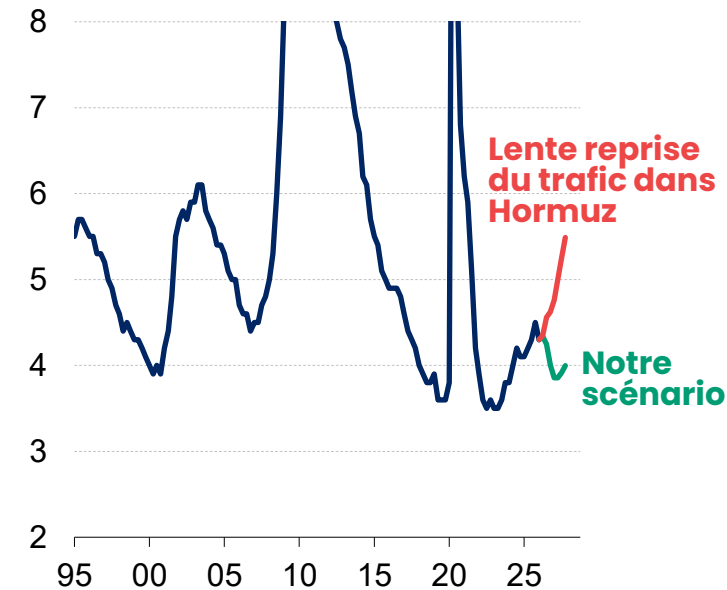


Les investissements massifs dans l'IA devraient permettre à la croissance de rester proche de 2 % en 2026

Croissance du PIB

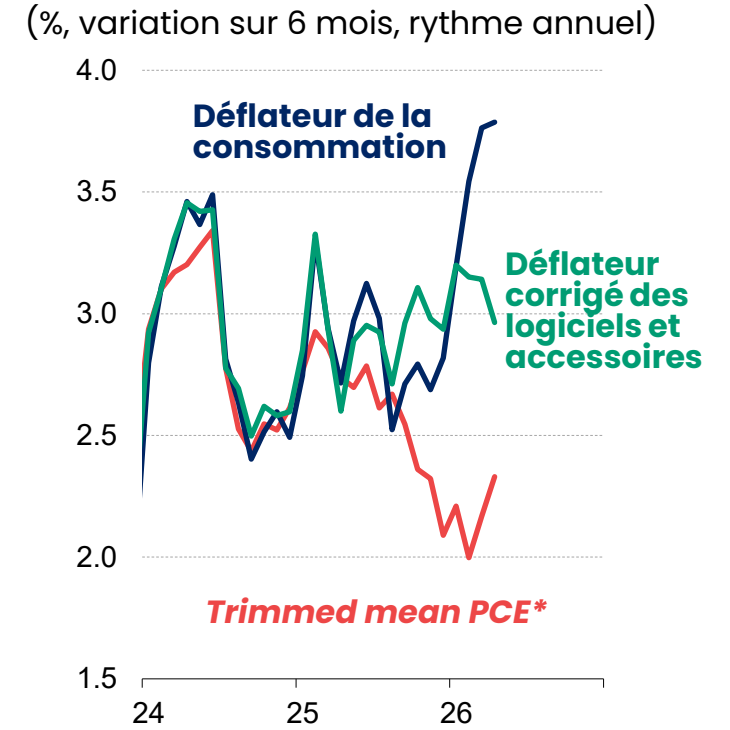
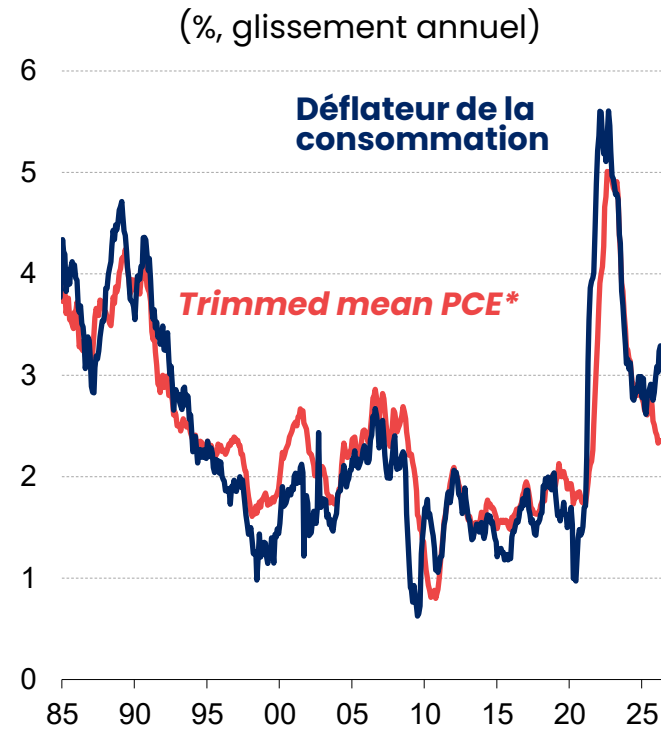
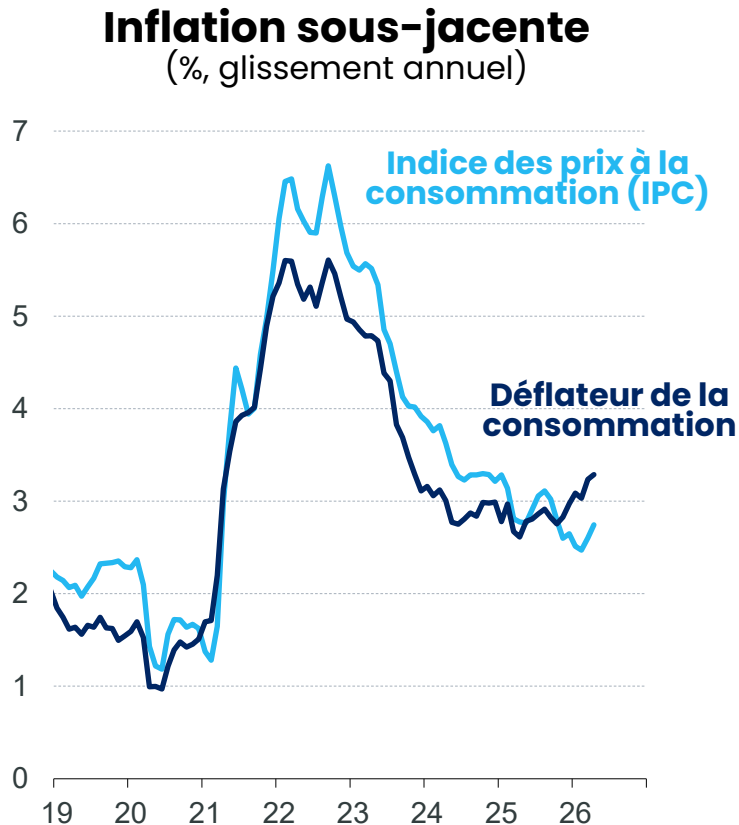


Unemployment rate (%)



La remontée progressive de l'inflation sous-jacente va compliquer la tâche du nouveau président de la Fed

Deux mesures de l'inflation sous-jacente

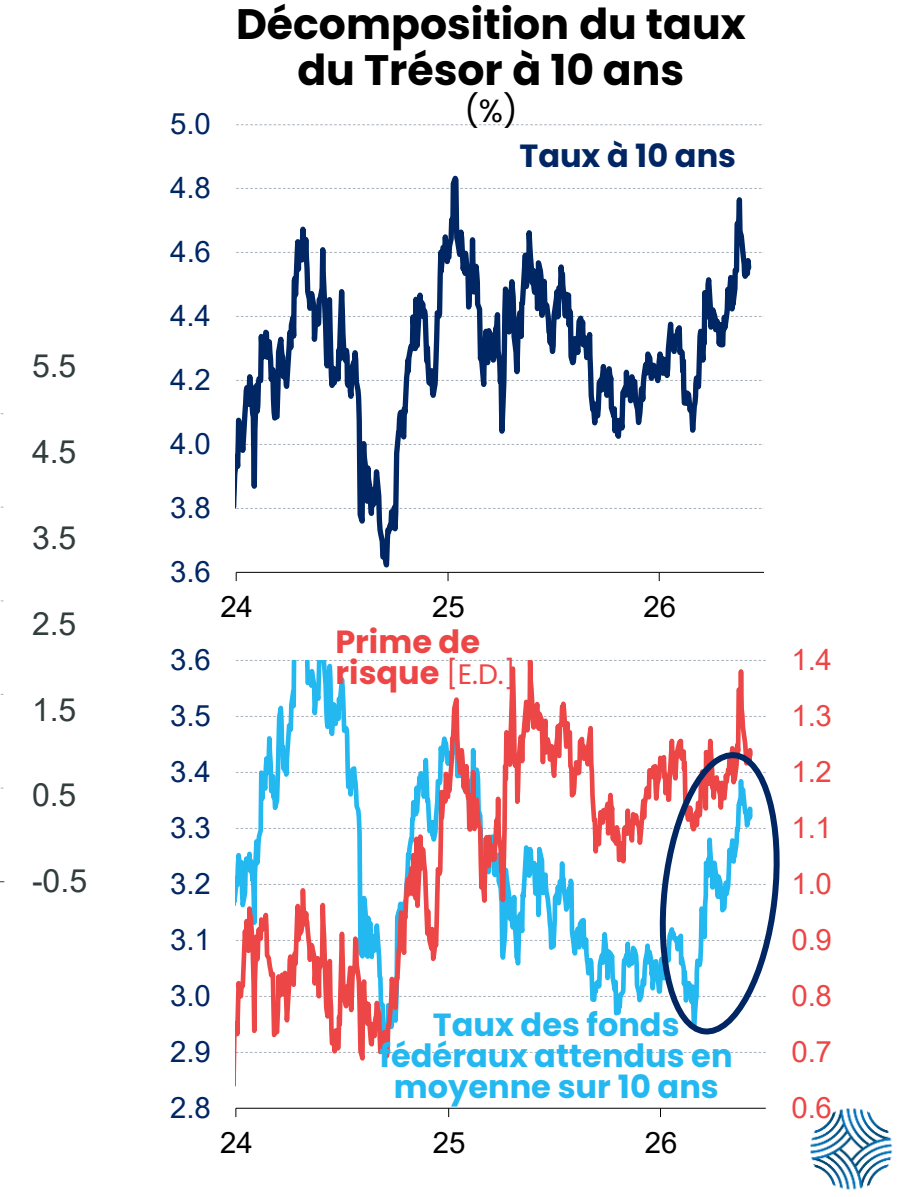
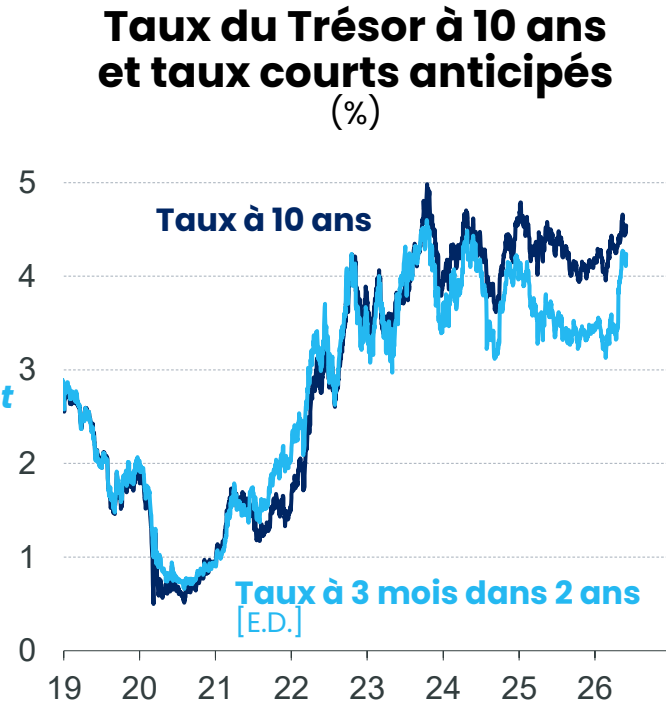
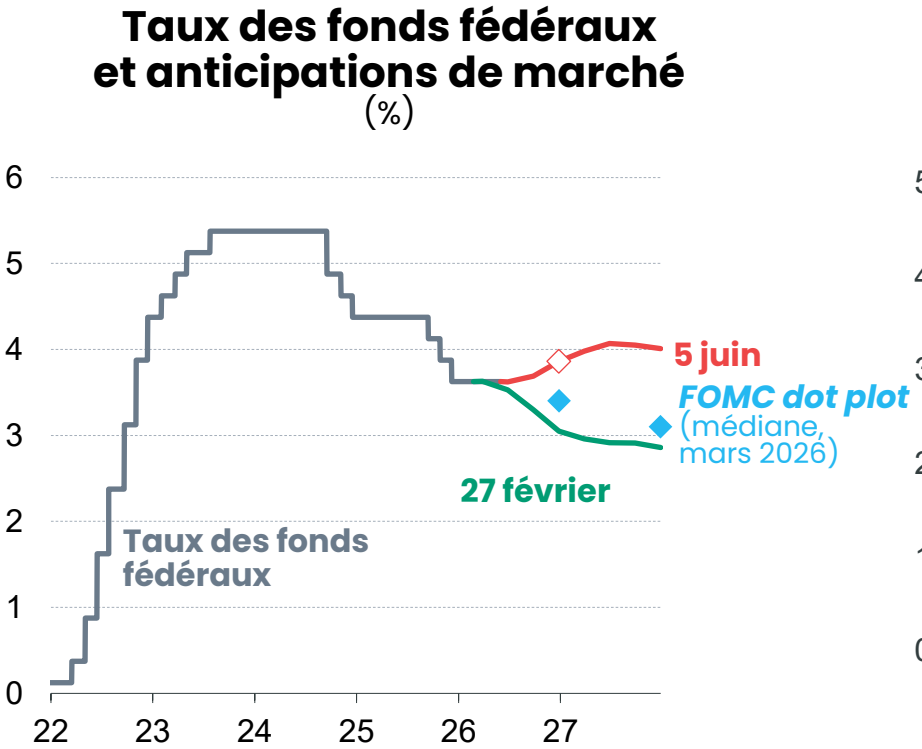


(*) Calcul du *Trimmed mean PCE*

Chaque mois, les variations de prix des 177 composantes du déflateur de la consommation (PCE) sont classées : celles situées en dessous du 24^{ème} centile et au-dessus du 69^{ème} centile sont exclues. La moyenne pondérée des catégories restantes constitue la moyenne tronquée (« trimmed mean »). Ces seuils ont été retenus afin que cette mesure reproduise au mieux les mesures plus classiques de l'inflation sous-jacente sur la période 1977-2009.

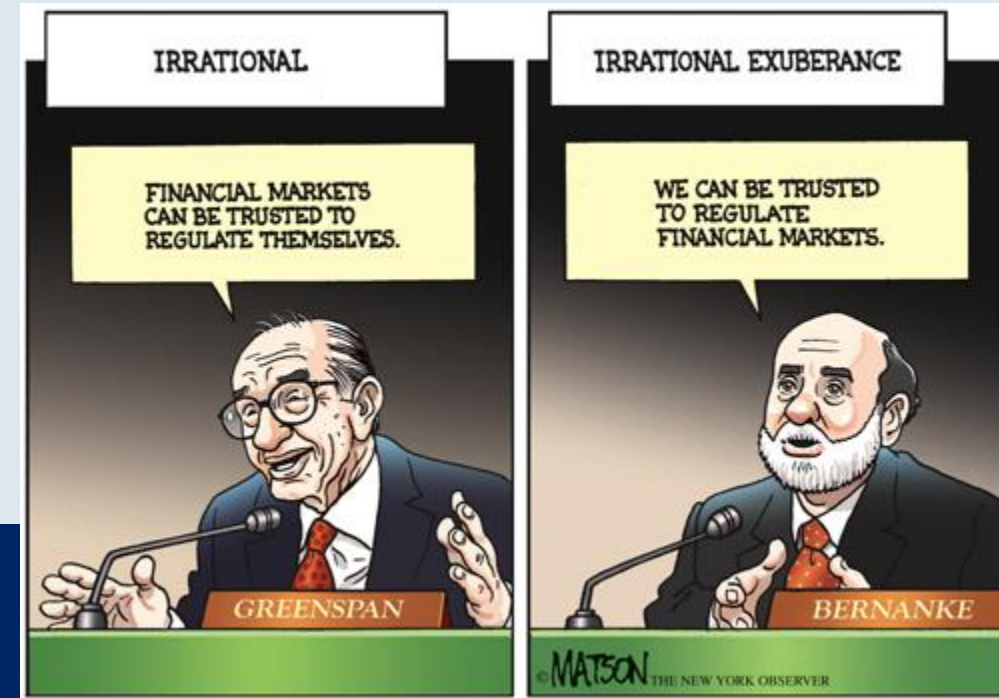


Les marchés ont revu à la hausse le niveau du taux directeur attendu à fin 2026



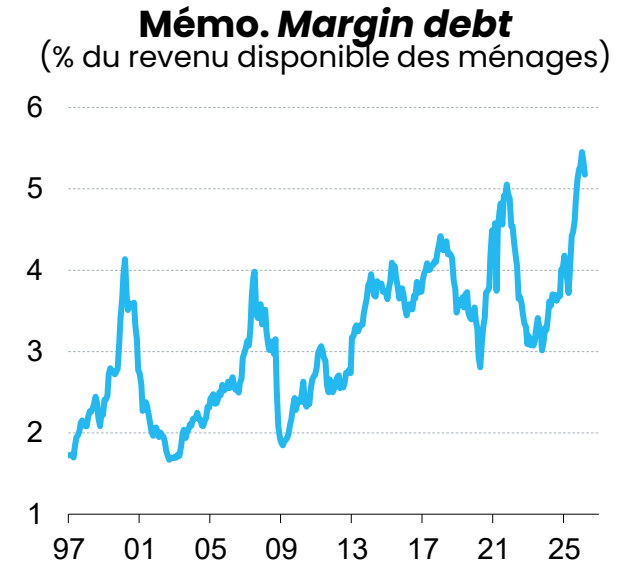
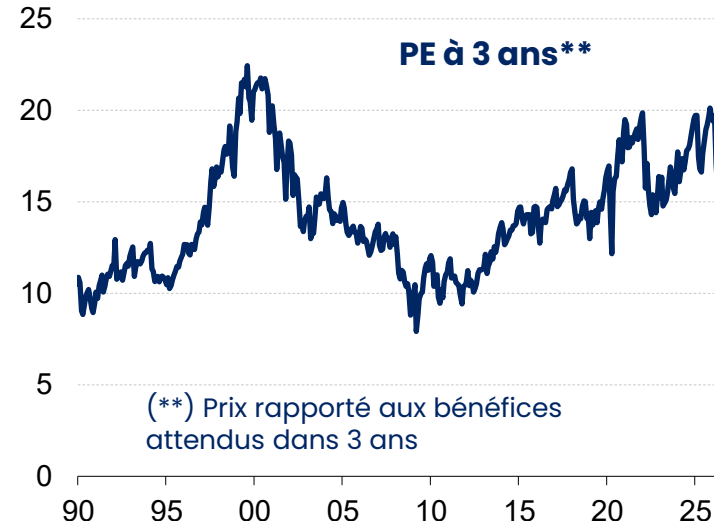
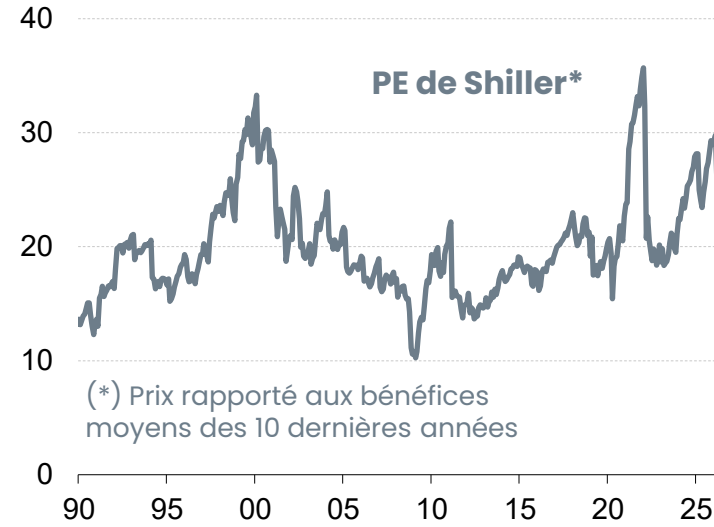
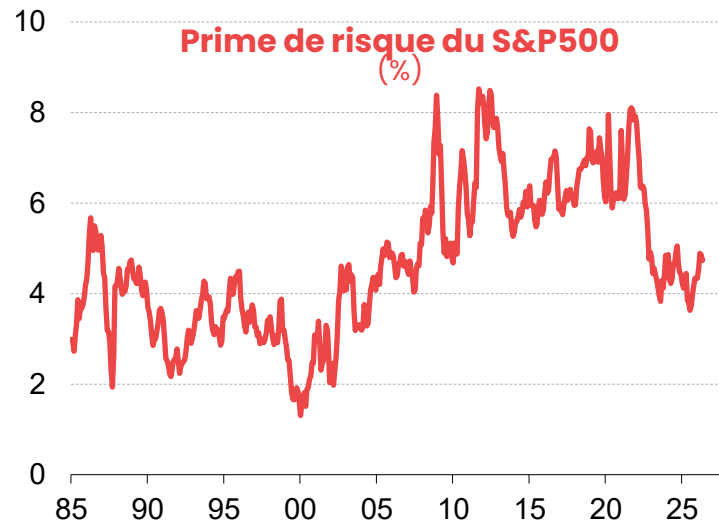
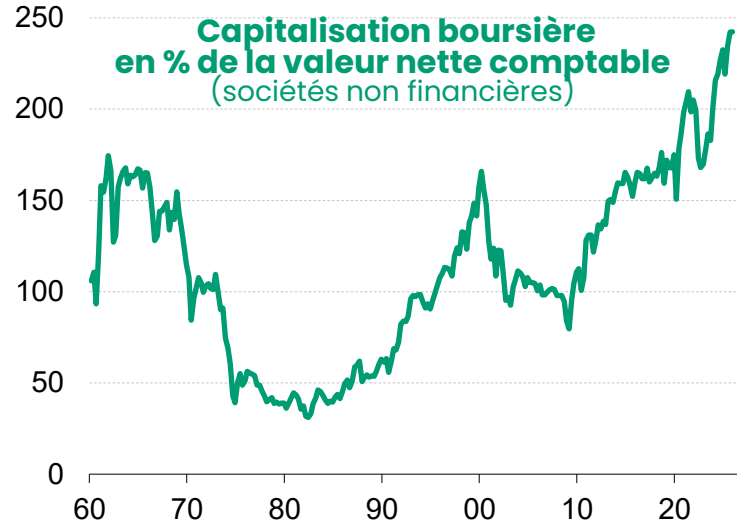
Addenda.

Exubérance irrationnelle...
ou nouveau modèle de croissance ?



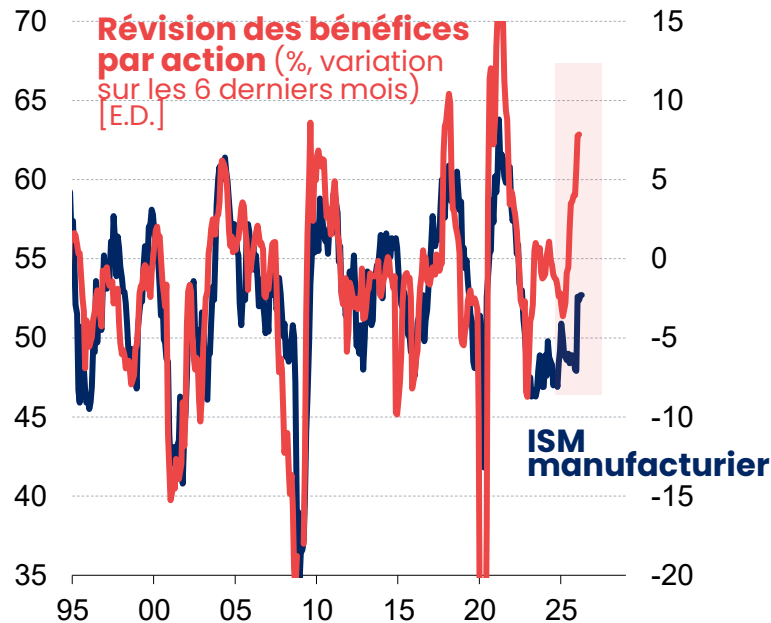
La Bourse américaine n'est pas vraiment bon marché

Mesures de valorisation de la Bourse américaine

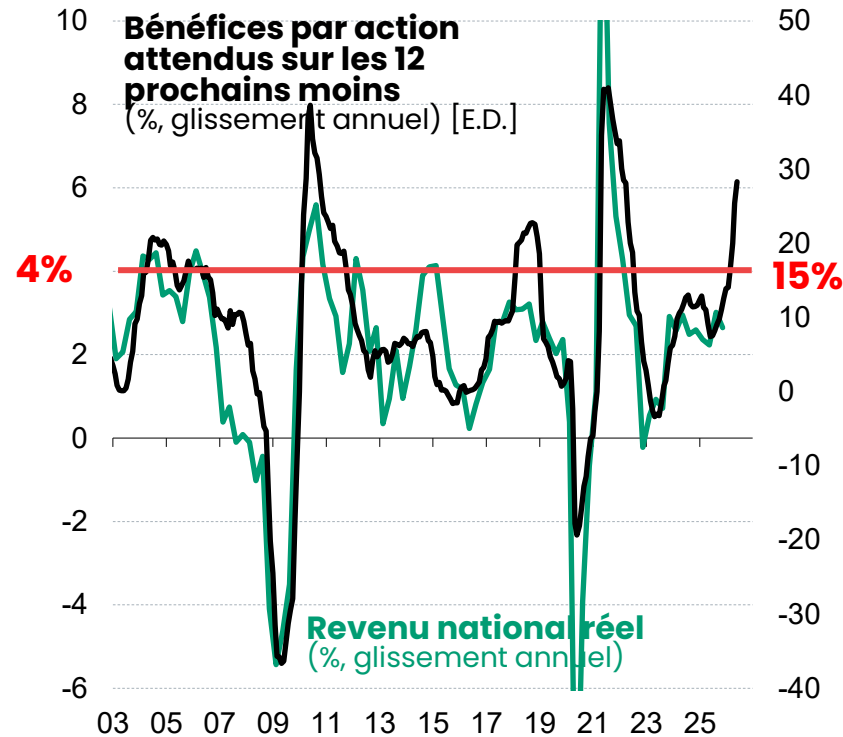


Les prévisions de bénéfices des analystes sont optimistes

Révisions des bénéfices et indice ISM manufacturier

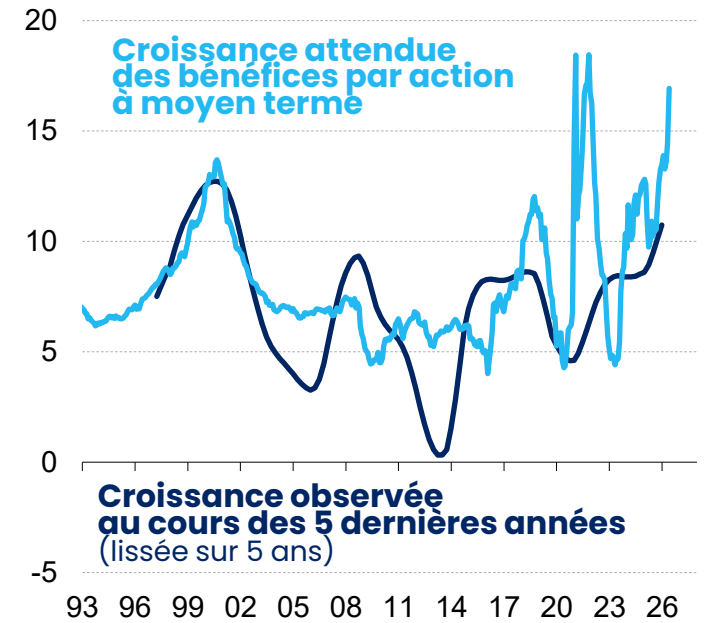


Bénéfices attendus et revenu national



Croissance attendue des bénéfices à moyen terme

(%, rythme annuel)

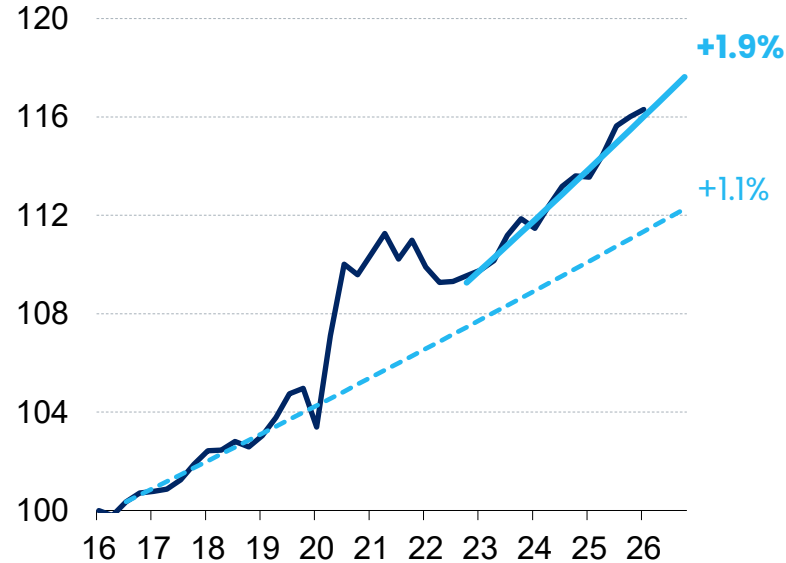


Pour atteindre, comme le prévoient actuellement les marchés, une augmentation soutenue de 15 % par an du bénéfice par action, la croissance réelle doit être proche de 4 % par an sur la période 2026-30.

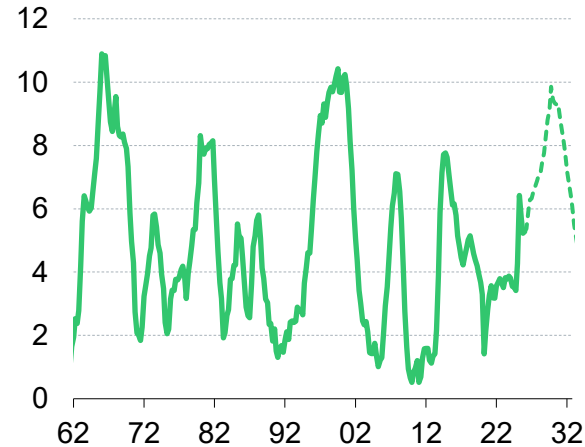


Avec le vieillissement démographique et l'arrêt de l'immigration, des gains de productivité plus élevés sont nécessaires pour permettre à la croissance d'atteindre 4 %

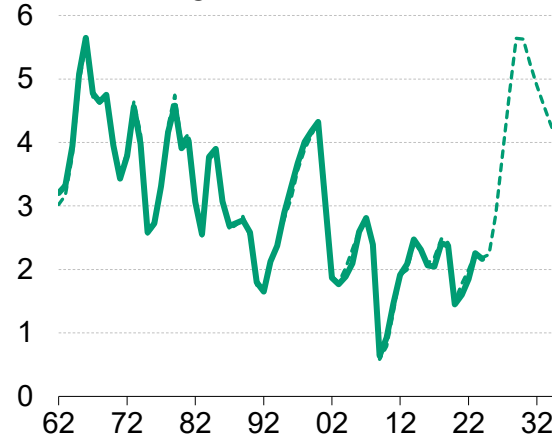
PIB réel par emploi
(T1 2016 = 100)



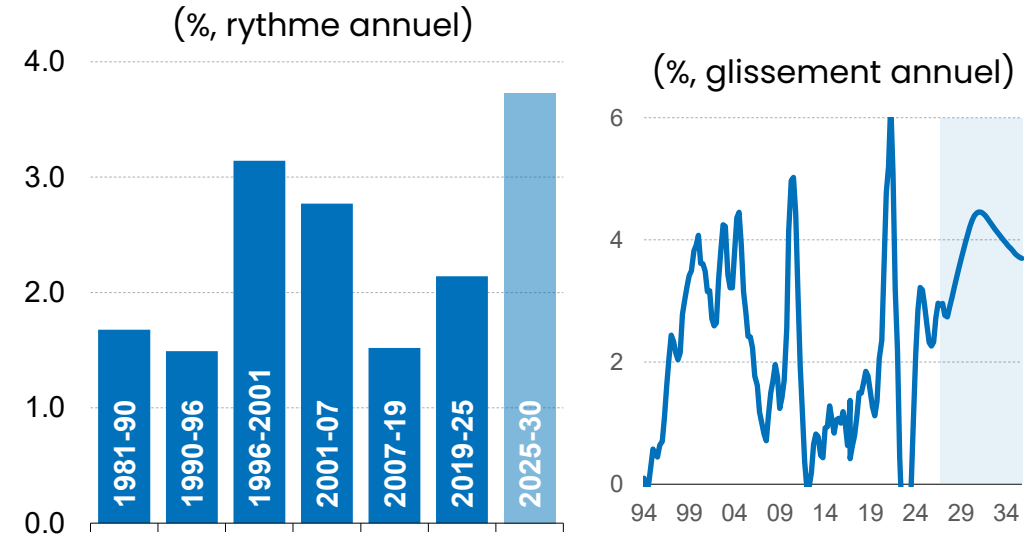
Investissement productif des entreprises
(%, glissement annuel)



Stock de capital
(%, glissement annuel)



Productivité horaire

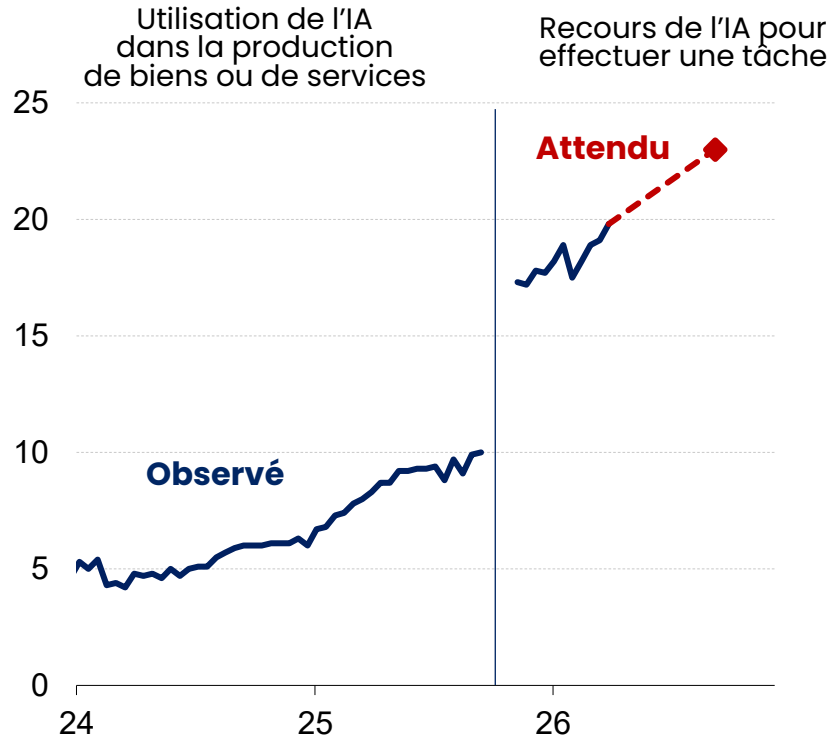


Pour que le PIB croisse à 4%, **l'investissement réel des entreprises devra augmenter à plus de 10 % en rythme annuel sur les prochaines années**, et l'accélération de la productivité globale des facteurs devra être similaire à ce qui a été observé entre 1995 et 2000.

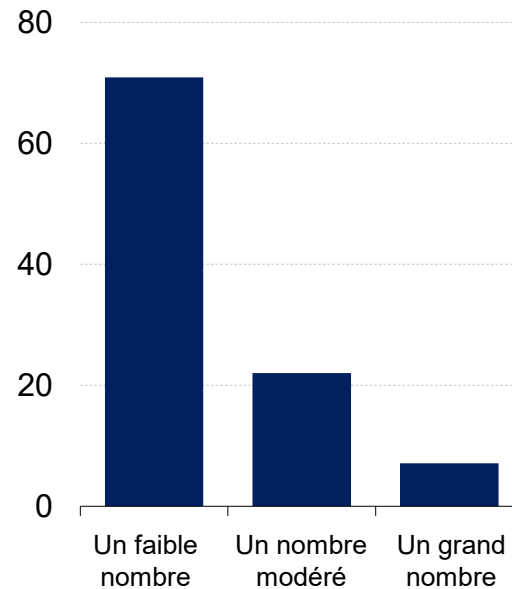


L'adoption de l'IA se poursuit, mais l'accélération récente de la productivité n'est probablement pas encore liée à l'IA

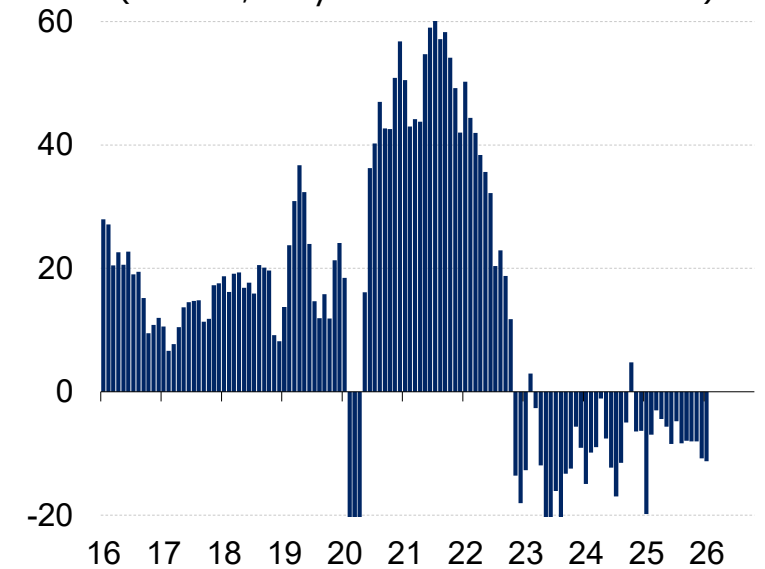
Taux d'adoption de l'IA
(% des réponses)



Au cours des six derniers mois, combien de tâches précédemment effectuées par des employés sont désormais prise en charge par l'IA ?
(% des réponses)



Croissance moyenne de l'emploi dans les secteurs les plus directement touchés par l'IA*
(milliers, moyenne mobile sur 3 mois)

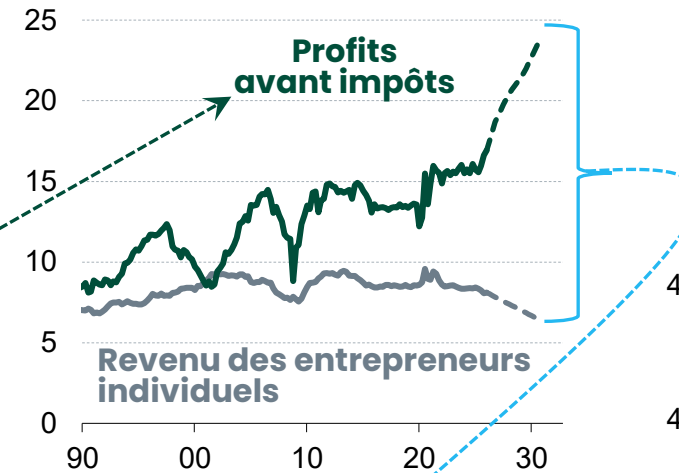
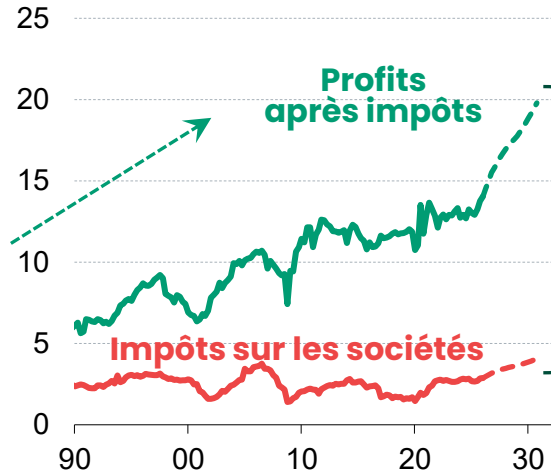
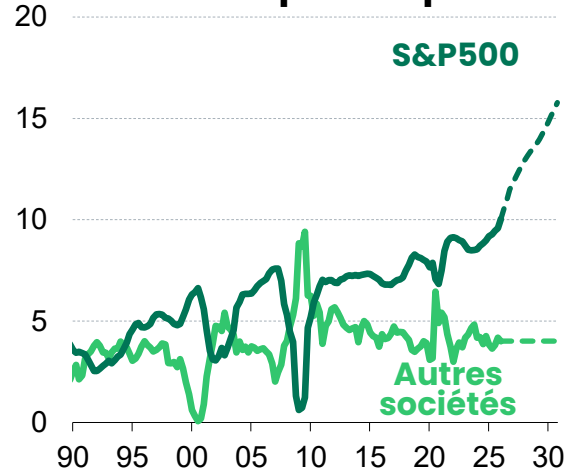


(*) Secteurs touchés par l'IA : services de conseil en gestion ; services de conception graphique ; services administratifs de bureau ; centres d'appels téléphoniques, conception de systèmes informatiques et services connexes ; éditeurs de logiciels ; portails de recherche sur le web, bibliothèques, archives et autres services d'informations ; fournisseurs d'infrastructures informatiques, traitement de données, hébergement web et services connexes ; diffusion et distribution de contenu ; industries de l'édition ; services de préparation de documents ; production de films cinématographiques et de vidéos.

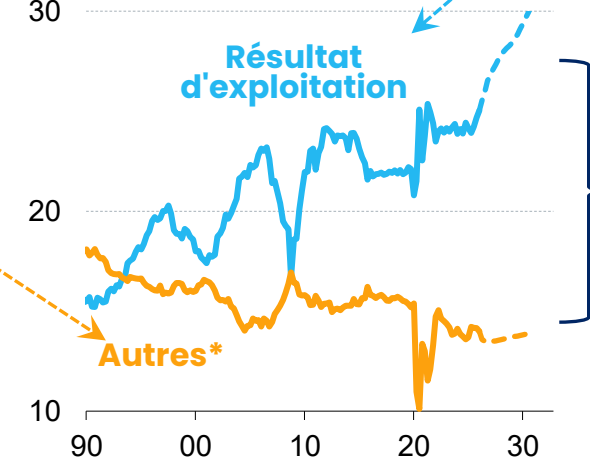
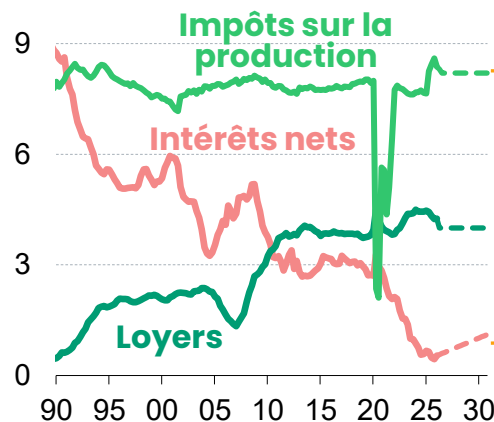
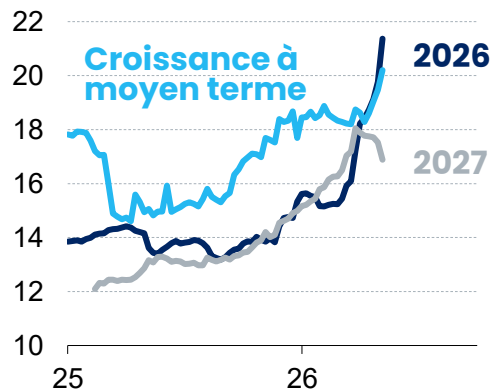
Même avec une croissance à 4%, la progression attendue des profits implique une forte hausse du poids des revenus du capital...

Part dans le revenu national (%)

Profits après impôts



Taux de croissance des profits attendus pour les sociétés du S&P 500 (%)

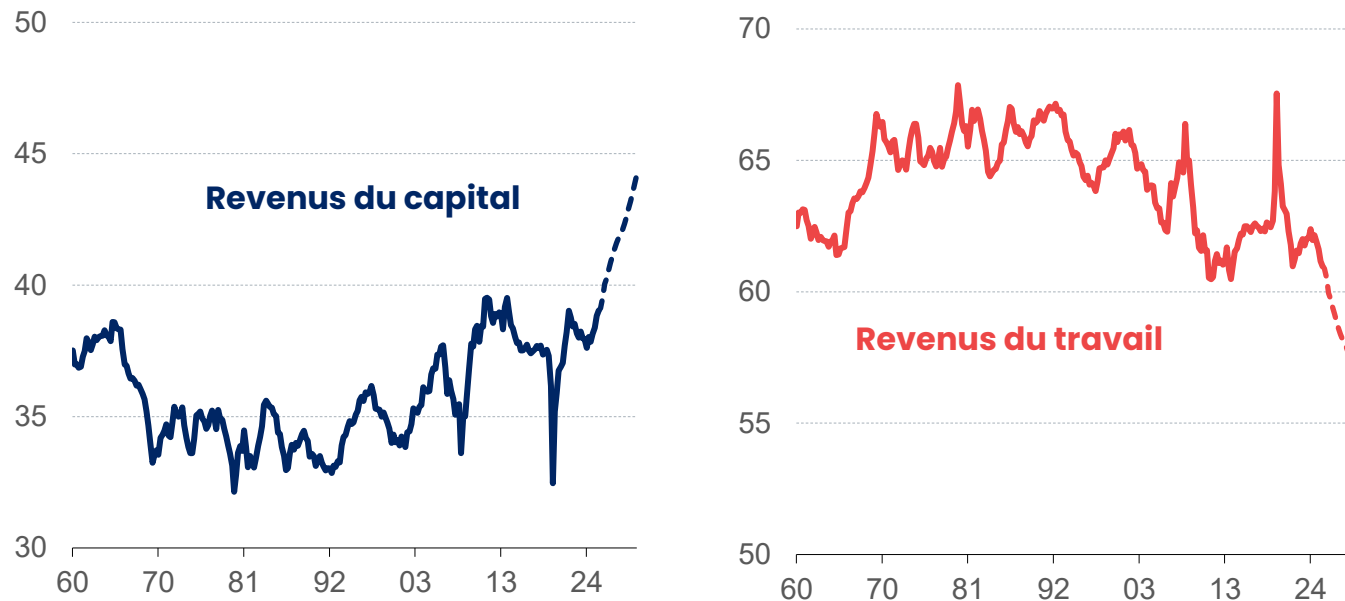


(*) Loyers + impôts sur la production + intérêts nets



... et une baisse de la part des revenus du travail

Part du revenu national
(%)



L'augmentation rapide des profits des sociétés attendue par les analystes sur les prochaines années implique une baisse de la part des revenus du travail de plus de 5 points entre 2025 et 2030.

Si le PIB réel croît à 4% par an, cela implique un taux de croissance annuel de la masse salariale réelle inférieur à 2 %. La hausse continue du marché boursier (de 10 à 15 % par an) permettra à la consommation d'augmenter à 3 % l'an.

Pour que le PIB réel croisse effectivement à 4 % par an, **les investissements réels des entreprises n'en devront pas moins croître d'au moins 10 % par an sur cette période.**



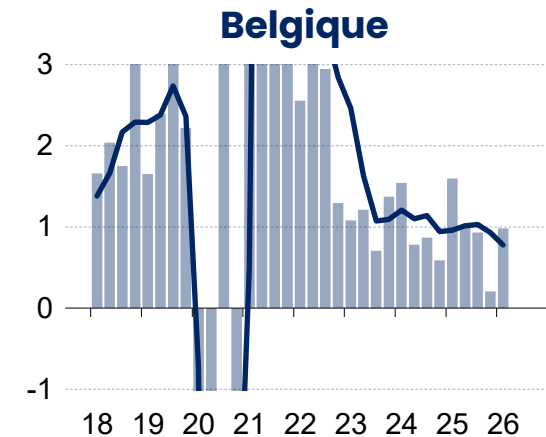
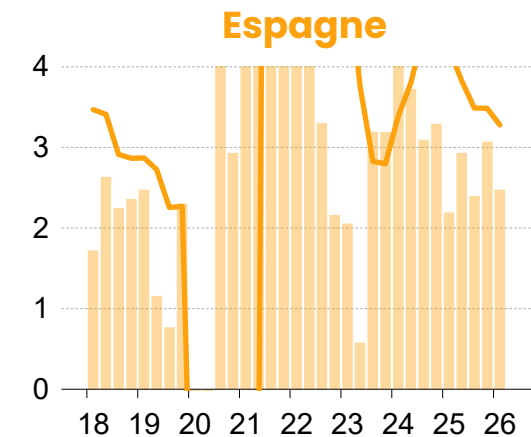
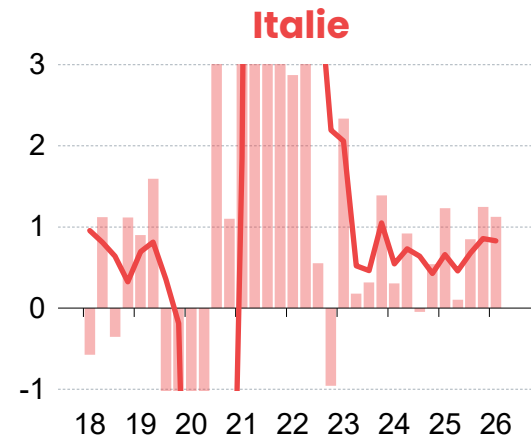
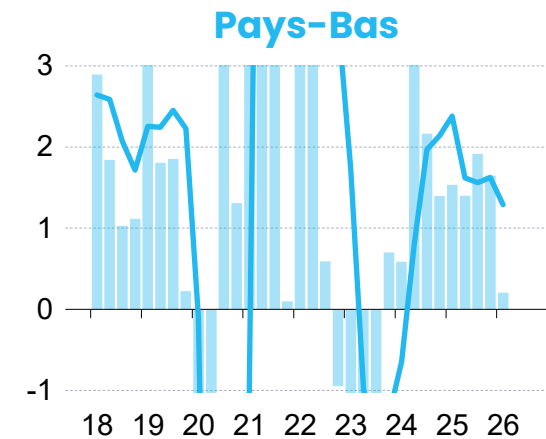
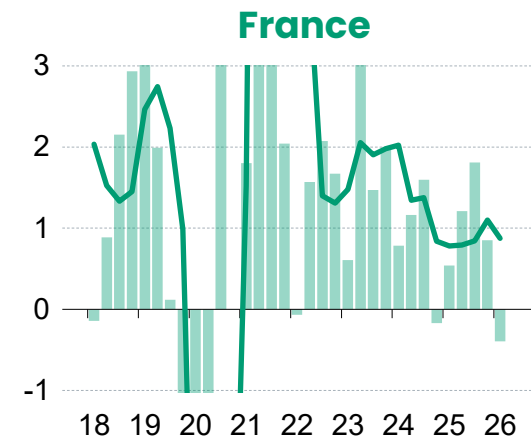
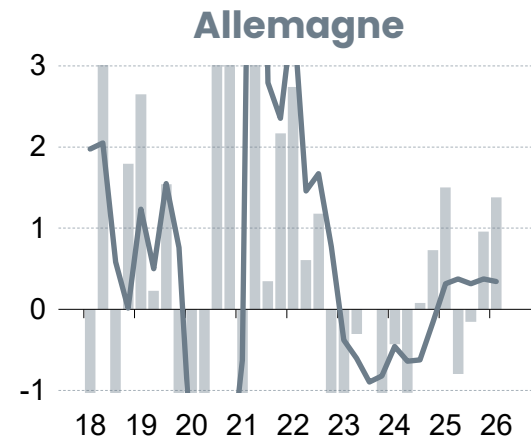
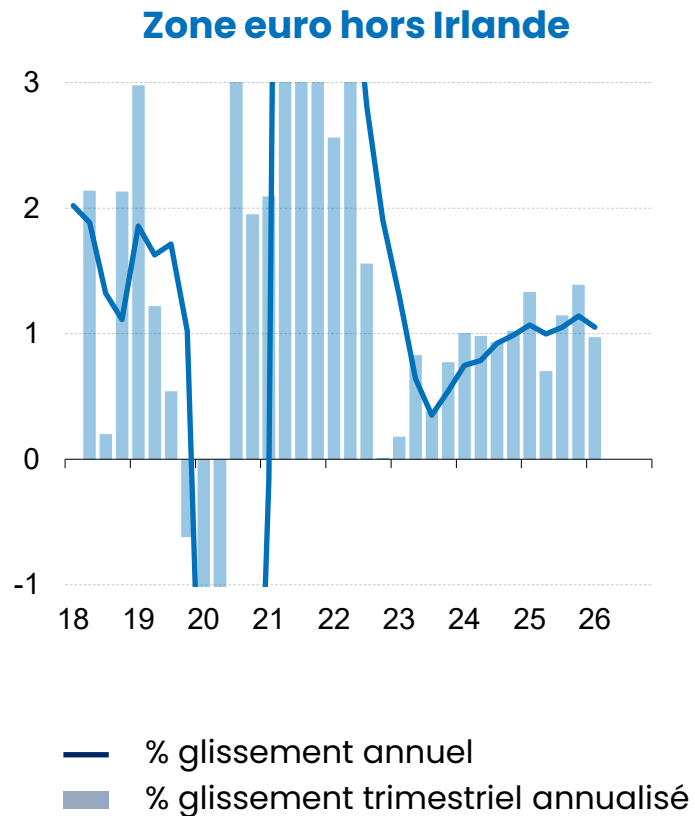
4 Zone euro

Face à un nouveau choc...



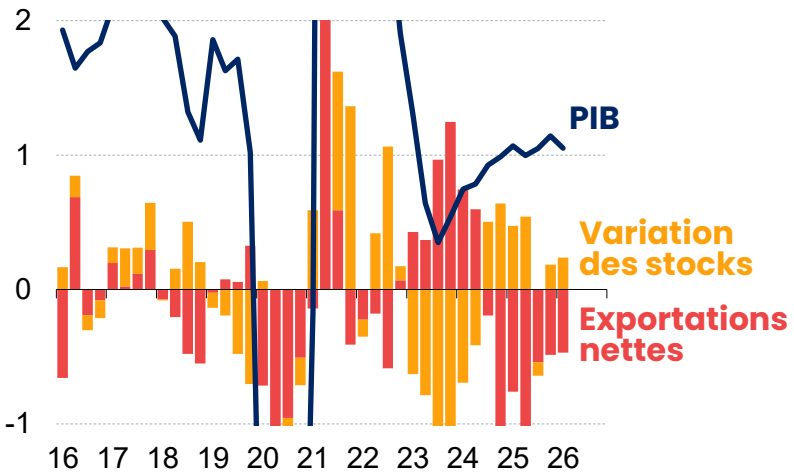
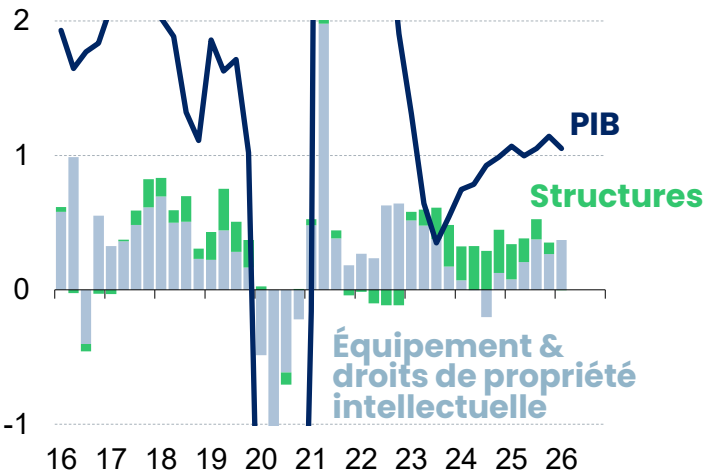
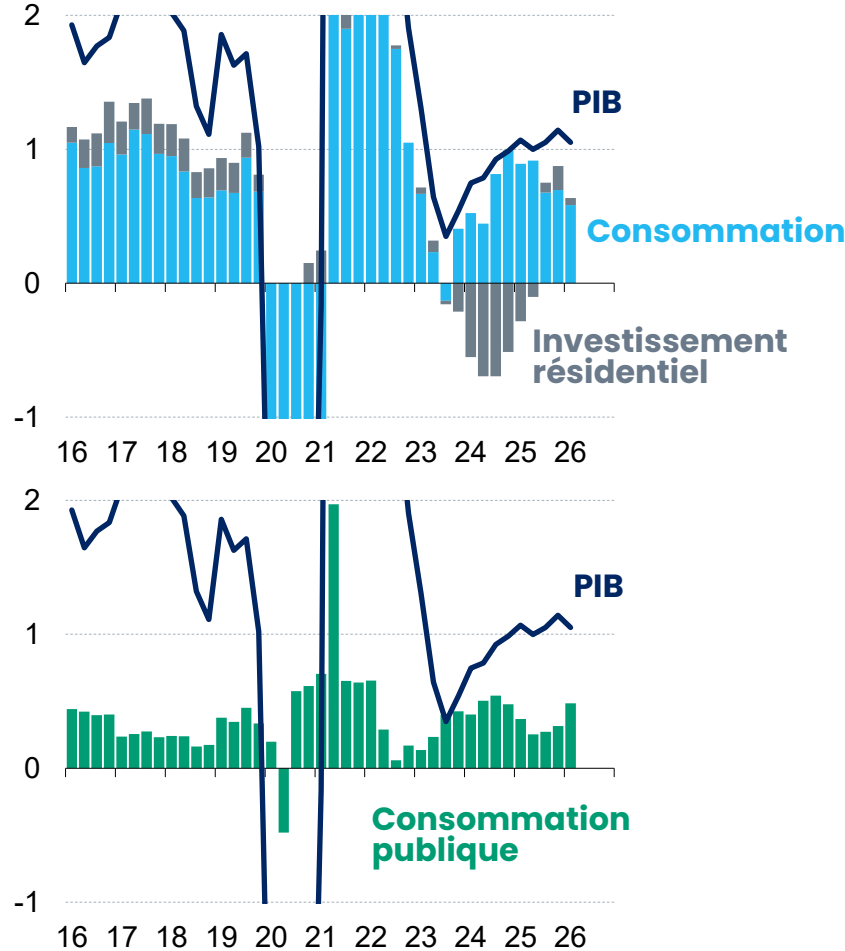
Au premier trimestre, l'activité a ralenti dans la zone euro... sauf en Allemagne

Croissance du PIB (%, rythme annuel)



Mémo. Contribution à la croissance du PIB

Composantes du PIB de la zone euro hors Irlande (%, contribution en glissement annuel, volume)

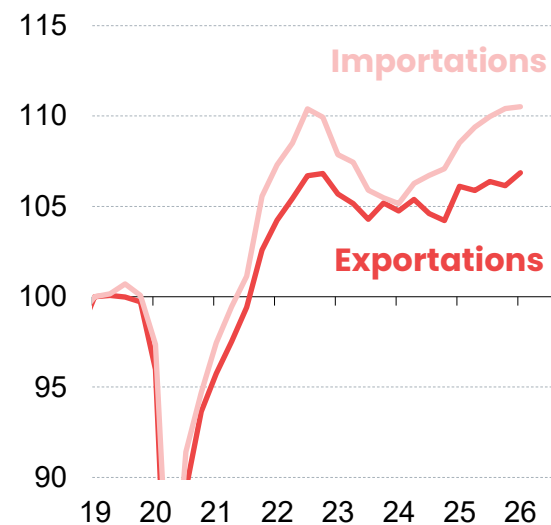
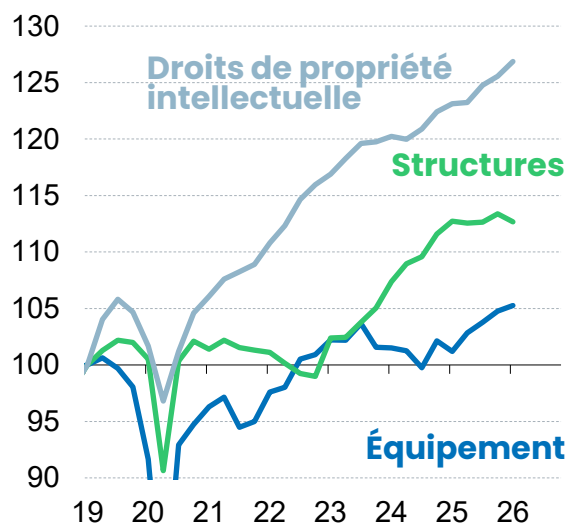
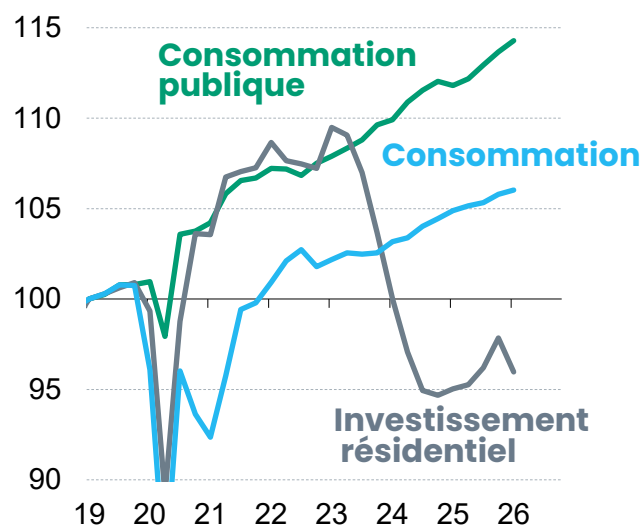


(*) Allemagne, France, Italie et Espagne

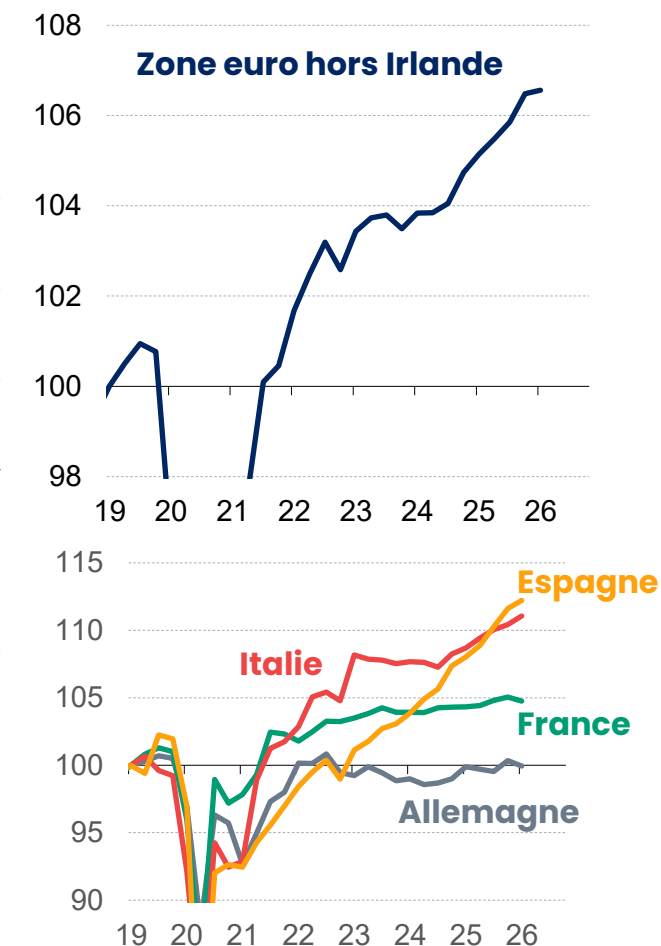


Mémo. PIB et ses composantes pour la zone euro

Composantes du PIB de la zone euro hors Irlande
(T1 2019 = 100, volume)



Demande intérieure
(hors stocks et consommation publique,
T1 2019 = 100)



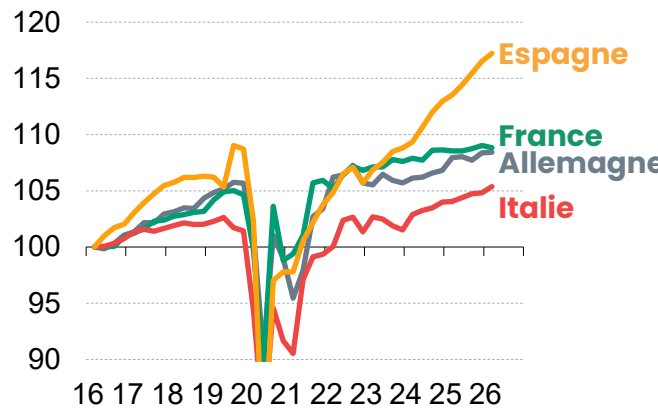
(*) Allemagne, France, Italie et Espagne



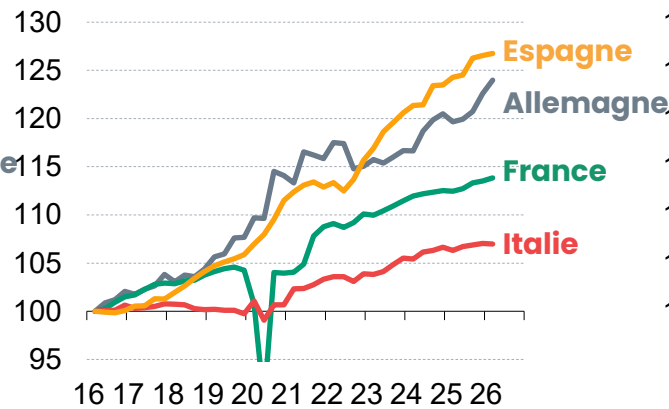
Mémo. PIB et ses composantes par pays

(T1 2016 = 100, volume)

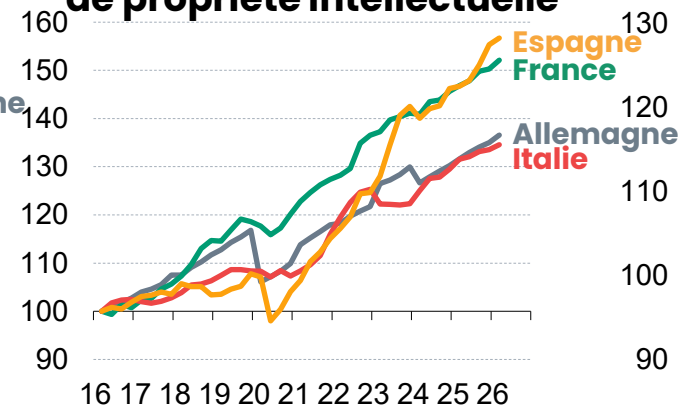
Consommation privée



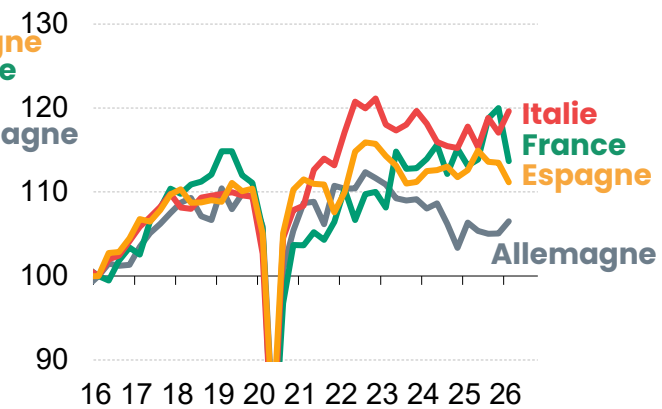
Consommation publique



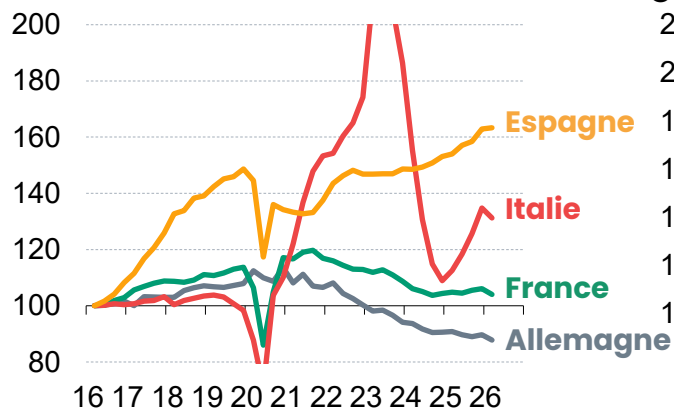
Investissement en droits de propriété intellectuelle



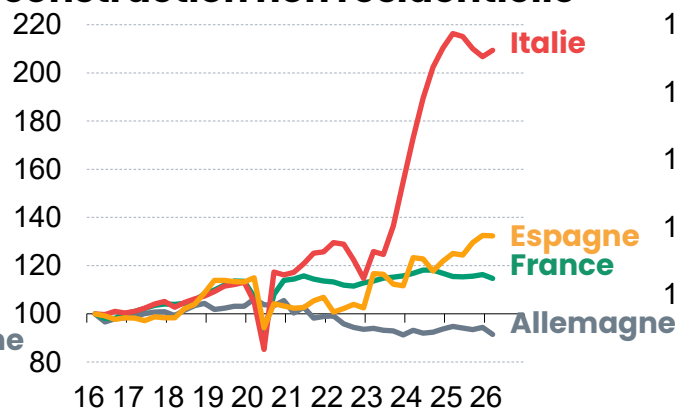
Exportations de biens



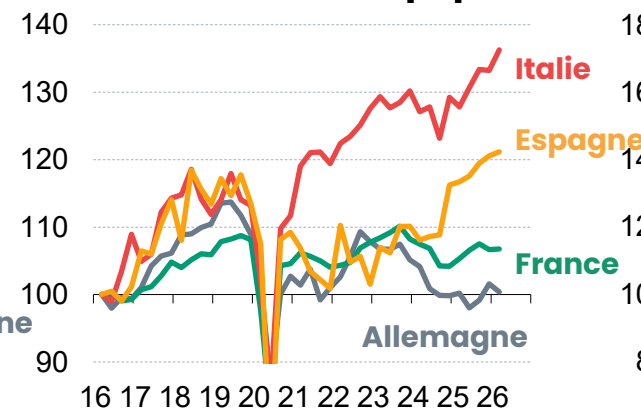
Investissement résidentiel



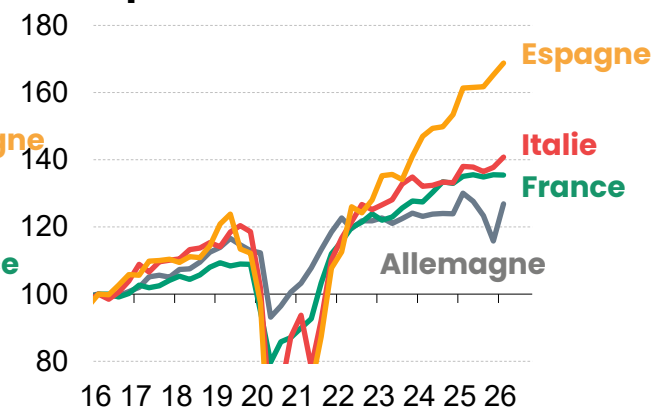
Investissement en construction non résidentielle



Investissement en équipement



Exportations de services

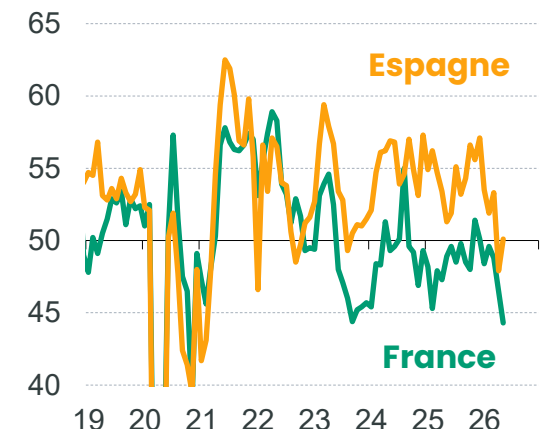
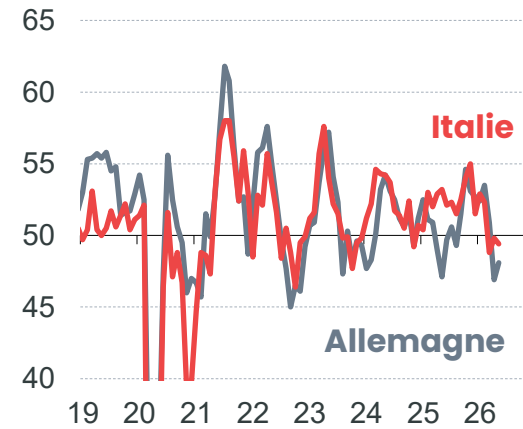
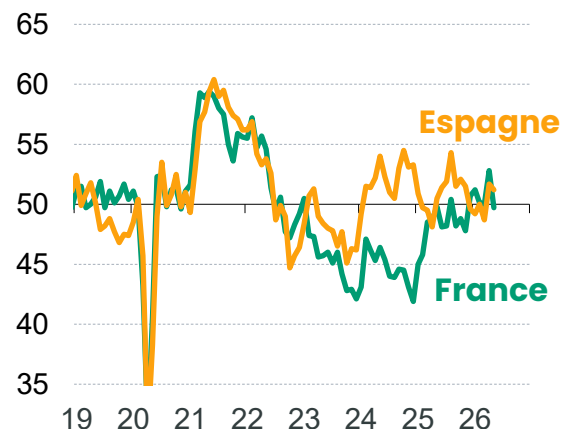
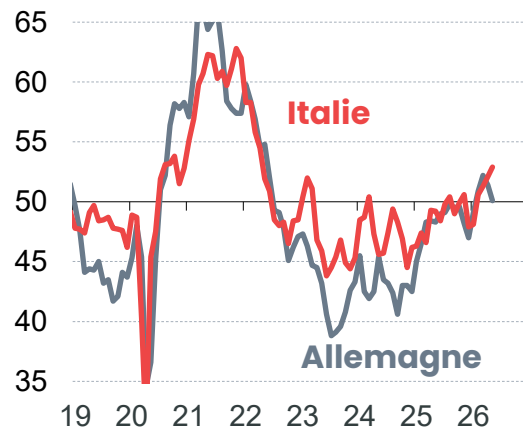
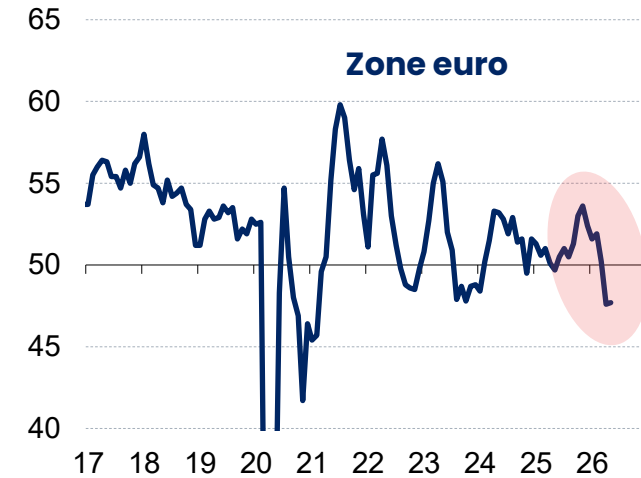


Si l'activité semble résister dans le secteur manufacturier, elle a nettement faibli dans celui des services

**Indices PMI
du secteur manufacturier**

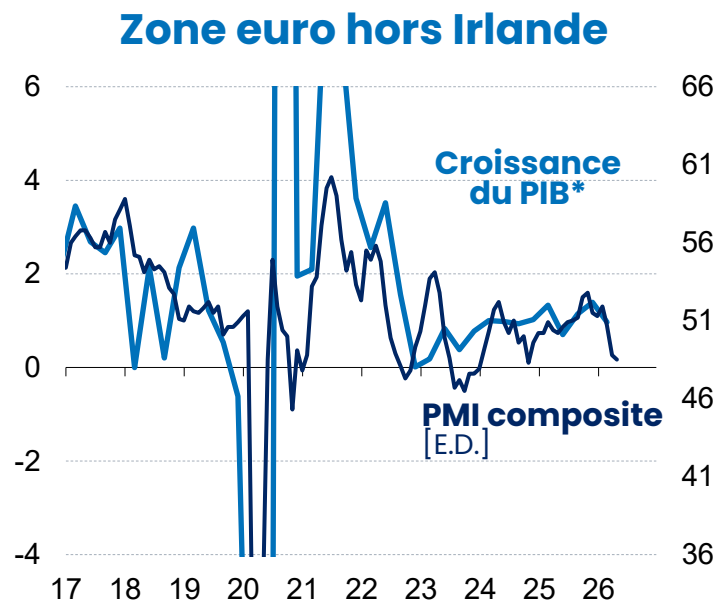


**Indices PMI
du secteur des services**

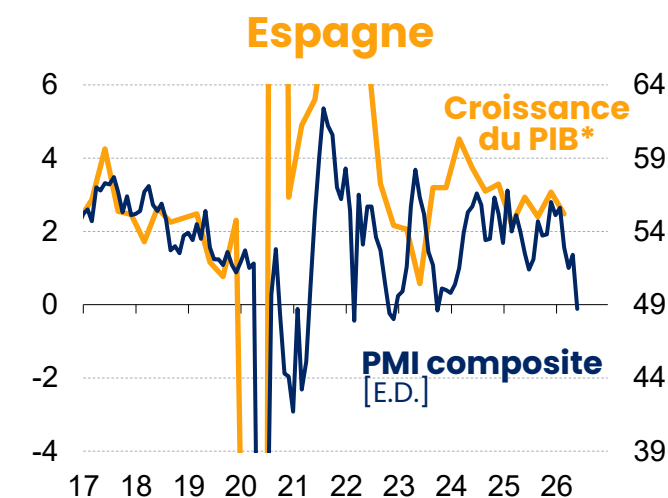
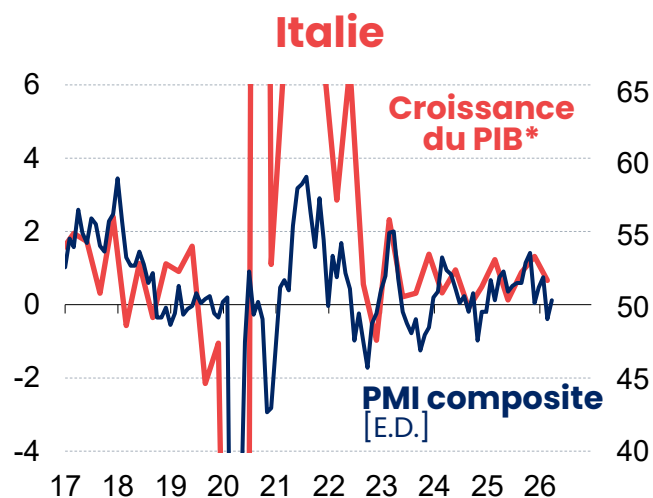
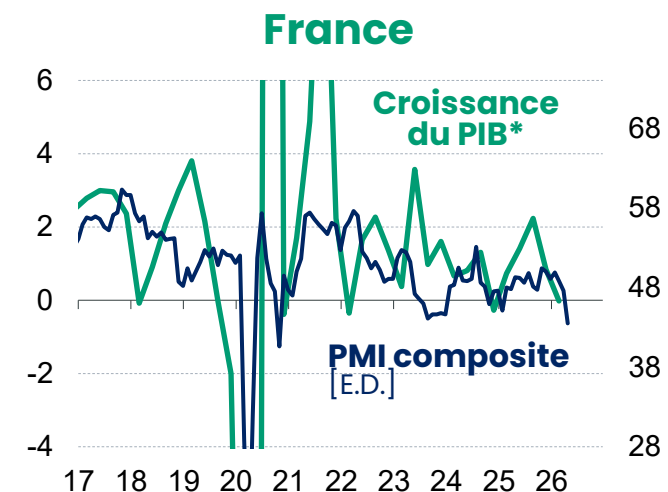
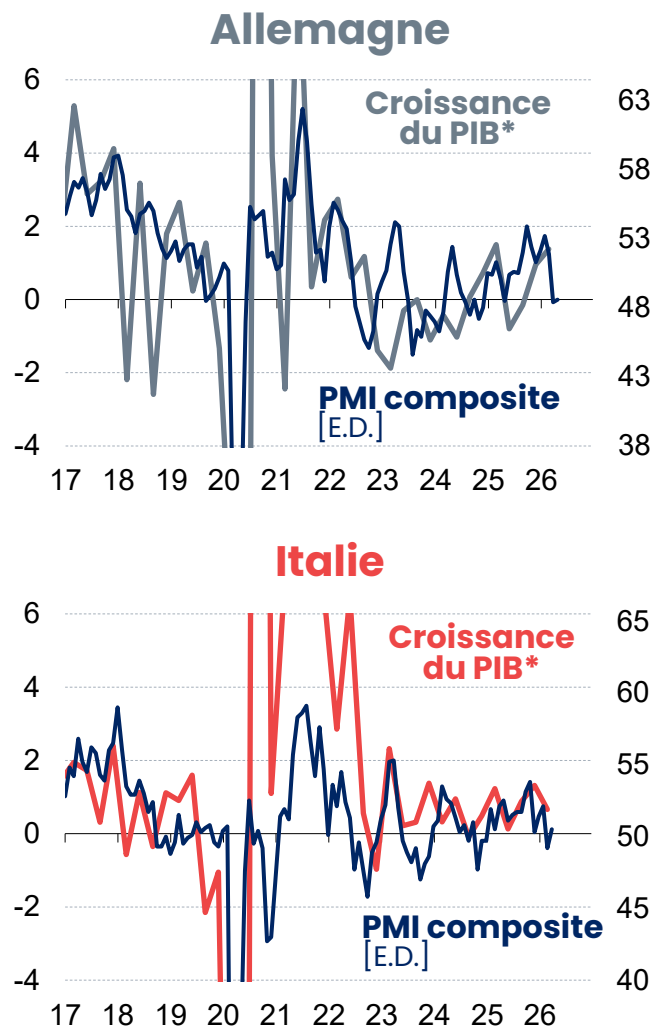


Dans tous les pays, les indices PMI signalent un ralentissement de l'activité

PMI composite et croissance



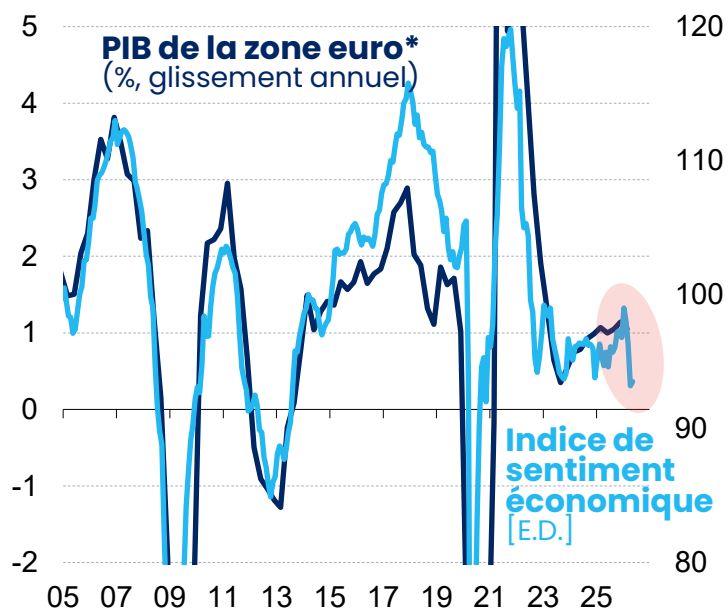
(*) %, glissement trimestriel annualisé



L'enquête de la commission européenne s'est également sensiblement dégradée

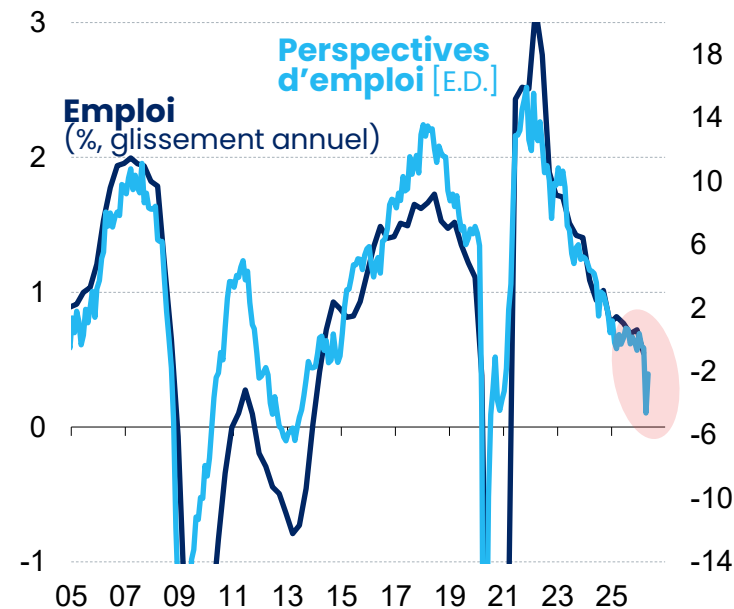
Indice de sentiment économique et croissance du PIB

(enquête de la Commission européenne auprès des entreprises)

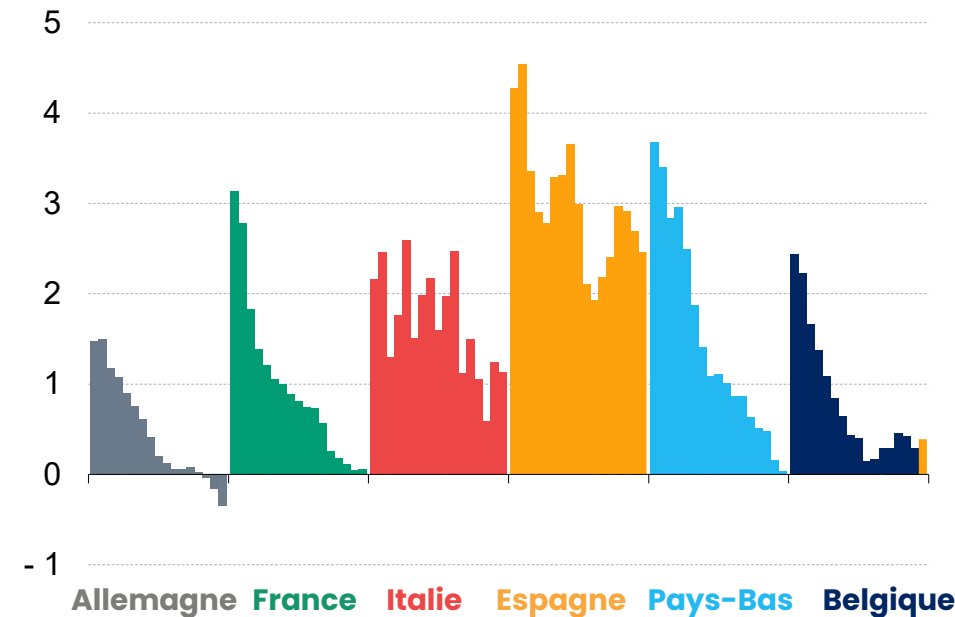


Perspectives d'emploi dans la zone euro

(enquête de la Commission européenne auprès des entreprises)



Emploi par pays (%, glissement annuel, T1 2022 – T1 2026)

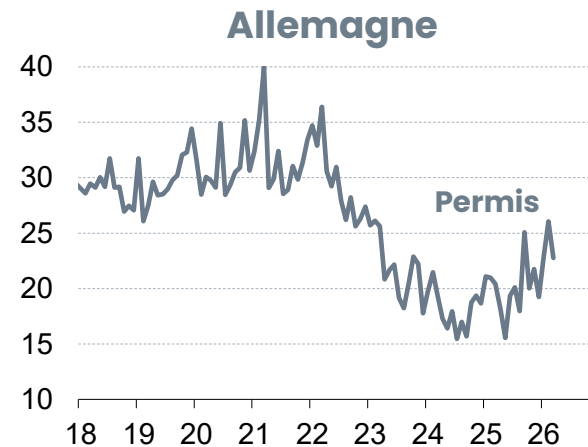
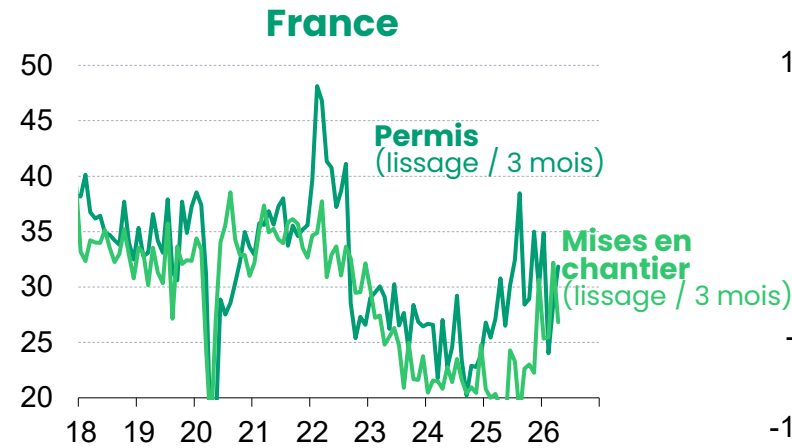
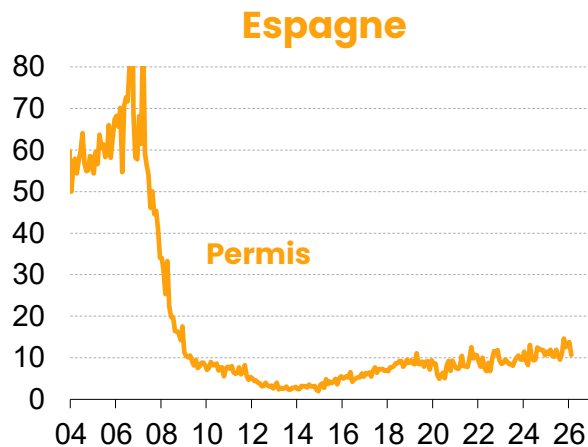
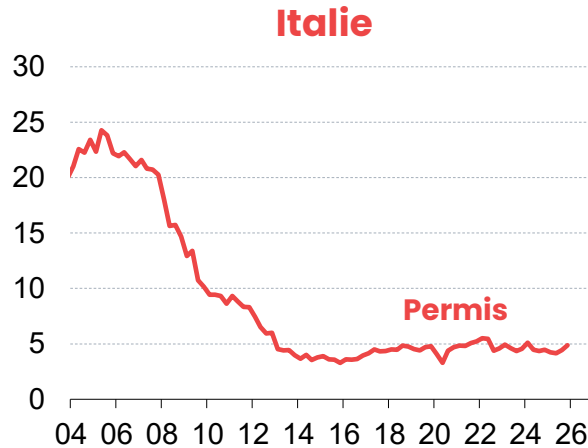


(*) Hors Irlande

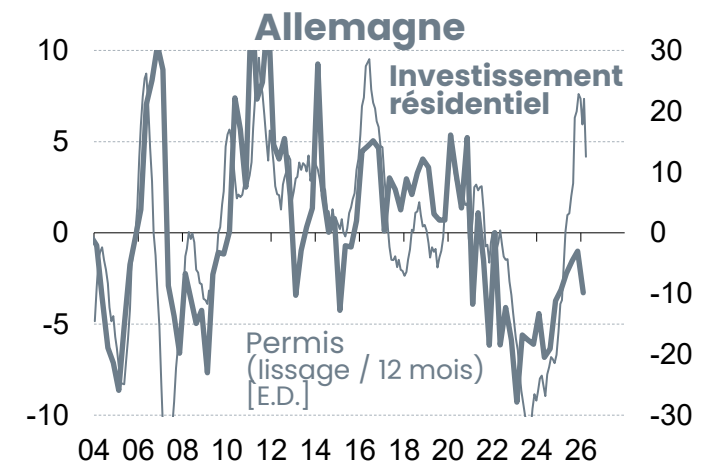
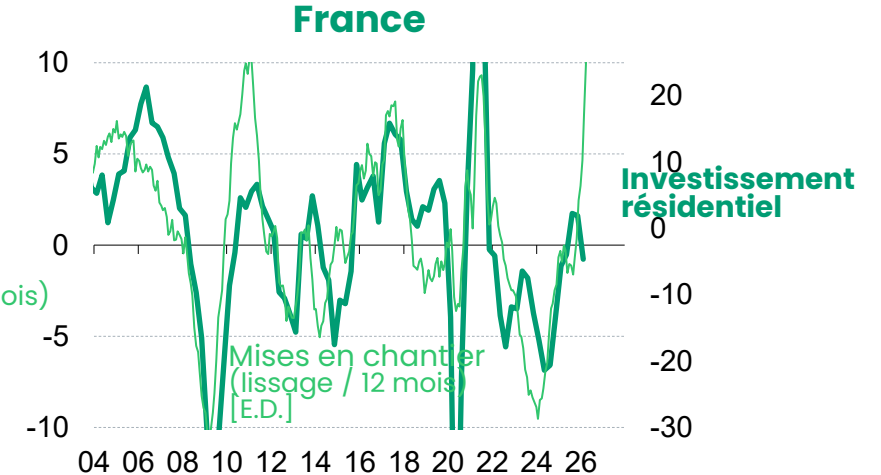


La construction résidentielle semble avoir atteint son point bas

Permis de construire et mises en chantier
(nombre de logements, milliers)

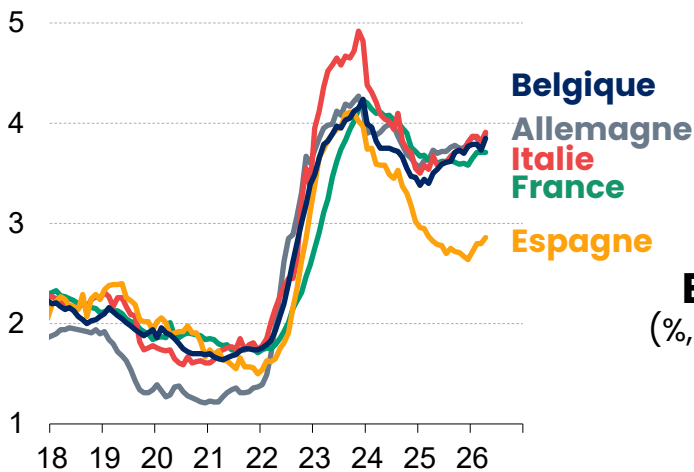


Investissement résidentiel
(%, glissement annuel, volume)

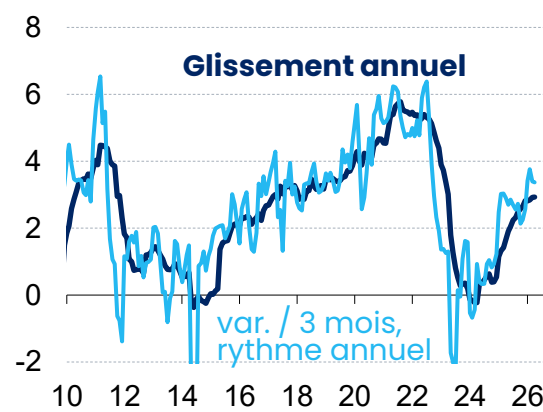


Les taux d'intérêt restent élevés et les banques attendent un ralentissement de la demande de prêts hypothécaires

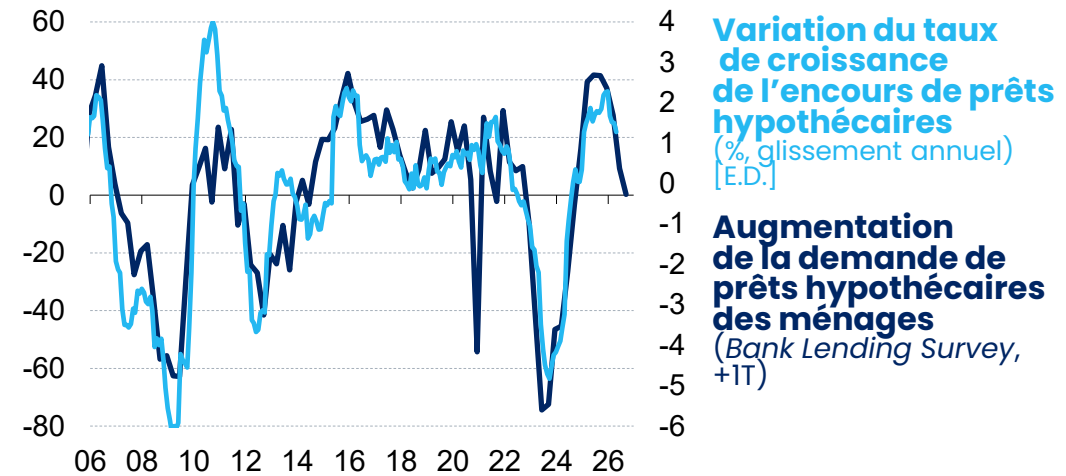
Taux hypothécaires
(%, nouveaux prêts)



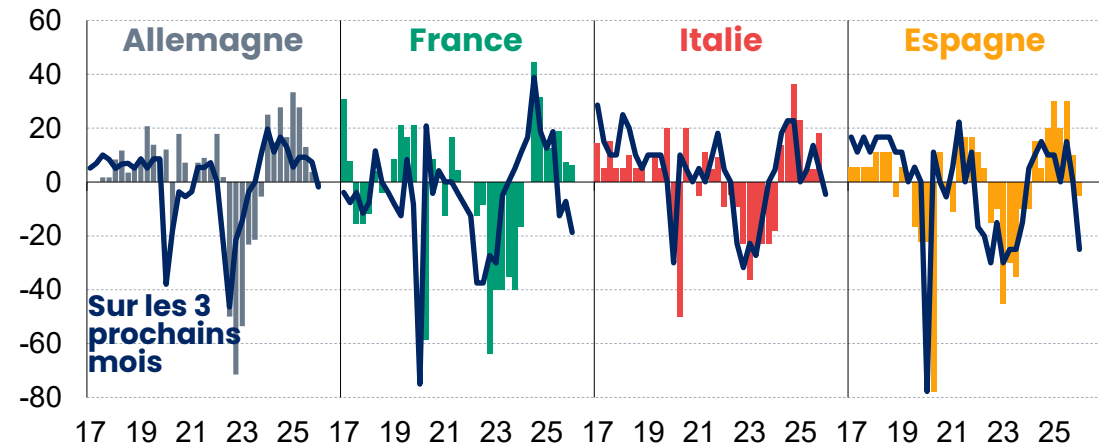
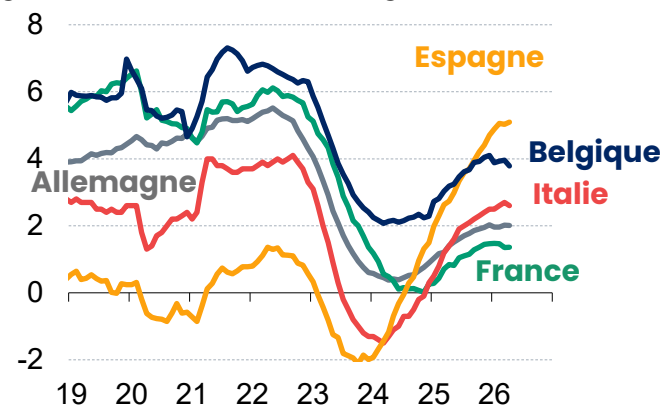
Encours de prêts hypothécaires dans la zone euro
(%)



Demande de prêts pour l'achat d'un logement
(% net de banques faisant état d'un accroissement de la demande)



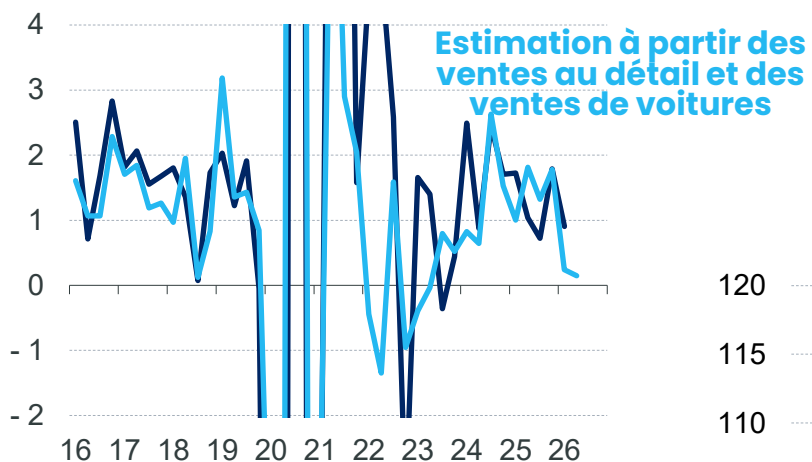
Encours de prêts aux ménages
(%, glissement annuel, corrigé de la titrisation)



La consommation a commencé à ralentir

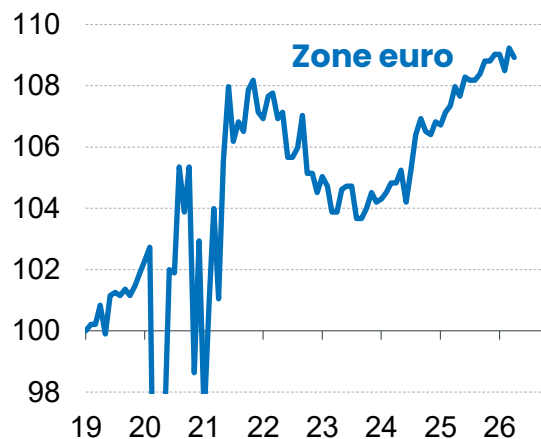
Consommation en zone euro

(%, glissement trimestriel annualisé)



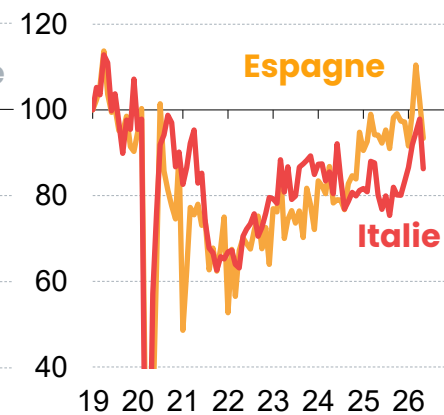
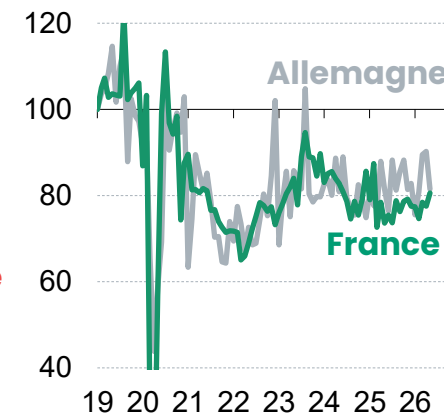
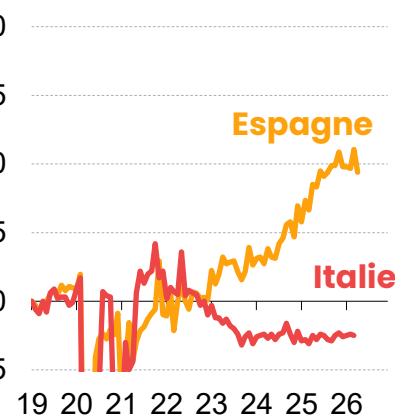
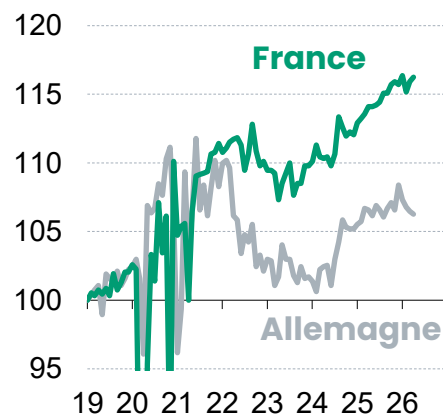
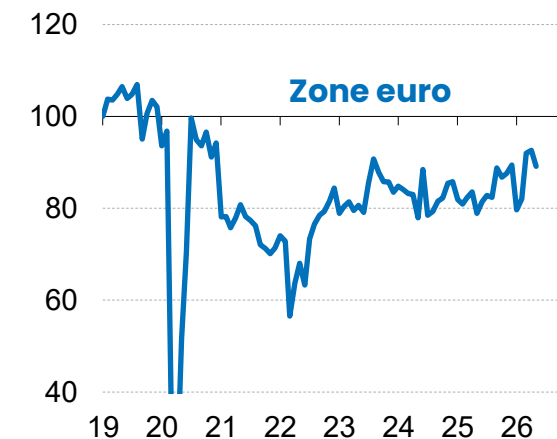
Ventes au détail

(janvier 2019 = 100, volume, hors ventes de voitures)



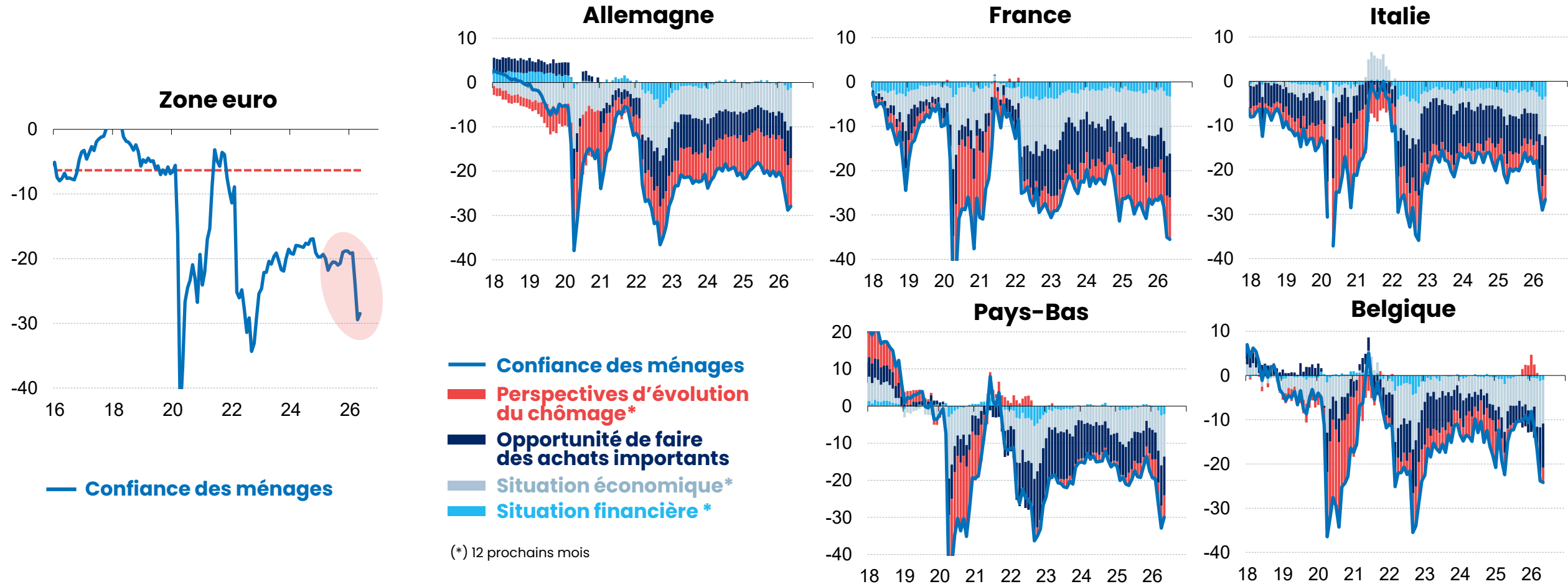
Nouvelles immatriculations

(janvier 2019 = 100)



La baisse de la confiance des ménages laisse présager un ralentissement plus marqué encore

Confiance des ménages



La hausse du prix du pétrole se répercute – à des degrés divers – sur les prix de l'essence

Prix du pétrole

(Brent, \$/b)



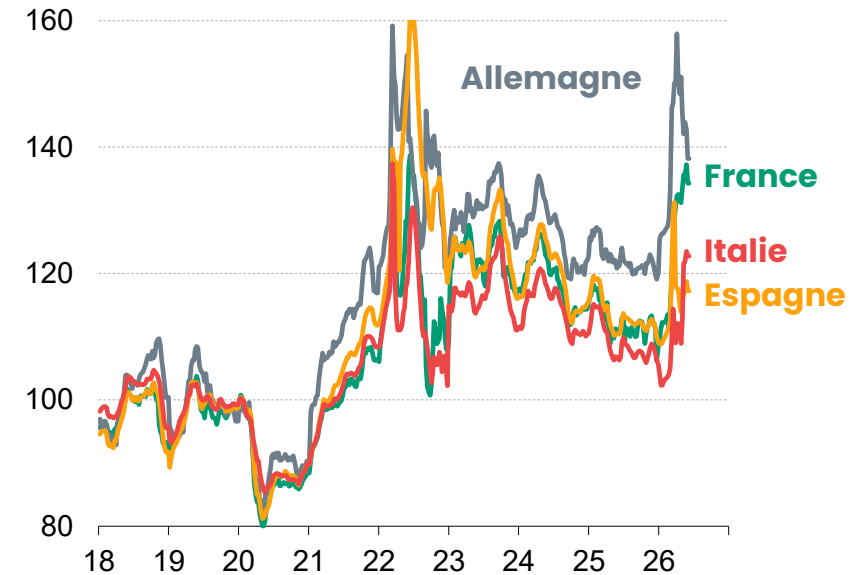
IPC – Essence

(janvier 2018 = 100)



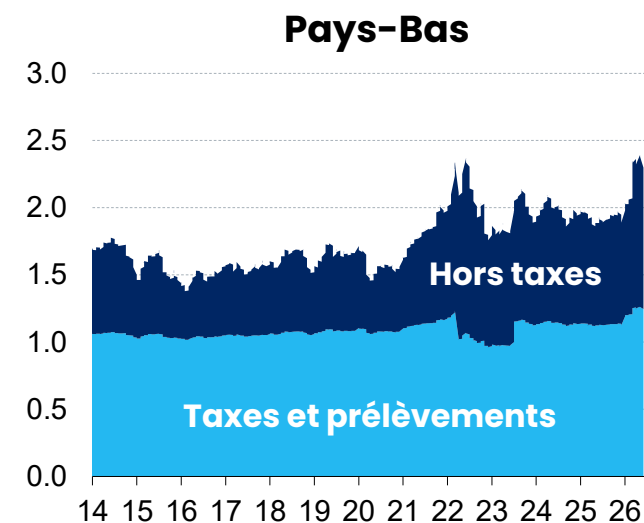
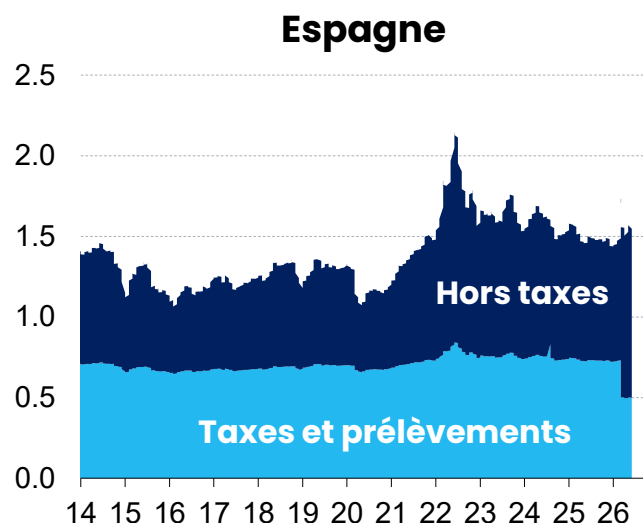
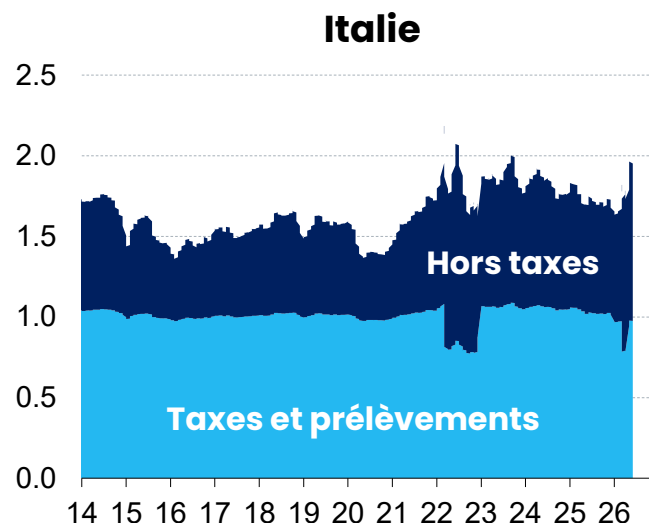
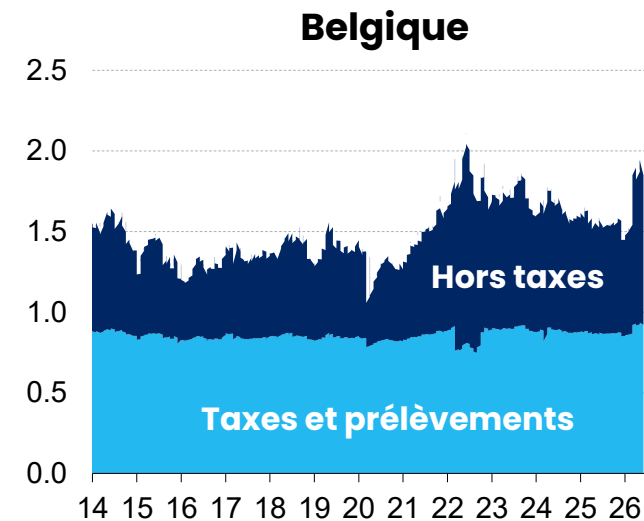
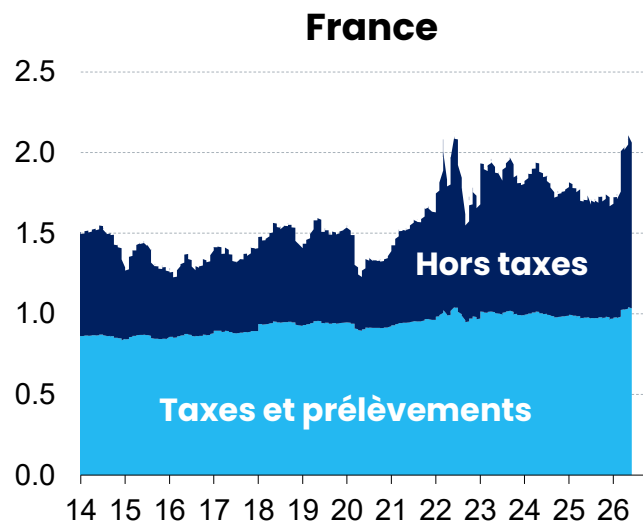
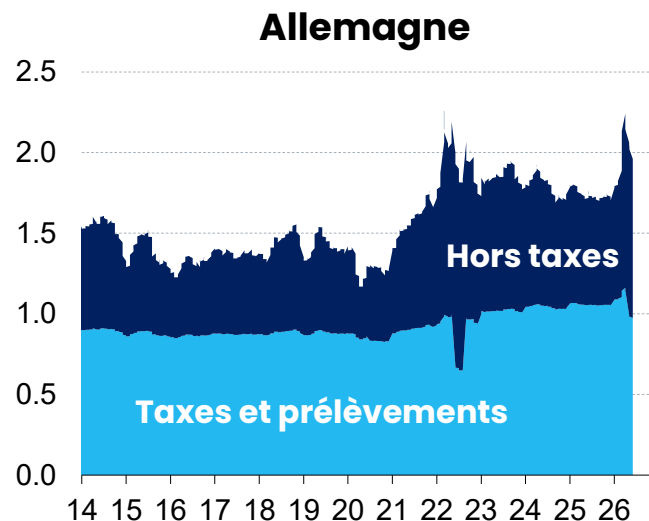
Prix de détail de l'essence

(janvier 2018 = 100)

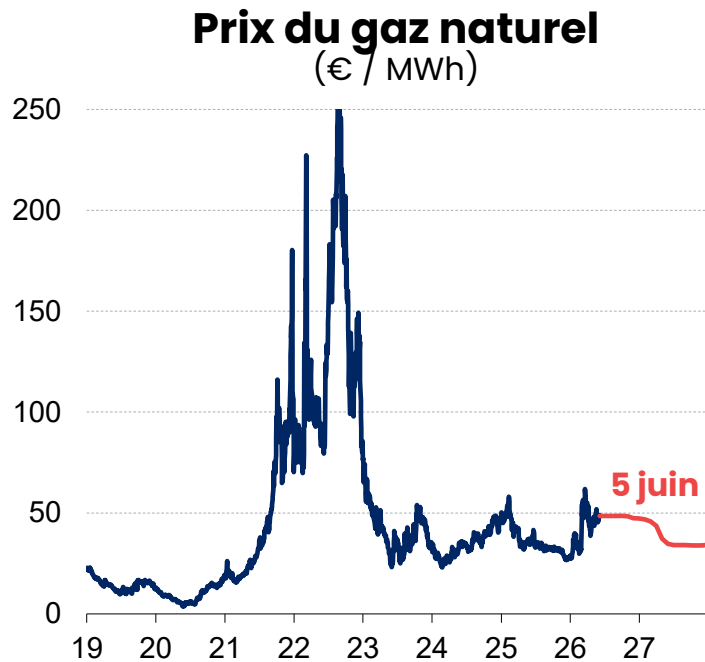


Pour amortir le choc énergétique, certains pays ont réduit les taxes

Décomposition du prix de l'essence (€/L)

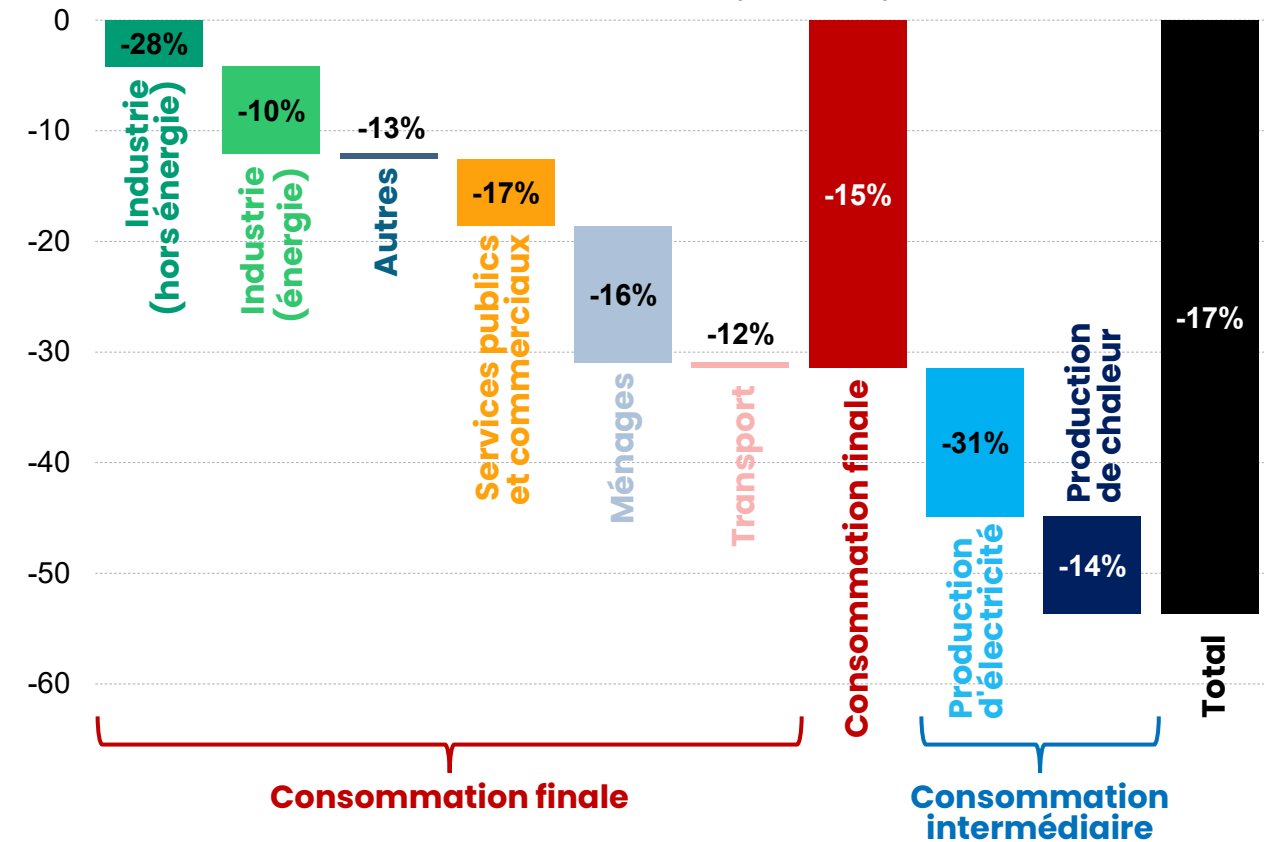


L'Europe consomme moins de gaz naturel et la hausse des prix est, pour l'instant, bien plus limitée qu'en 2022

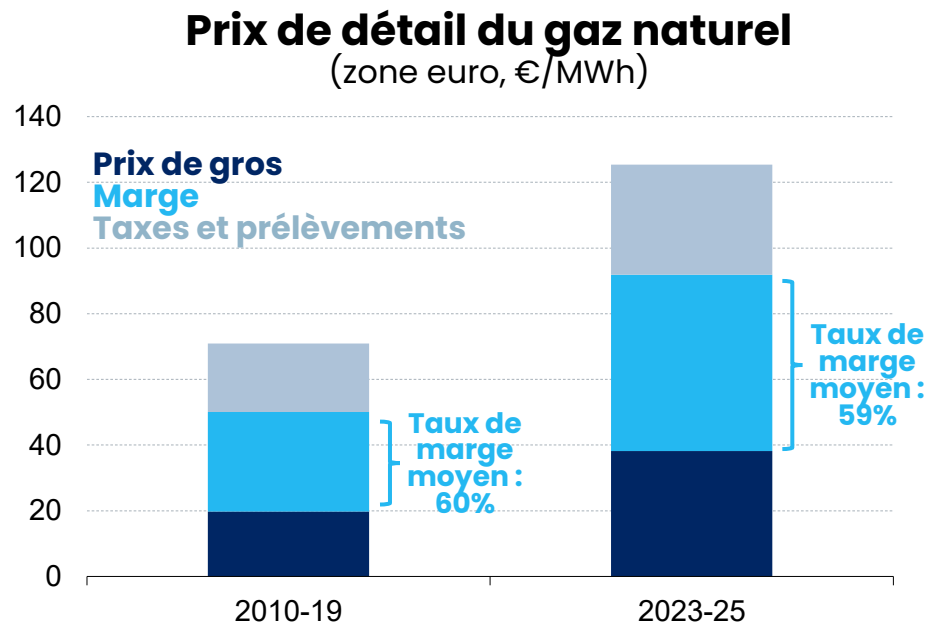


Contribution à l'évolution de la consommation de gaz naturel 2019-2024

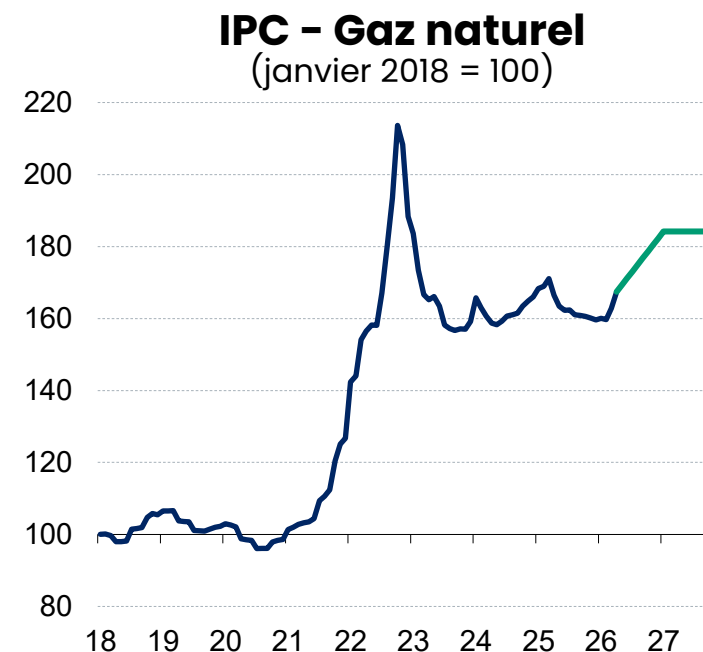
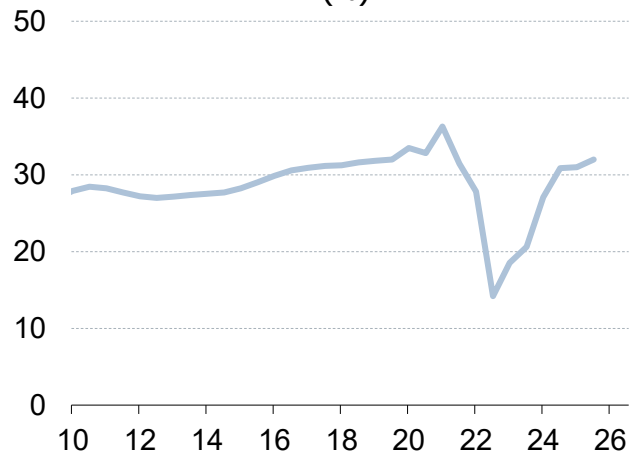
(milliers de tonnes d'équivalent pétrole)



La dérive des prix du gaz naturel va toutefois progressivement pousser l'inflation à la hausse

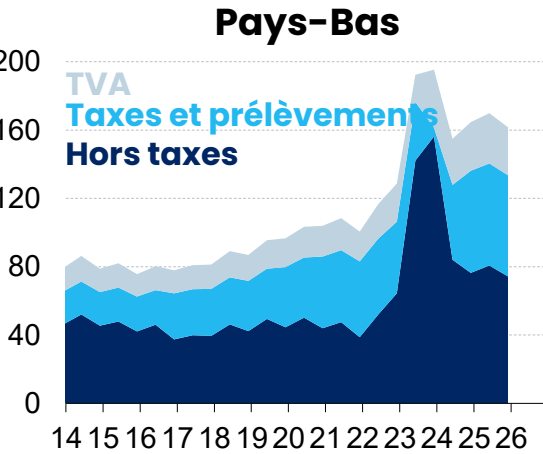
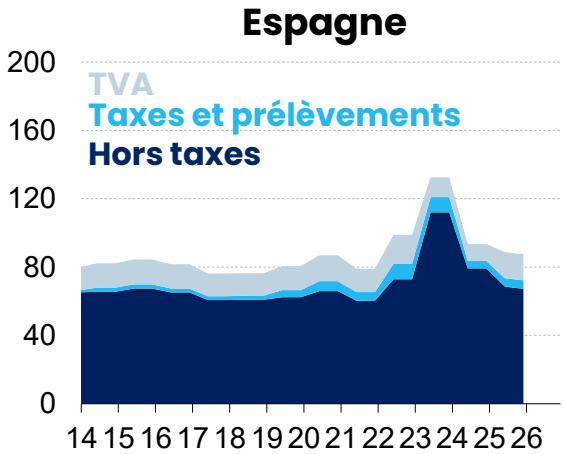
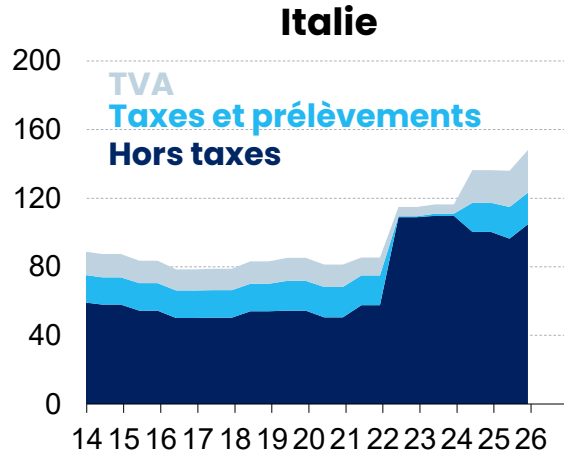
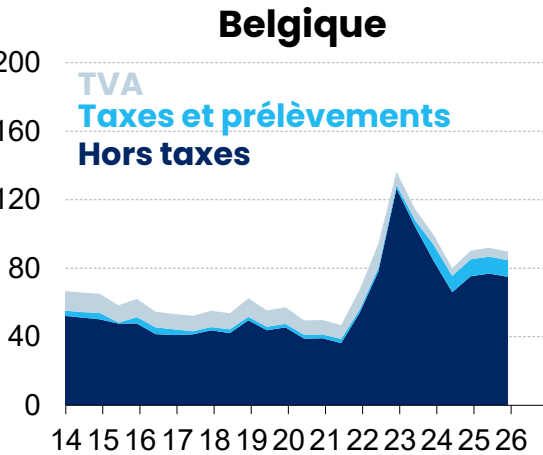
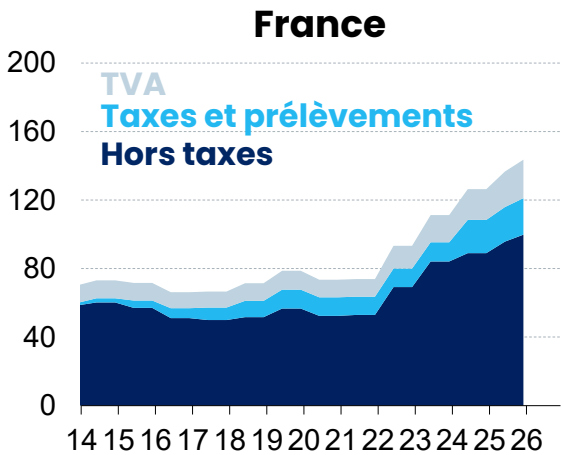
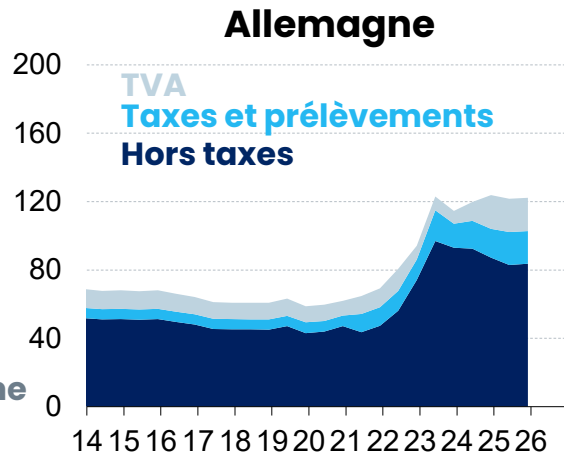
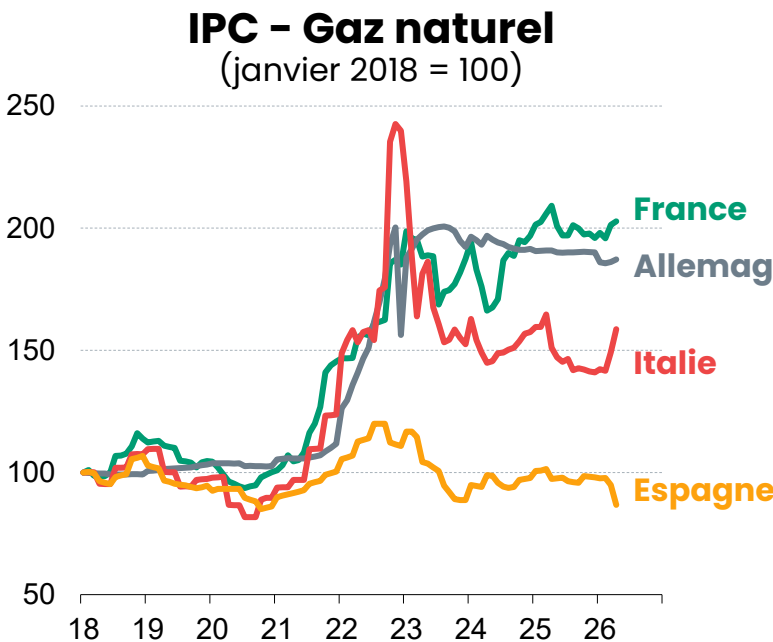


Taux des taxes et prélèvements
(%)



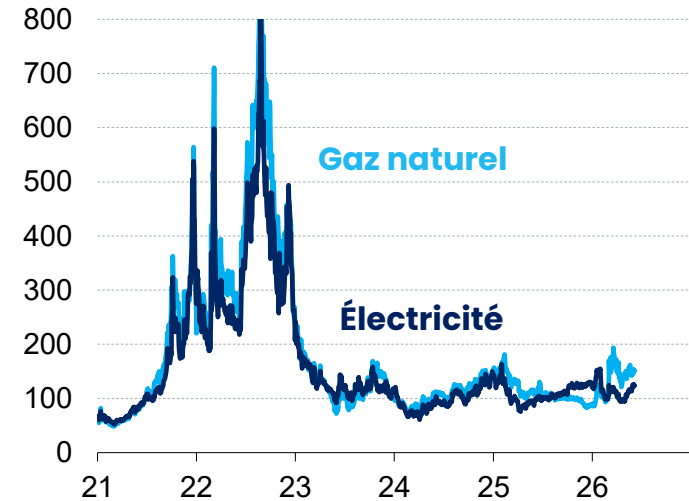
Mémo. Prix du gaz naturel par pays

Décomposition du prix du gaz naturel (€/MWh, 20 GJ à 199 GJ)

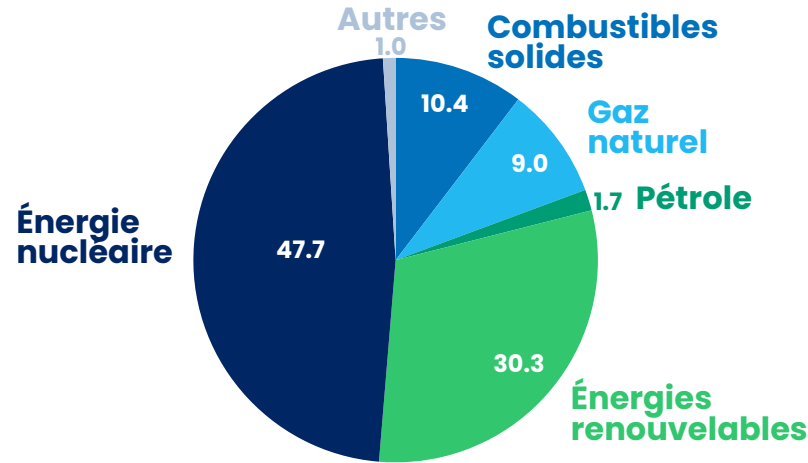


La hausse des prix du gaz naturel entraînera également une augmentation des prix de l'électricité

Prix du gaz naturel et de l'électricité sur les marchés
(février 2026 = 100)



Production d'électricité
(Union européenne, 2023, % du total)

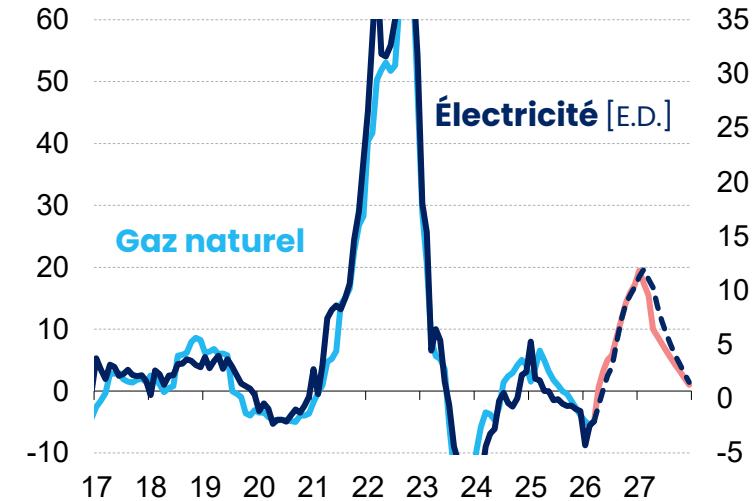


Sur les marchés de l'électricité, les prix sont généralement fixés par le **producteur marginal**, c'est-à-dire la dernière centrale électrique (la plus chère !) nécessaire pour répondre à la demande à un moment donné.

En Europe, il s'agit souvent d'une centrale au gaz, en particulier pendant les périodes de pointe ou lorsque la production d'énergies renouvelables est faible. Par conséquent, même si des sources moins coûteuses (nucléaire ou énergies renouvelables) dominent le mix énergétique, le prix de l'électricité est souvent déterminé par celui du gaz.

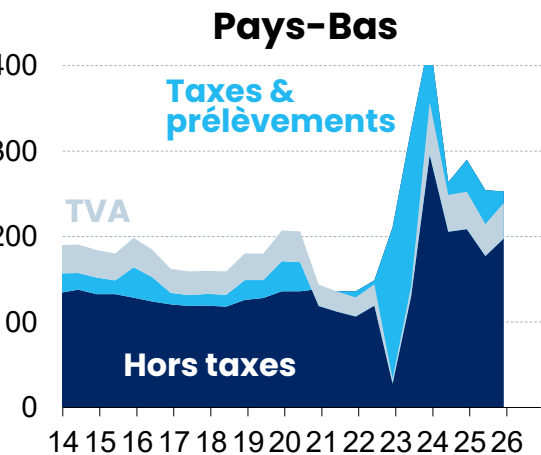
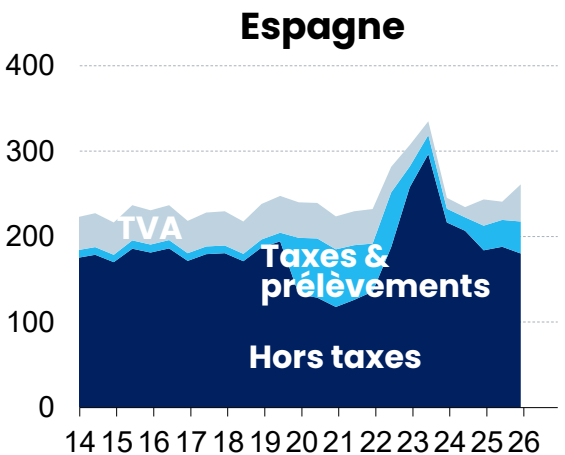
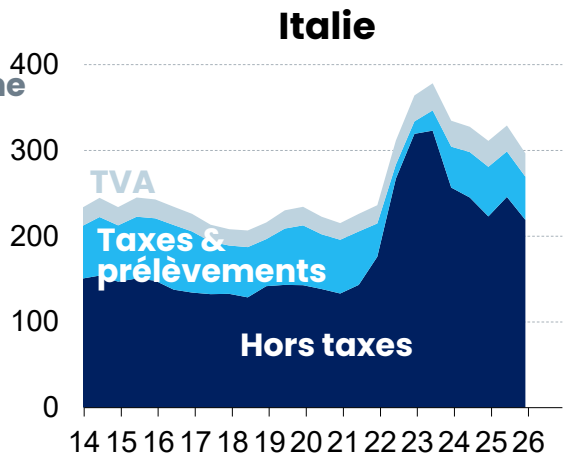
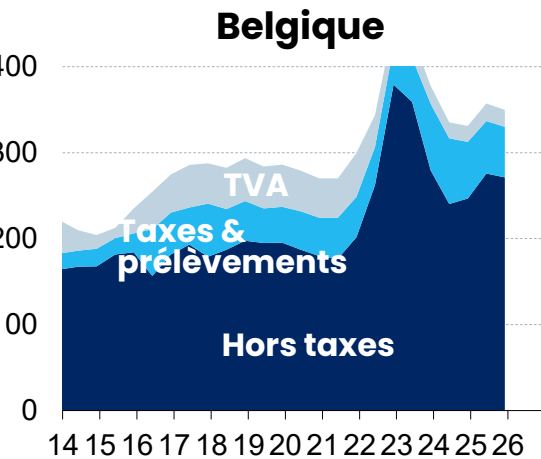
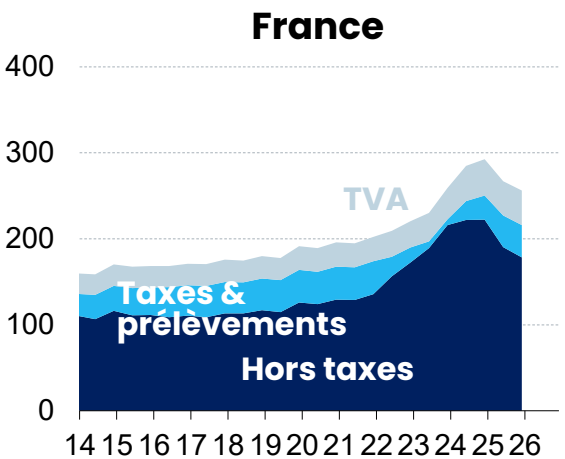
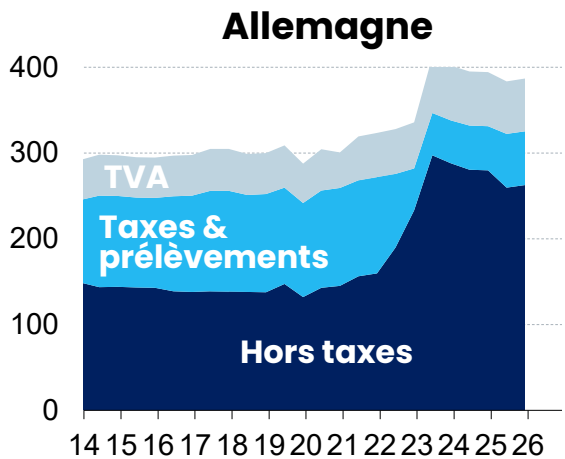
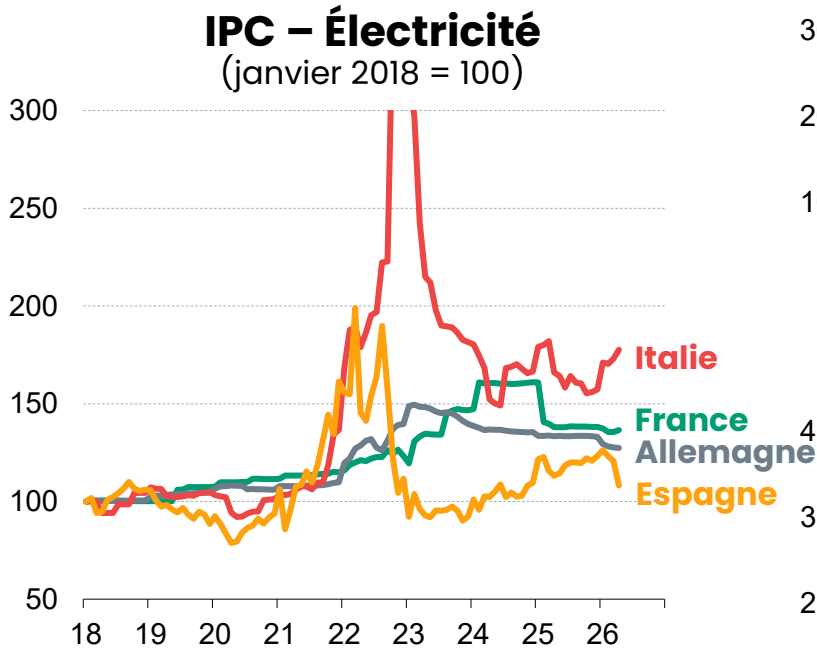
Cela explique pourquoi les fluctuations du prix du gaz peuvent avoir un impact significatif sur les prix de l'électricité sur le marché européen, si le gaz naturel ne représente qu'une faible part de la production d'électricité (9 % en 2024).

IPC - Gaz naturel et électricité
(zone euro, %, glissement annuel)



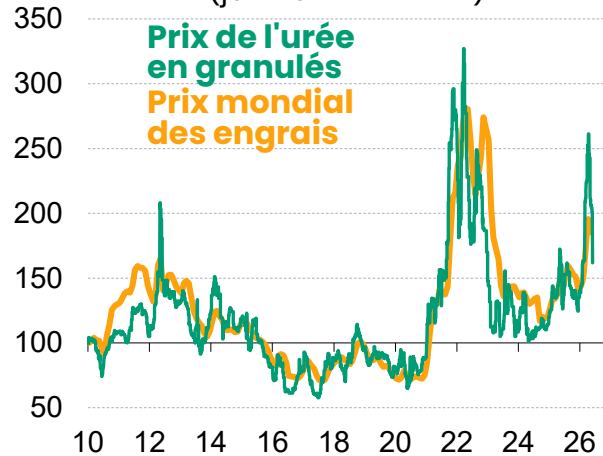
Mémo. Prix de l'électricité par pays

Décomposition des prix de l'électricité
(€/MWh, 2500 kWh à 5000 kWh)

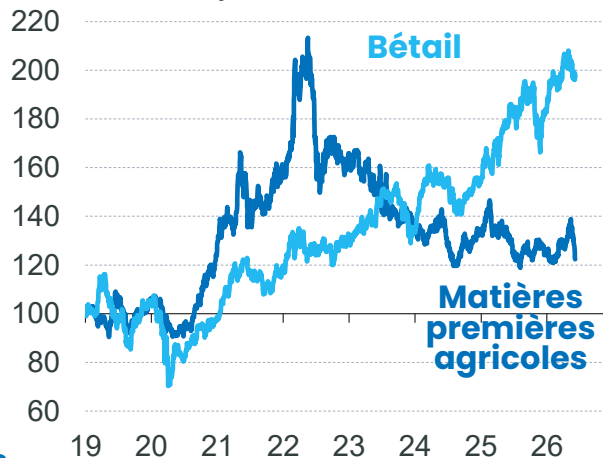


Si elle se maintient, la hausse des prix des engrais fera monter les prix alimentaires

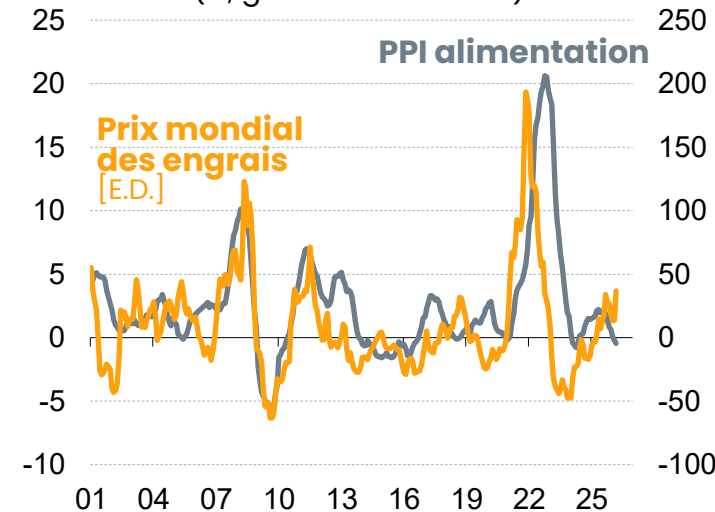
Prix des engrais
(janvier 2010 = 100)



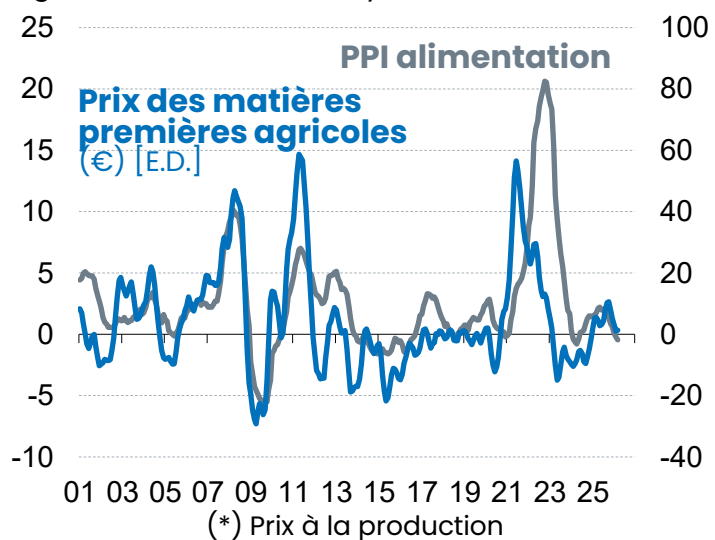
Prix des matières premières
(janvier 2019 = 100)



Indice du prix des engrais et PPI* alimentation
(%, glissement annuel)



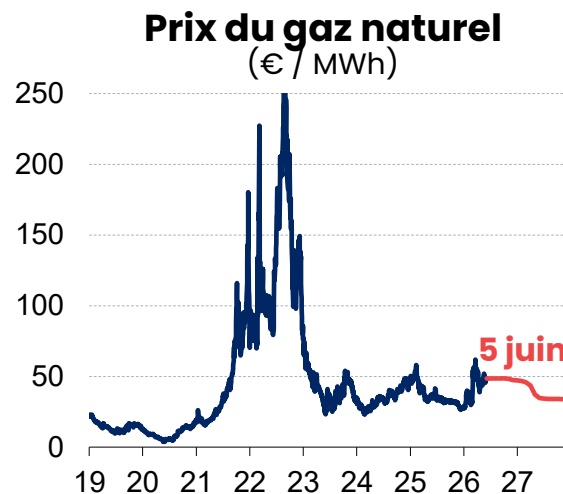
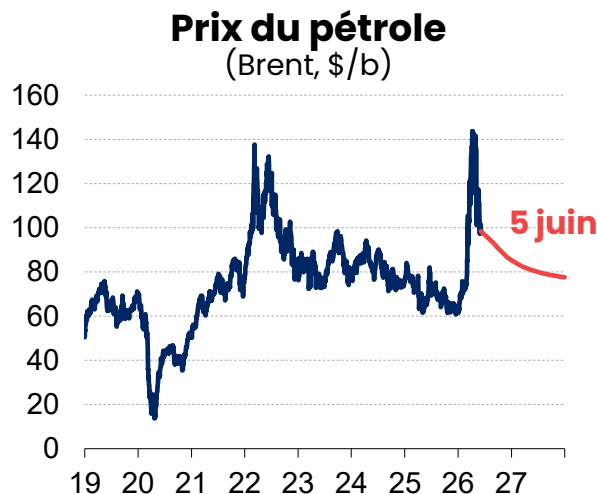
Prix agricoles et PPI* alimentation
(%, glissement annuel, moyenne mobile sur 3 mois)



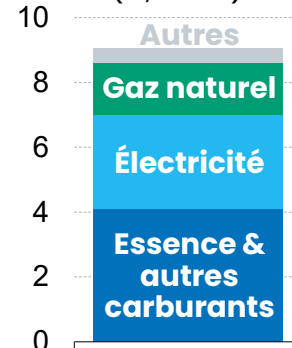
Prix de l'alimentation à la production et à la consommation
(%, glissement annuel)



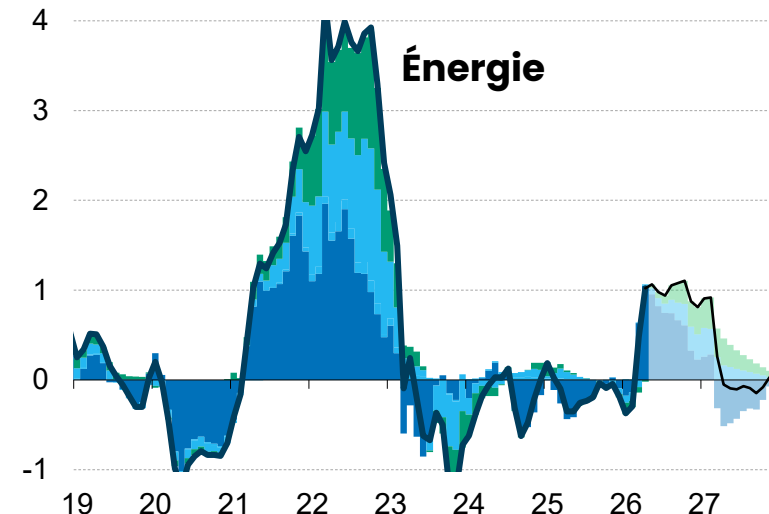
Le conflit en Iran risque d'affecter, pendant encore plusieurs mois, le pouvoir d'achat des ménages



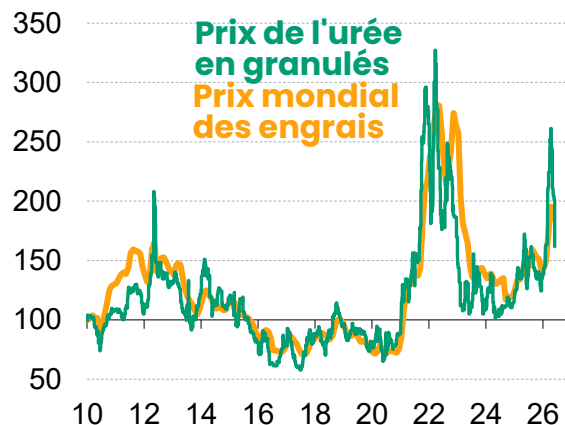
Part de l'énergie dans l'IPC
(%, 2026)



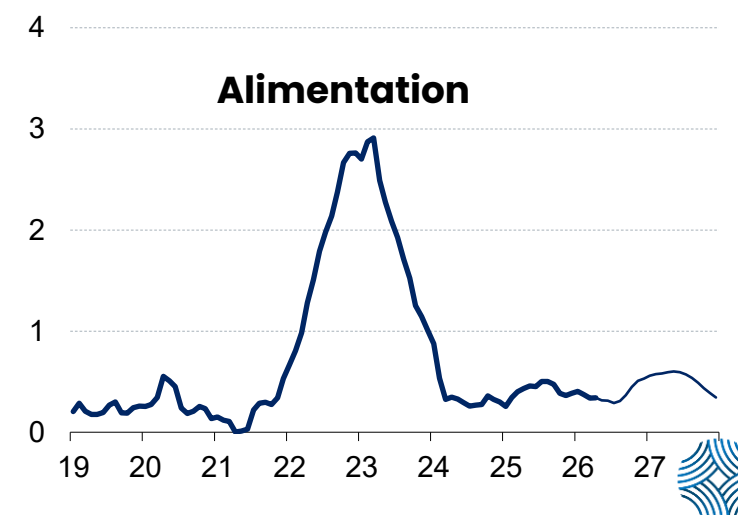
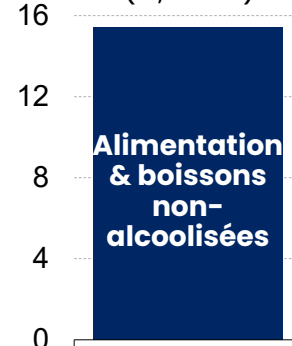
Contribution à l'inflation totale
(%, glissement annuel)



Prix des engrais
(janvier 2010 = 100)

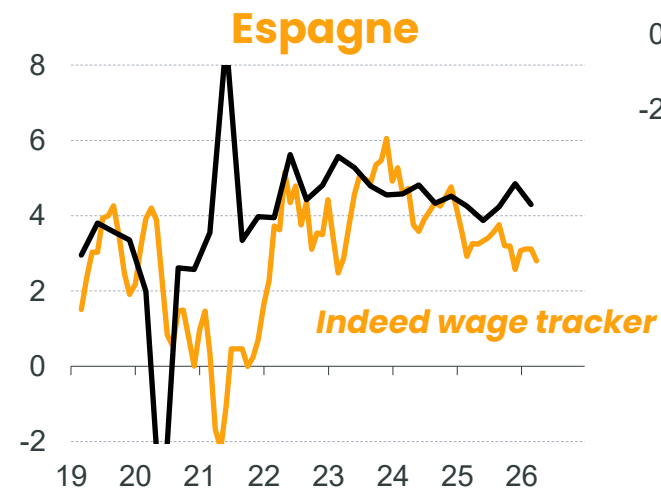
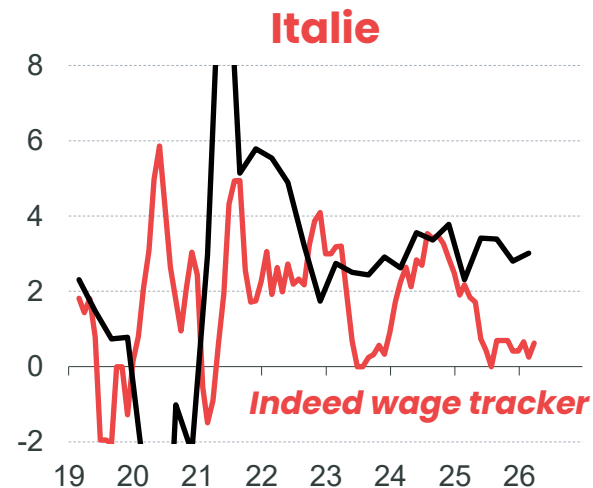
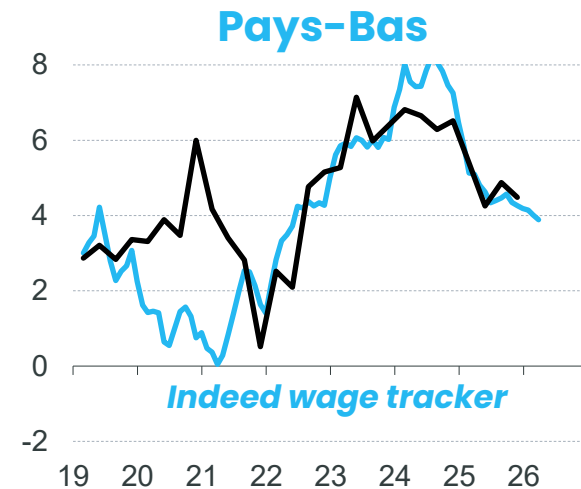
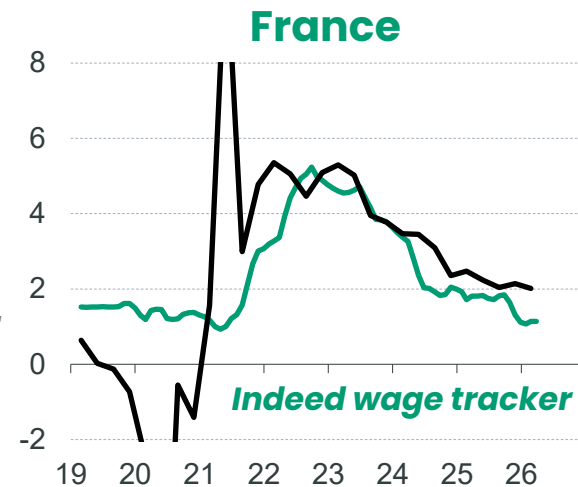
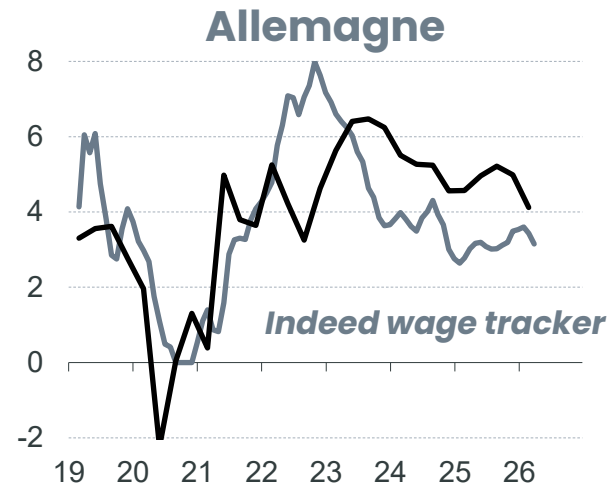
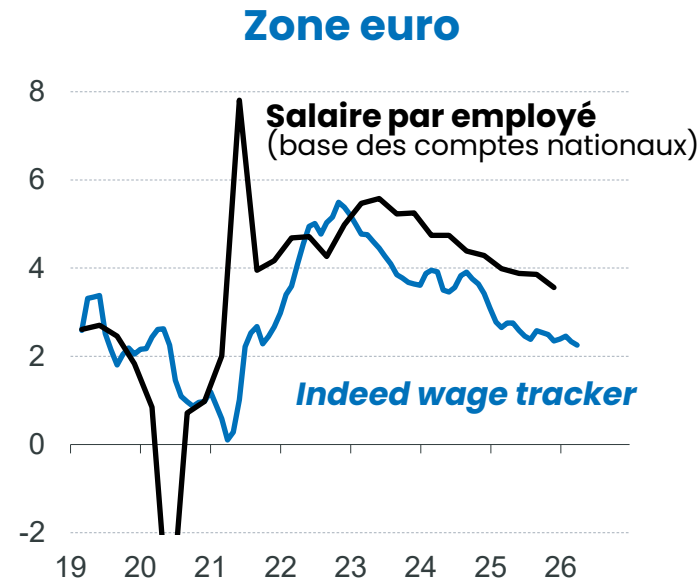


Part de l'alimentation dans l'IPC
(%, 2026)



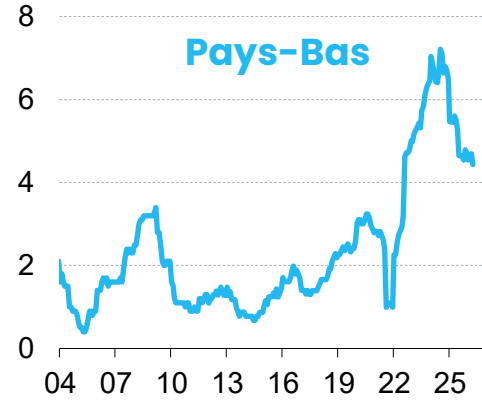
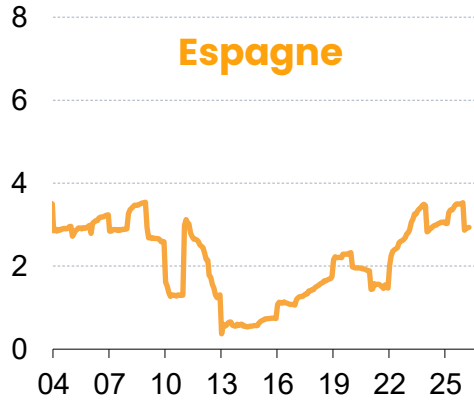
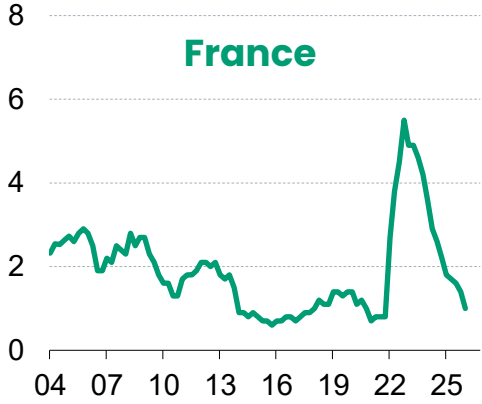
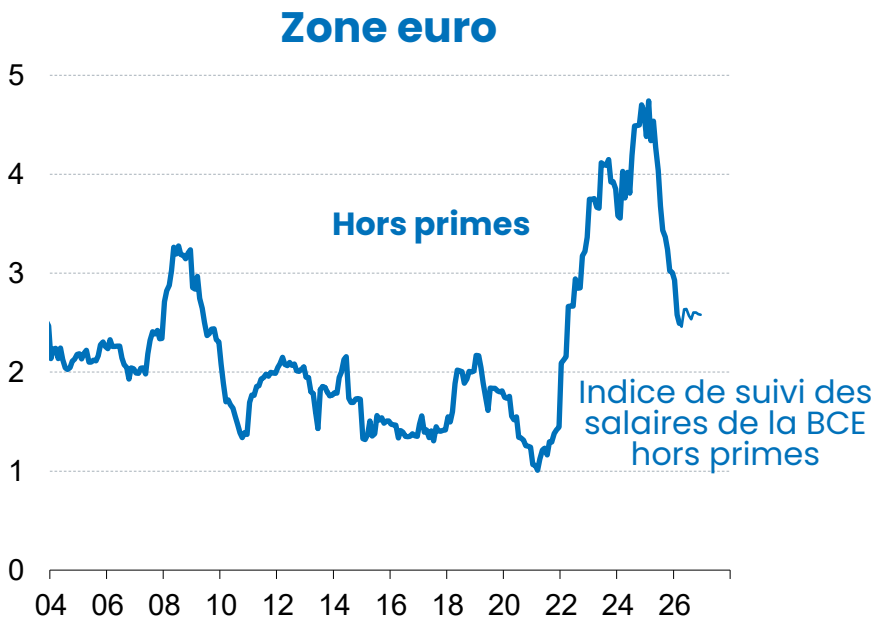
Contrairement à 2022, la croissance des salaires ralentit (I)

Salaire par emploi (%, glissement annuel)



Contrairement à 2022, la croissance des salaires ralentit (II)

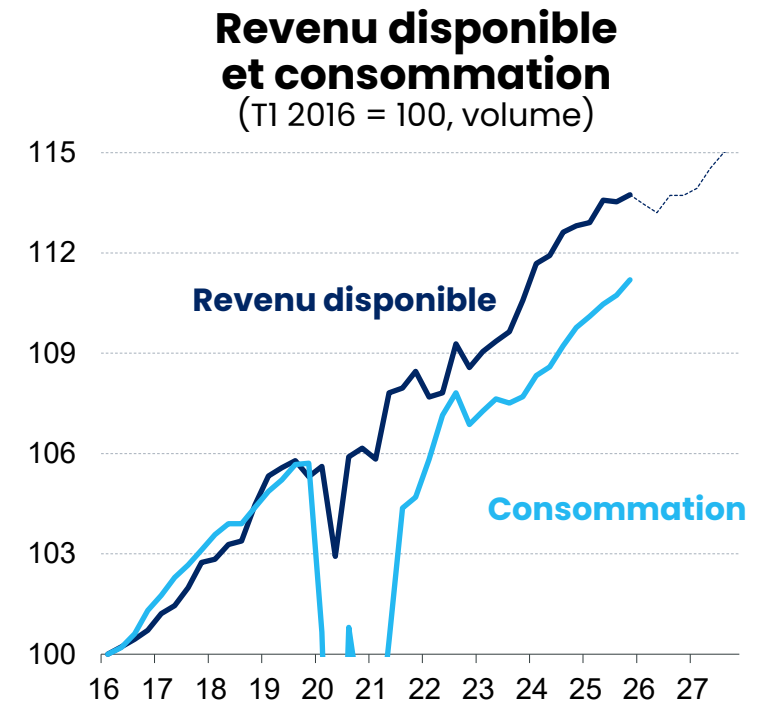
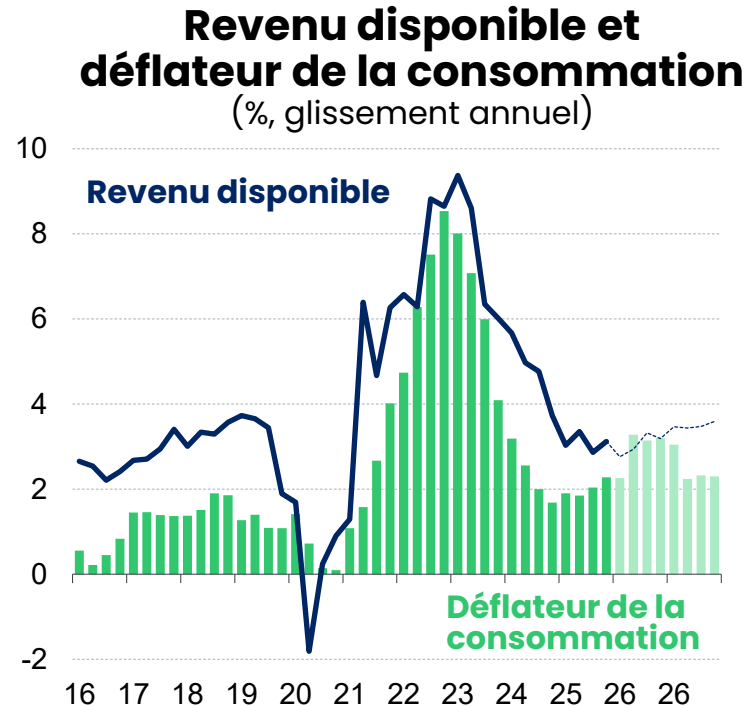
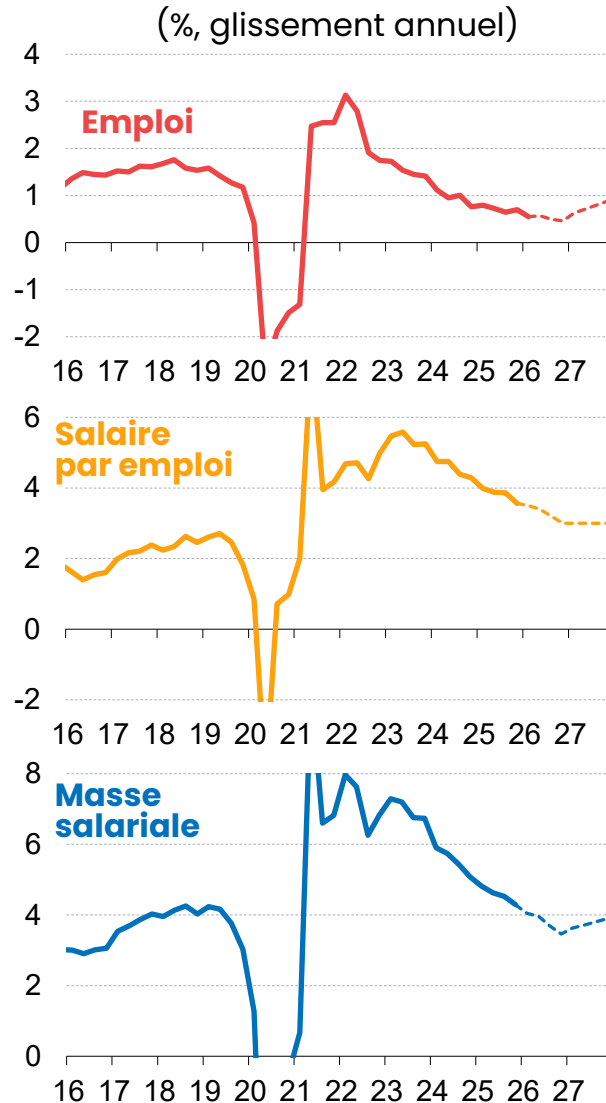
Salaires négociés (%, glissement annuel)



(*) Hors primes

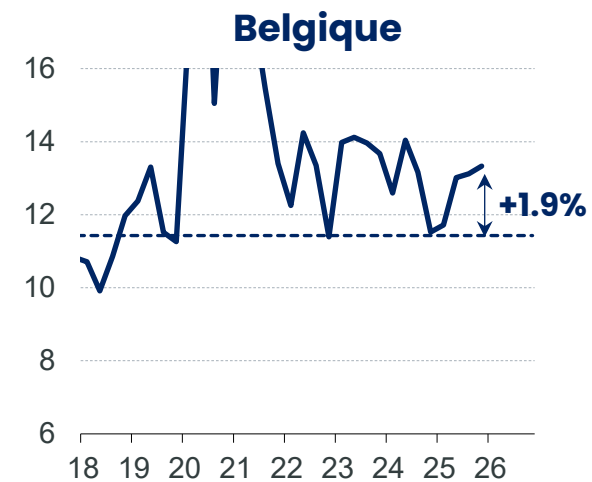
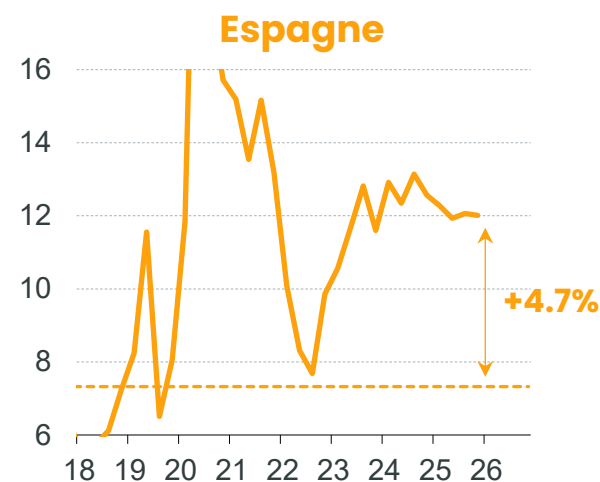
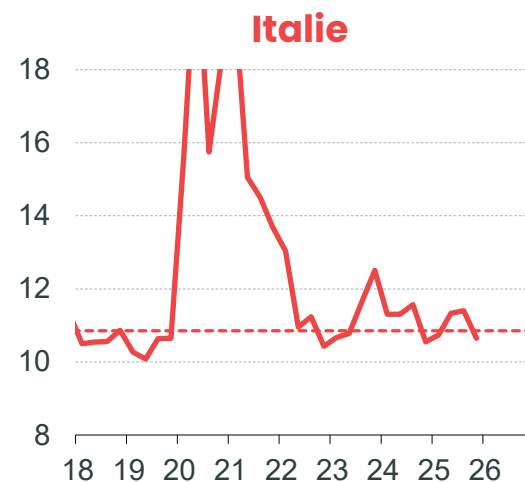
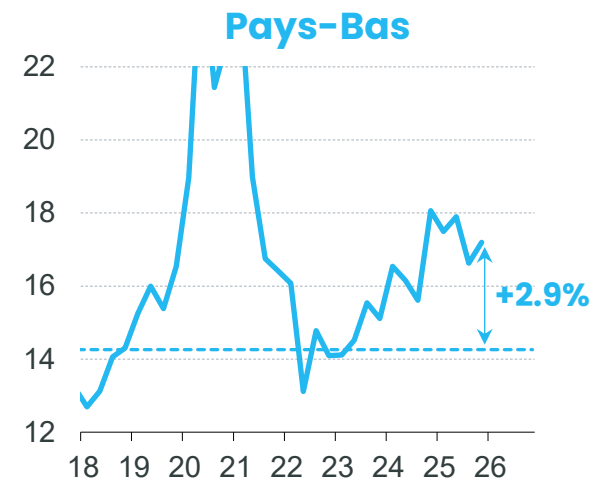
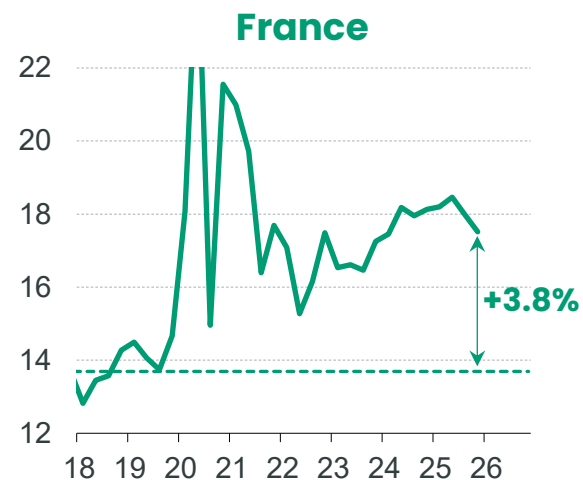
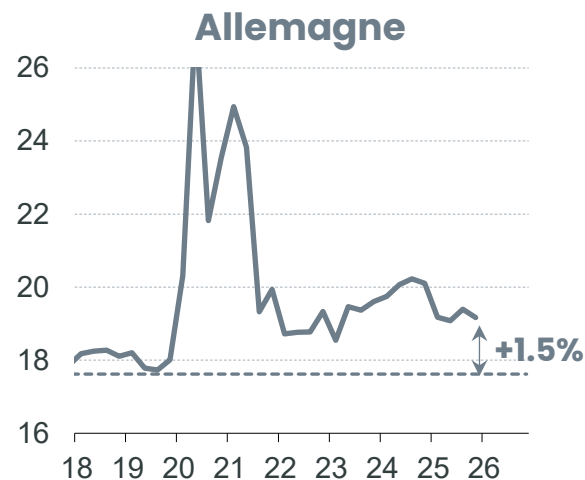


La hausse de l'inflation et le ralentissement de la croissance des salaires vont freiner la consommation



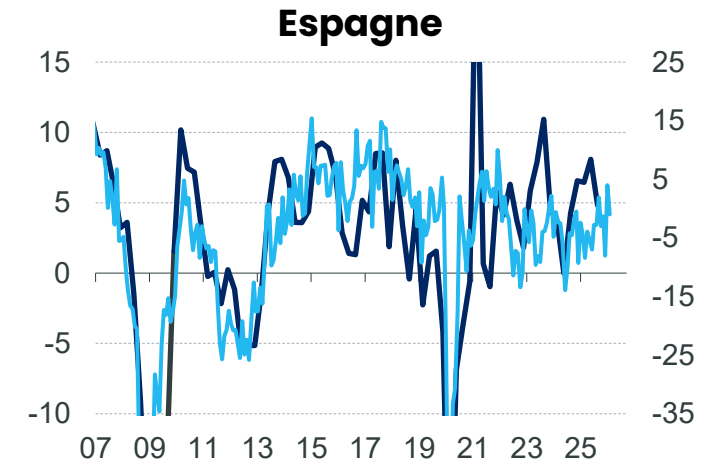
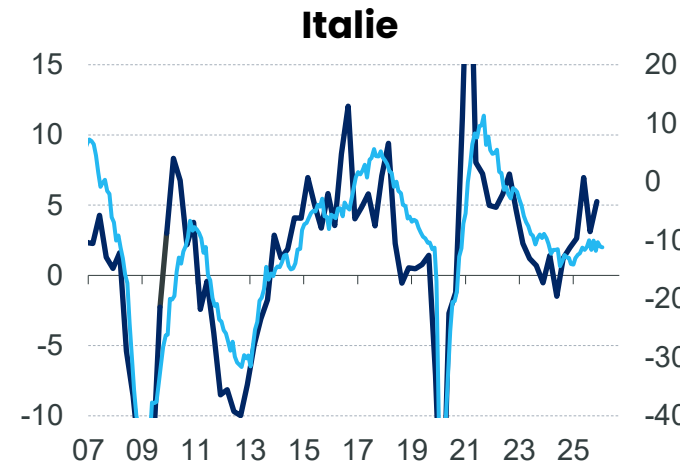
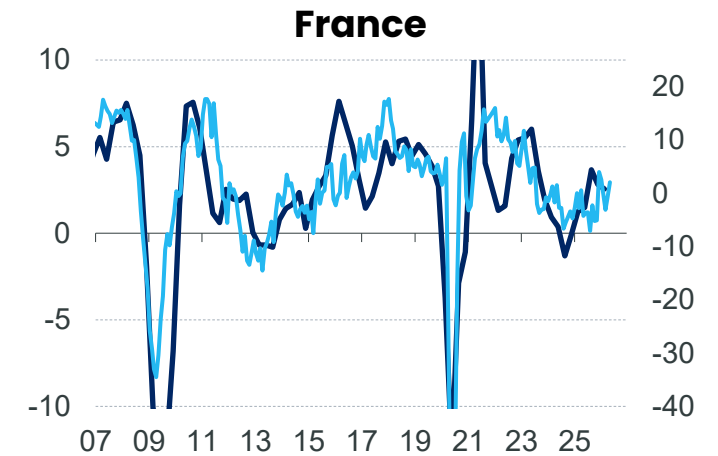
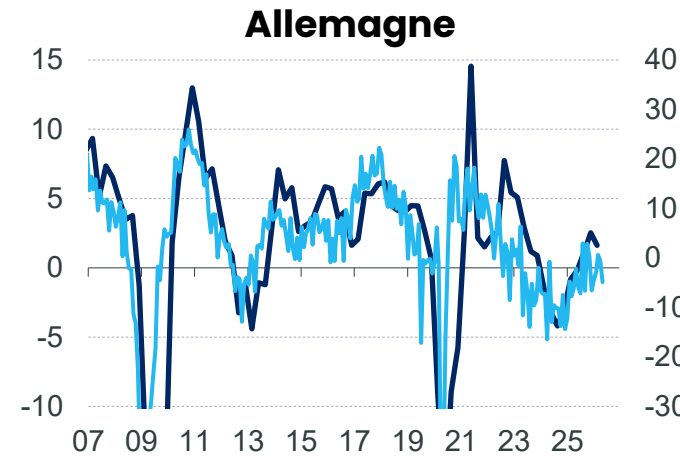
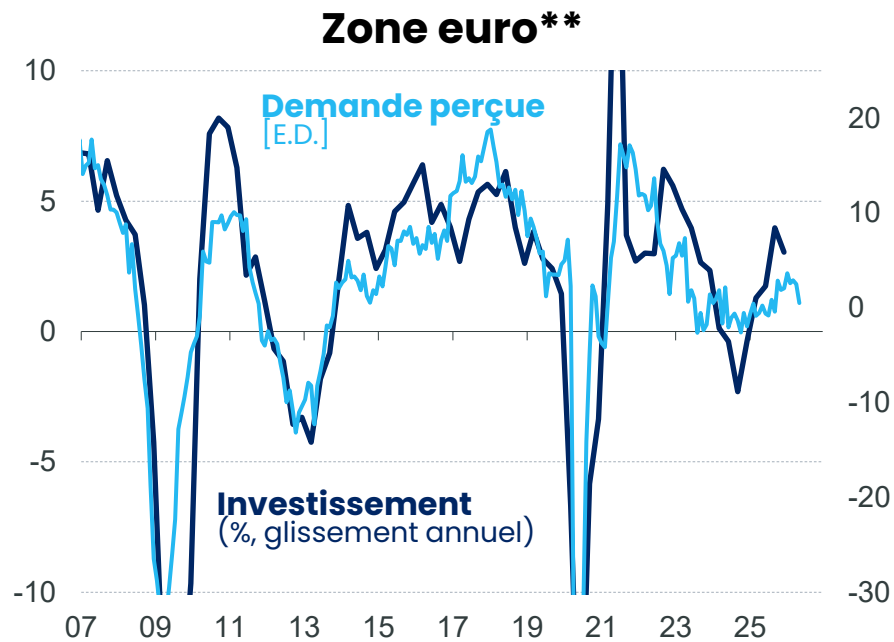
Les taux d'épargne sont élevés... mais il est peu probable qu'ils baissent fortement

Taux d'épargne
(% du revenu disponible)



Malgré le ralentissement de la consommation, l'investissement productif semble, lui, rester solide...

Investissement des entreprises* et demande perçue

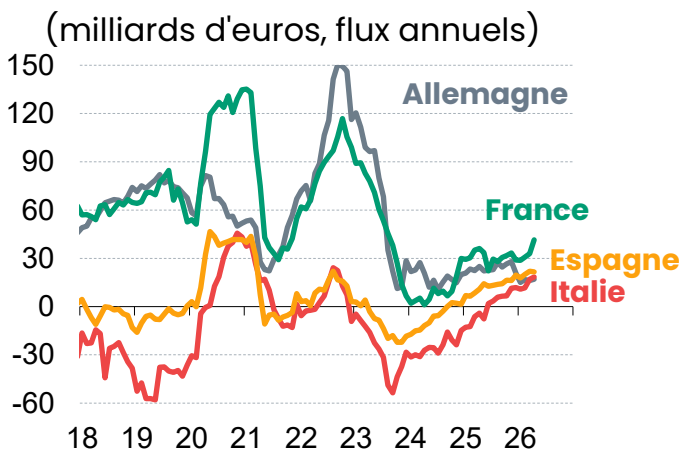
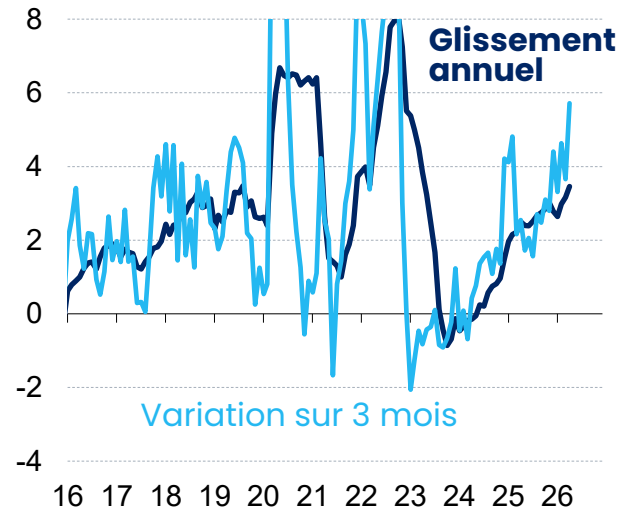


(*) Investissement en équipement et droits de propriété intellectuelle
(**) Allemagne, France, Italie et Espagne



... mais les banques ont commencé à resserrer leurs conditions de crédit aux entreprises

Prêts aux sociétés non financières (%, rythme annuel)

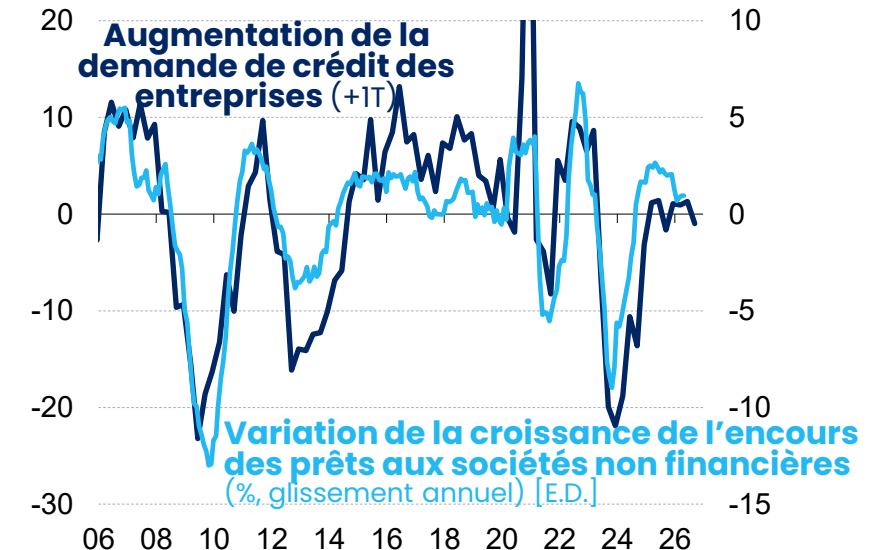


Enquête sur les conditions de crédit aux entreprises et leur demande de prêts

% net de banques durcissant leurs conditions d'octroi de prêts



% net des banques signalant une hausse de la demande



Jusqu'à présent, la réponse des gouvernements à la hausse du prix de l'énergie est restée modeste

Mesures

Montants (Mds €) / % du PIB



Allemagne

- Réduction des taxes sur le diesel et l'essence (17 centimes par litre) pendant deux mois
- Bonus employeurs défiscalisé jusqu'à 1 000 €.

▪ 1,6Md€ / 0,04% du PIB



France

- Indemnité carburant de 50 euros (~0,20 € par litre) pour 3 millions de travailleurs modestes jusqu'à fin août
- Aides ciblées secteurs exposés

▪ 1,2Md€ / 0,04% du PIB



Italie

- Réduction temporaire des accises de 0,25 € par litre pendant 20 jours (mesure reconduite pour un mois)
- Crédits d'impôt sur les achats de carburant pour le secteur de la pêche et le secteur du transport routier

▪ 1Md€ / 0,04% du PIB



Espagne

- « Bouclier anti-inflation » : baisse de la TVA sur les carburants, réduction des taxes sur l'électricité et le gaz
- Aides spécifiques à certains secteurs : pêche, agriculture...
- Interdiction des licenciements pour raisons économiques dans les entreprises bénéficiant de subventions publiques

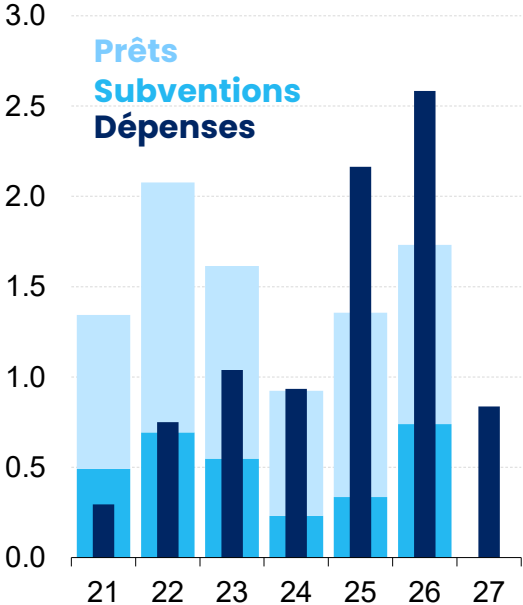
▪ 5Md€ / 0,3% du PIB



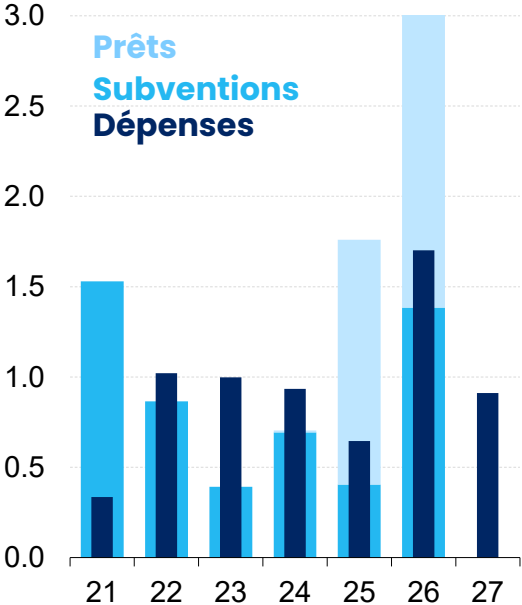
La « facilité pour la reprise et la résilience » soutiendra encore la croissance en 2026

Facilité pour la Reprise et la Résilience
(% du PIB du pays)

Italie

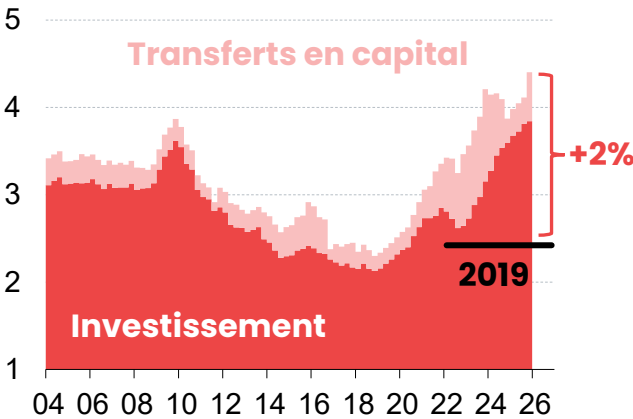


Espagne

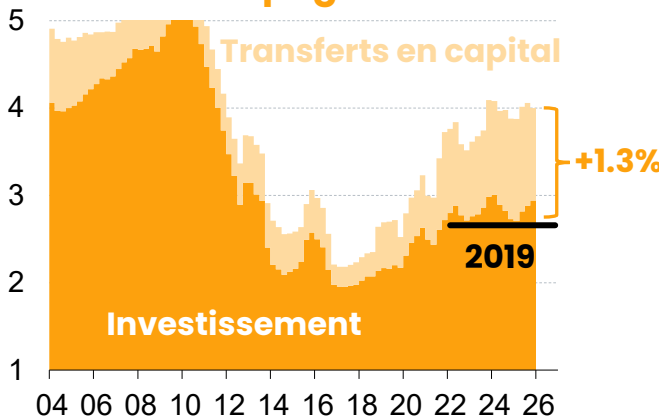


Investissement et transferts en capital des gouvernements
(% du PIB du pays)

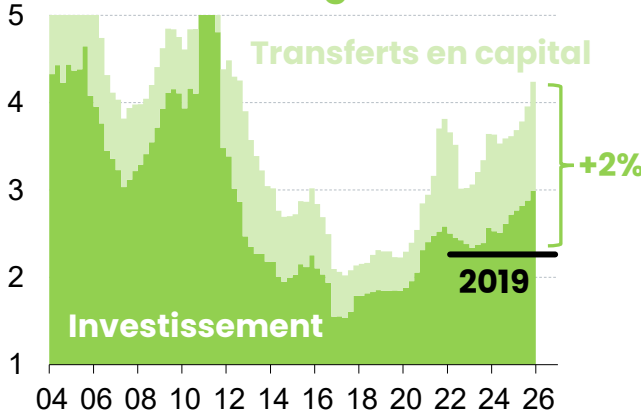
Italie



Espagne



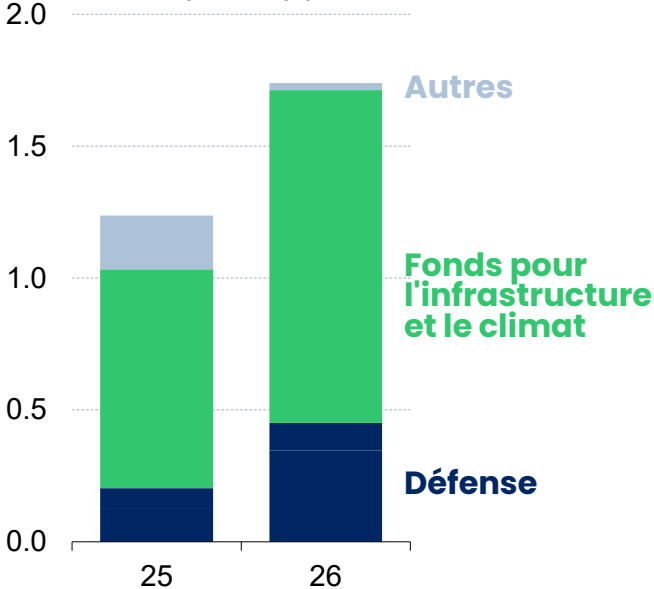
Portugal



En 2025, l'Allemagne n'a pas atteint les objectifs d'investissement public qu'elle s'était fixés

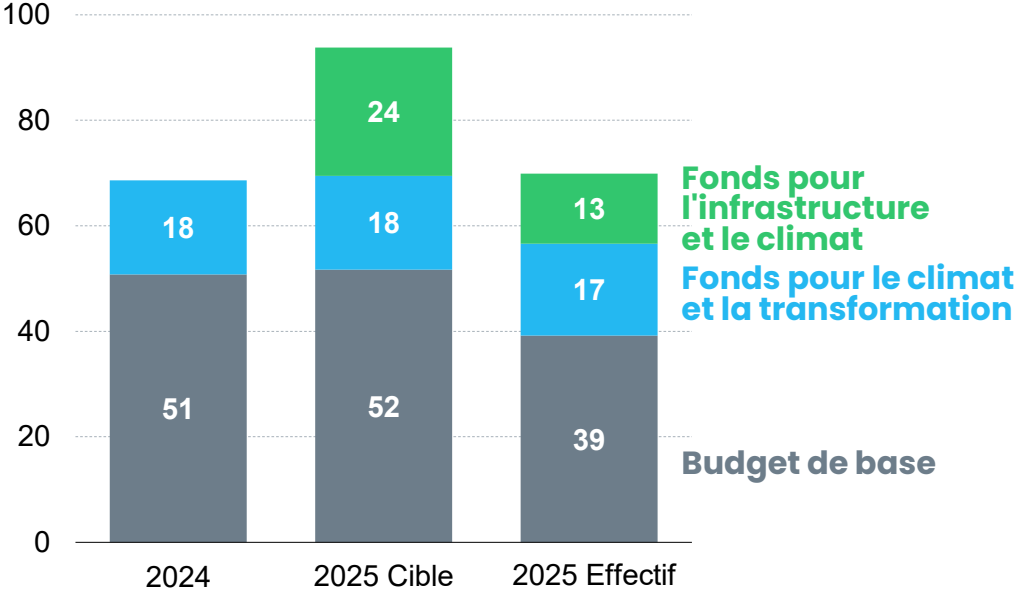
Augmentation des dépenses prévue en 2025

(% du PIB, par rapport à 2024)



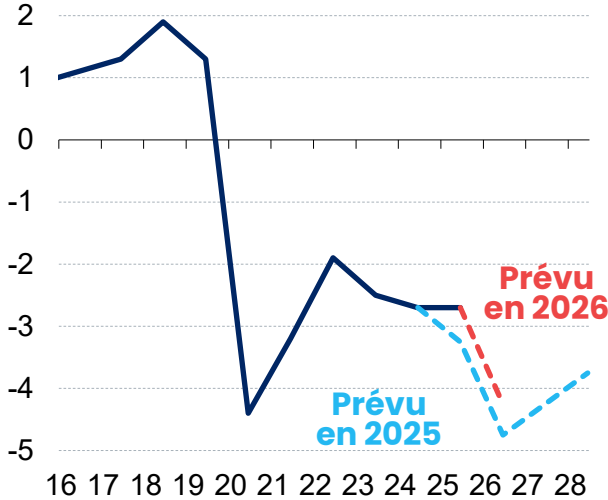
Dépenses d'investissement prévues en 2025

(milliards d'euros)



Solde budgétaire

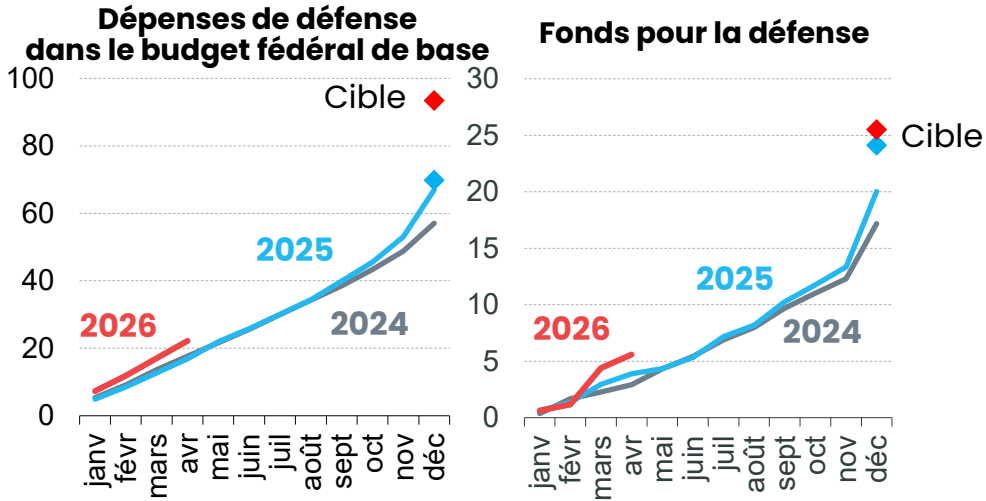
(% du PIB, comptes nationaux)



Ses dépenses de défense viennent d'accélérer, mais les investissements en infrastructures tardent

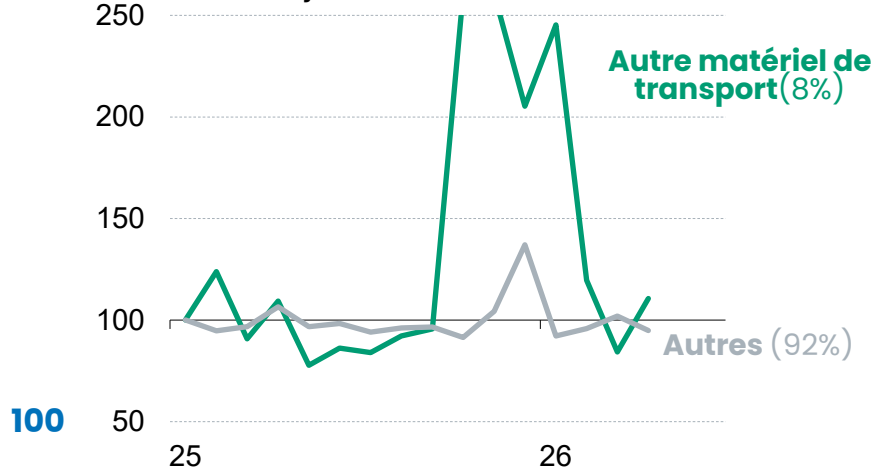
Dépenses de défense en Allemagne

(milliards d'euros, en cumul depuis janvier de chaque année)



Commandes domestiques de biens d'équipement en Allemagne

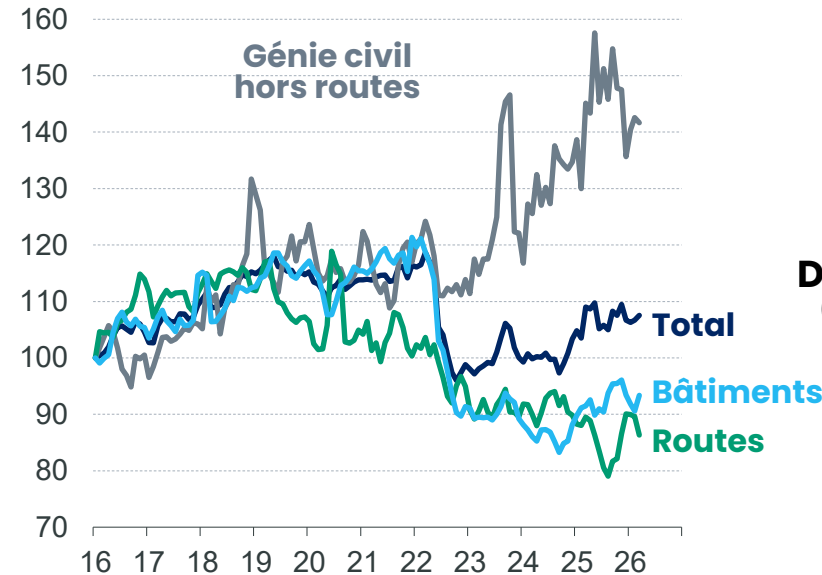
(janvier 2025 = 100)



Dépenses d'infrastructures en Allemagne

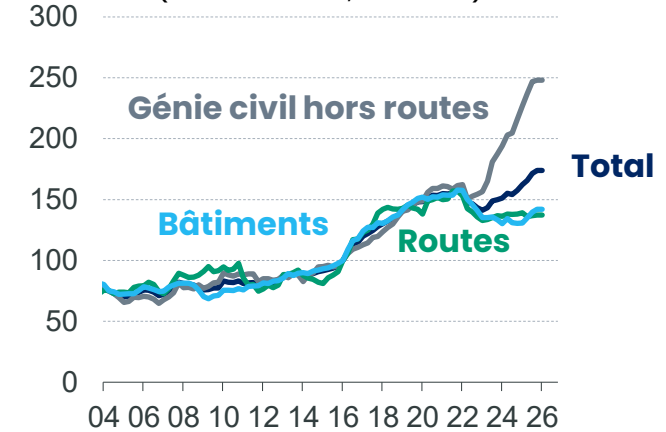
Nouvelles commandes dans le secteur de la construction

(janvier 2016 = 100, volume, 3mma)



Commandes de construction non exécutées

(T1 2016 = 100, volume)



Disponibilité de la main-d'œuvre*

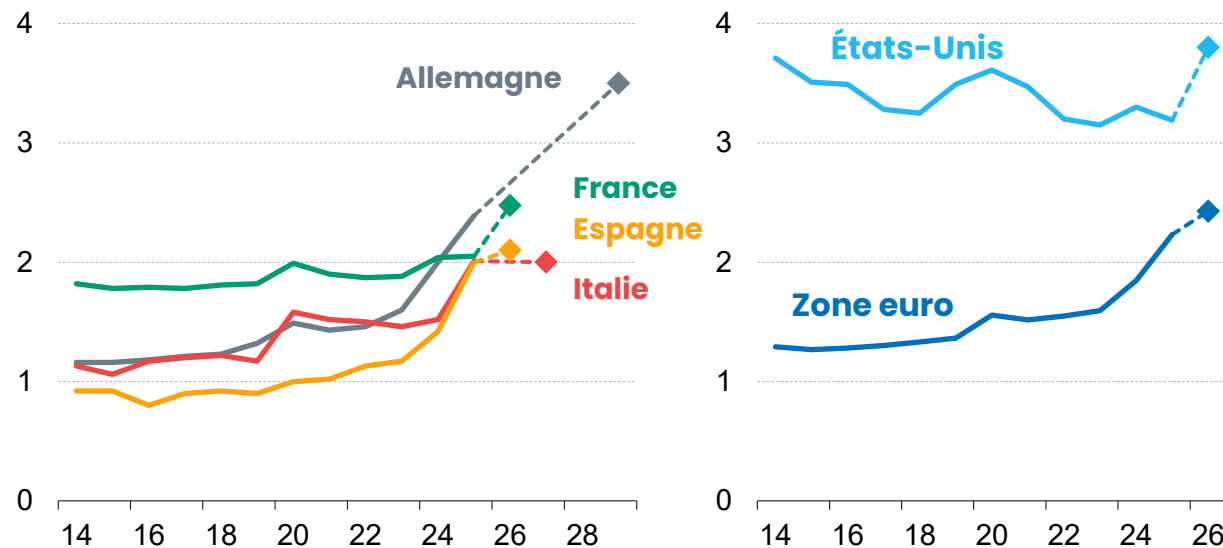
(enquête de la Commission européenne)



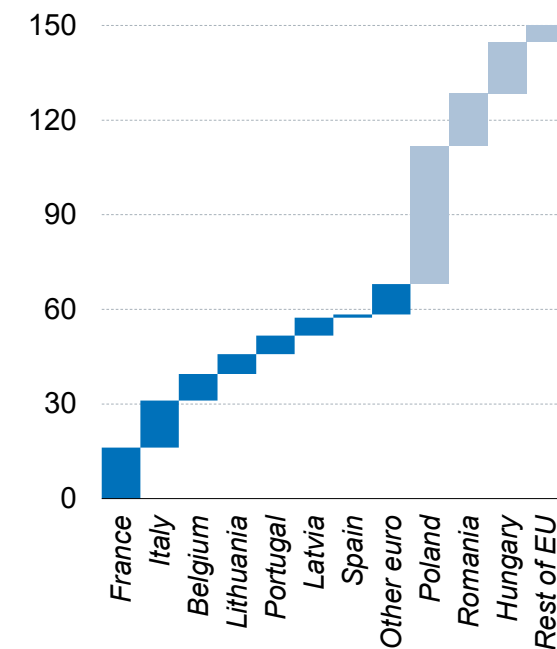
(*) % des entreprises indiquant que le manque de main d'œuvre limite leur production.

En 2026, les dépenses de défense vont continuer d'augmenter dans la zone euro... mais à un rythme plus modéré

Dépenses de défense
(% du PIB)



Allocation des fonds SAFE*
par pays
(milliards d'euros)



"Europe needs stronger muscles, first, in terms of its defense capabilities. [...] We now need to see whether the countries of Europe are willing to surrender powers in a sphere that is as sensitive as defense in order to achieve more together. **That would also be the groundwork for joint financing.**"

J. Nagel, 4 novembre 2025

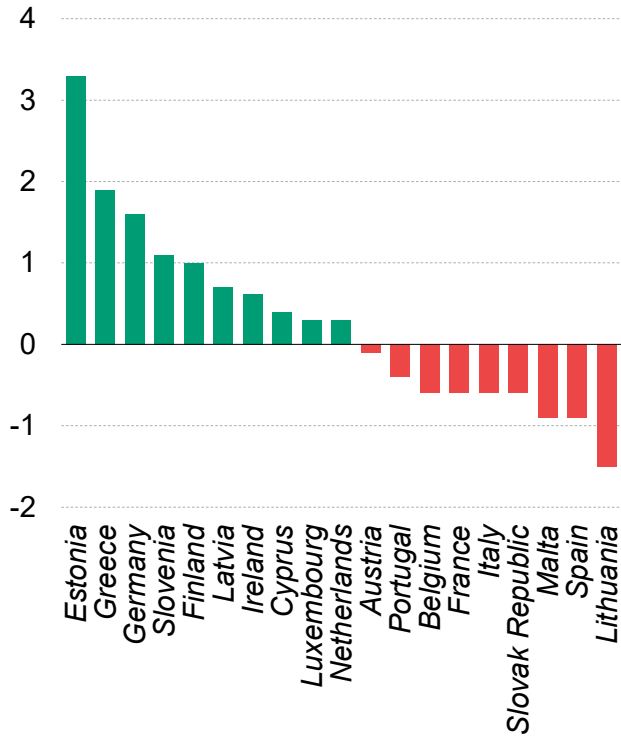
(*) Security Action for Europe



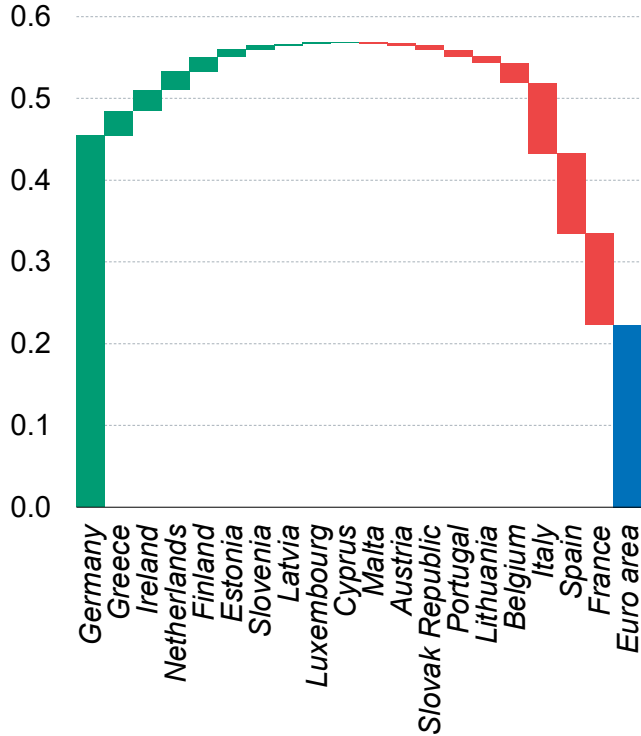
En 2026, la politique budgétaire apportera un soutien modéré à l'activité de la zone euro

Impulsion budgétaire en 2026

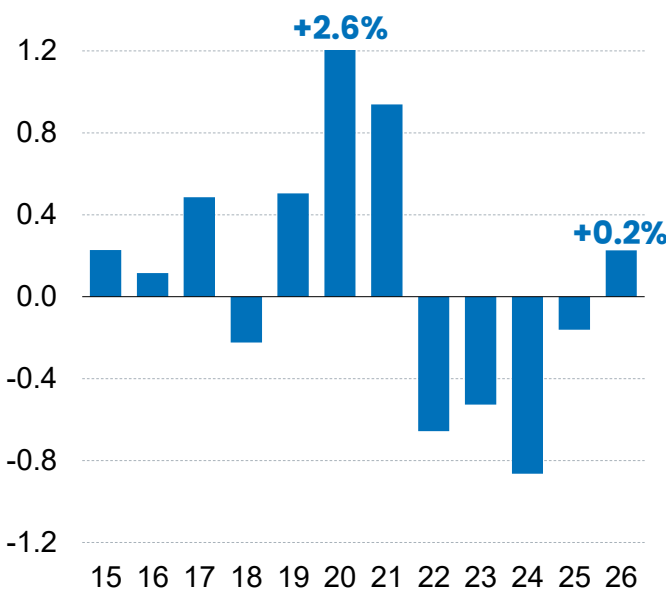
(% du PIB du pays)



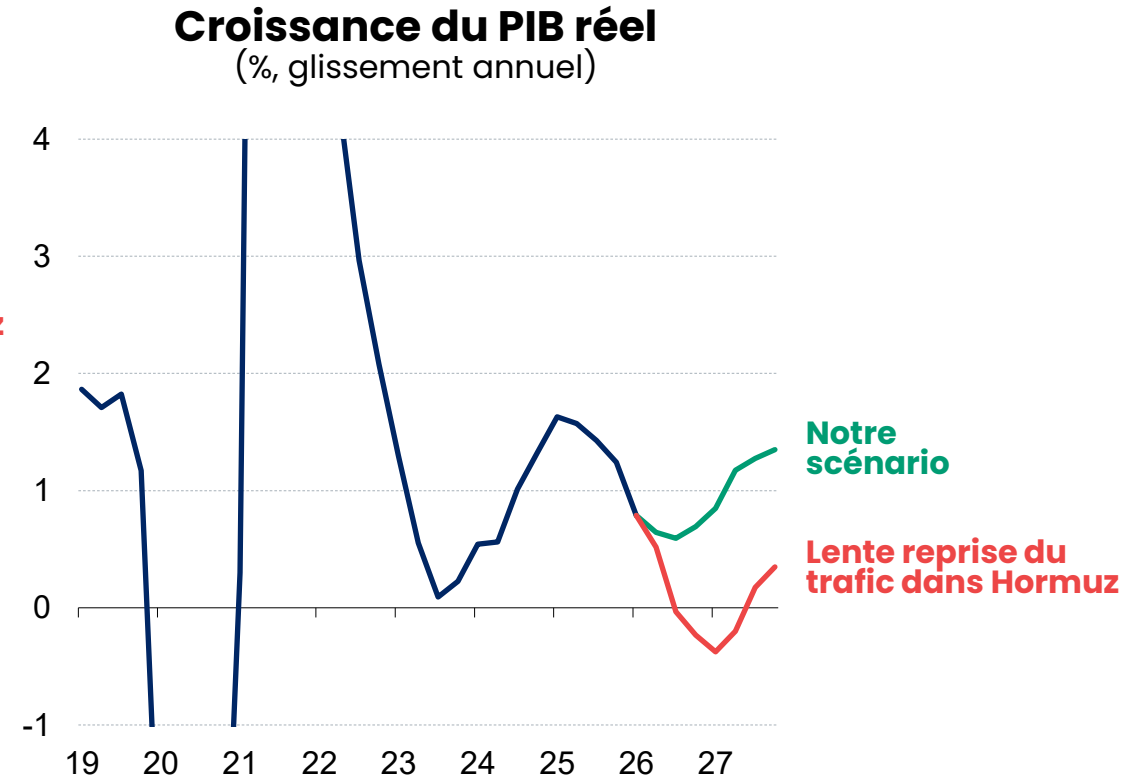
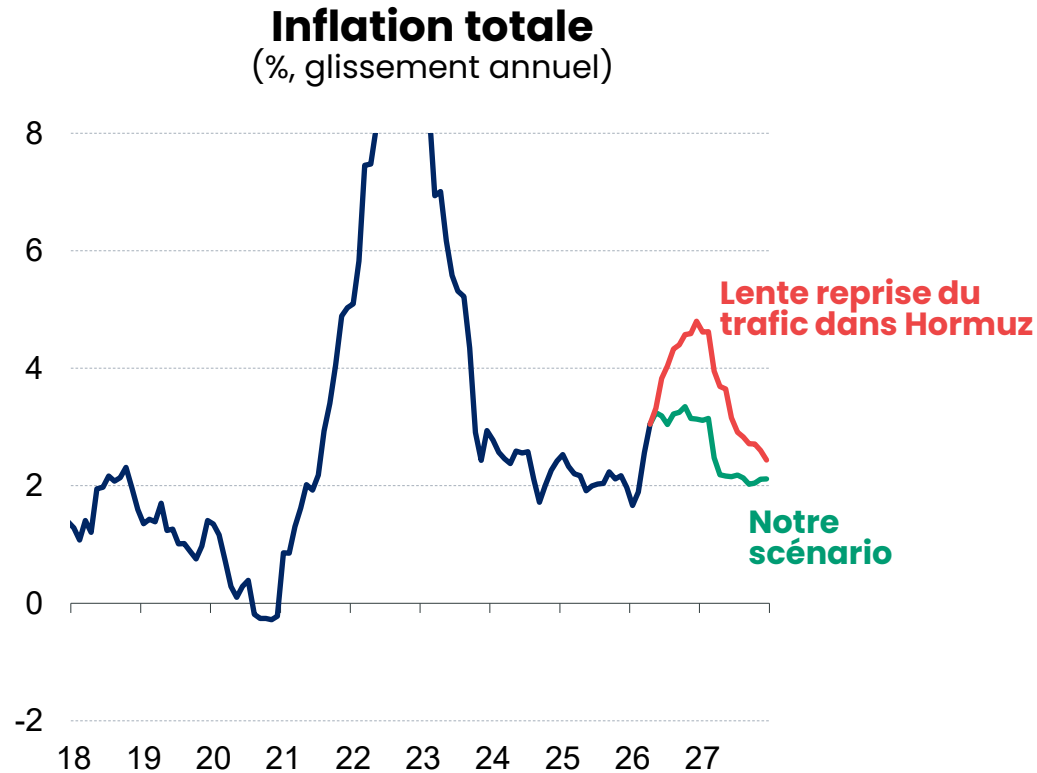
(% du PIB de la zone euro)



Impulsion budgétaire pour la zone euro
(% du PIB)

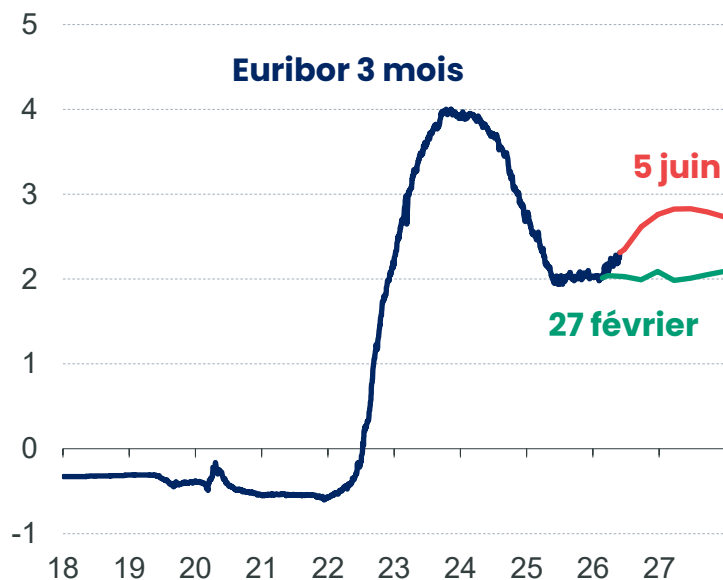


La croissance va ralentir... mais devrait réaccélérer avec la reprise du trafic dans le détroit d'Ormuz

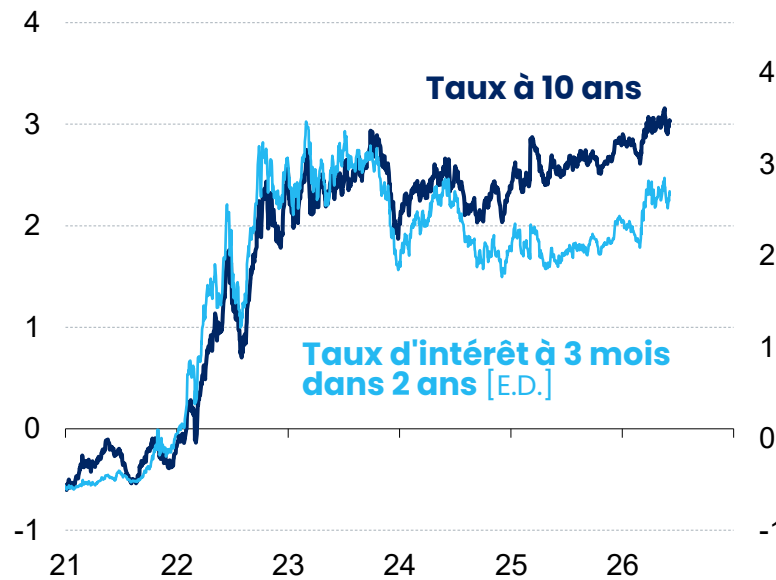


“Le public pourrait avoir du mal à comprendre une fonction de réaction qui ne réagit pas”*

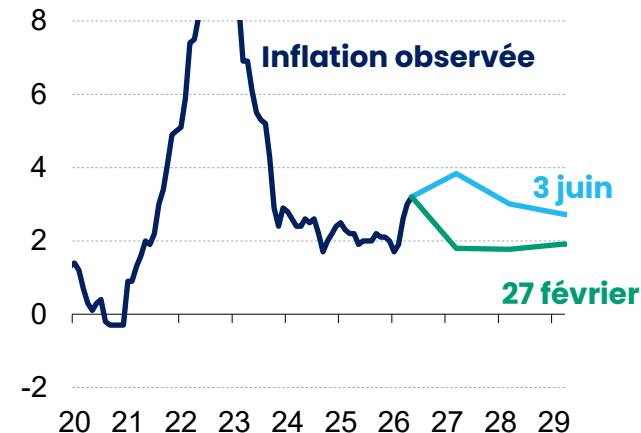
**Anticipations de marché
des taux d'intérêt de la BCE
(%)**



**Taux à 10 ans allemands
et taux courts anticipés
(%)**



**Inflation anticipée par les marchés
(%, glissement annuel, swaps d'inflation)**



**Inflation anticipée: 5 ans dans 5 ans
(%, swaps d'inflation)**



(*) C. Lagarde Conférence des observateurs de la BCE en mars 2026

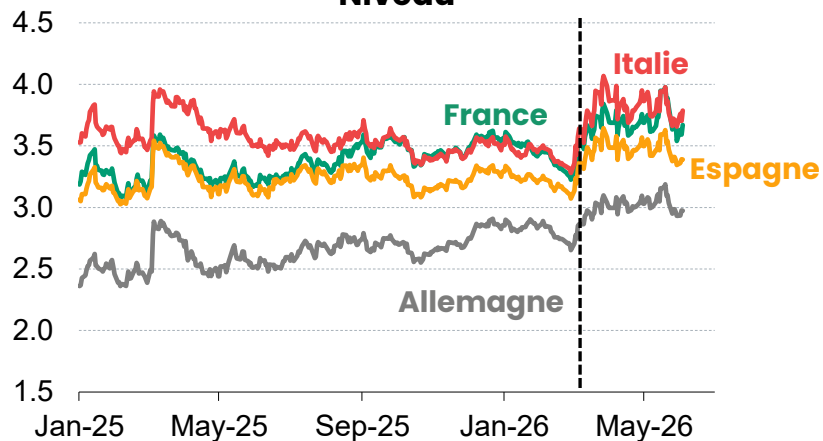


Mémo. Instrument de protection de la transmission de la politique monétaire

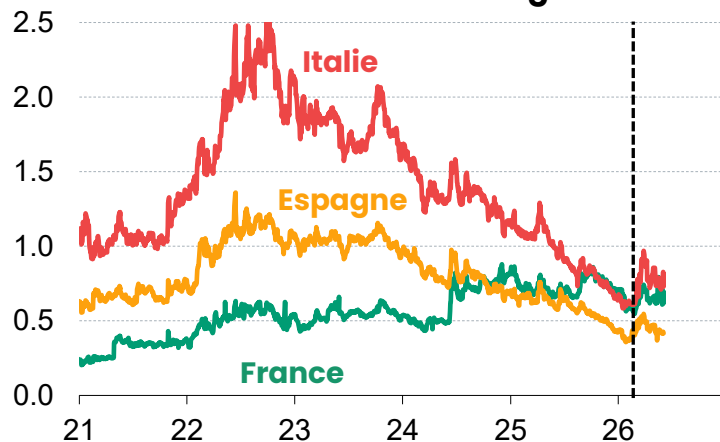
Taux souverains à 10 ans

(%)

Niveau



Écart avec l'Allemagne



Principe

Assurer une bonne transmission de la politique monétaire dans tous les pays de la zone euro en procédant à des **achats sur le marché secondaire** de titres émis dans des juridictions connaissant une **détérioration des conditions de financement non justifiée par les fondamentaux propres à chaque pays**.

Conditions d'activation

- 1) **Conformité avec le cadre budgétaire de l'UE** : le respect du cadre budgétaire de l'UE : ne pas faire l'objet d'une procédure de déficit excessif (EDP) ou ne pas être évalué comme ayant échoué à prendre des mesures efficaces en réponse à une recommandation du Conseil de l'UE en vertu de l'article 126, paragraphe 7 du TFUE ;
- 2) **Absence de déséquilibres macroéconomiques sévères** : ne pas faire l'objet d'une procédure pour déséquilibre excessif (EIP) ou ne pas être évalué comme ayant échoué à prendre les mesures correctives recommandées en lien avec une recommandation du Conseil de l'UE conformément à l'article 121, paragraphe 4 du TFUE ;
- 3) **Soutenabilité budgétaire** : lorsqu'il évaluera la soutenabilité de la trajectoire de la dette publique, le Conseil des gouverneurs prendra en compte, lorsqu'elles sont disponibles, les analyses de soutenabilité de la dette réalisées par la Commission européenne, par le mécanisme européen de stabilité, par le Fonds monétaire international et d'autres institutions, ainsi que l'analyse interne de la BCE ;
- 4) **Des politiques macroéconomiques saines et soutenables** : respect des engagements formulés dans les plans pour la reprise et la résilience au titre de la Facilité pour la reprise et la résilience ainsi que des recommandations par pays formulées par la Commission européenne dans le domaine budgétaire, dans le cadre du Semestre européen.

Interaction avec la politique monétaire

Le TPI est censé ne pas avoir d'effet durable sur le bilan de l'Eurosystème et donc sur l'orientation de la politique monétaire.

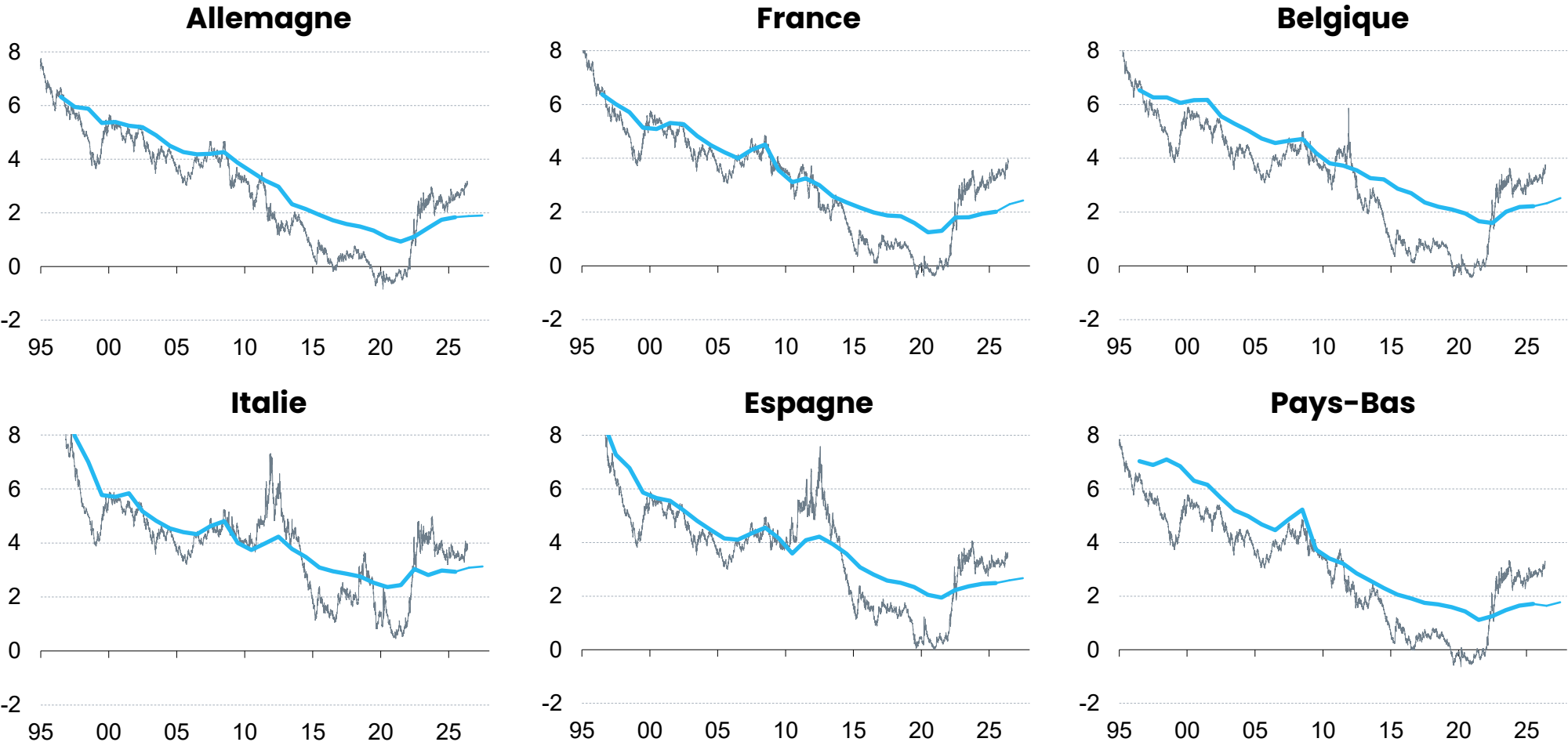
Addenda.

Trop de dettes publiques...
ou pas assez d'investissement privé ?



Le coût de la dette augmente progressivement...

Taux d'intérêt moyen sur la dette et taux souverain à 10 ans (%)



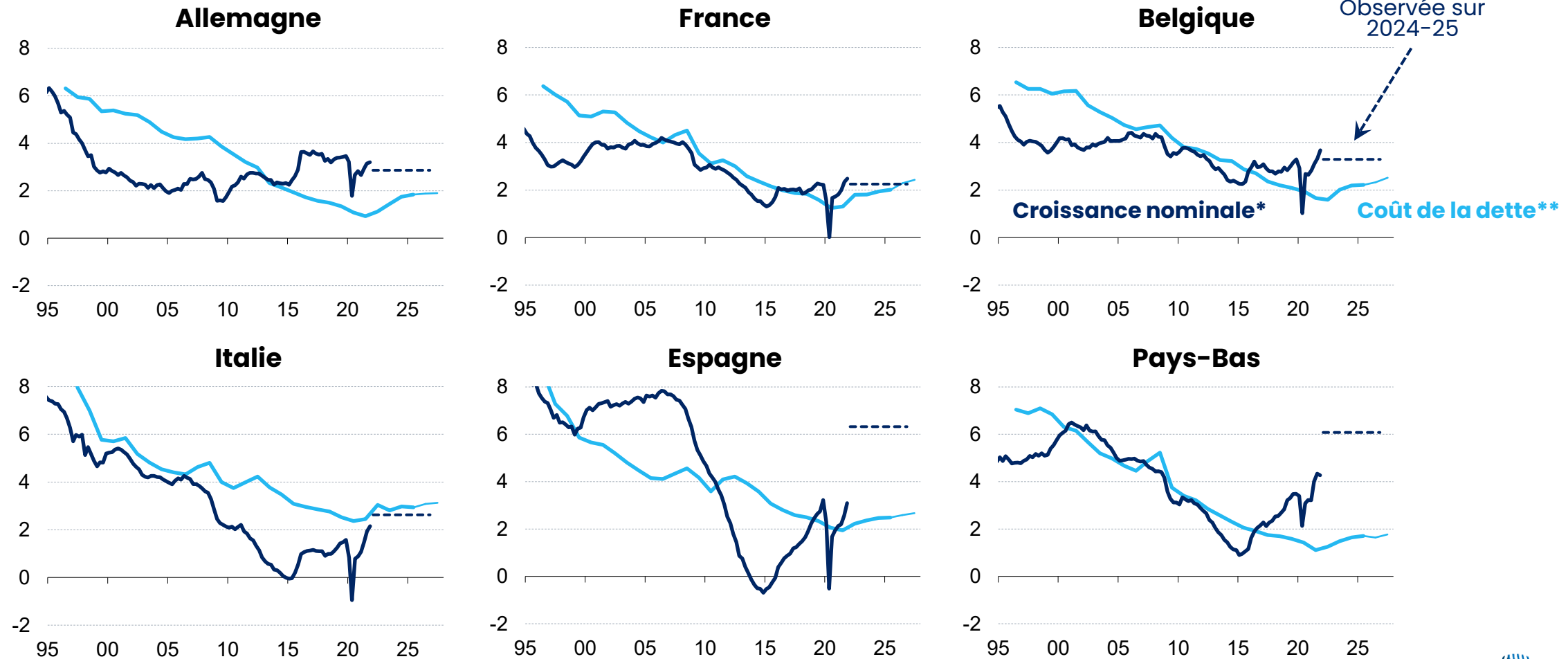
Taux d'intérêt moyen sur la dette
Taux d'intérêt à 10 ans

Sources : LSEG Datastream, Eurostat, Candriam JUIN 2026



... et se rapproche de la croissance nominale dans les pays plus endettés

Taux d'intérêt moyen sur la dette et croissance du PIB nominal (%)



(*) Croissance nominale moyenne sur les 7 dernières années

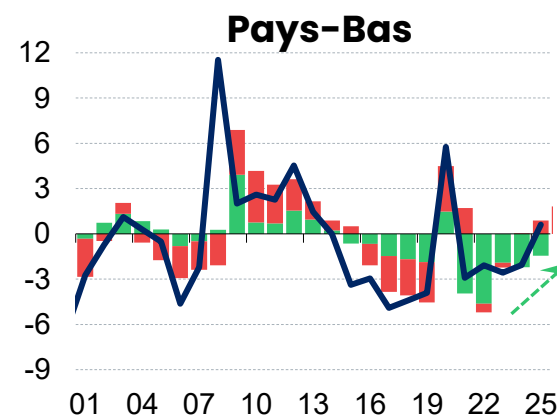
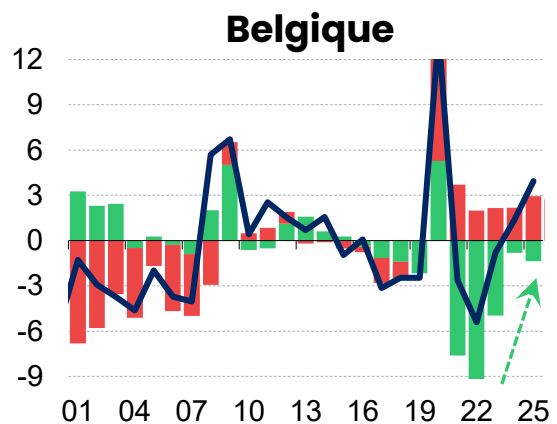
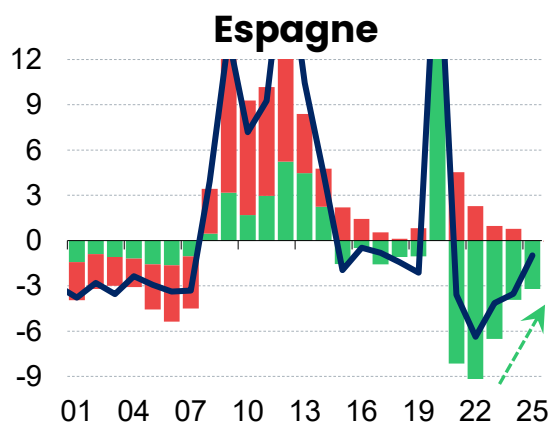
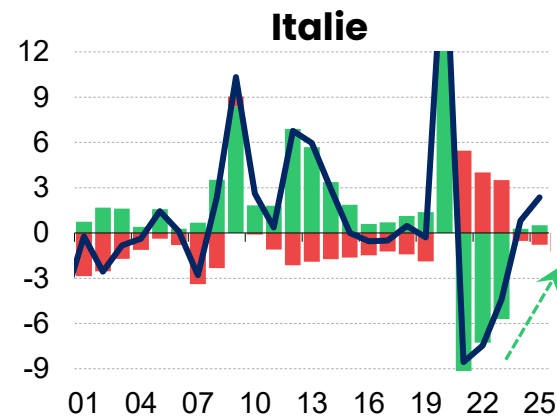
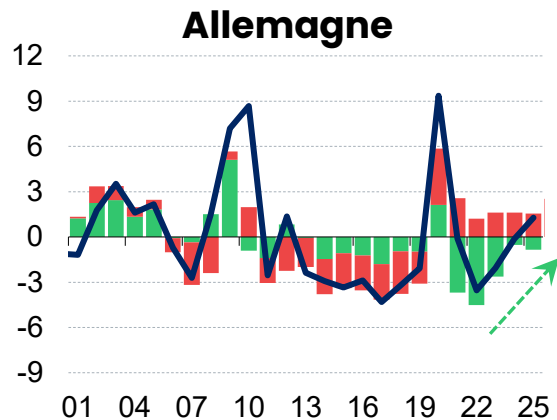
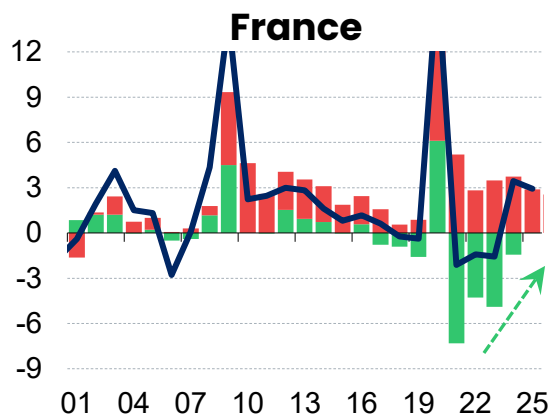
(**) Taux d'intérêt moyen sur la dette

Sources : LSEG Datastream, Eurostat, Candriam JUIN 2026



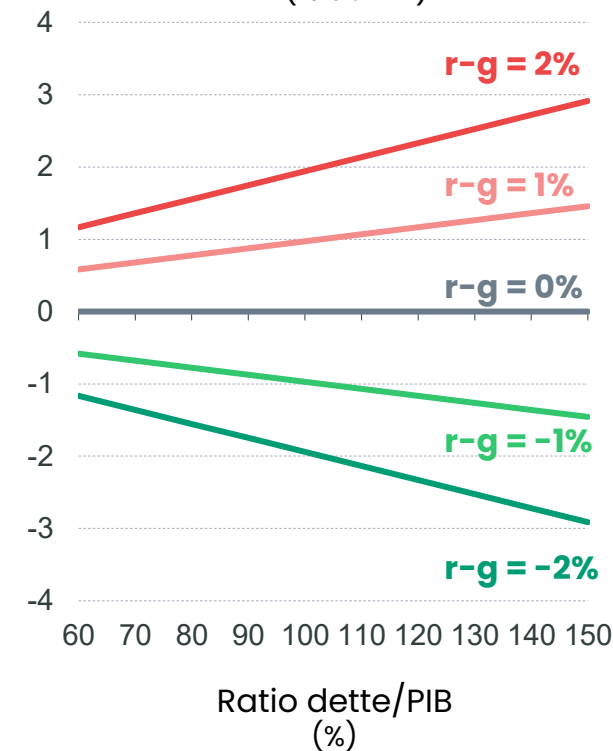
L'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance devient moins favorable à la dynamique de la dette

Variation du ratio dette publique/PIB
(%)



Variation de la dette
Effet budgétaire
Effet boule de neige
 (taux d'intérêt moins taux de croissance du PIB nominal)

Solde primaire stabilisant D/Y
avec 3% de croissance
nominale ($g = 3\%$)
(% du PIB)

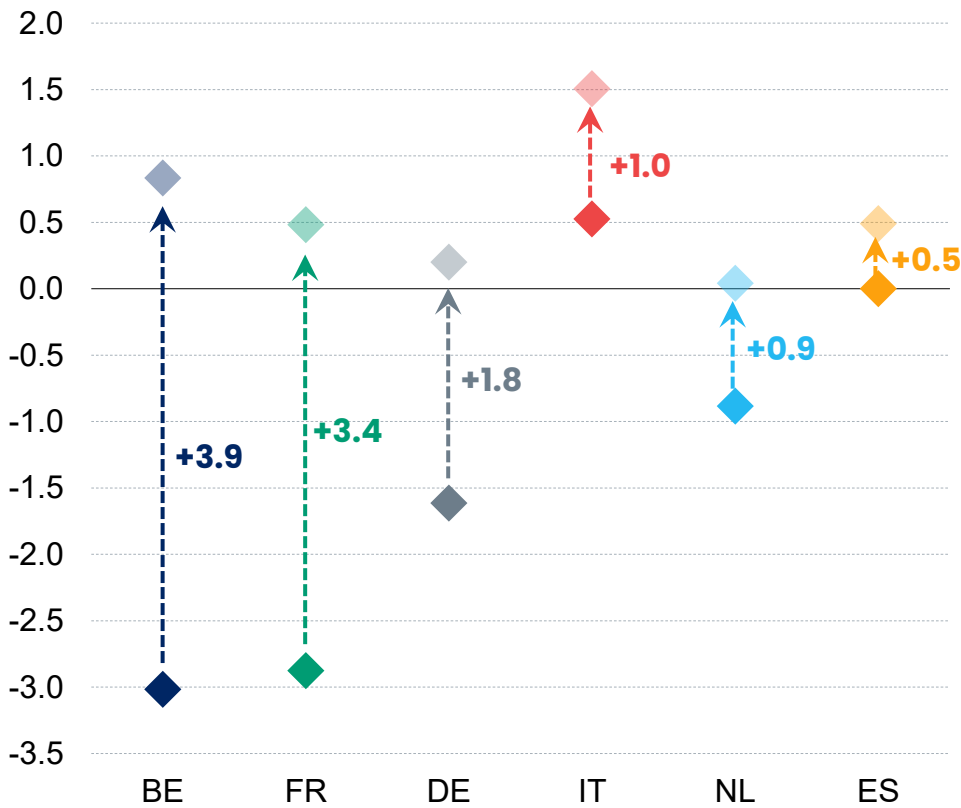


Solde primaire stabilisant
le ratio dette/PIB
 $[(r-g)/(1+g)] \times d$

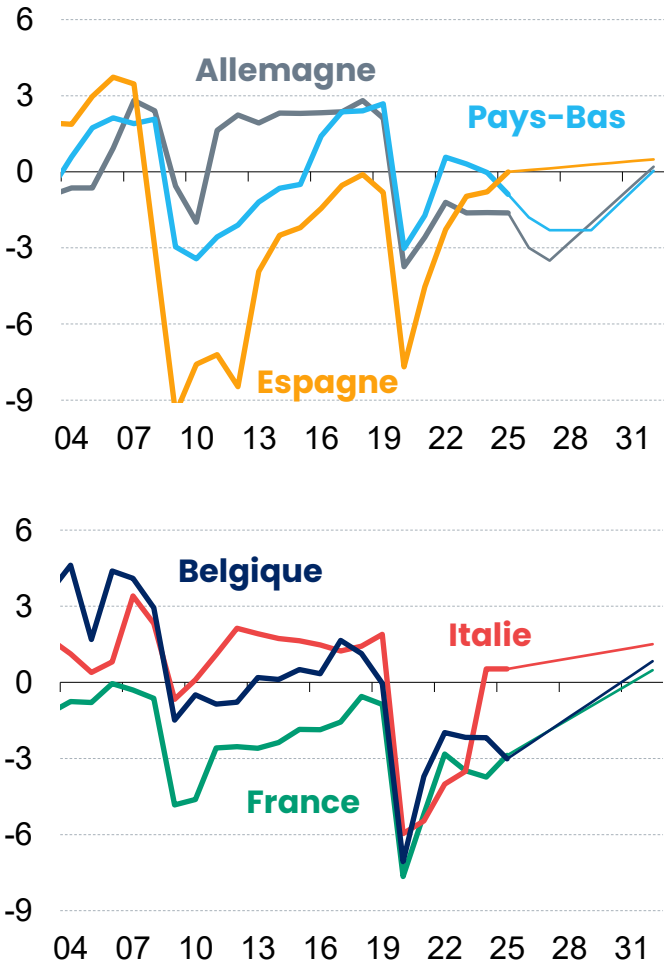


L'effort nécessaire pour stabiliser le poids de la dette publique est très inégal selon les pays

Réduction du solde primaire nécessaire sur la période 2025-2032 à stabiliser le ratio dette/PIB (% du PIB)

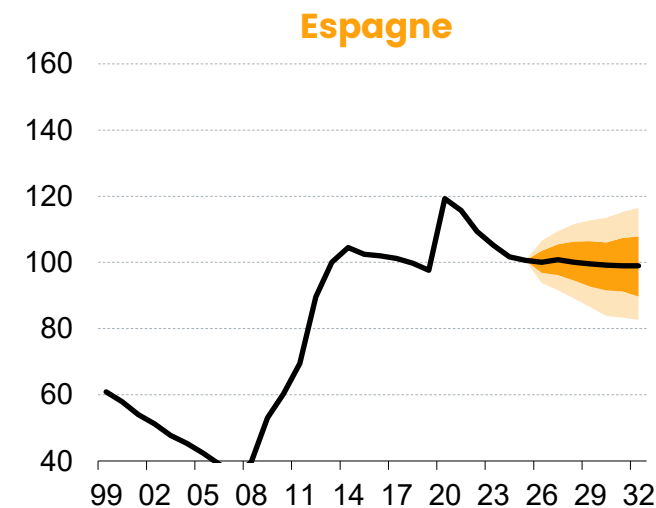
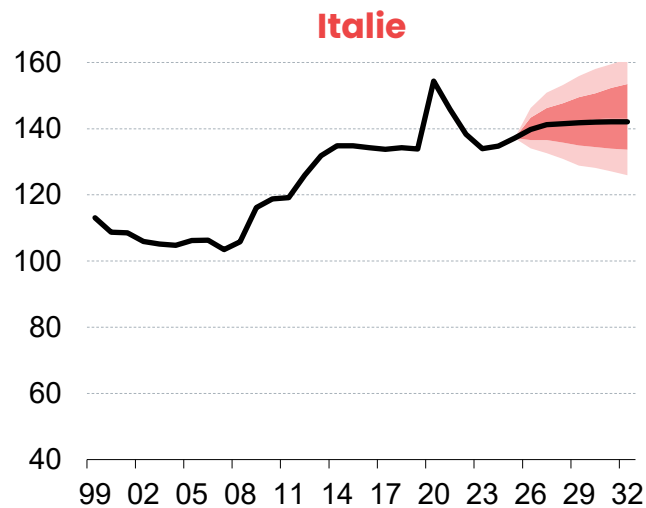
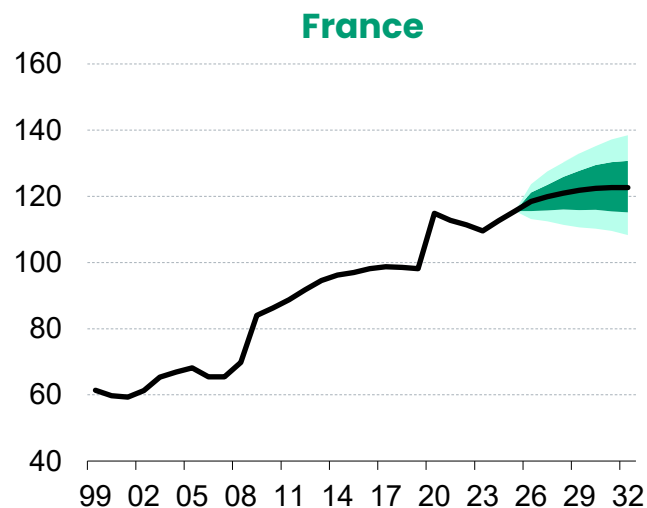
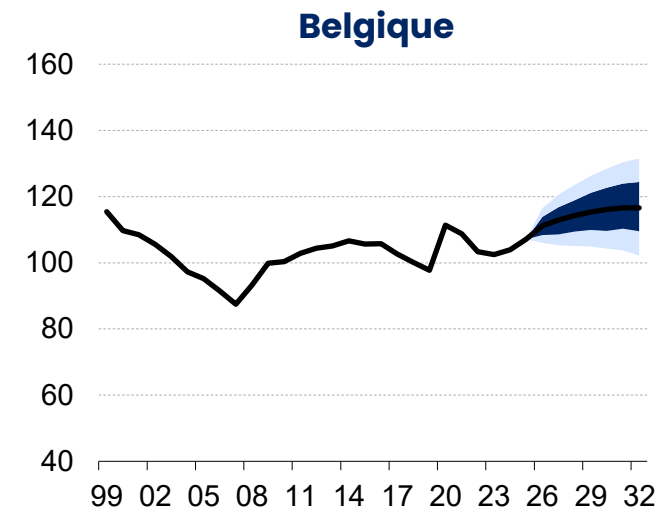
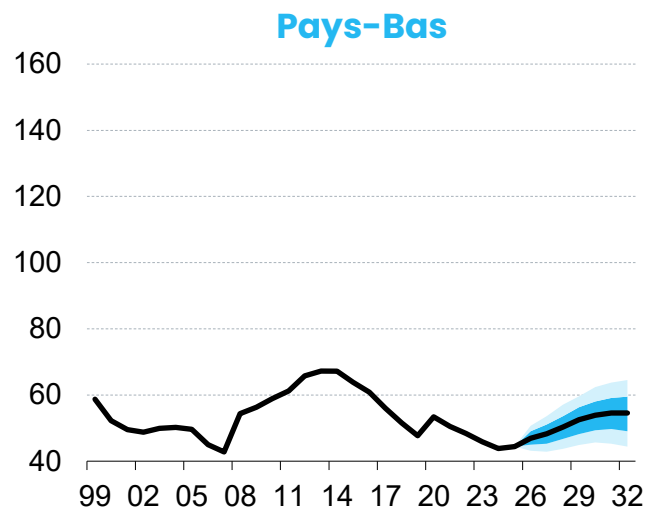
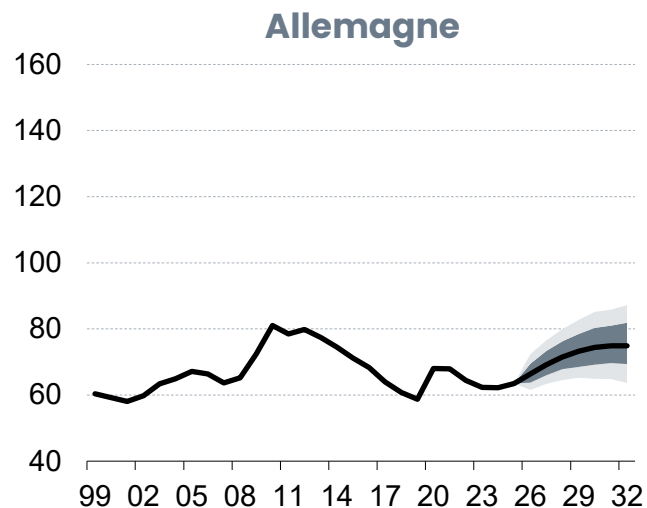


Solde primaire des administrations publiques (% du PIB)

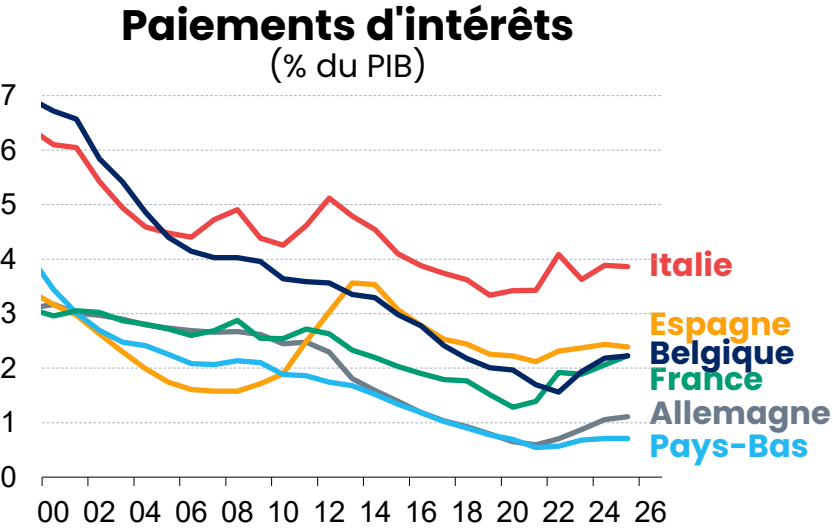
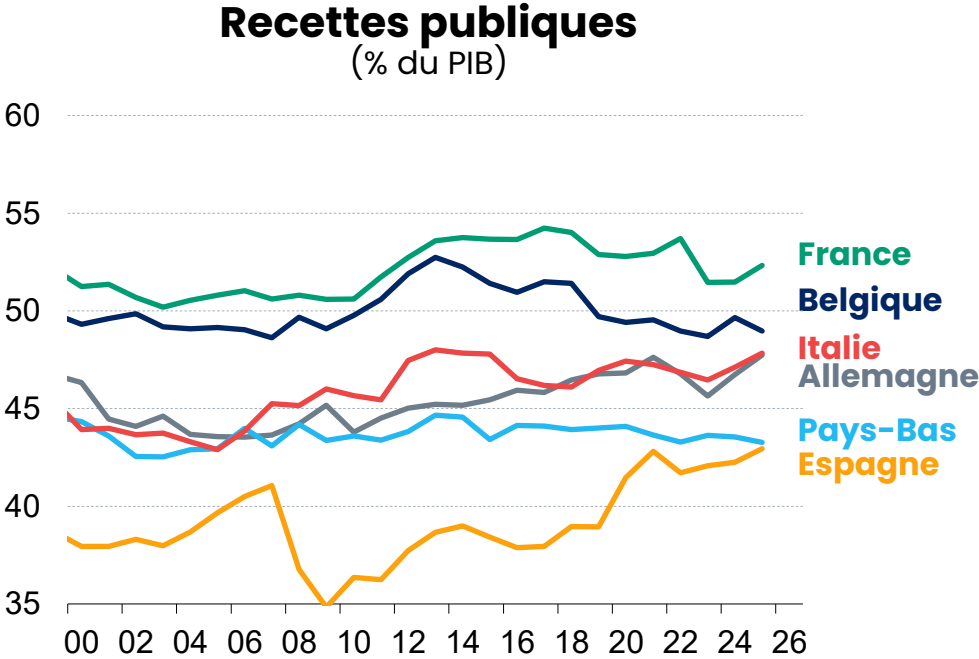
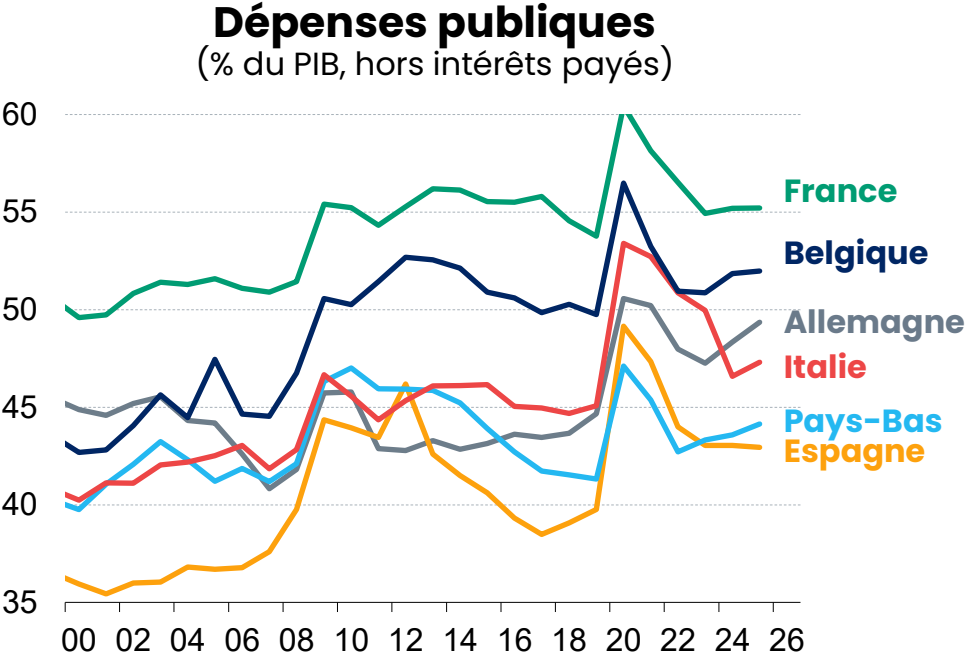


Mémo. Trajectoires des dettes publiques

Trajectoires de dettes publiques (% du PIB)

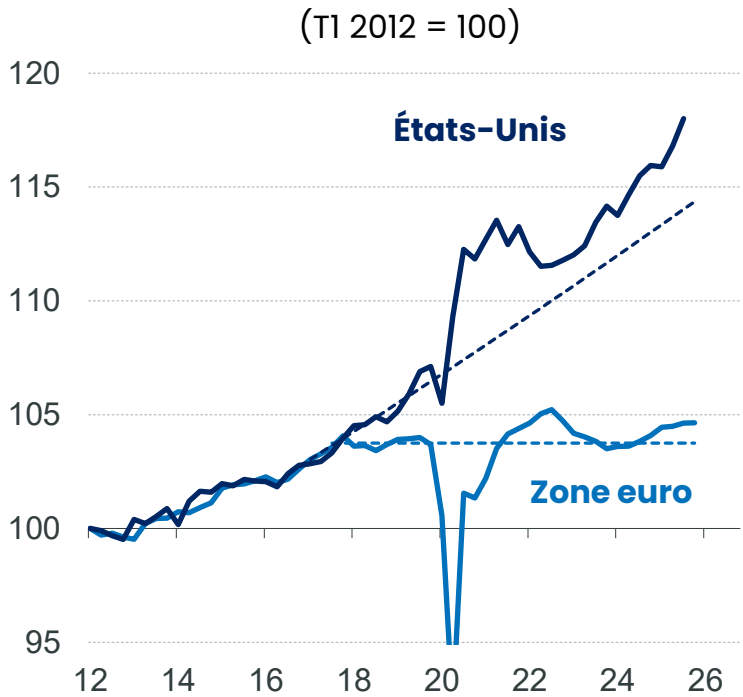


Mémo. Recettes et dépenses budgétaires

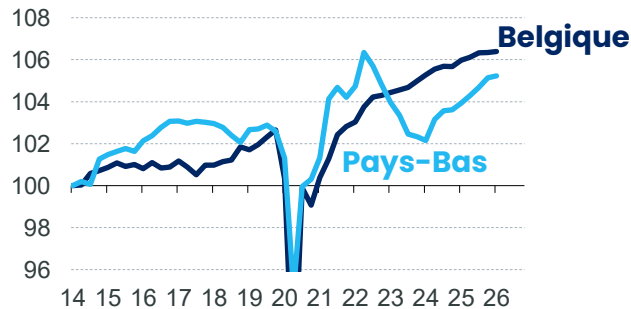
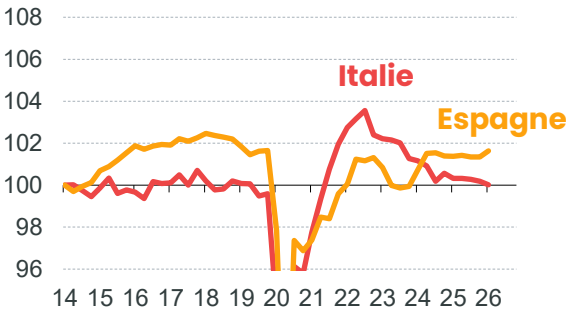
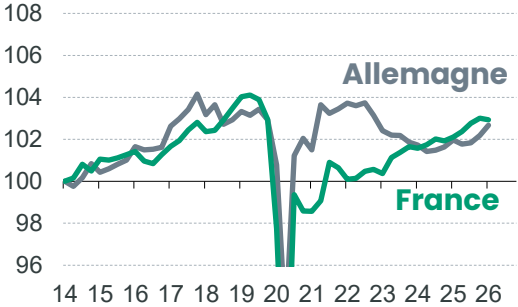


L'Europe souffre d'un déficit de croissance

PIB par emploi



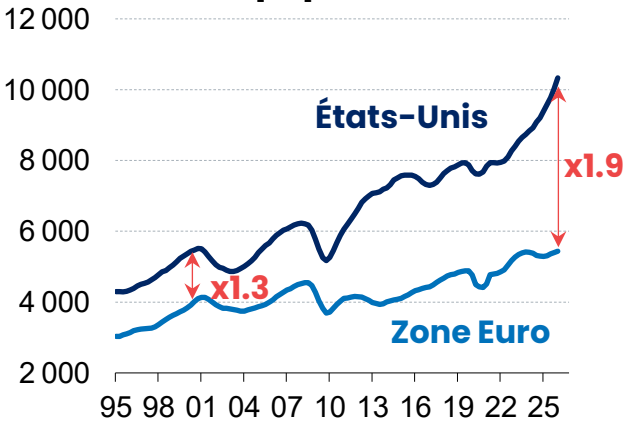
(T1 2014 = 100)



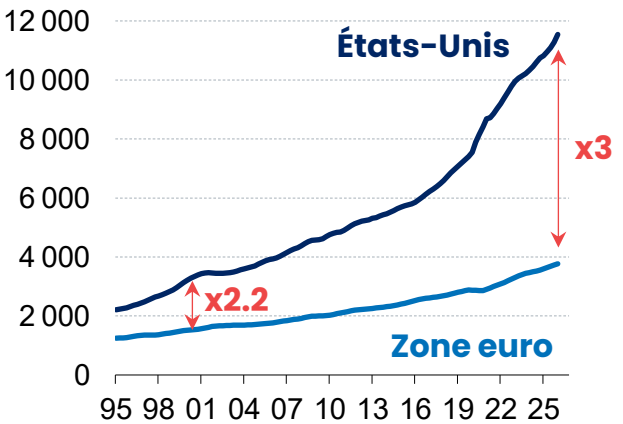
Investissement par emploi

(volume, en euros, 1€ = 1.13\$)

Équipement

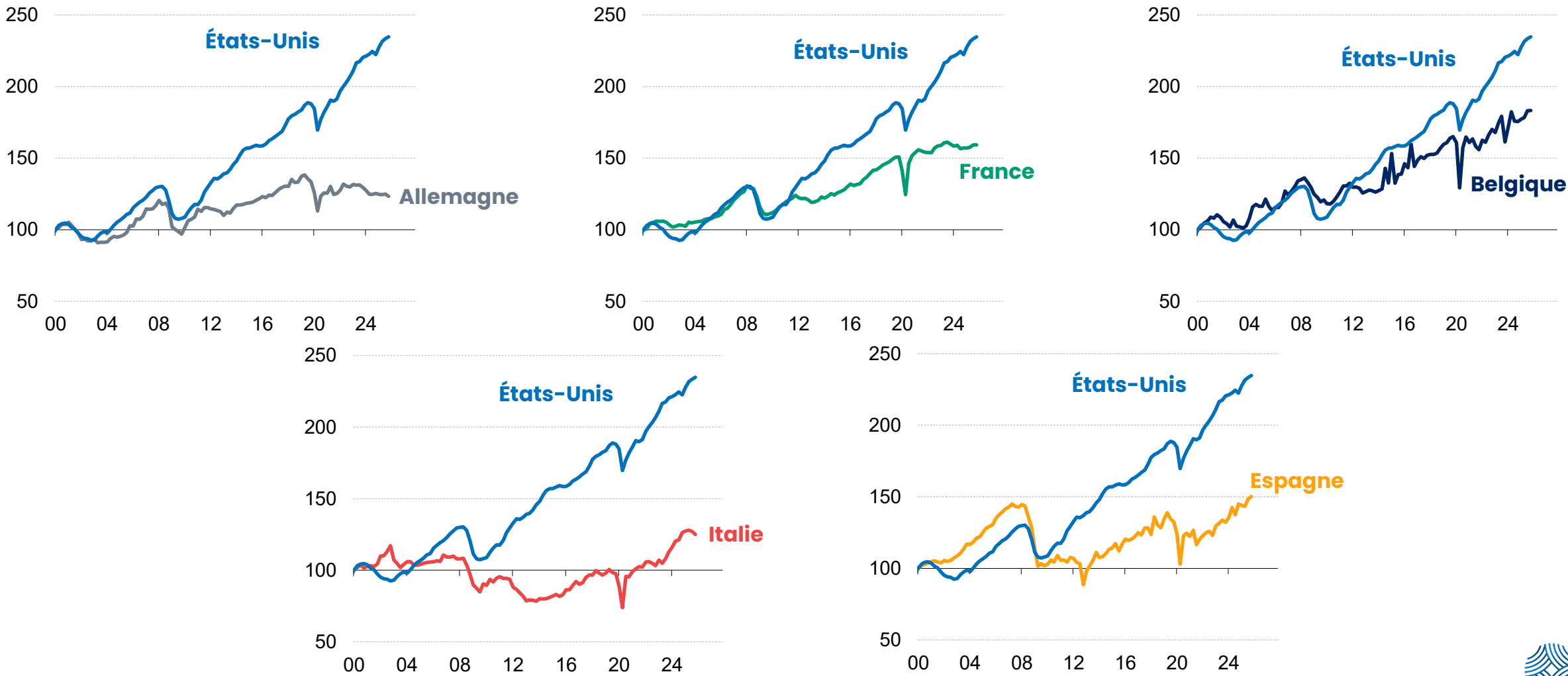


Droits de propriété intellectuelle



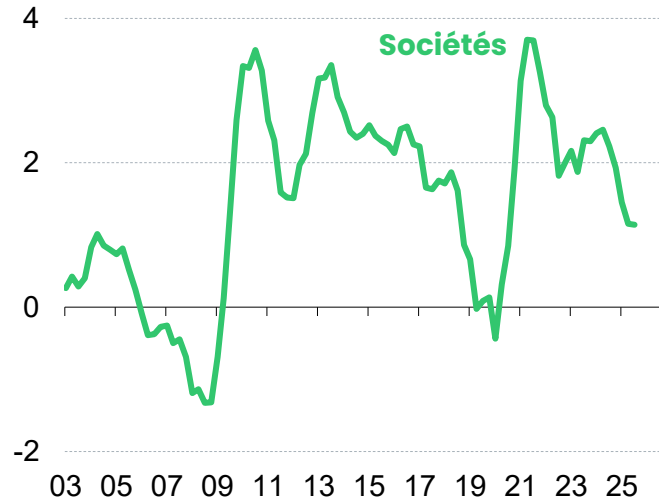
Depuis 2010, les pays européens ont sous-investi

Investissement des entreprises
(T1 2000 = 100, volume)

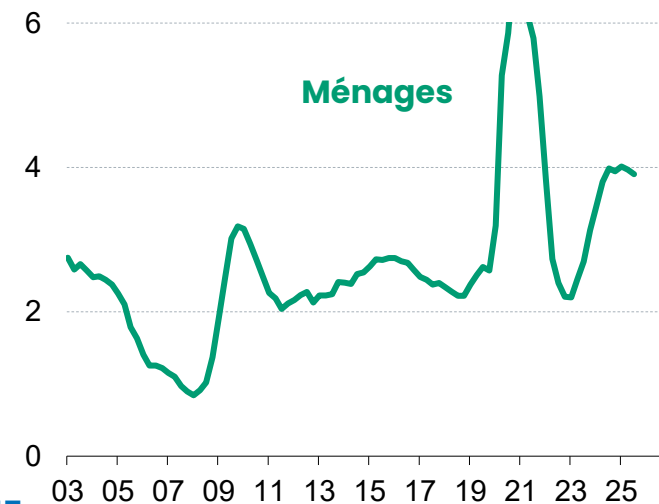


La faiblesse de l'investissement des entreprises européennes ne résulte pas d'une éviction par l'endettement public

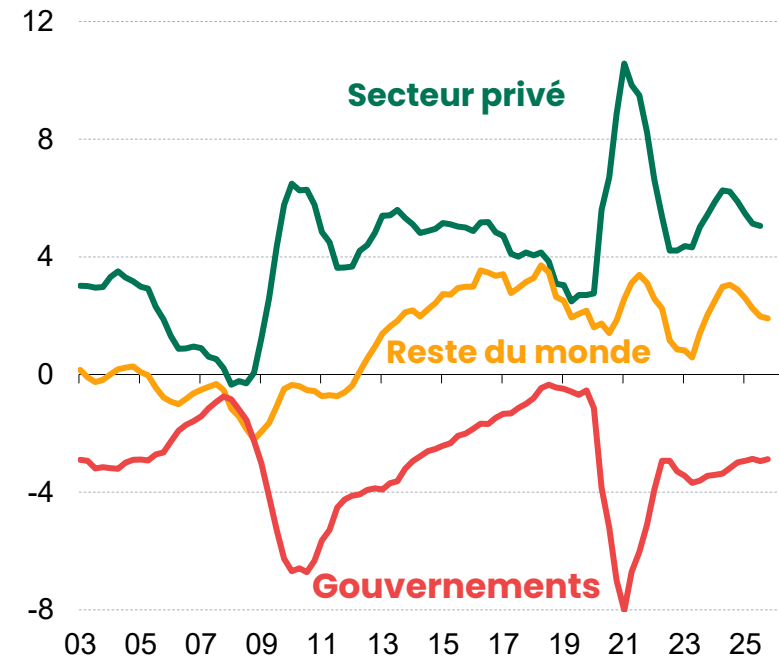
Capacité / besoin de financement
(% du PIB)



Le secteur privé est loin d'investir la totalité de ses bénéfices non distribués...



... et les ménages n'ont jamais laissé autant d'épargne à la disposition du reste de l'économie



Si le secteur privé continue d'épargner plus qu'il n'investit...

... rééquilibrer les déficits publics n'est pas forcément judicieux !



Informations importantes.

Ce document commercial est publié pour information uniquement, il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, sauf convention contraire expresse. Bien que Candriam sélectionne soigneusement les données et sources utilisées, des erreurs ou omissions ne peuvent pas être exclues a priori. Candriam ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment ; le contenu de ce document ne peut être reproduit sans accord écrit préalable.



Bureaux de représentation

Amsterdam
Francfort
Genève
Zurich

Madrid
Milan
Stockholm
Dubai

Centres de gestion

Luxembourg
Bruxelles
Paris
Londres

