

The Macroscope.



Juin 2025

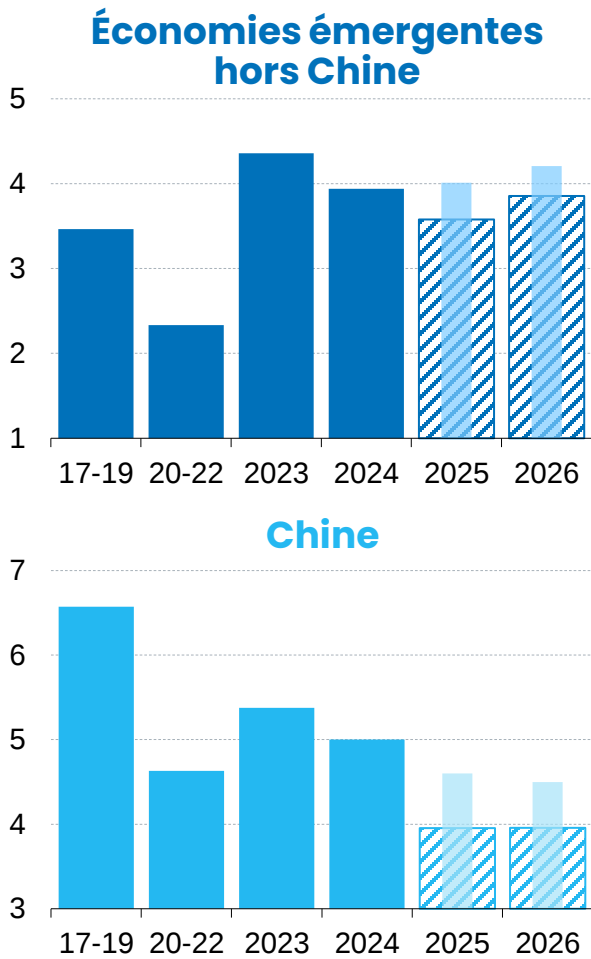
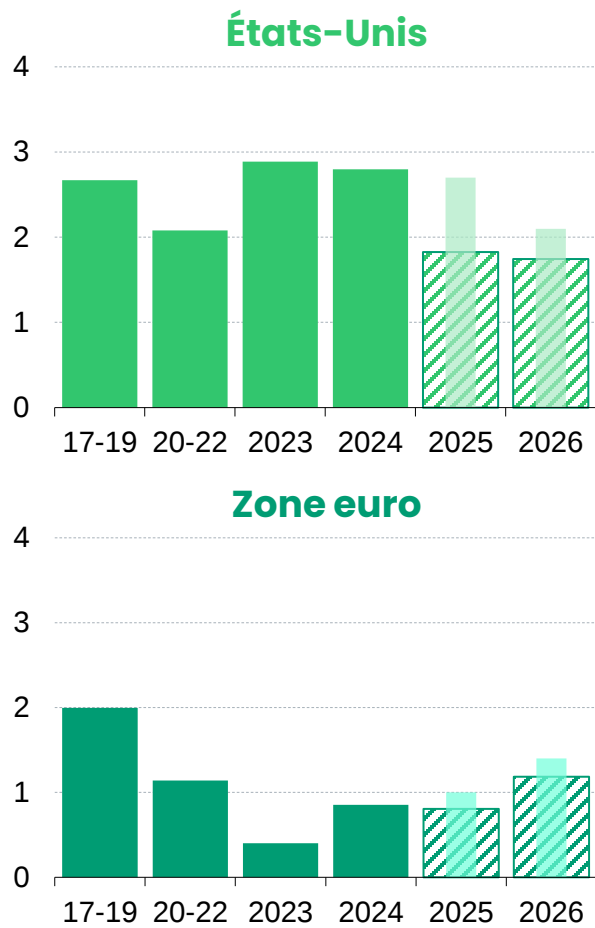
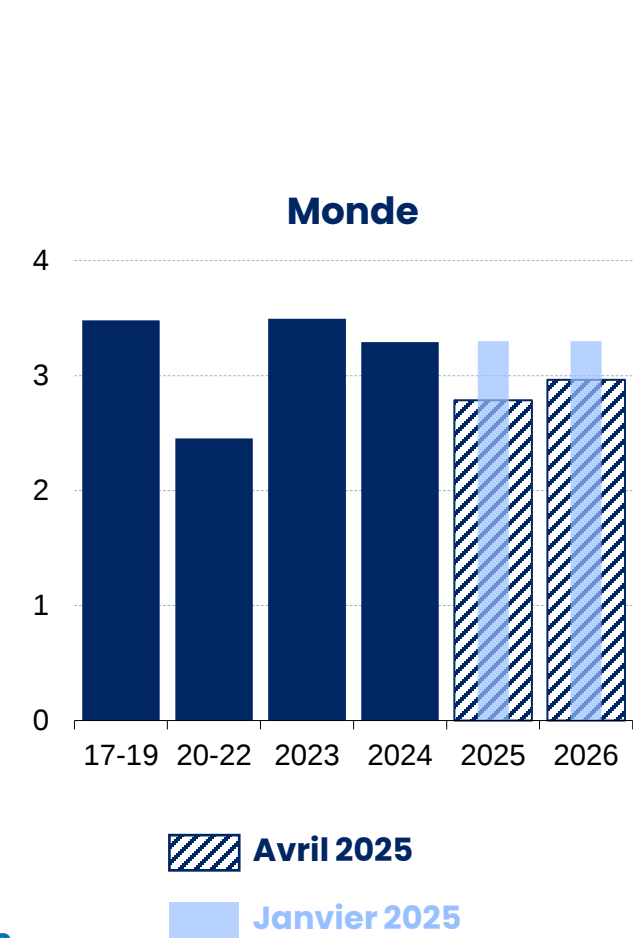
1 Économie mondiale

Montée de l'incertitude...

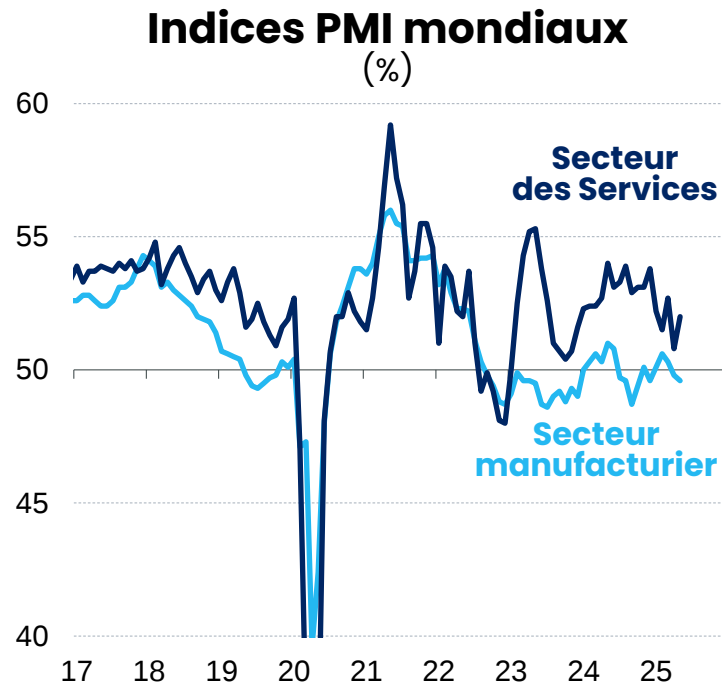


Le FMI a révisé à la baisse ses prévisions de croissance pour 2025 et 2026

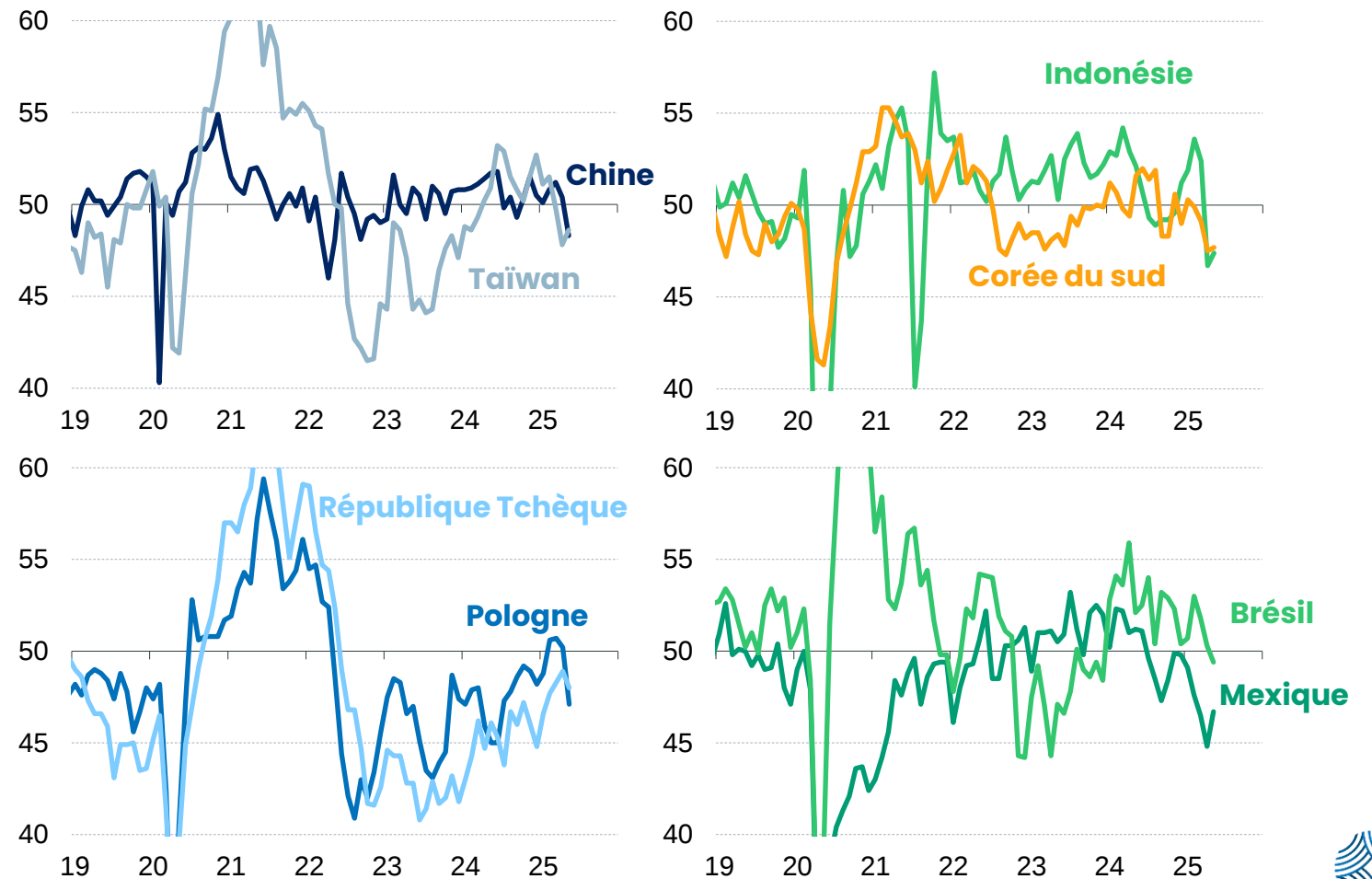
Prévisions de croissance du FMI d'avril 2025
(%, moyenne annuelle)



Dans la plupart des pays, les indices PMI manufacturiers se sont retournés

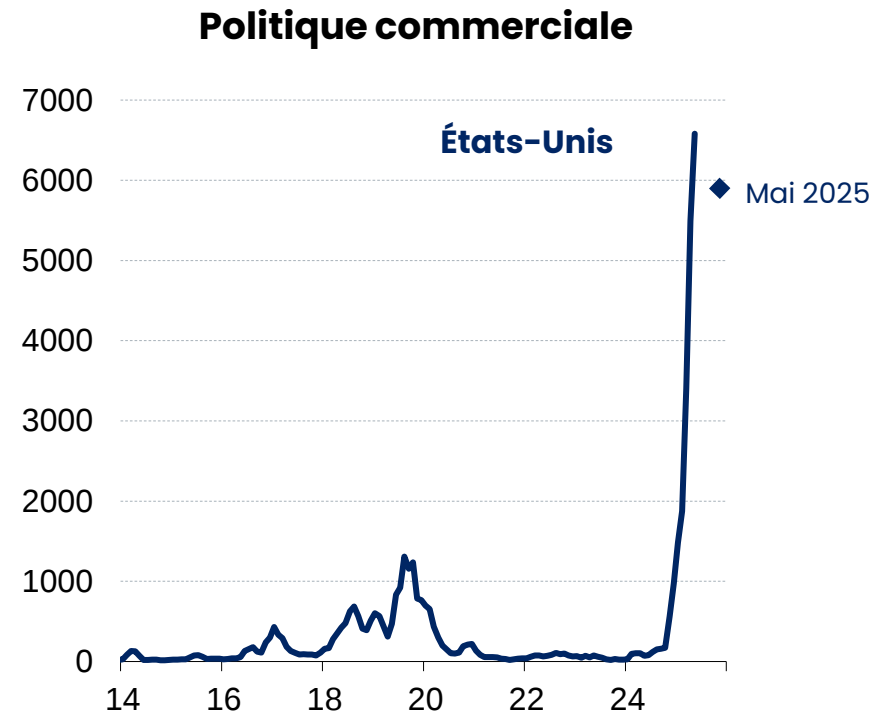
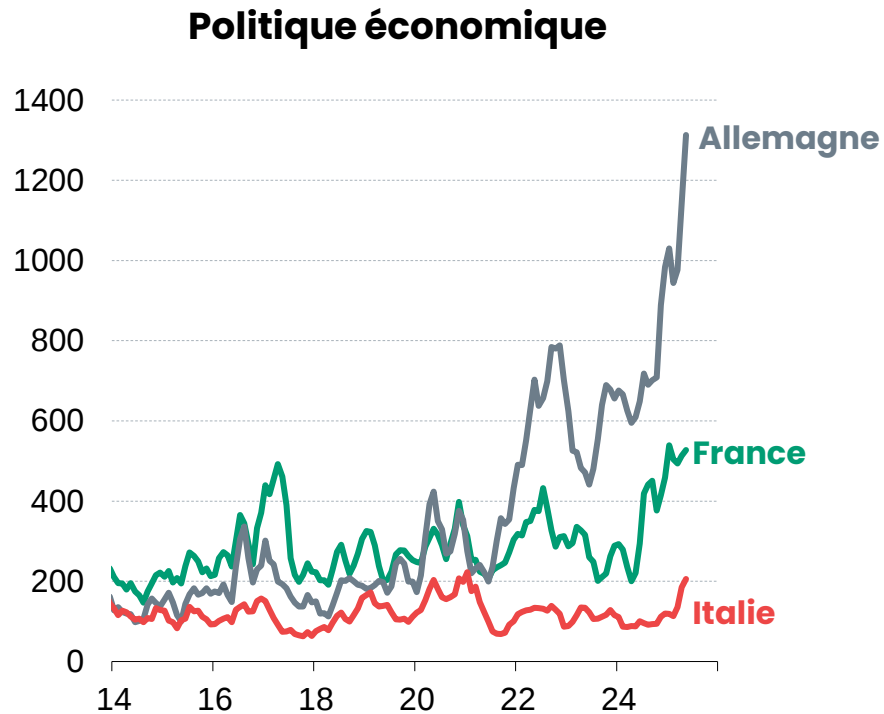


Indices PMI manufacturiers dans quelques pays émergents (%)



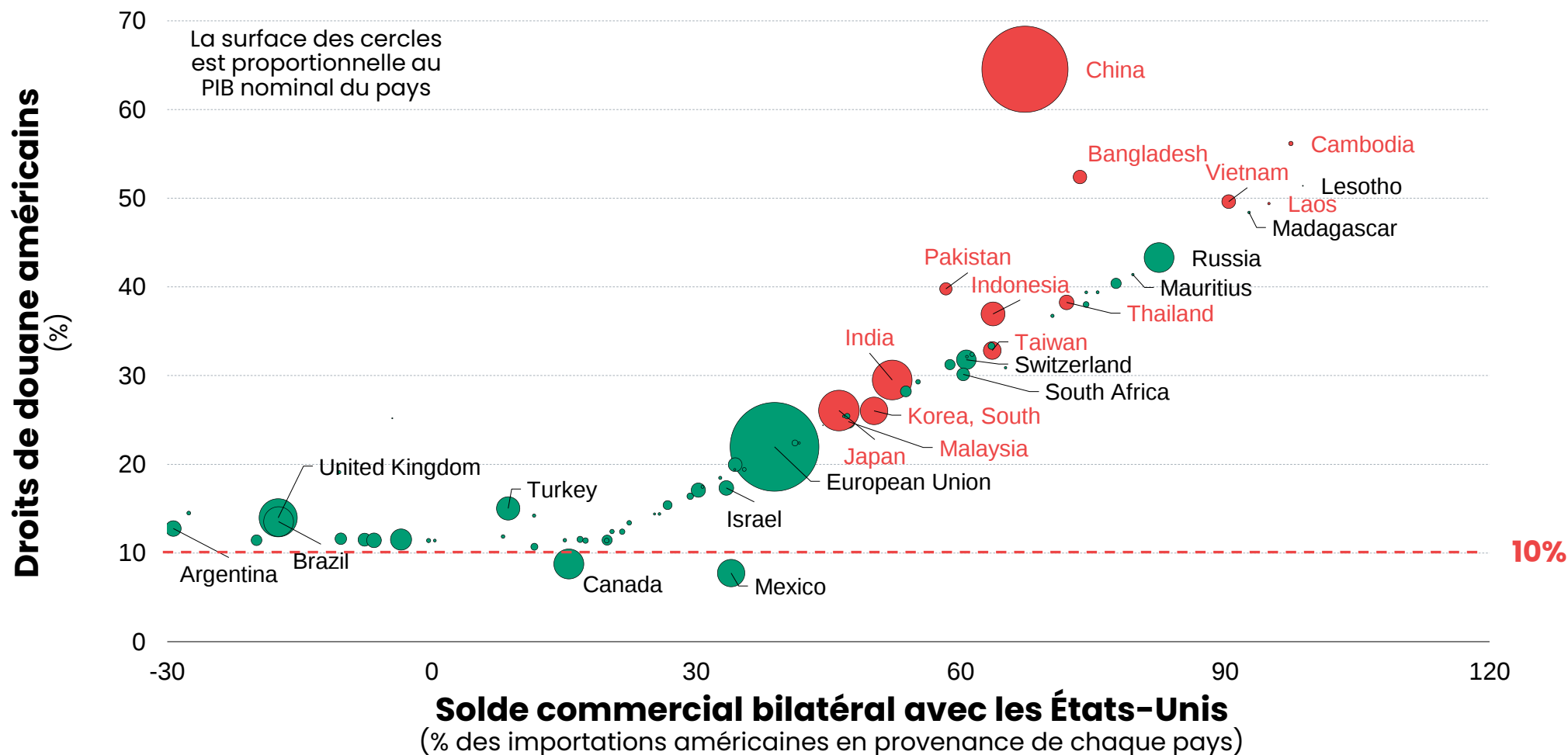
Au cours des derniers mois, l'incertitude est fortement montée !

Indice d'incertitude politique (moyenne mobile sur 3 mois)



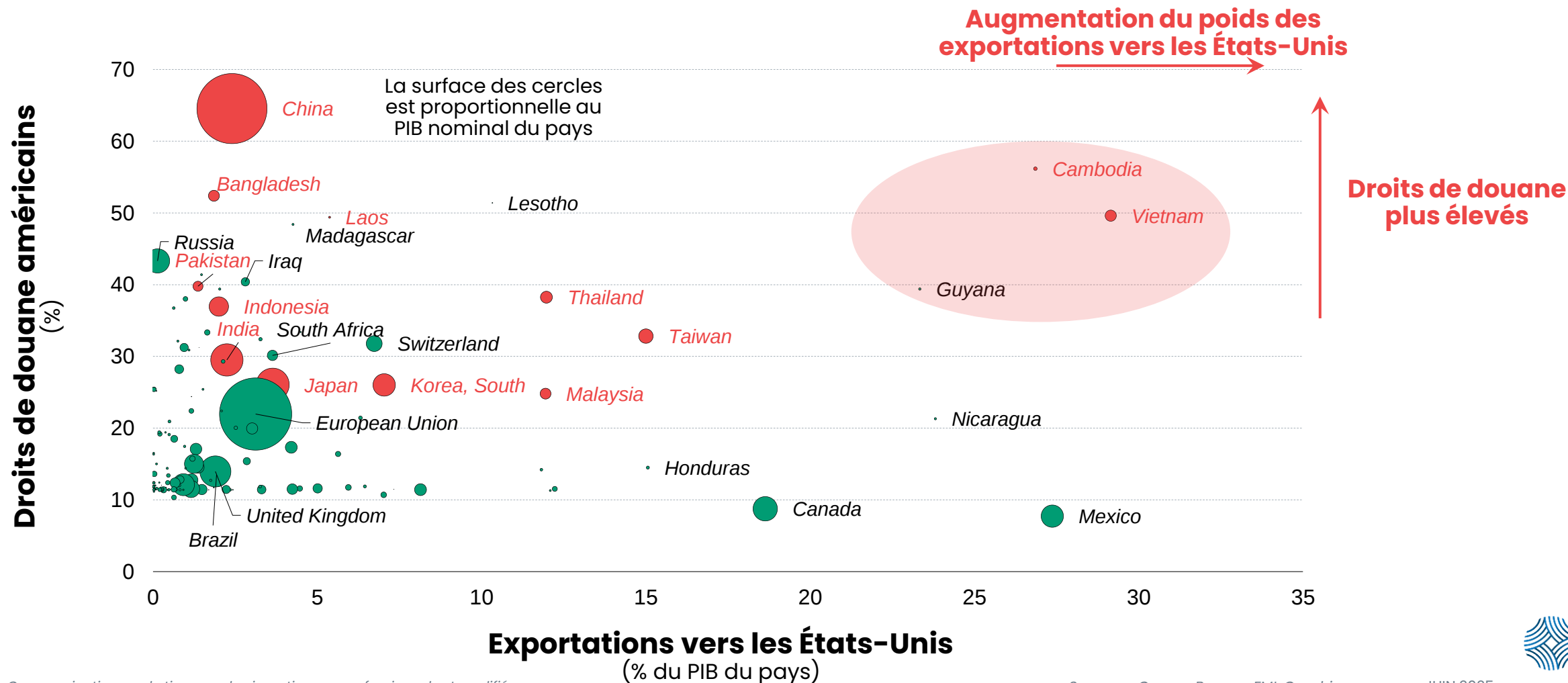
Au lendemain du 2 avril, les droits de douane étaient particulièrement élevés pour beaucoup de pays d'Asie (I)

Droits de douane américains et solde commercial bilatéral avec les États-Unis au lendemain du « Libération Day »

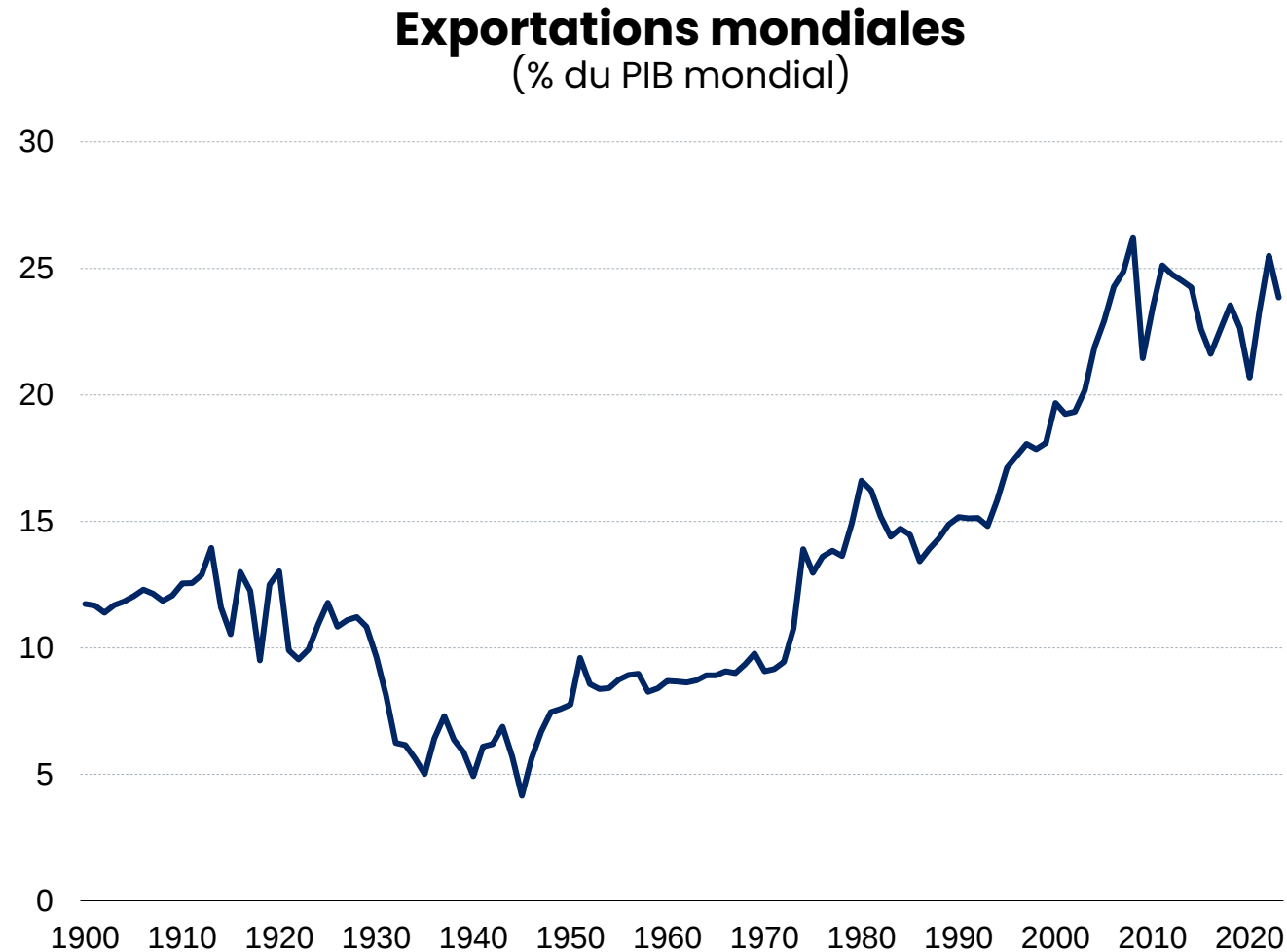


Au lendemain du 2 avril, les droits de douane étaient particulièrement élevés pour beaucoup de pays d'Asie (II)

Taux de droits de douane américains
et poids des exportations vers les États-Unis au lendemain du « *Liberation Day* »

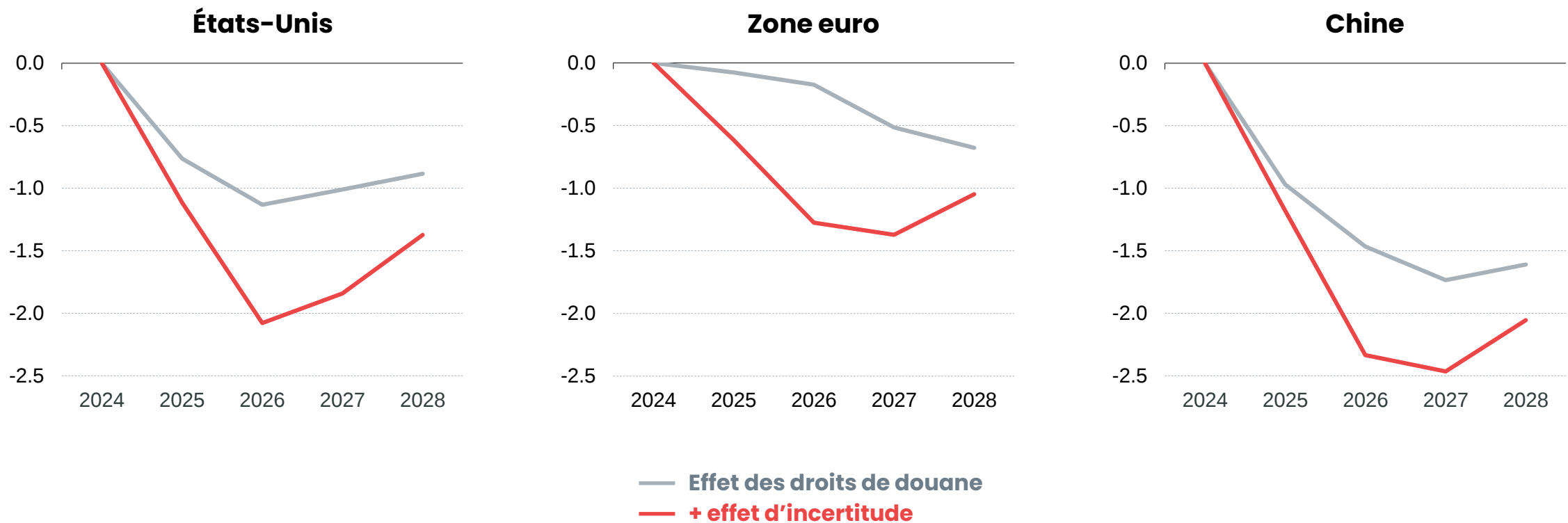


Avec un commerce mondial nettement plus développé qu'au début du siècle dernier...



... un tel niveau de droits de douane aurait lourdement pesé sur l'activité

Effet d'une guerre commerciale sur le PIB*
(%)

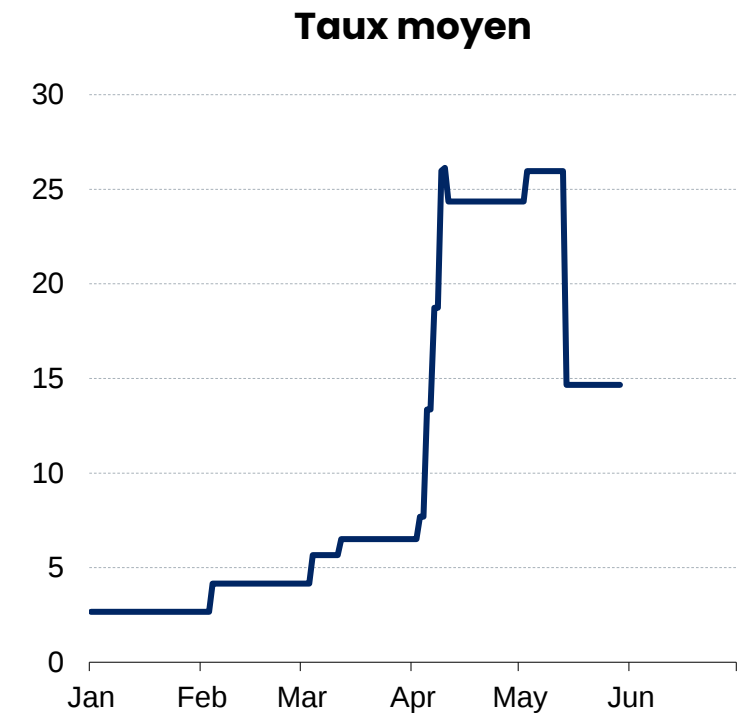
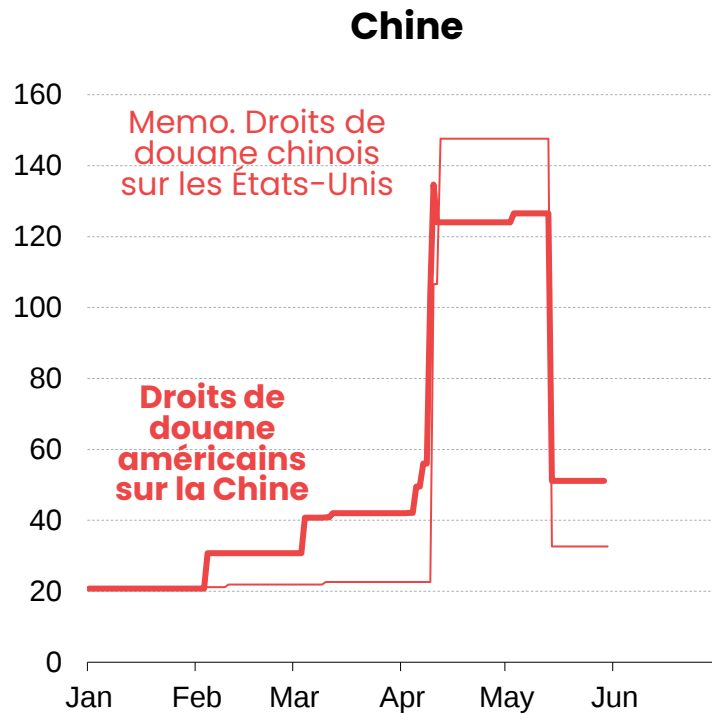


(*) Les États-Unis imposent des droits de douane de 60% sur la Chine et de 20% sur le reste du monde. La Chine et la zone euro ripostent et imposent des droits de douane de 20% sur les États-Unis.



Malgré une désescalade, la hausse des droits de douane américains reste significative

Évolution des taux de droits de douane américains en 2025 (%)



La guerre commerciale et les taxes portuaires sur les navires construits en Chine pourraient raviver les tensions sur les chaînes d'approvisionnement

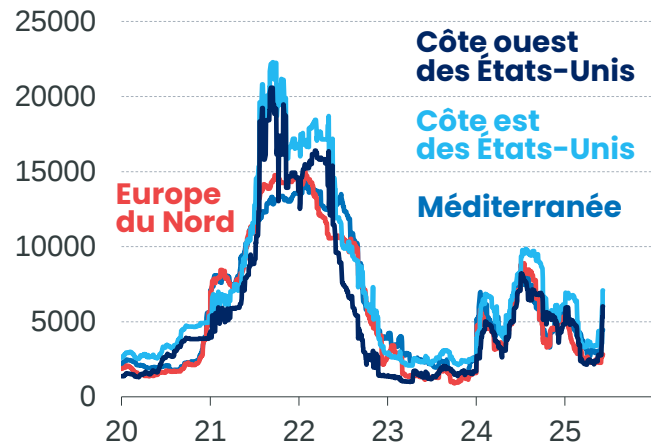
Coût du transport maritime

(janvier 2019 = 100, *Harper shipping index*)



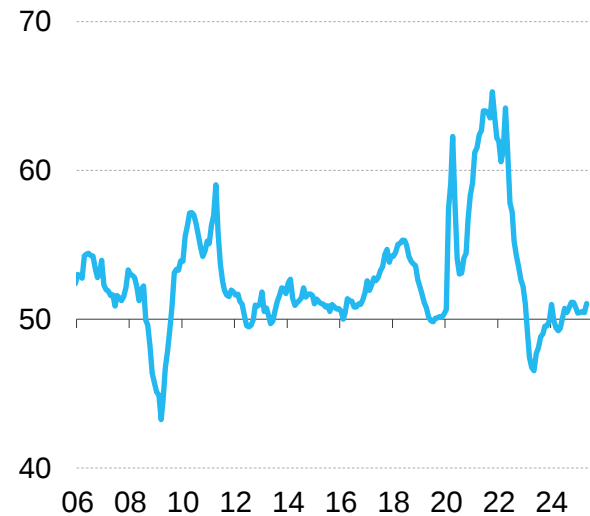
Coût du fret maritime

(\$ par conteneur de 40 pieds, *Freightos*, de Chine et d'Asie de l'Est vers...)



Délais de livraisons mondiaux

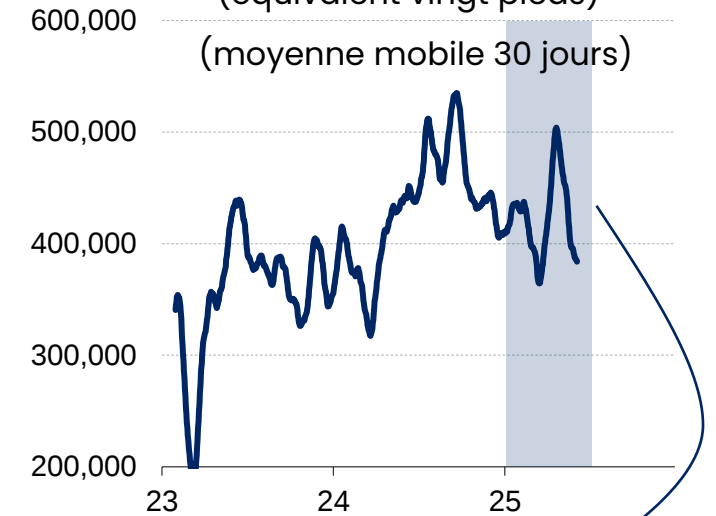
(indice PMI manufacturier)



Tonnage des porte-conteneurs au départ de la Chine vers les États-Unis

(équivalent vingt pieds)

(moyenne mobile 30 jours)

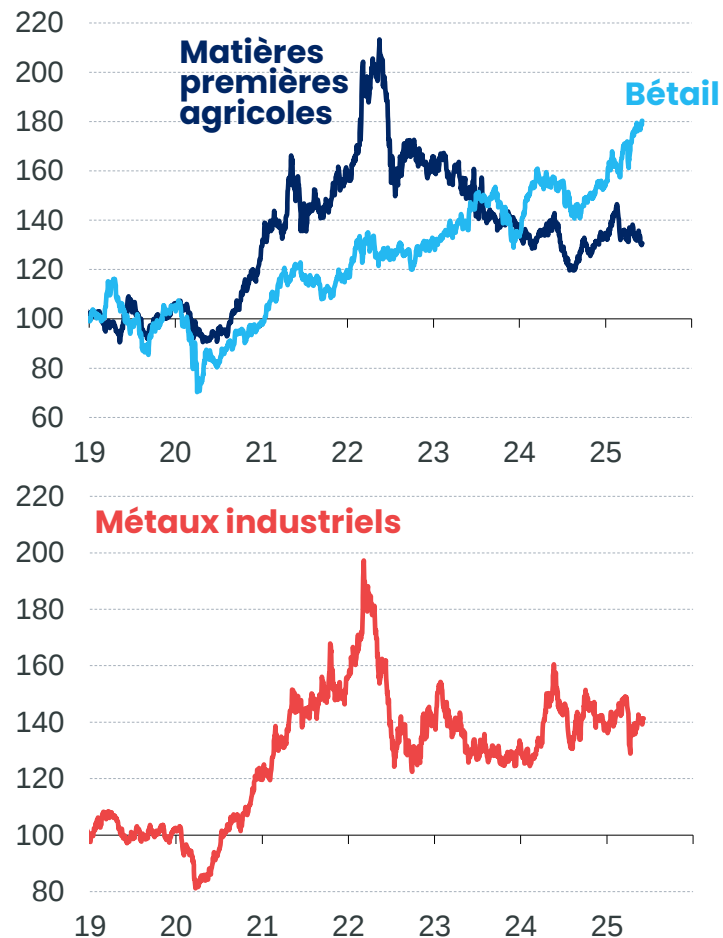


(non lissé)



La détente récente des prix de l'énergie devrait amortir un peu le choc tarifaire

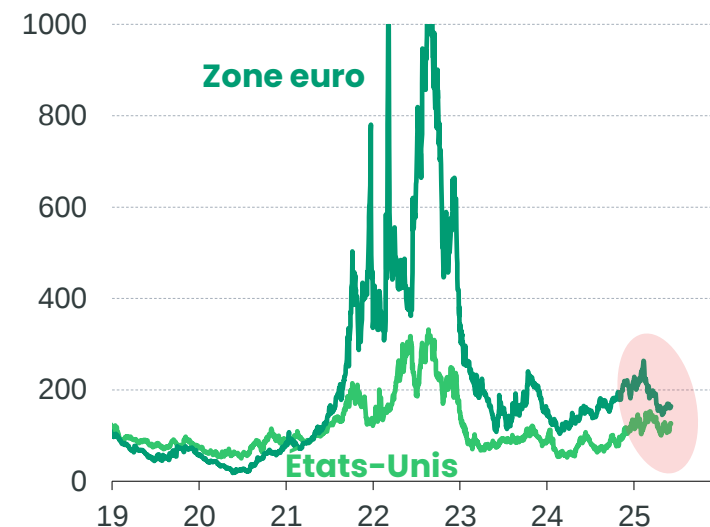
Prix des matières premières
(janvier 2019 = 100, indices GSCI)



Prix du pétrole
(Brent, \$ par baril)



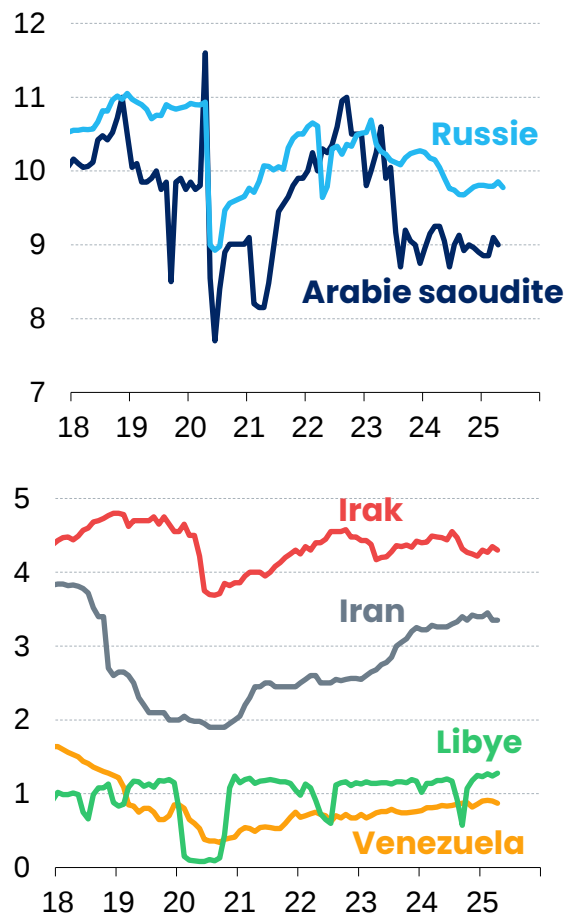
Prix du gaz naturel
(janvier 2019 = 100, en monnaie locale)



Avec l'augmentation de la production de l'OPEP et la baisse de la demande, le prix du baril pourrait se stabiliser autour de 60\$...

Production de pétrole de l'OPEP+

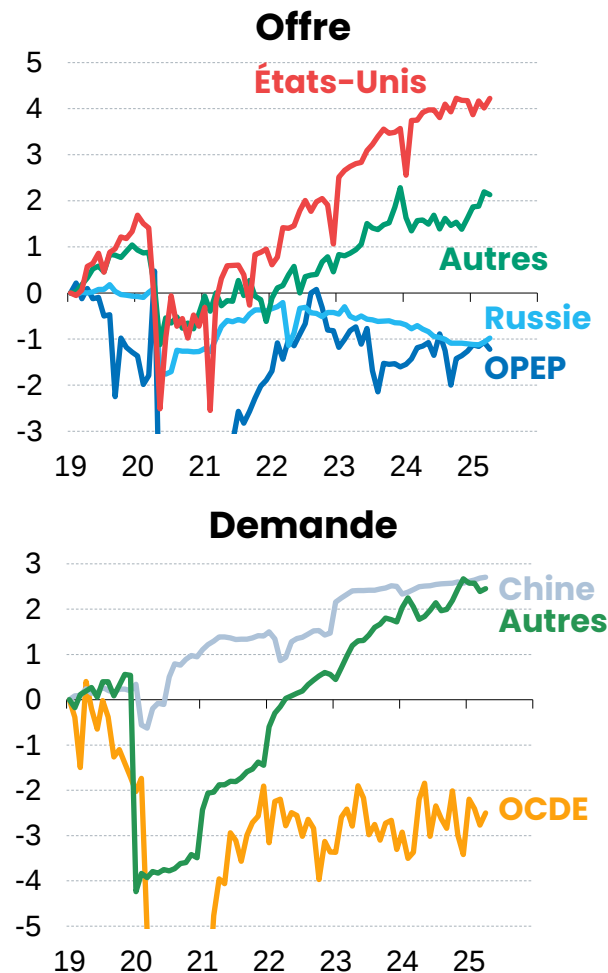
(millions de barils par jour)



13

Offre et demande mondiale de pétrole

(variation cumulée depuis janvier 2019, millions de barils par jour)



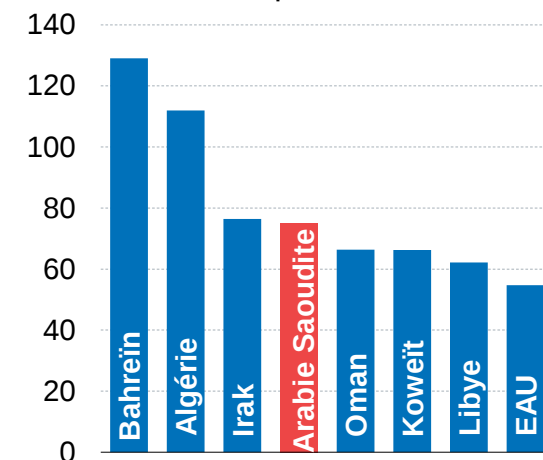
Capacités disponibles de l'OPEP

(millions de barils par jour)



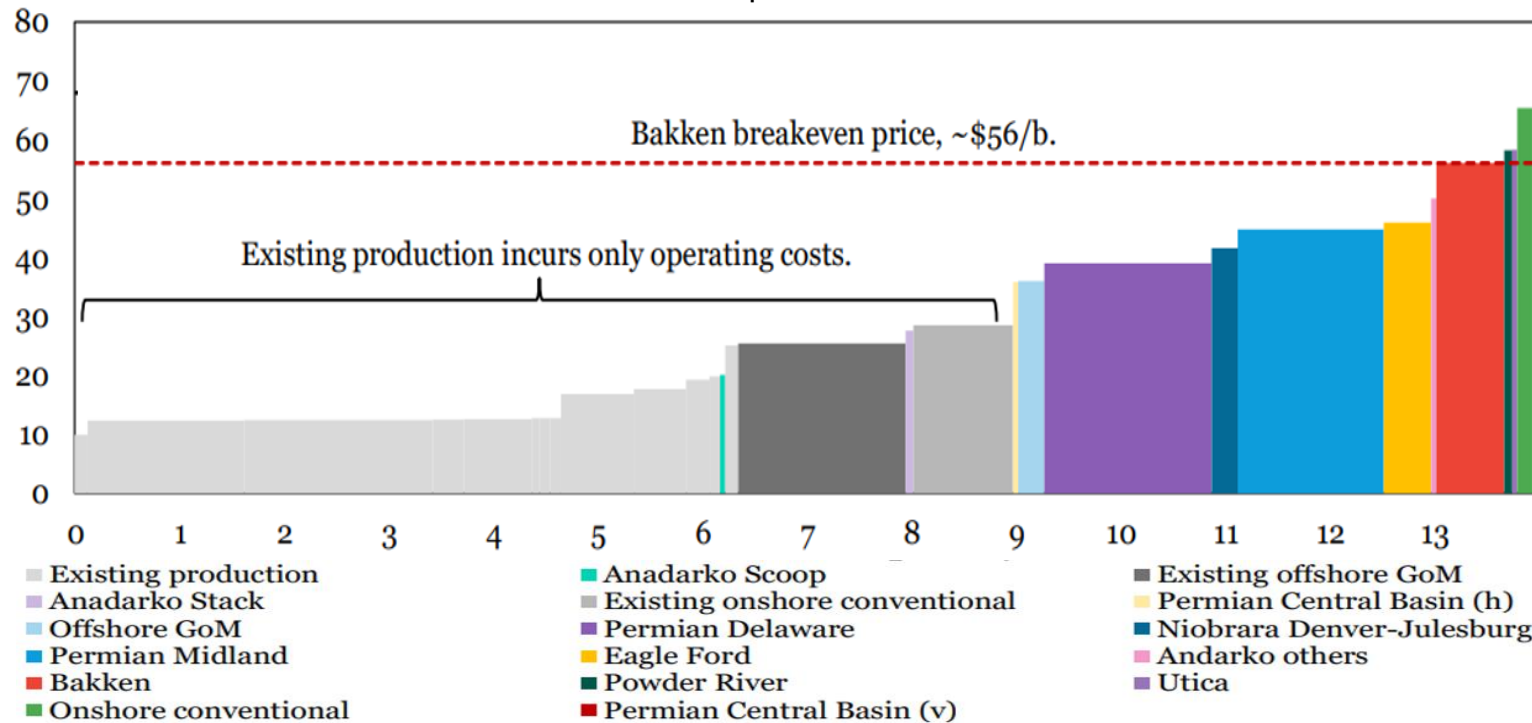
Prix du pétrole qui équilibre les Budgets

(\$ par baril)



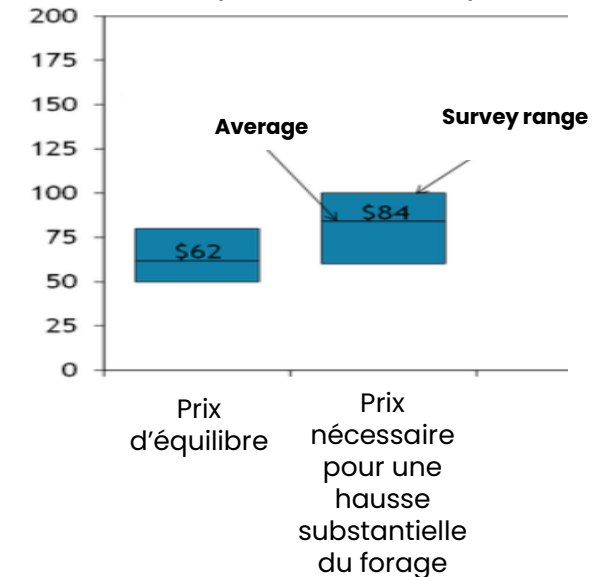
... voire un peu en deçà si l'Administration américaine prend des mesures pour faire baisser le prix « point mort »

Prix du pétrole d'équilibre par région aux États-Unis
(\$ par baril)



Enquête sur l'énergie de la Réserve fédérale de Kansas City

Prix du pétrole nécessaire pour que le forage soit rentable
(WTI, \$/b, 2024 T4)



Les politiques de D. Trump pourraient réduire le prix d'équilibre du baril :

- Abaisser les redevances sur les baux fédéraux de 16,67 % à 12,5 % réduirait le prix d'équilibre de 3 \$/b ;
- Baisser l'impôt sur les sociétés de 21 % à 15 % réduirait le prix d'équilibre de 3 \$/b ;
- Rétablir le bonus de dépréciation de 100 % du TCJA réduirait le prix d'équilibre de 9 \$/b.



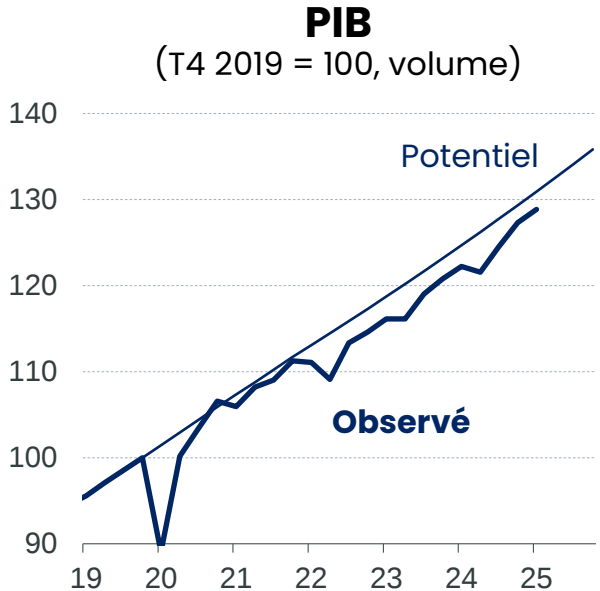


2 Chine

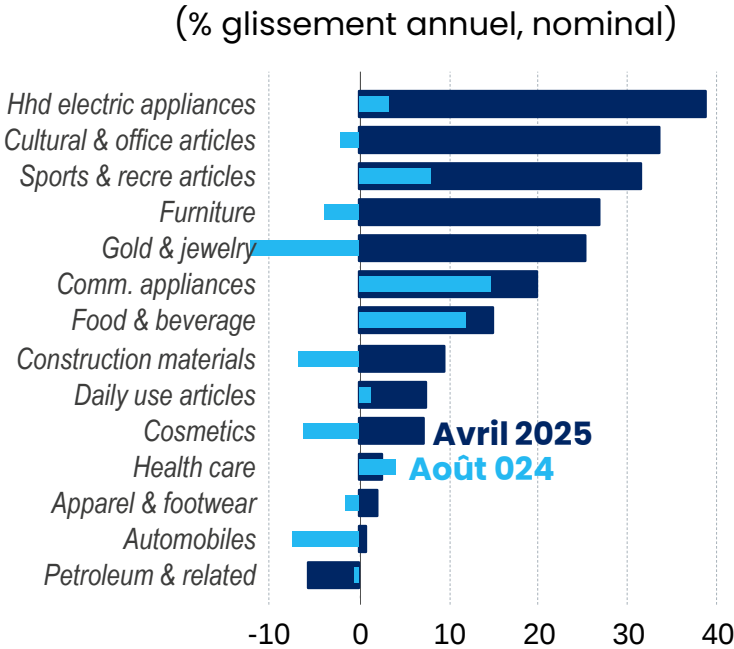
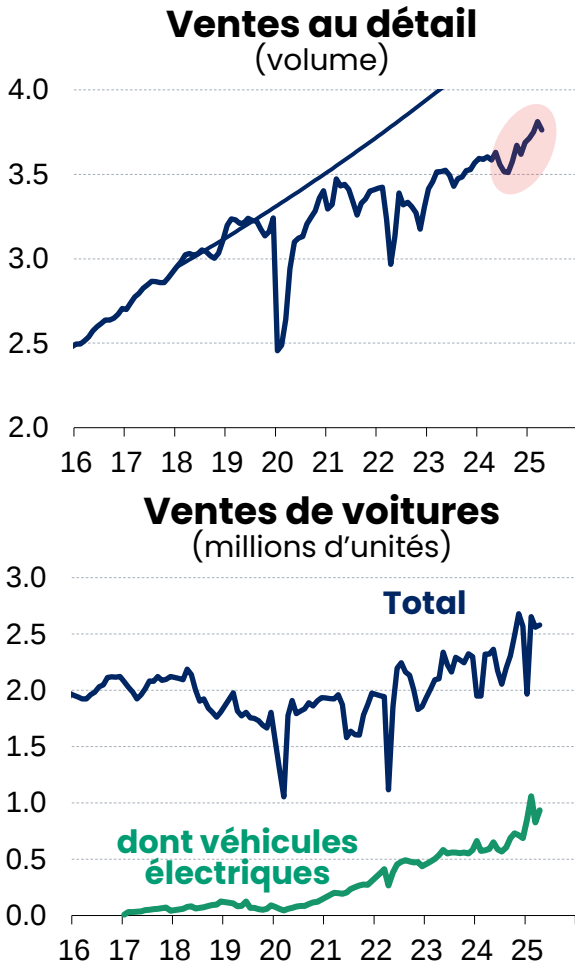
Partie d'échec ou partie de go ?



L'activité a été solide au 1^{er} trimestre, soutenue par les subventions pour l'achat de biens durables



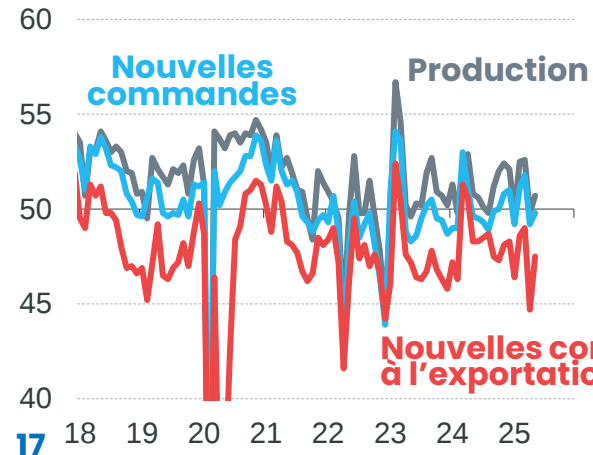
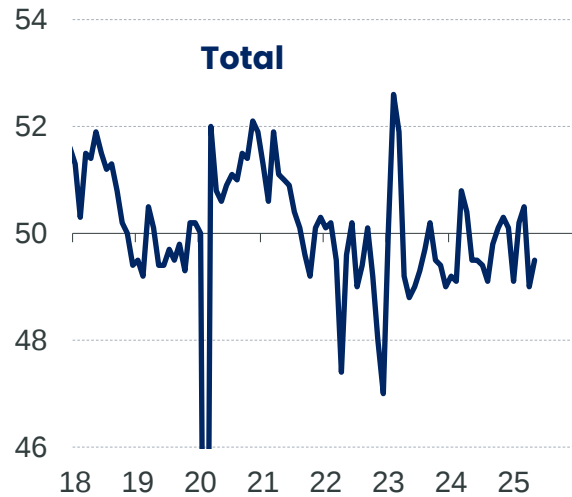
Ventes au détail et ventes de voitures



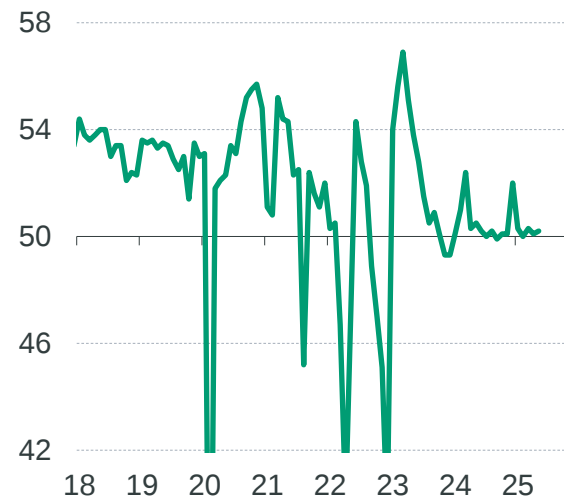
Avec la hausse des droits de douane américains, les enquêtes PMI ont toutefois commencé à se détériorer

Indices PMI (NBS)

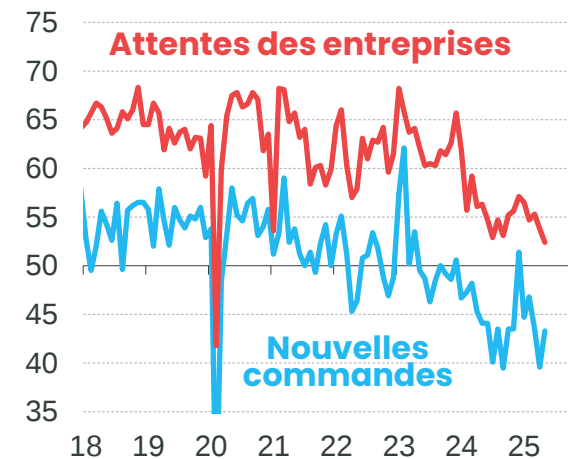
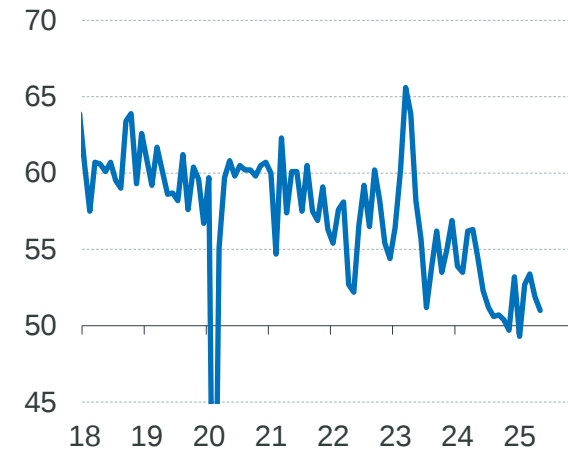
Secteur manufacturier



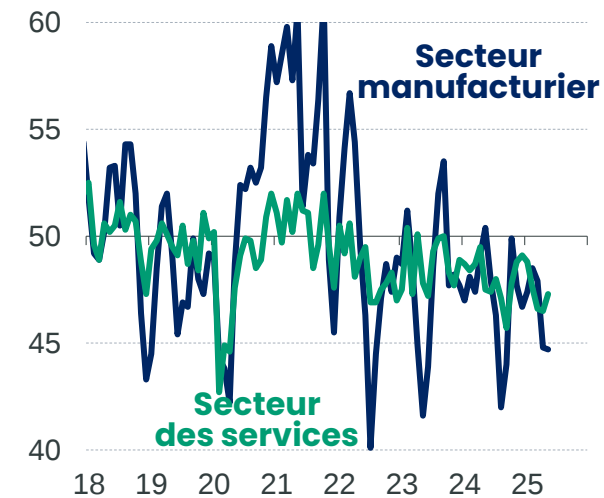
Secteur des services



Secteur de la construction

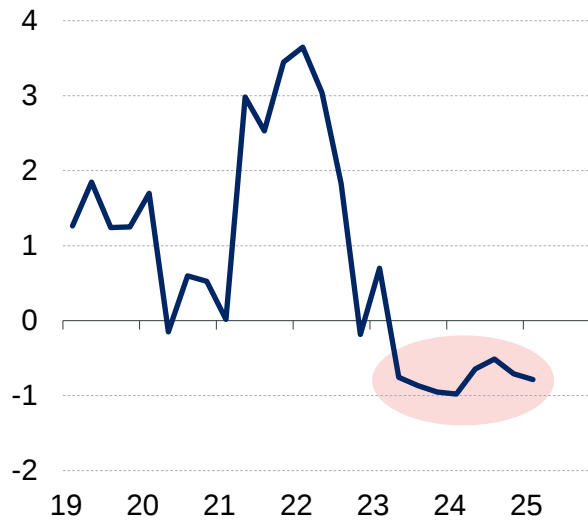


Prix à la production

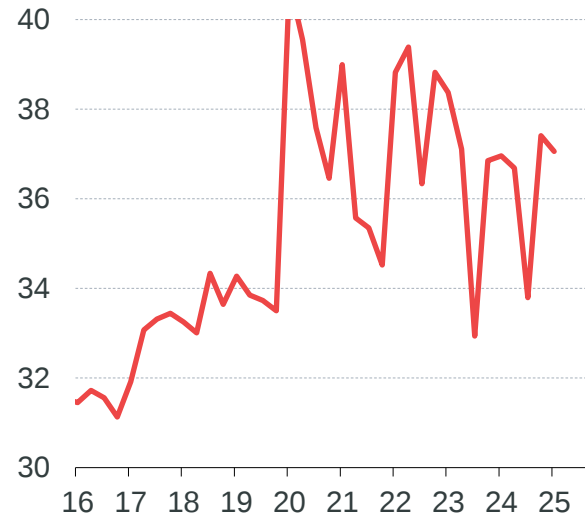


Les forces déflationnistes sont toujours présentes...

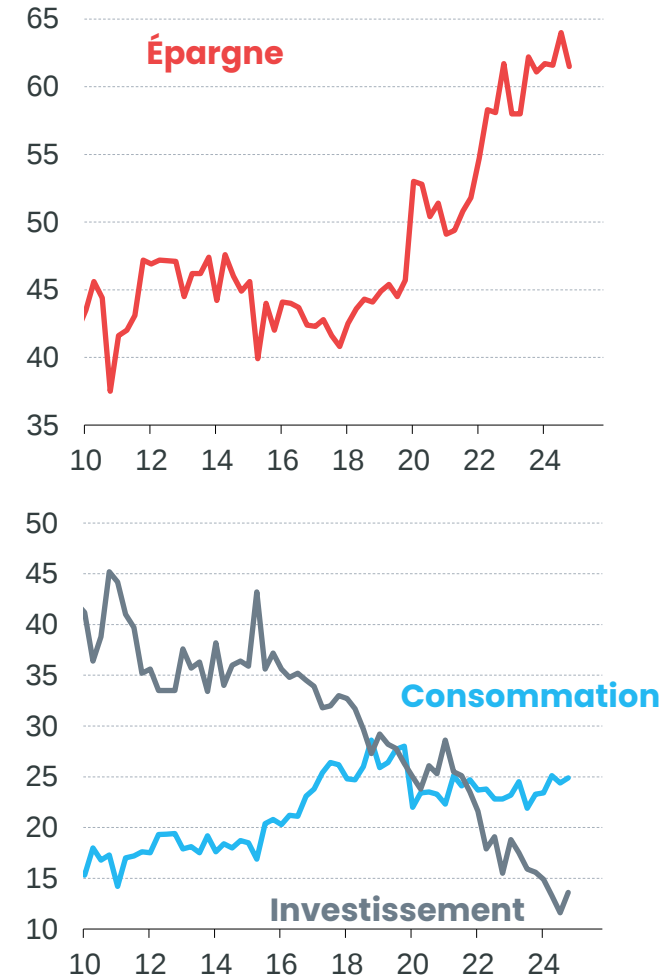
Déflateur du PIB
(% glissement annuel)



Taux d'épargne
(% du revenu disponible, ménages urbains)



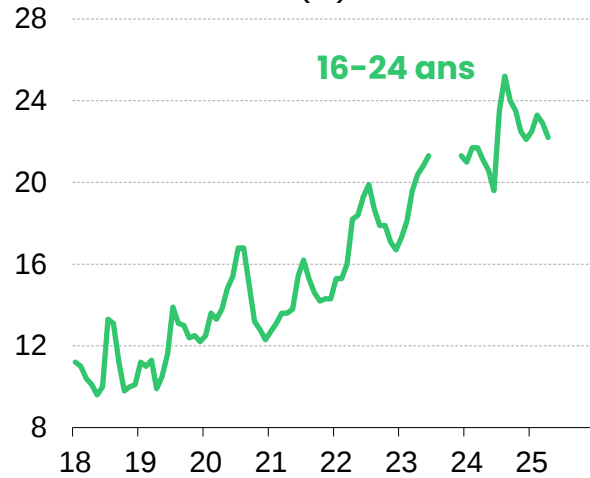
Préférence des ménages pour...
(%)



... et ont peu de chances de se dissiper rapidement

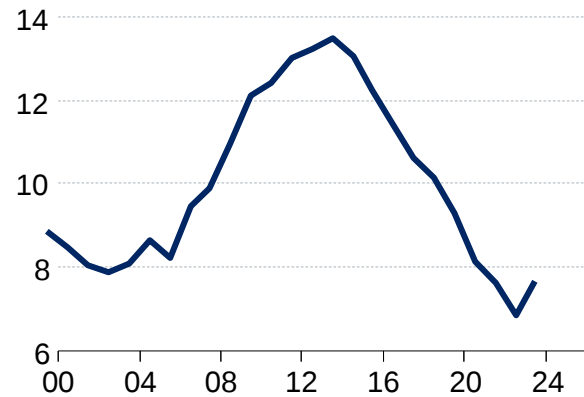
Taux de chômage

(%)



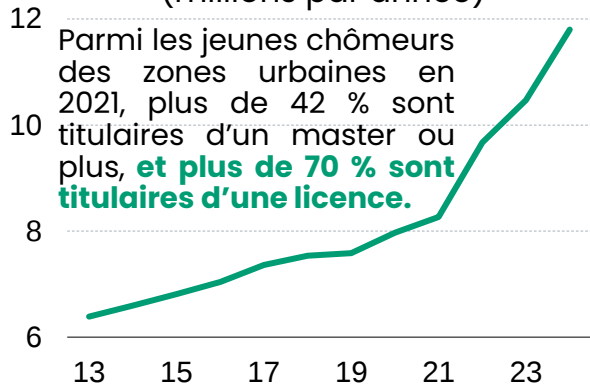
Nombre de mariages

(données annuelles, en millions)



Nombre de diplômés de l'enseignement supérieur

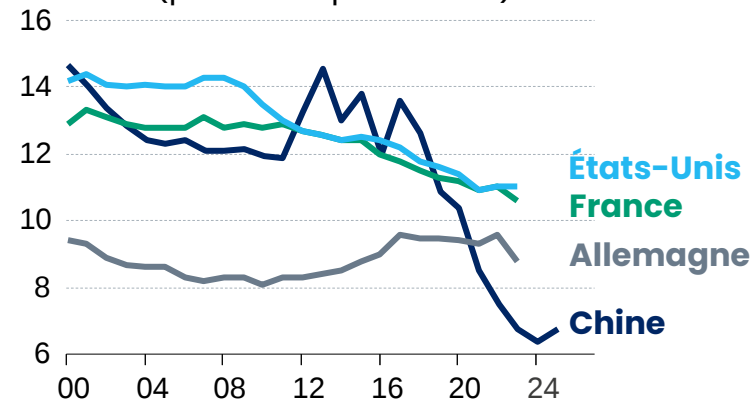
(millions par année)



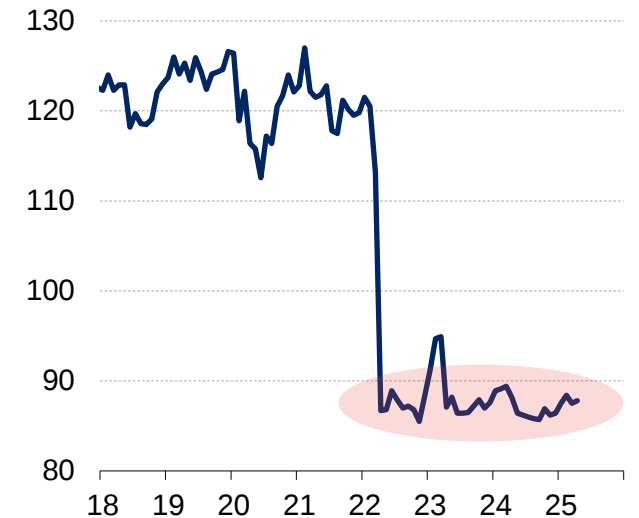
Parmi les jeunes chômeurs des zones urbaines en 2021, plus de 42 % sont titulaires d'un master ou plus, **et plus de 70 % sont titulaires d'une licence.**

Taux de natalité

(pour 1000 personnes)

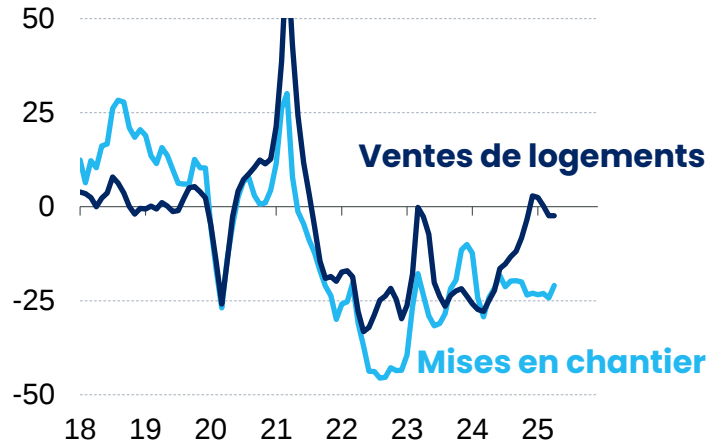


Confiance des ménages

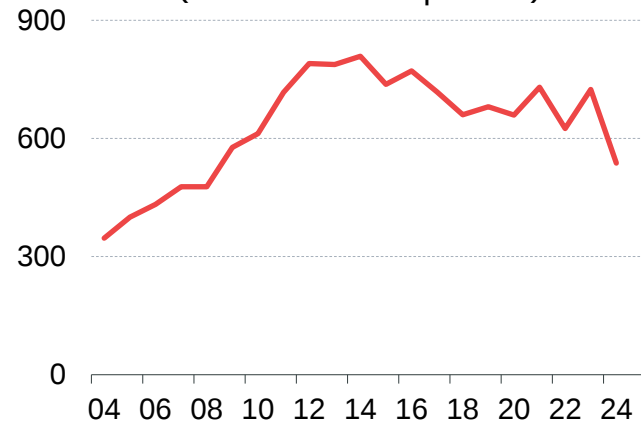


L'investissement immobilier reste un frein à l'activité... et la politique monétaire a peu de prise sur le crédit hypothécaire

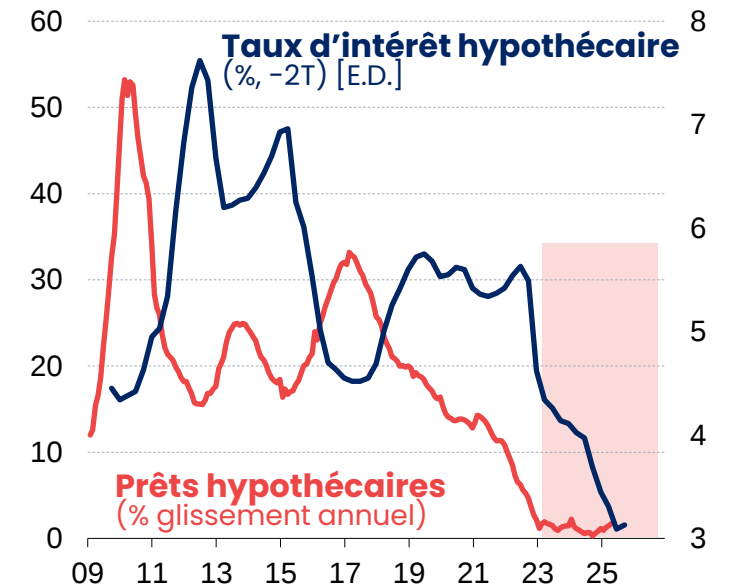
Mises en chantier et ventes de logements
(% glissement annuel)



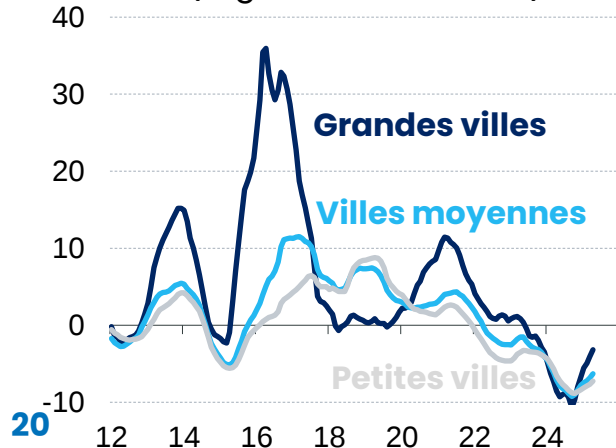
Rythme d'achèvement des logements
(millions de m² par an)



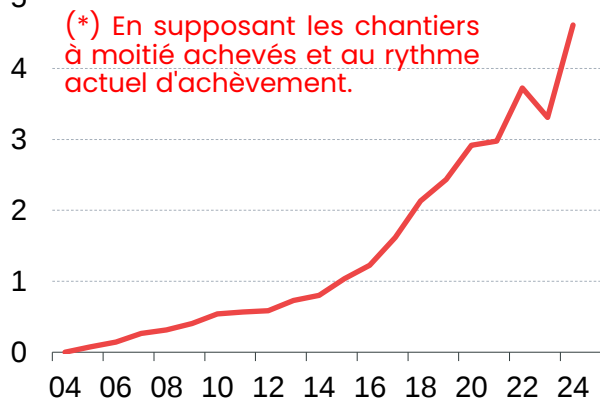
Taux d'intérêt et crédit hypothécaire



Prix des logements existants
(% glissement annuel)

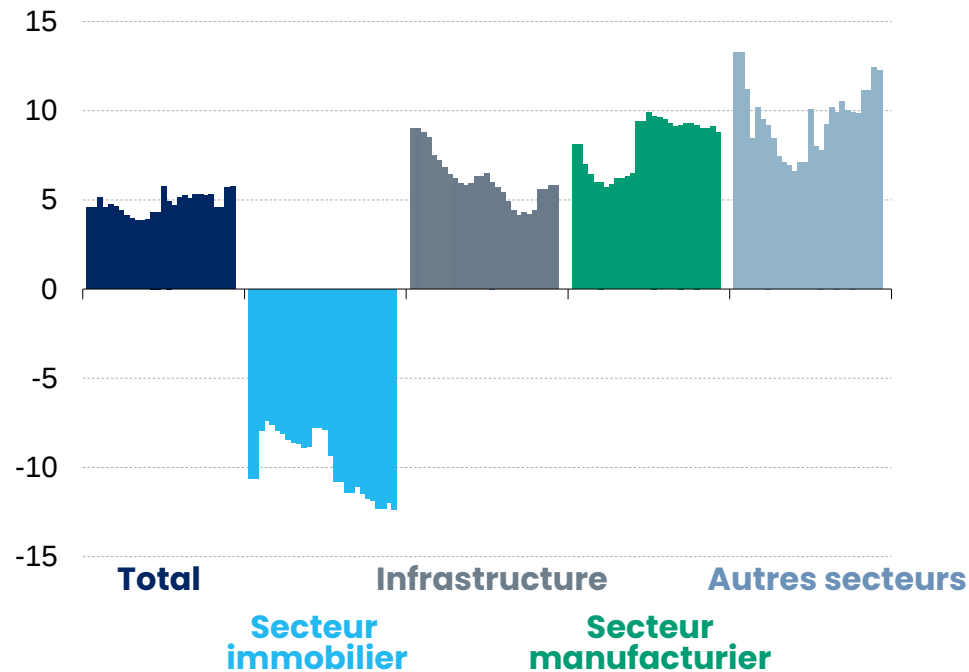


Temps nécessaire à l'achèvement des logements vendus mais inachevés*
(années)

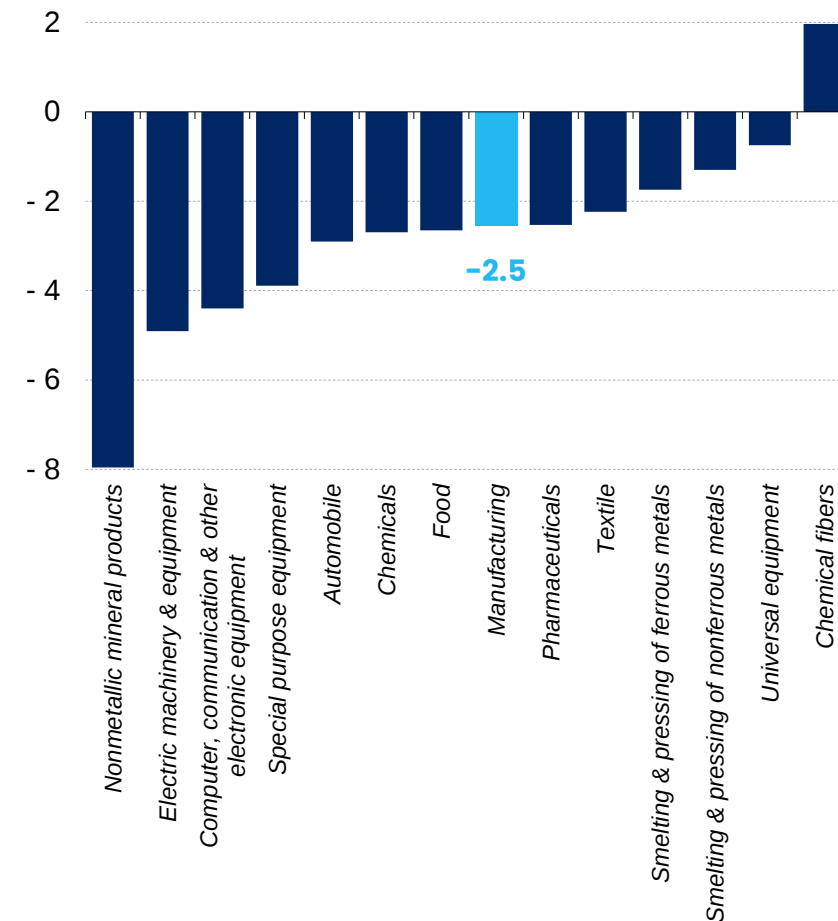


L'investissement des entreprises a peu de raisons de progresser fortement...

Investissement
(%, croissance / 1 an du cumul de l'investissement
depuis le début de l'année calendaire, janvier 2023 – avril 2025)

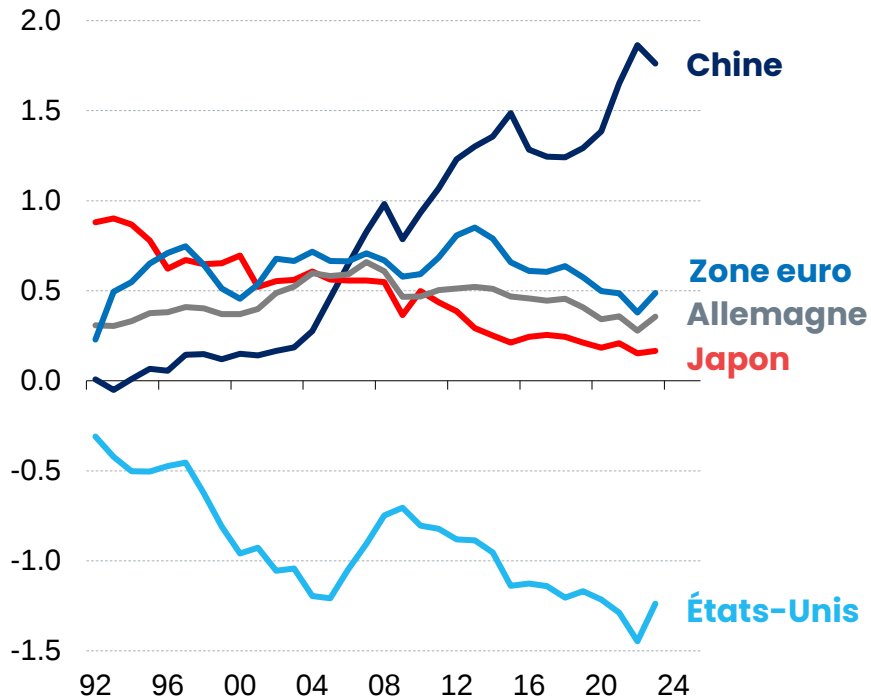


Taux d'utilisation des capacités
(% variation entre T4 2019 et T1 2025)

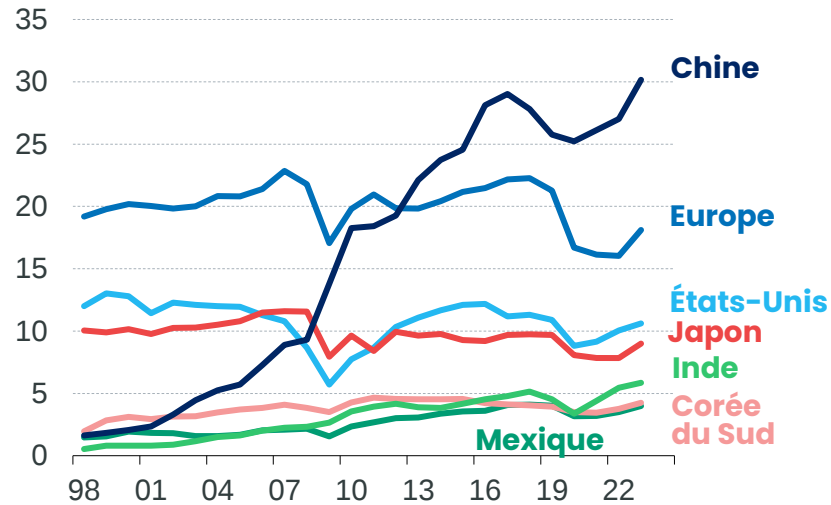


... d'autant que la Chine domine déjà largement l'industrie manufacturière mondiale

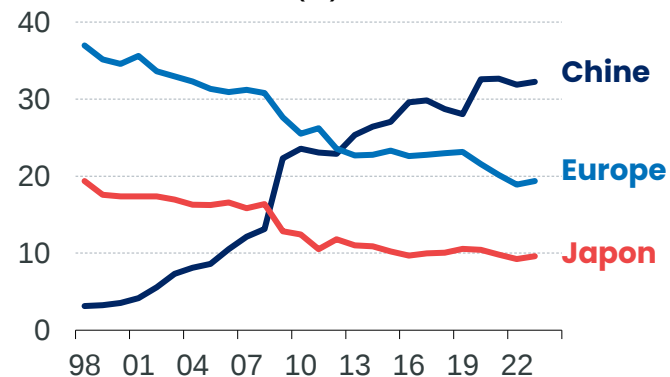
Solde commercial de produits manufacturés (% du PIB mondial)



Production d'automobiles (millions d'unités)



Part dans la production mondiale d'automobiles (%)



En 2018, la Chine avait la capacité de produire 40 millions de voitures à essence par an, soit bien plus que les 25 millions dont son économie avait besoin.

A cela s'ajoute désormais la capacité de produire 20 millions de véhicules électriques par an (un chiffre qui pourrait bientôt atteindre 30 millions).

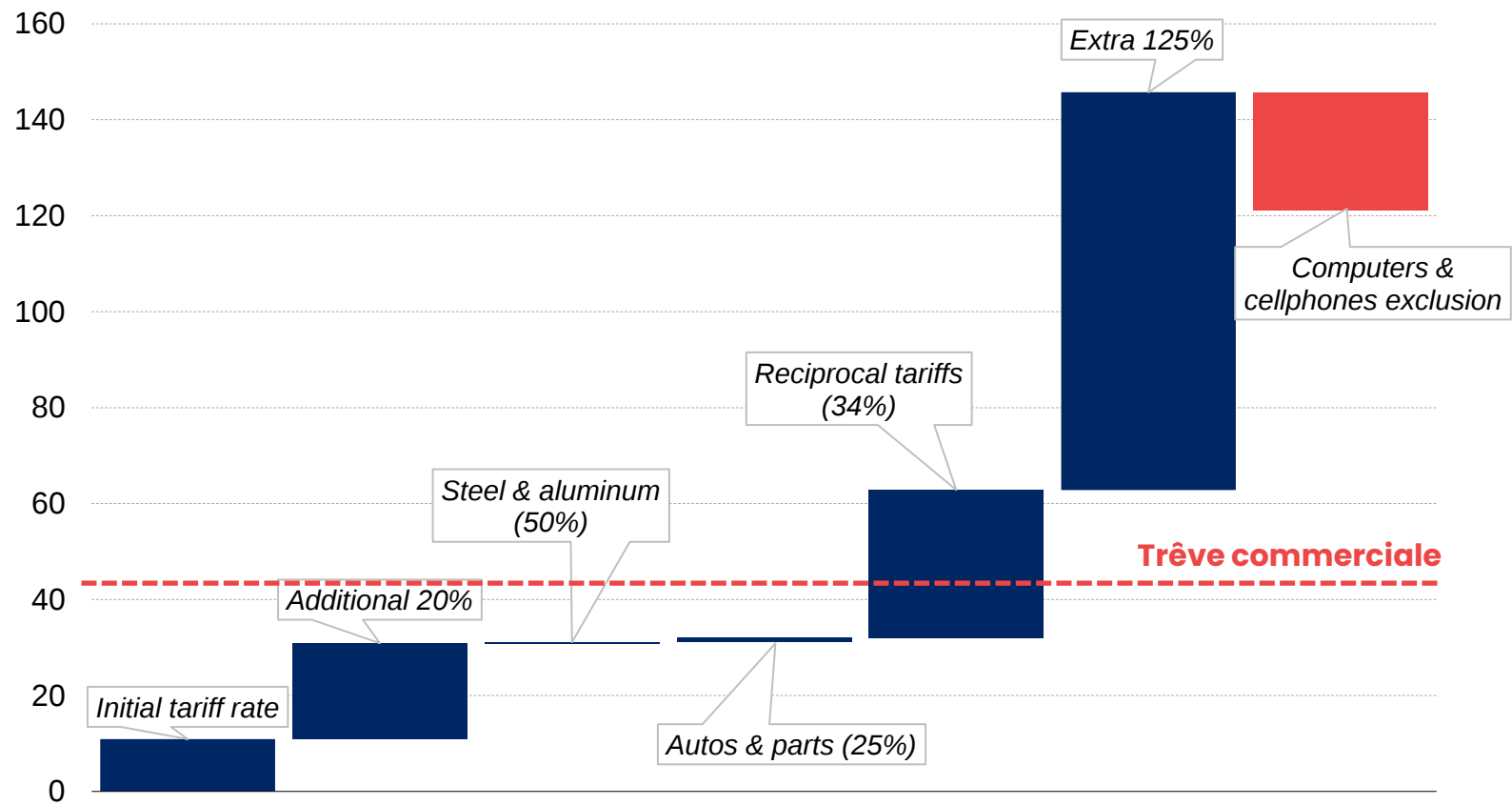
La Chine a aujourd'hui la capacité de produire environ les deux tiers de la demande automobile mondiale (un peu plus de 90 millions de voitures en 2023).

Brad Setser, NYT

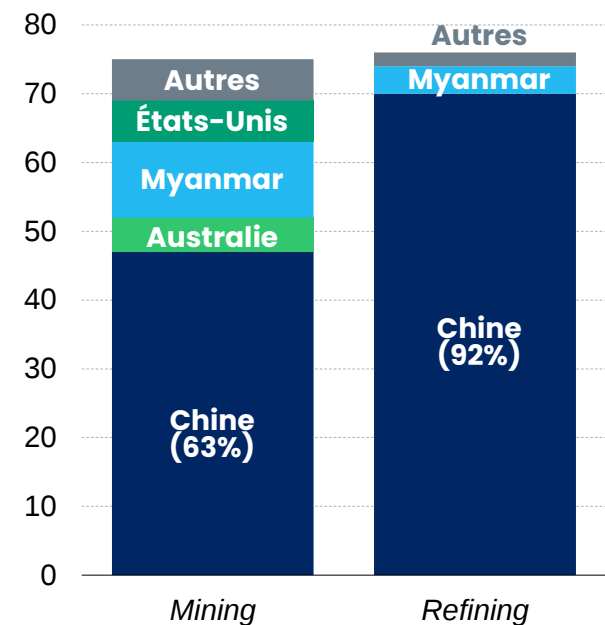


La Chine et les États-Unis ont conclu une « trêve commerciale » pour 90 jours

Droits de douane sur les importations américaines en provenance de la Chine (%)

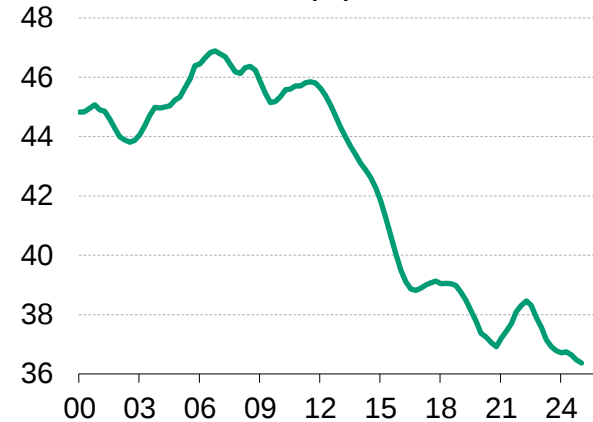


Memo. Production de terres rares (milliers de tonnes)

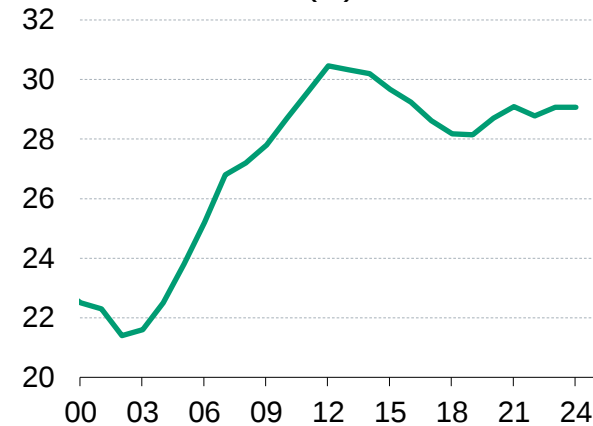


Cette détente est bienvenue pour la Chine car le poids de l'industrie manufacturière y reste particulièrement élevé

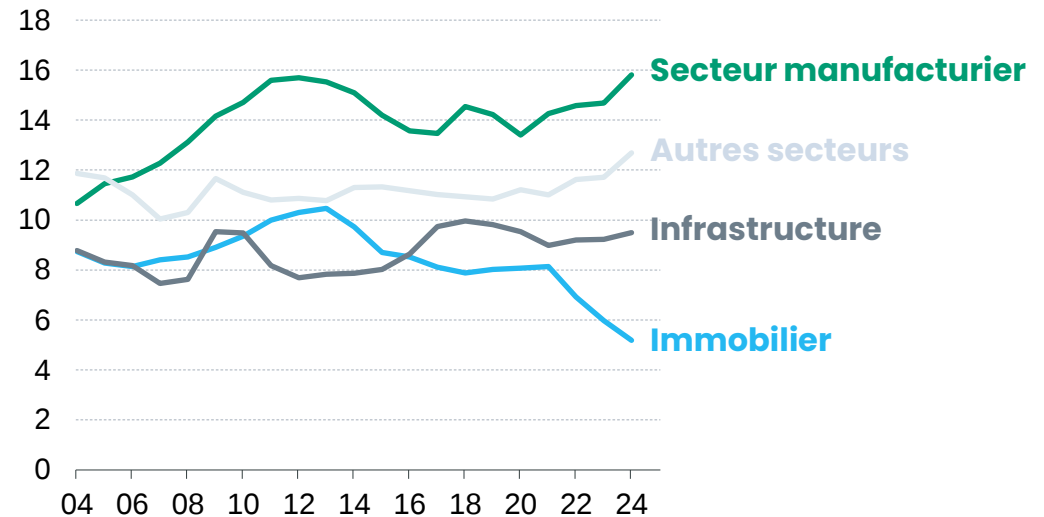
Part de l'industrie dans le PIB
(%)



Part de l'emploi industriel
(%)

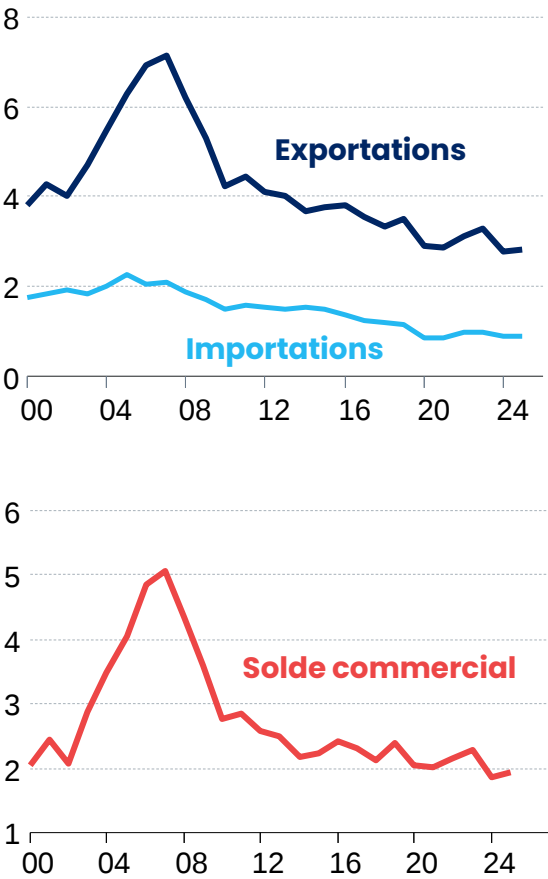


Part de l'investissement par secteur
(% du PIB)

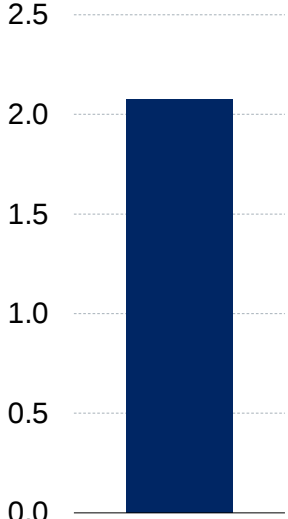


Une hausse des droits douane américains de « seulement » 30% n'en retirerait pas moins 1% à la croissance chinoise

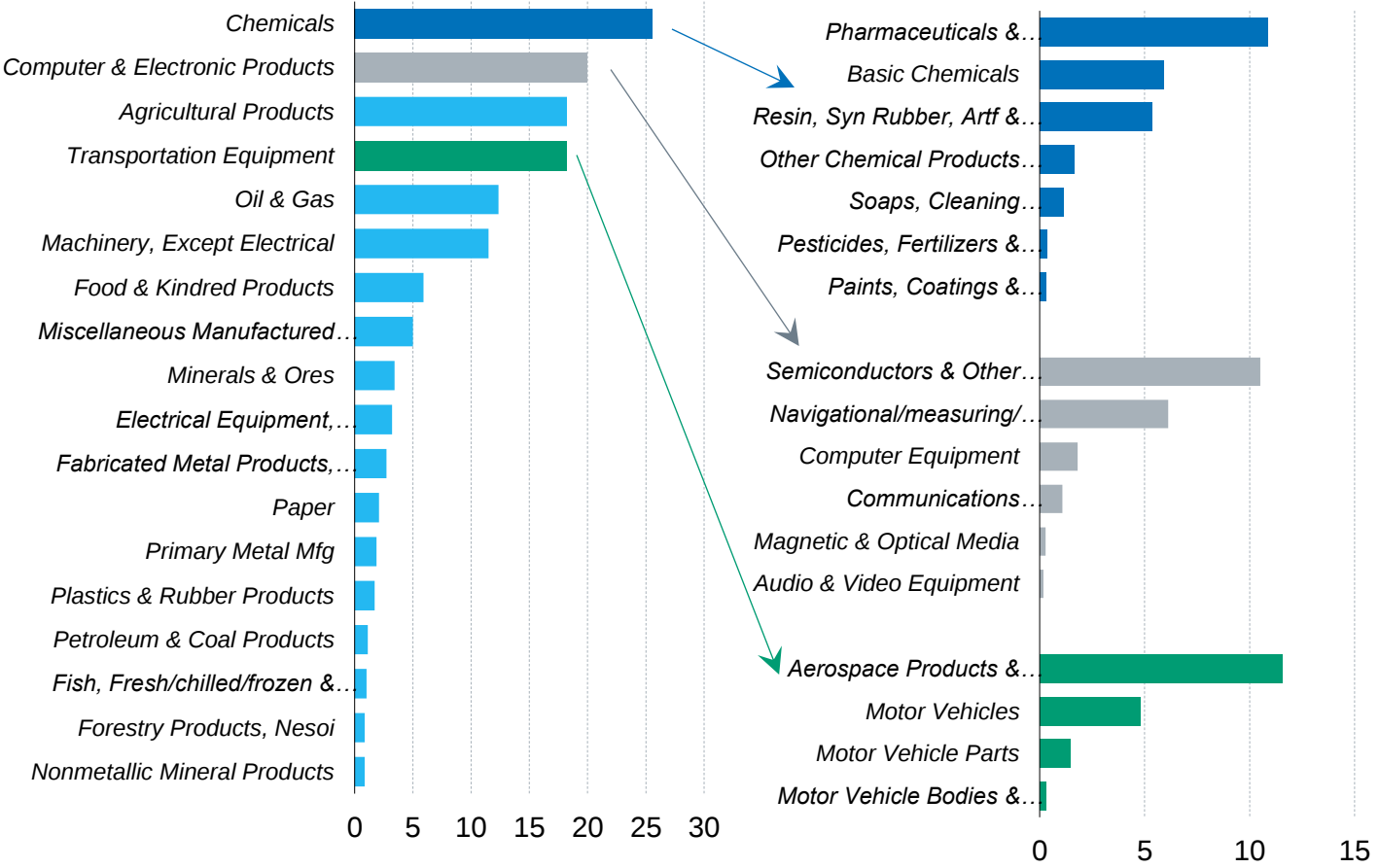
Commerce de la Chine avec les États-Unis
(% du PIB chinois)



Valeur ajoutée manufacturière dans les exportations de la Chine vers les États-Unis
(% de la VA chinoise en 2019)

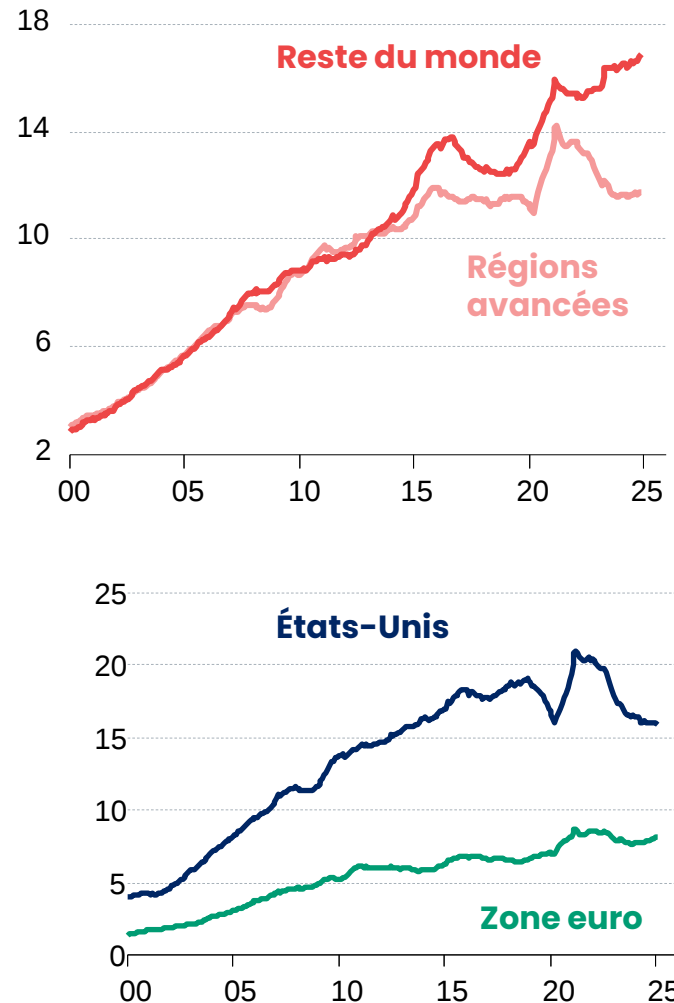


Importations en provenance des États-Unis
(milliards de dollars, 2024)



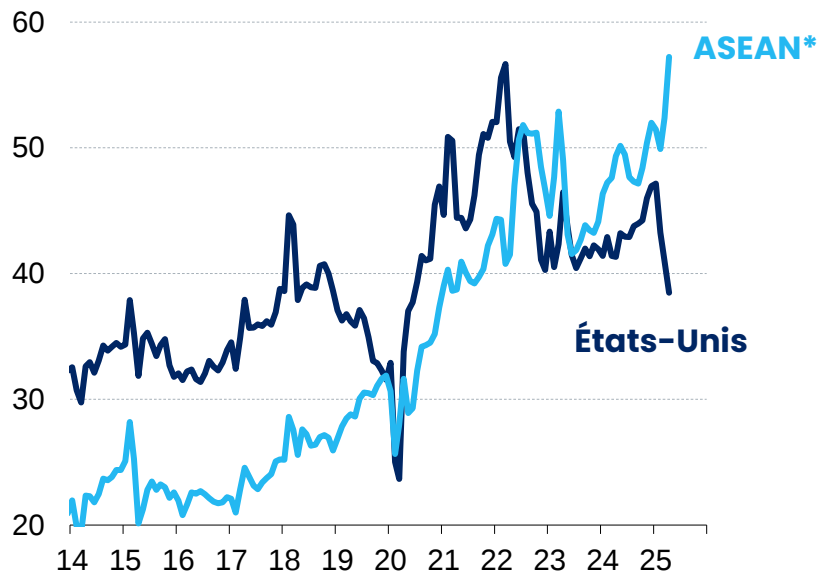
La Chine va tenter de réorienter ses exportations et d'accroître sa pénétration des marchés étrangers... mais ses partenaires commerciaux risquent de résister

Pénétration des exportations chinoises (% des importations de chaque région)



Exportations chinoise vers...

(milliards de dollars, moyenne mobile sur 2 mois)



(*) Indonésie, Vietnam, Laos, Brunei, Thaïlande, Myanmar, Philippines, Cambodge, Singapour and Malaisie

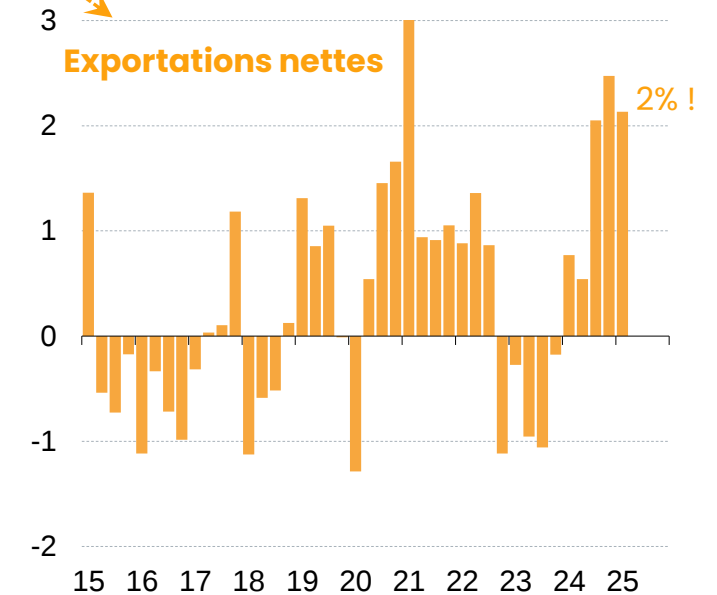
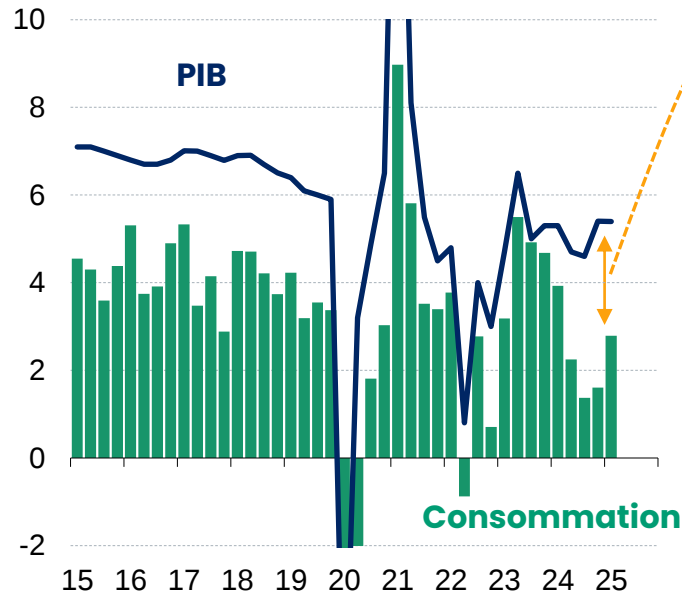
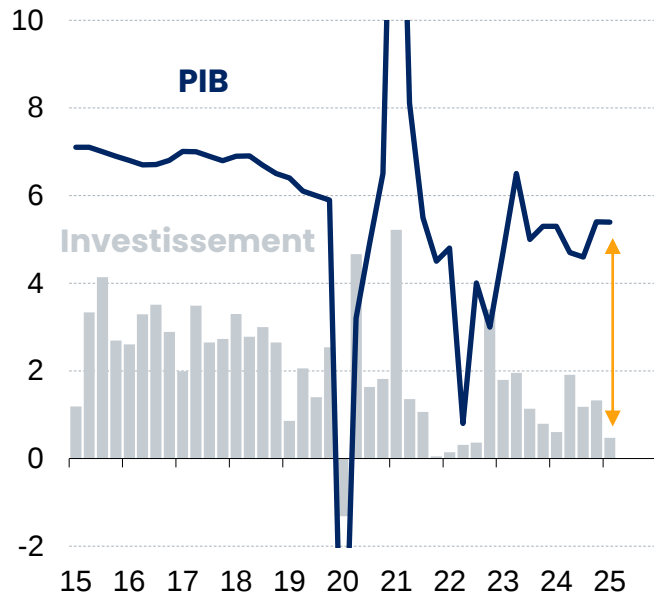
Solde commercial chinois

(milliards de dollars, cumul sur 12 mois)



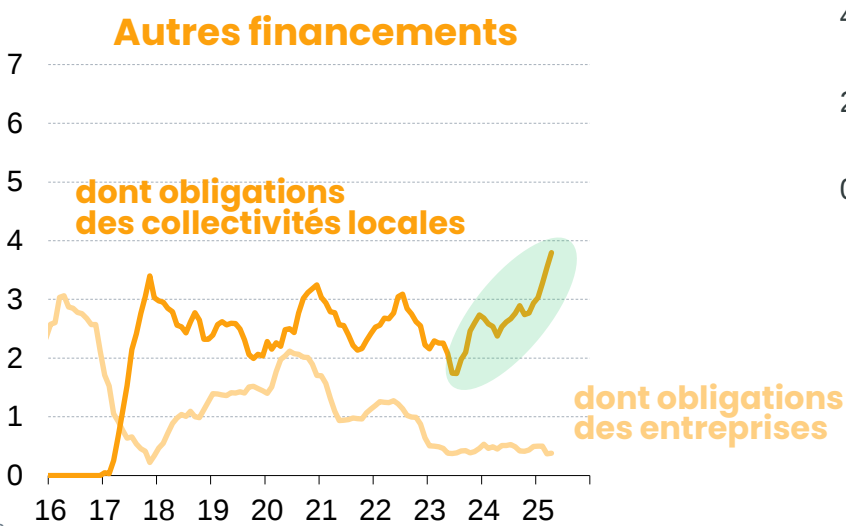
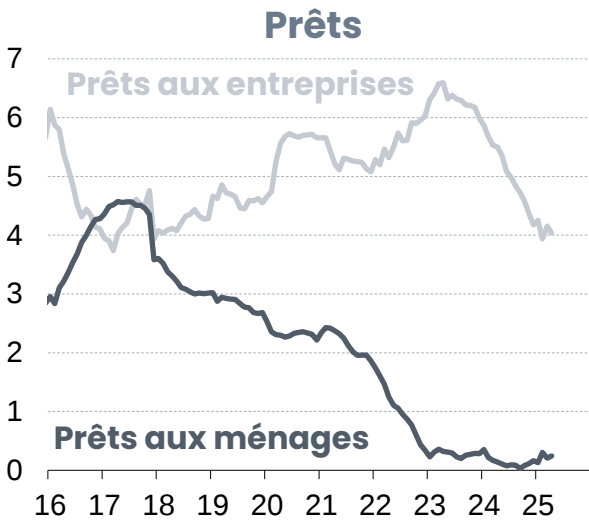
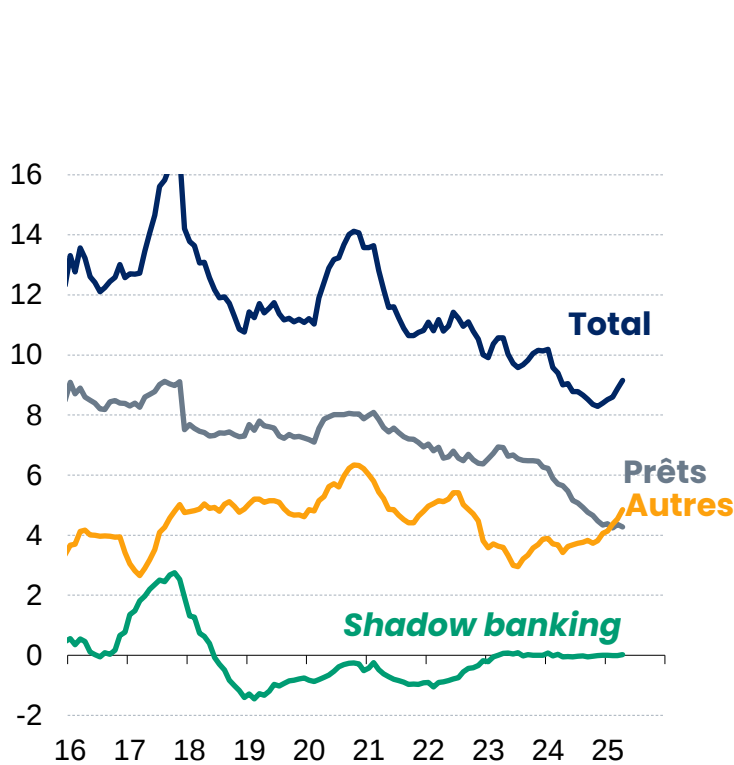
Réorienter la croissance vers la consommation est la seule issue à terme

Contribution à la croissance du PIB
(% glissement annuel)

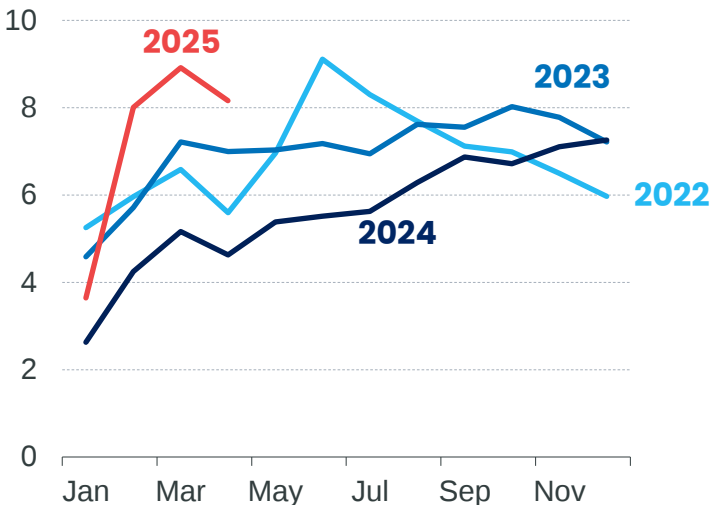


Si le Politburo a montré peu d'empressement à mettre en place de nouvelles mesures de soutien, la hausse des émissions de titres...

Financement de l'économie
(%, contribution, glissement annuel)



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



... montre que Pékin est prêt à amortir le choc si nécessaire

Hausse de l'endettement en 2025

	2024	2025	Augmentation du déficit par rapport à 2024	
			Trillions de RMB	% du PIB
Official deficit ratio	3.9	5.2	+1.3	+1.0
CGSB	1.0	3.0		
- Major and trade-ins*	1.0	1.3	+0.3	+0.2
- New productive forces**		1.0	+1.0	+0.8
- Recapitalize State banks		0.7		
LGSB	3.6	5.0		
- Debt swap	1.2	0.8		
- Other	2.4	4.2	+1.8	+1.4
Total	7.3	10.9	+4.4	+3.4
			Milliards de RMB	
Trade-in subsidy			300	
Basic pension	20 yuan par mois par personne		42	
Basic medicare	35 yuan par an par personne		42	
Fiscal incentive for new birth				
Total			384	(0.3% du PIB)

(*) 700 milliards pour la mise en œuvre des grandes stratégies nationales et le renforcement des capacités en matière de sécurité + 300 milliards pour la modernisation des équipements et les programmes de subventions pour inciter les ménages à remplacer les biens de consommation durables (appareils électroménagers, véhicules...).

(**) Encourager la production de véhicules électriques, de robots, de puces et d'énergie verte.

Le gouvernement semble prêt à **soutenir la consommation**, pour atteindre son objectif de croissance d'environ 5% en 2025... mais **les mesures annoncées jusqu'ici restent encore timides (0,3 à 0,5 point de PIB)**.

Le Politburo d'avril a exhorté à accélérer les efforts de soutien... mais n'a pas annoncé de nouvelles mesures.

La réunion du Politburo a reconnu l'incertitude extérieure.

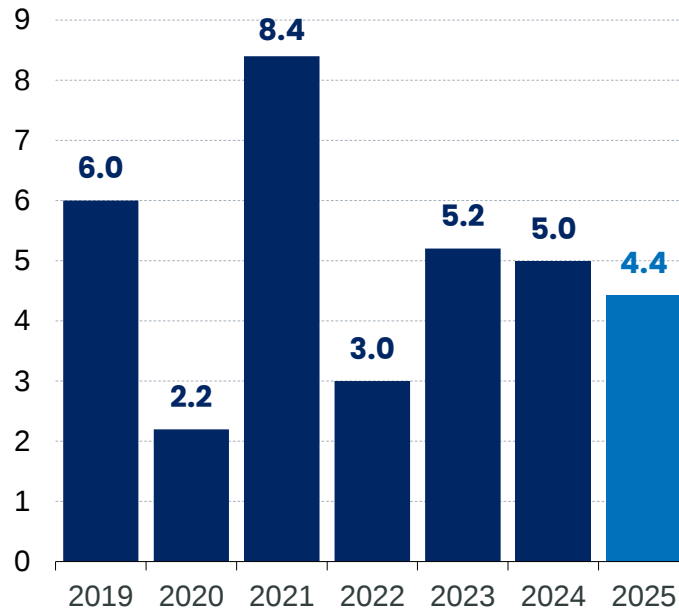
La réunion a mis l'accent sur la nécessité d'utiliser pleinement une « politique fiscale plus proactive » et une « politique monétaire modérément accommodante ».

Il n'y a pas eu de changement majeur dans les politiques, si ce n'est l'augmentation des remboursements de l'assurance chômage pour les entreprises durement touchées par les droits de douane, et l'inclusion du soutien au commerce extérieur dans les instruments monétaires structurels nouvellement créés.

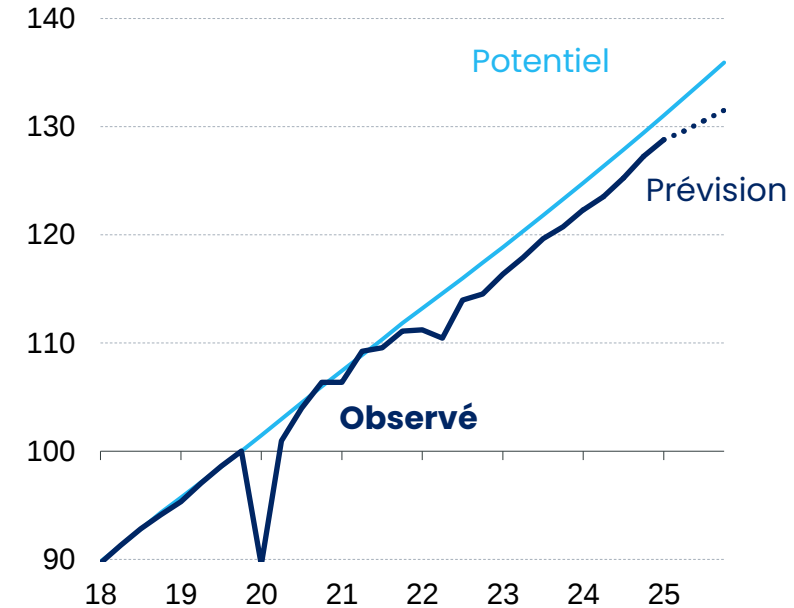


Malgré la « trêve commerciale », atteindre l'objectif de 5% de croissance ne sera pas facile !

Croissance du PIB réel
(%, moyenne annuelle)



Trajectoire du PIB réel
(T4 2019 = 100)





3 États-Unis

L'économie résiste... jusqu'à quand ?

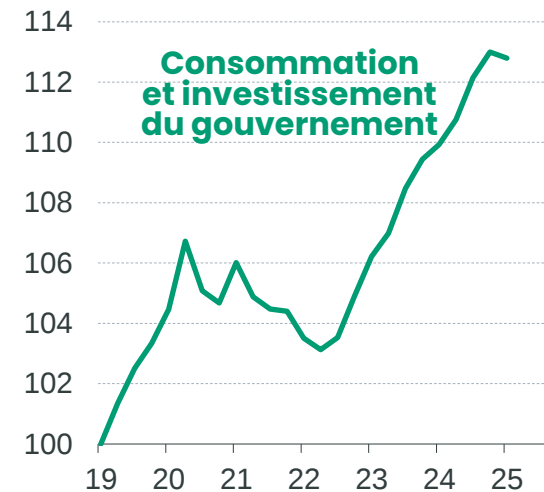
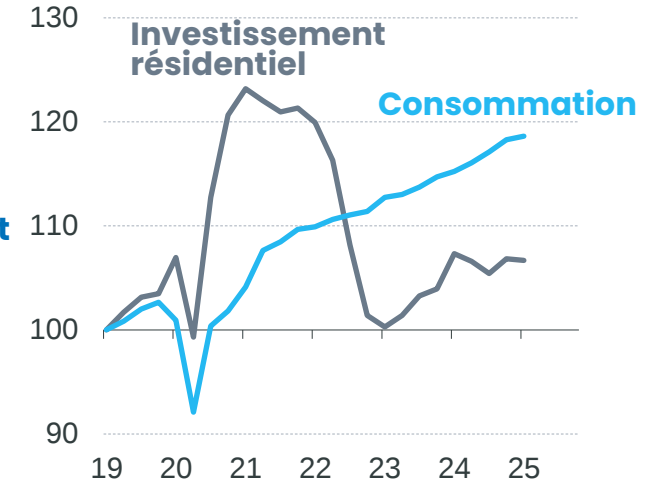
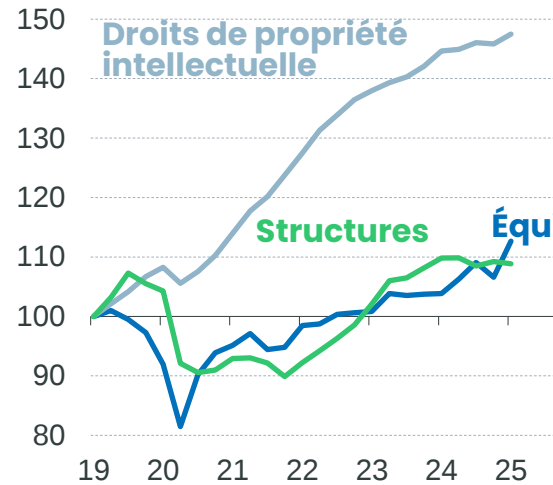


Début 2025, la demande intérieure continuait de progresser à un rythme soutenu

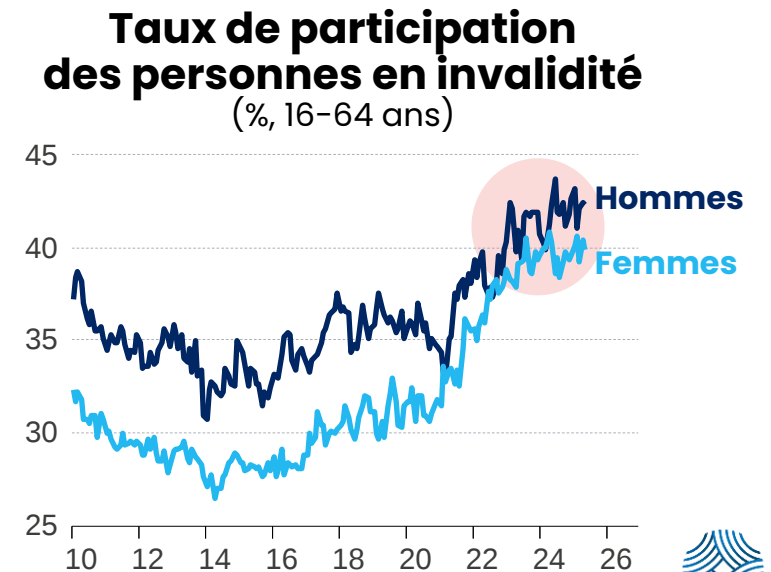
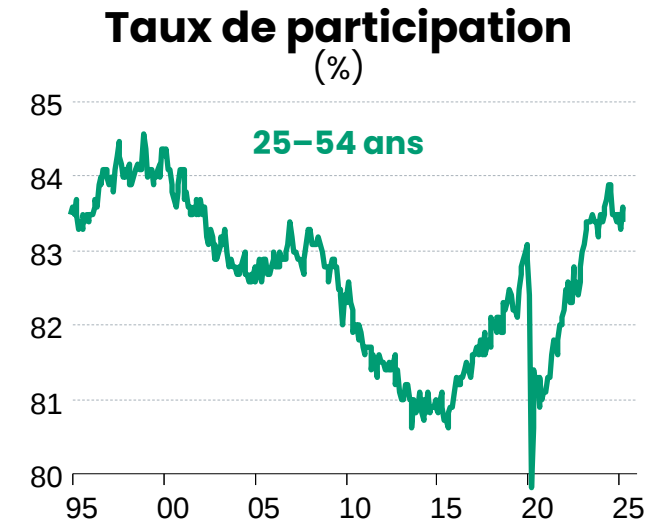
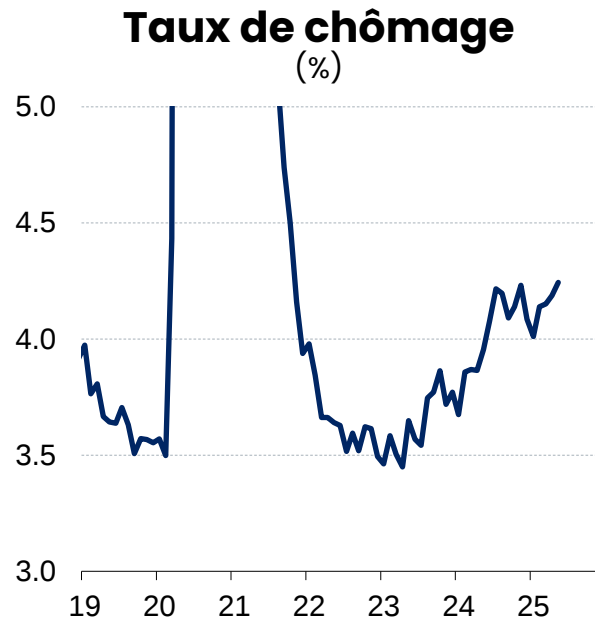
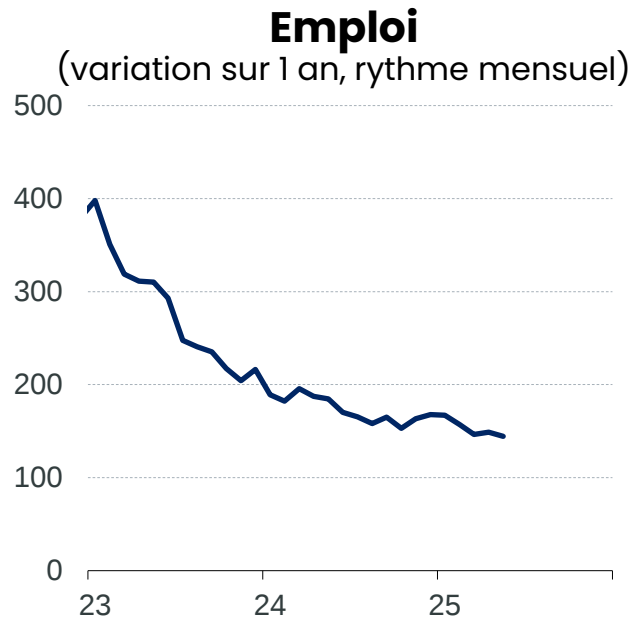
Demande intérieure privée (% glissement trimestriel annualisé)



Composantes de la demande intérieure (T1 2019 = 100)



Les créations d'emploi ont ralenti mais restent solides



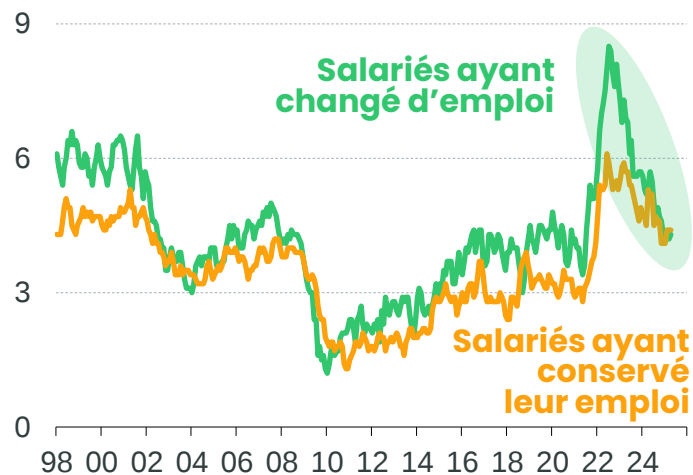
Les salaires ont décéléré et l'inflation se normalise progressivement

Salaires

(% glissement annuel, *Employment Cost Index*)



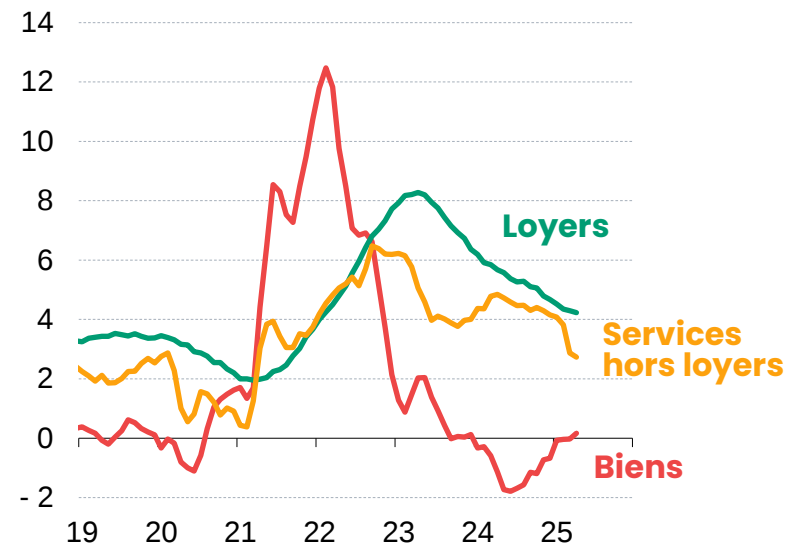
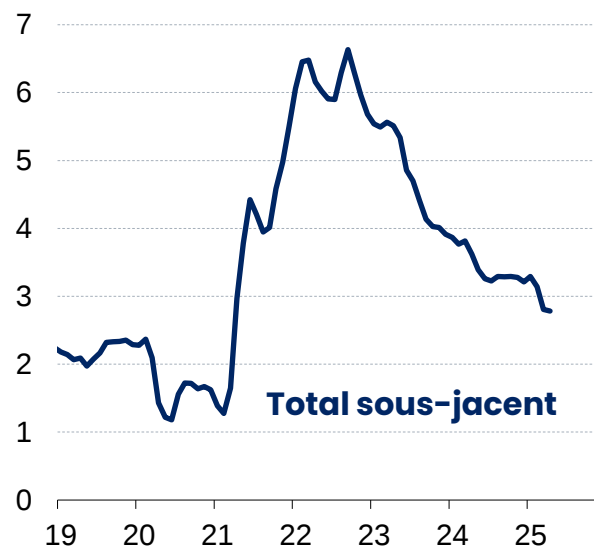
(% glissement annuel, moyenne mobile 3 mois)



Inflation sous-jacente

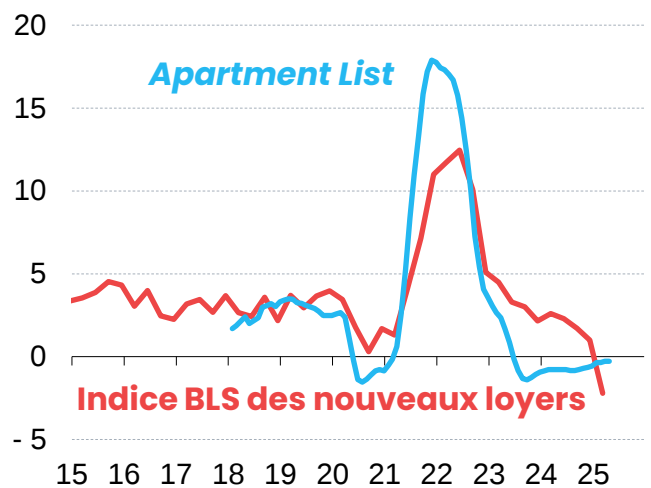
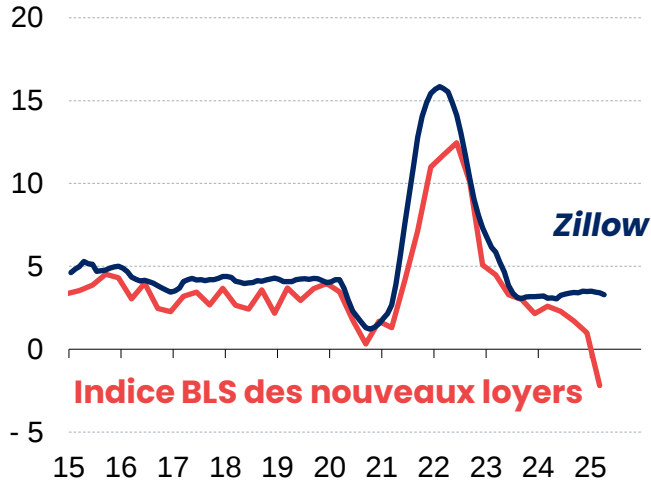
(indice des prix à la consommation)

(% glissement annuel)



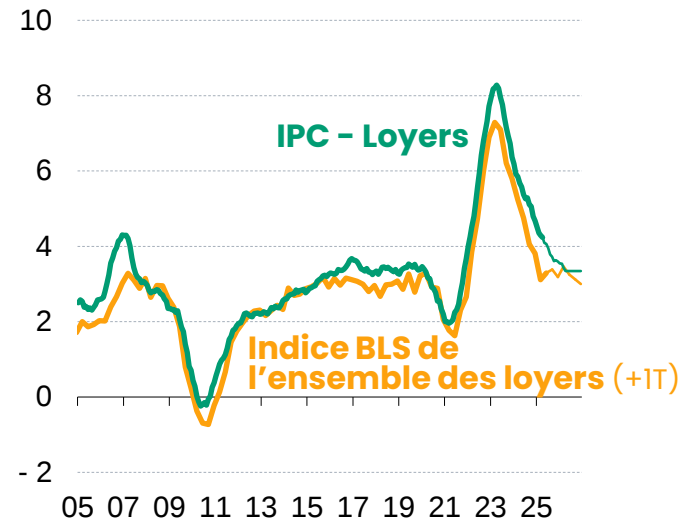
Les loyers progressent moins vite tandis que l'inflation dans les services est mieux orientée

Nouveaux loyers
(% glissement annuel)

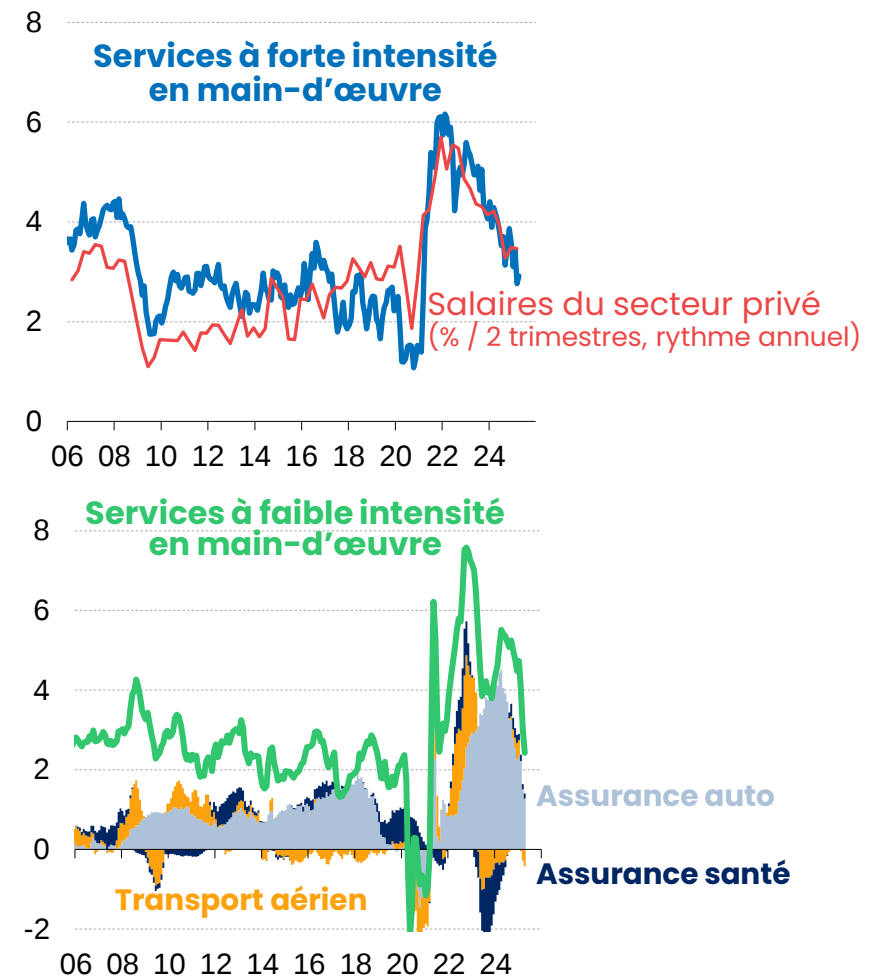


35

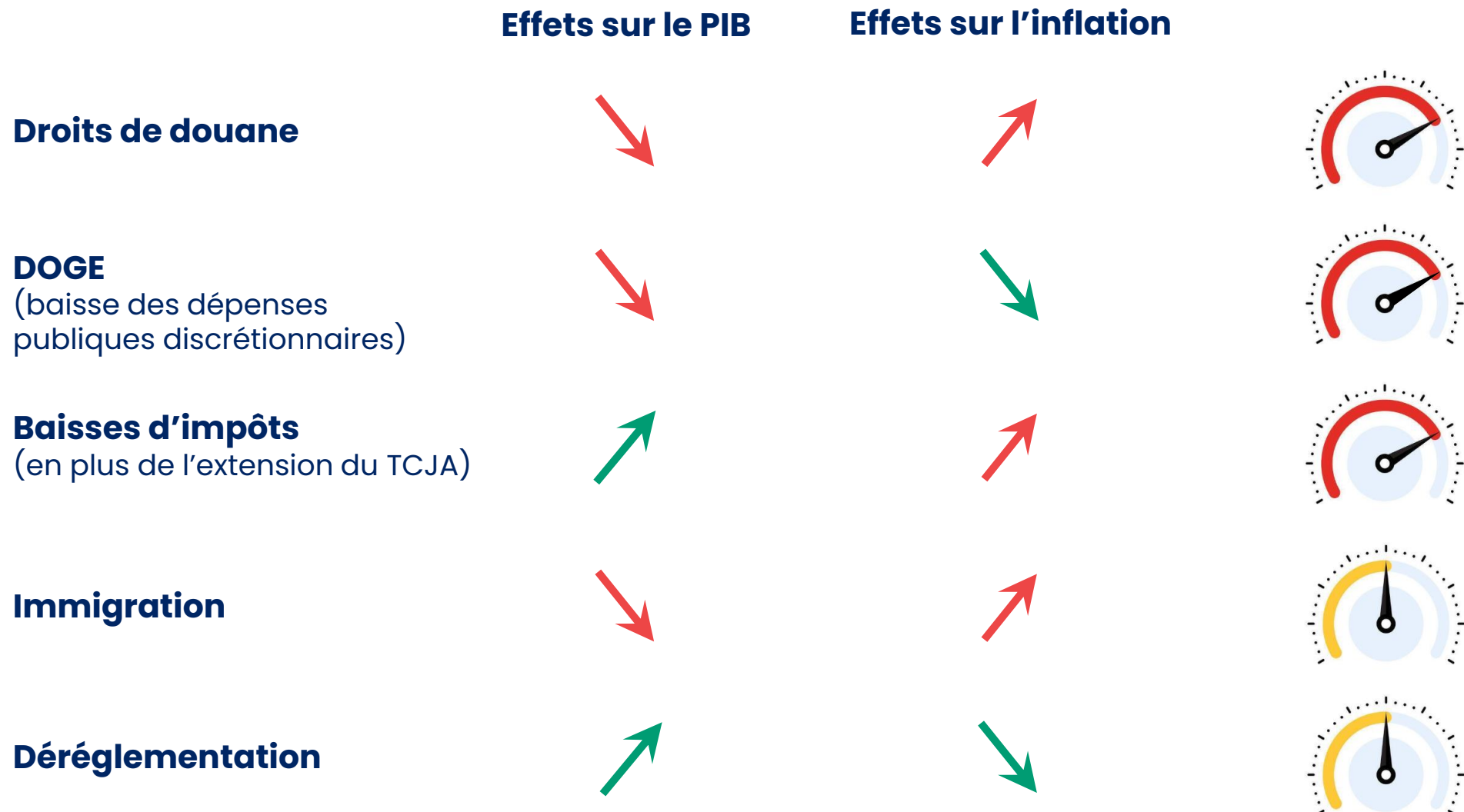
Loyers de l'IPC
(% glissement annuel)



Inflation sous-jacente dans les services
(% glissement annuel)

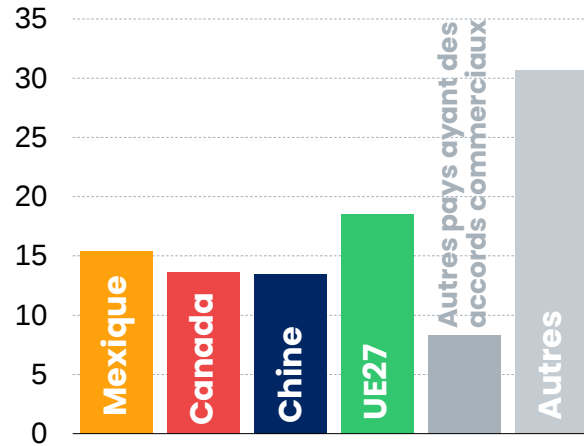


Donald Trump suit les grandes lignes de son programme économique

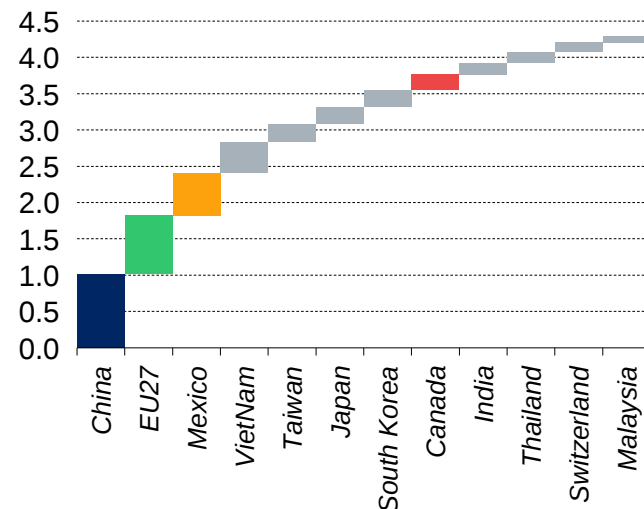


L'incertitude liée à la politique commerciale de D. Trump est loin d'avoir disparu

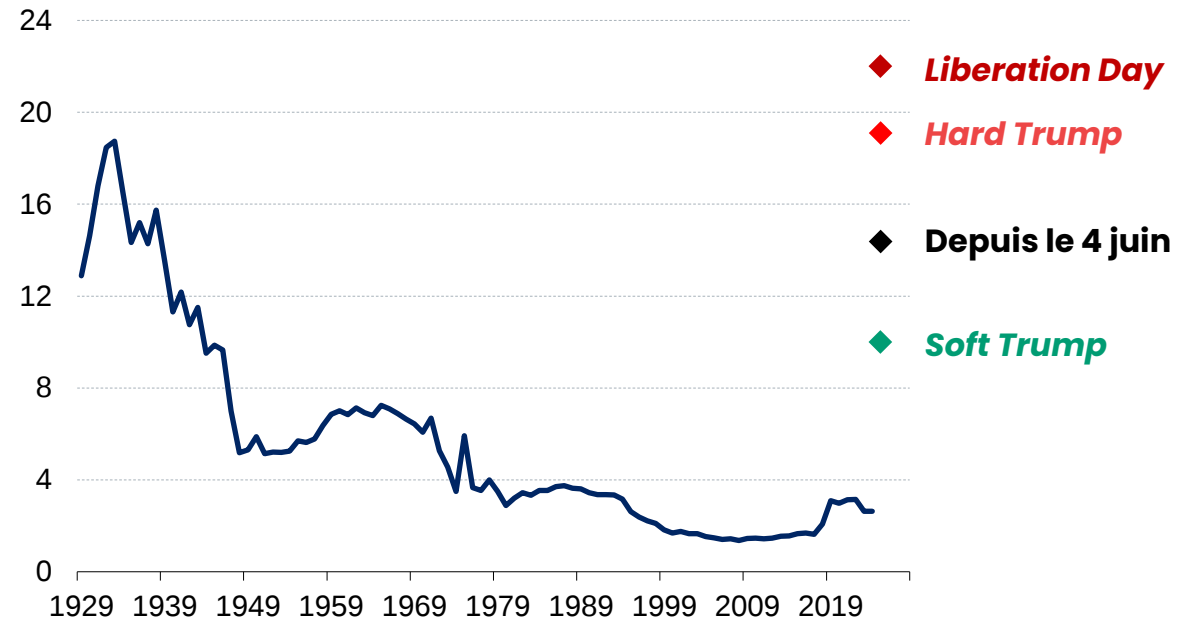
Importations américaines par pays ou région d'origine
(% des importations, 2024)



Solde commercial des États-Unis par pays ou région
(% du PIB américain, 2024)



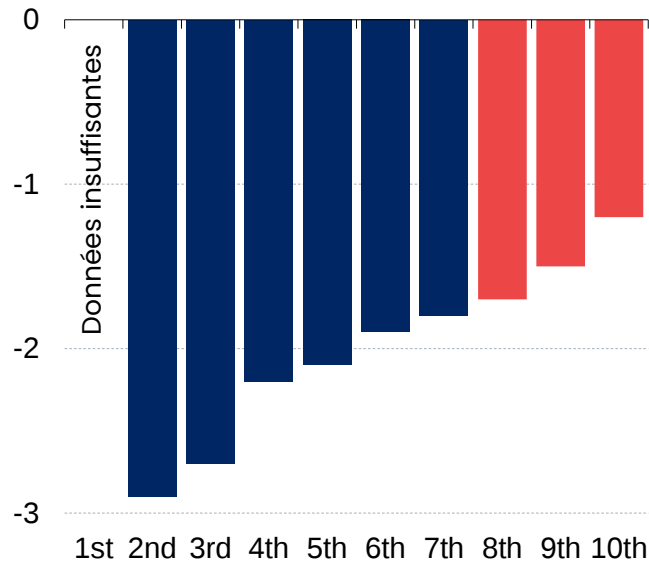
Droits de douane moyens américains
(% des importations)



Malgré la désescalade avec la Chine, les droits de douane vont peser sur le pouvoir d'achat des ménages

Effet sur le revenu des ménages par décile

(% par rapport à un scénario de référence sans hausse des droits de douane)

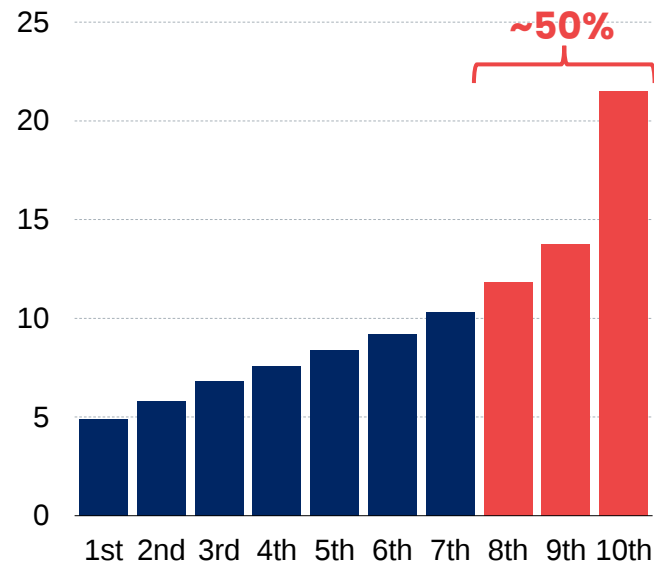


→ Au 12 mai 2025, la hausse des droits de douane devrait pousser à la hausse le niveau des prix de 1,7% à court terme, soit une perte de pouvoir d'achat moyenne de 2800 dollars par ménage.

→ La perte moyenne pour les ménages situés au bas de l'échelle des revenus est de 1 300 dollars en 2024.

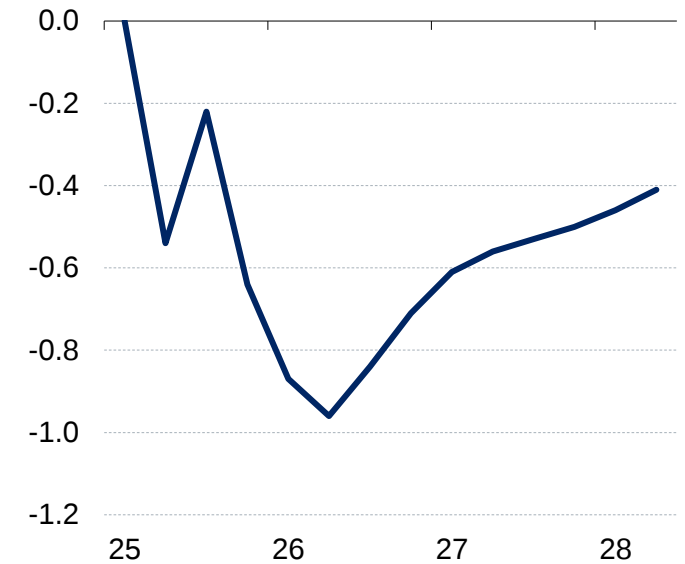
Consommation des ménages par décile de revenu

(% de la consommation totale, 2022)



Effet sur le PIB réel des États-Unis*

(%, par rapport à un scénario de référence sans hausse des droits de douane)



(*) En supposant que les pays touchés par la hausse des droits de douane ne ripostent pas.



Memo. Si les droits de douane réciproques sont retoqués, le Président a d'autres options à sa disposition

Possible unilateral presidential actions on trade

Possible Action	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, but 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	

Congressional actions on trade

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

Le DOGE est loin d'avoir atteint ses objectifs...



DOGE Live Tracker
Following the money

\$165.00 Billion



418
Days remaining

\$1,024.84
Per taxpayer

23,067
Initiatives

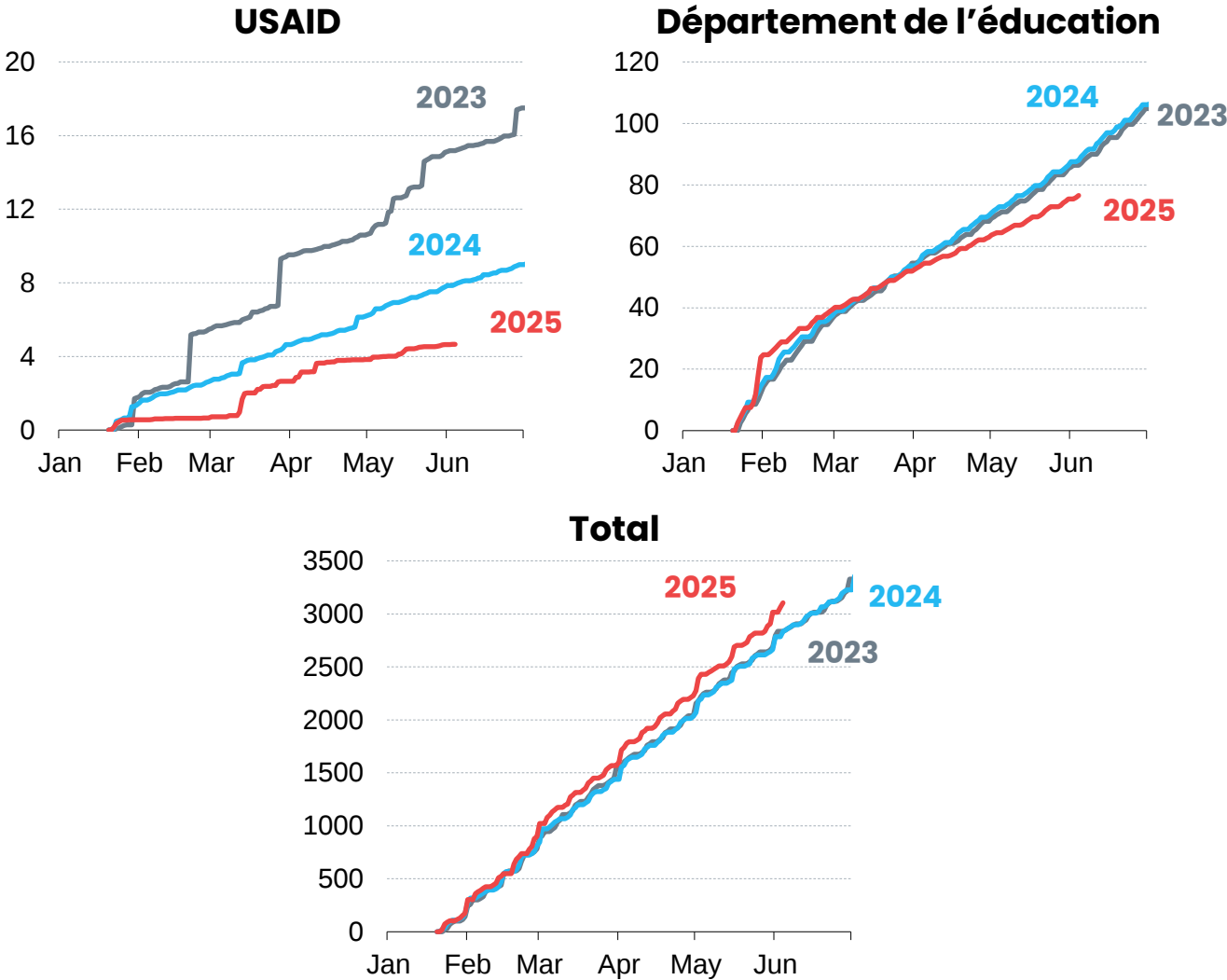
Leaderboard

Top areas of savings

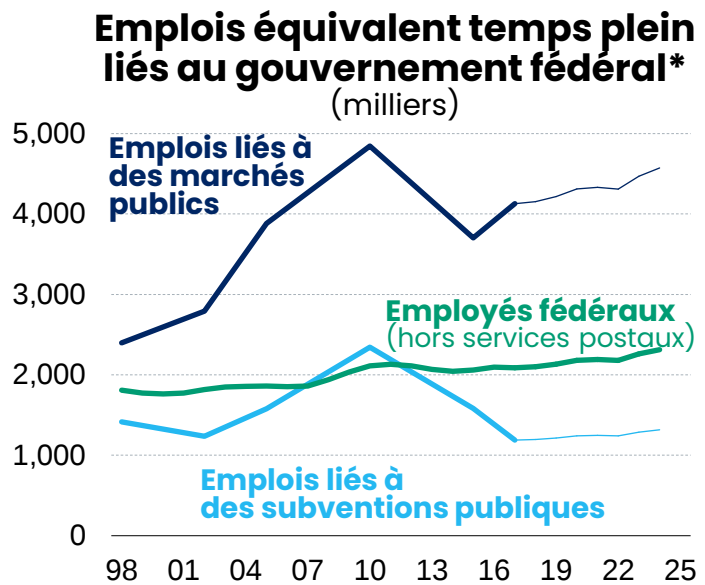
- | | | | |
|---|---|---|--|
| 1 | Department of Health and Human Services
\$47.53B saved | 4 | Department of State
\$2.59B saved |
| 2 | USAID
\$45.21B saved | 5 | Environmental Protection Agency
\$2.45B saved |
| 3 | Department of Agriculture
\$3.45B saved | 6 | Department of Education
\$1.15B saved |

40

Évolution des dépenses fédérales (milliards de dollars, en cumul depuis le 20 janvier de chaque année)



... mais, gels des crédits, annulations de contrats et licenciements de fonctionnaires pourraient freiner un peu la croissance



(*) À partir de 2018, les emplois liés aux marchés publics et aux subventions sont estimés en maintenant constant leur ratio avec les employés fédéraux.

Effet possible sur l'emploi du gel des crédits et subventions en 2025

- **Licenciement de 200 000 à 300 000 fonctionnaires** (75 000 ont accepté l'offre d'E. Musk et démissionné avec effet en septembre 2025).
- **Le gel des contrats et subventions de l'État fédéral a des effets sur l'emploi privé**

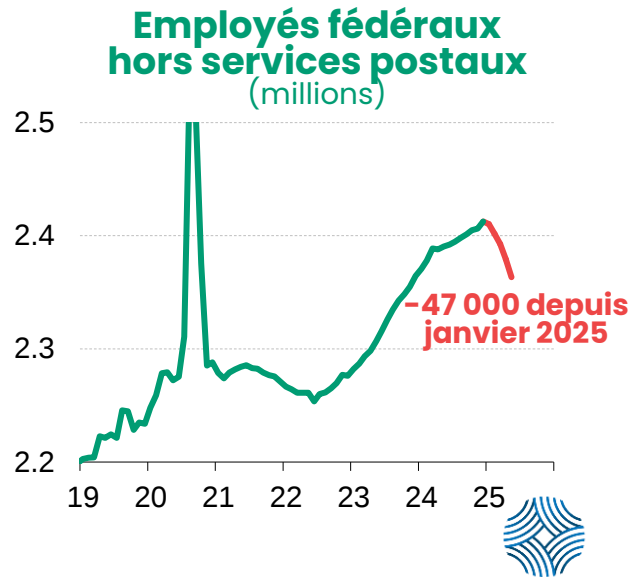
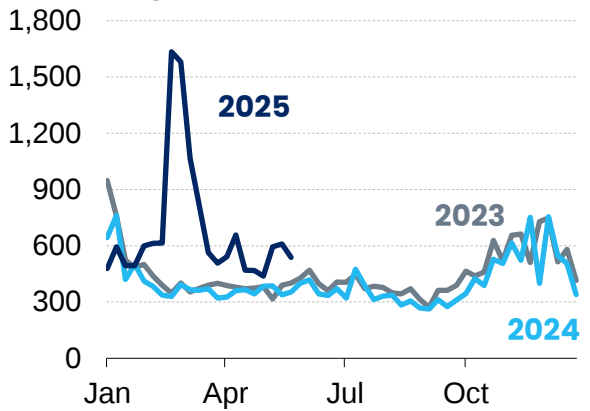
Le montant des contrats fédéraux est de 750 mds de dollars (41% hors défense / 59% défense). Si l'on suppose que ces contrats sont coupés de 5% et 2% respectivement, cela représente 24 mds de dollars de baisse des dépenses et 130 000 emplois supprimés.

Le montant des subventions fédérales est de 560 mds de dollars (hors Medicare et Medicaid). Si l'on suppose que ces subventions baissent de 2%, cela représente plus de 10 mds de dollars de baisses et 115 000 emplois supprimés.

L'emploi privé serait réduit de près de 250 000 dans un scénario de baisses modérées des dépenses (-5%/-2%/-2%) mais près de 500 000 si les coupes sont plus prononcées (-10%/-4%/-4%).

➔ **Au total l'emploi pourrait baisser de 450 000 à 800 000... sans prendre en compte l'effet d'incertitude créé par la politique du DOGE.**

Nouvelles inscriptions au chômage pour les employés du gouvernement fédéral



Que contient le projet budgétaire voté à la Chambre ? (I)

Projet budgétaire voté à la Chambre des Représentants (milliards de dollars, sur 10 ans)

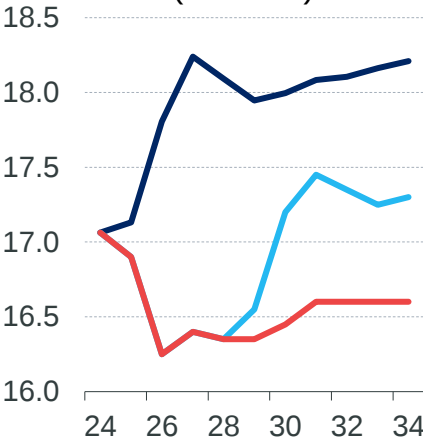
	Loi budgétaire	Baisses d'impôts permanentes
Extend & expand TCJA individual provisions	-3 899	-4 127
Revive TCJA business provisions	-270	-737
New tax cuts	-662	-1 447
Baisses d'impôts	-4 831	-6 311
Hausses d'impôts*	1 079	1 079
Armed Services	-144	-410
Judiciary	-9	-90
Homeland Security	-79	-120
Hausses des dépenses	-232	-448
Financial Services	5	5
Natural Resources	18	18
Transportation & Infrastructure	37	37
Oversight & Government Reform	12	12
Agriculture	238	238
Education & Workforce	349	349
Energy & Commerce	1 086	1 086
Interactions	-175	-175
Baisses des dépenses	1 570	1 570
Intérêts	-561	-725
Effet sur le déficit	-2 975	-4 835

(*) Abroger les crédits d'impôt sur les véhicules électriques, abroger ou reformer d'autres crédits IRA, réduire les paiements "Affordable Care Act" pour les immigrés...

42

No Tax on Tips Through 2028	-40	-120
No Tax on Overtime Through 2028	-124	-380
Higher Senior Standard Deduction through 2028	-66	-165
No Tax on Car Loans through 2028	-58	-180
Health Savings Account Expansions	-44	-44
Establish "MAGA Accounts"	-17	-35
Other Individual Tax Cuts	-48	-80
Allow Expensing of Factories through 2028	-148	-300
Extend Clean Fuel Tax Credit through 2031	-45	-60
Other Business and Related Tax Cuts	-72	-74
Nouvelles baisses d'impôts	-662	-1 447

Revenus du gouvernement fédéral (% du PIB)

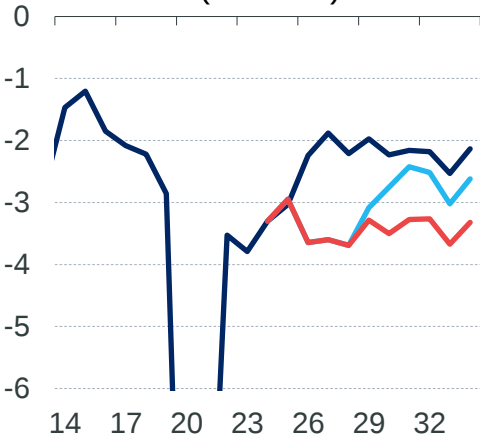


Référence du CBO
(avec expiration des
baisses d'impôt de 2017)

Loi budgétaire

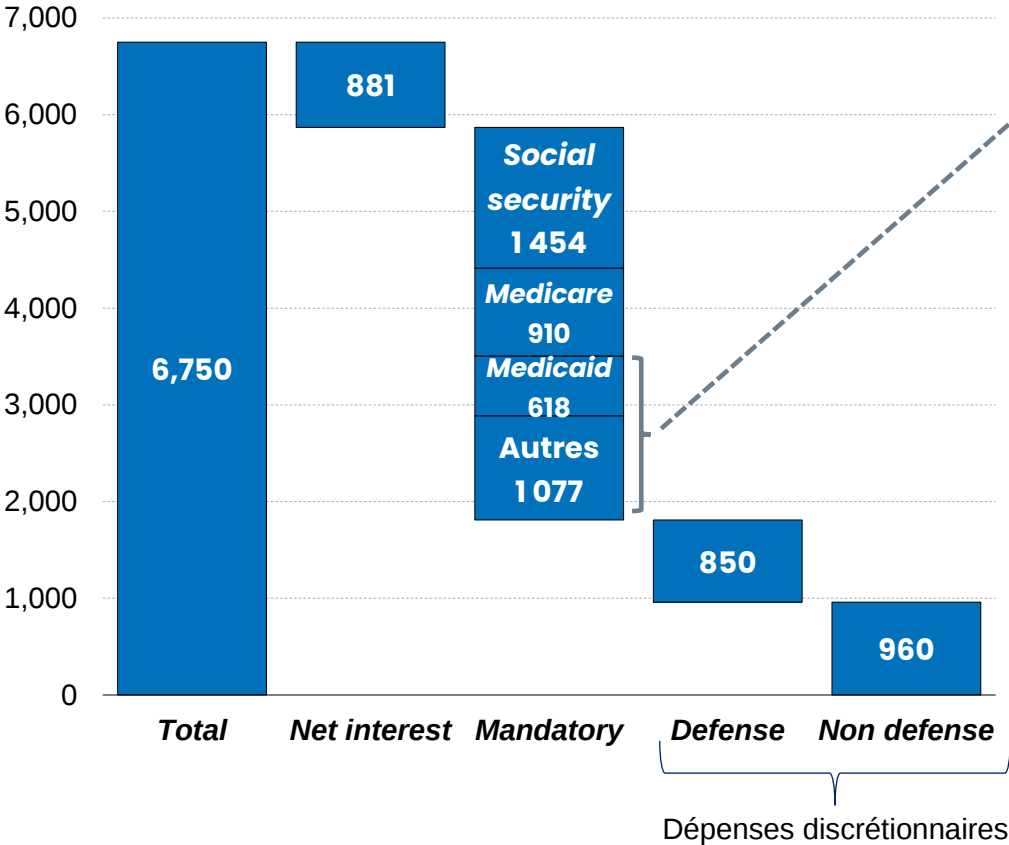
Baisses d'impôts
permanentes

Solde primaire du gouvernement fédéral (% du PIB)

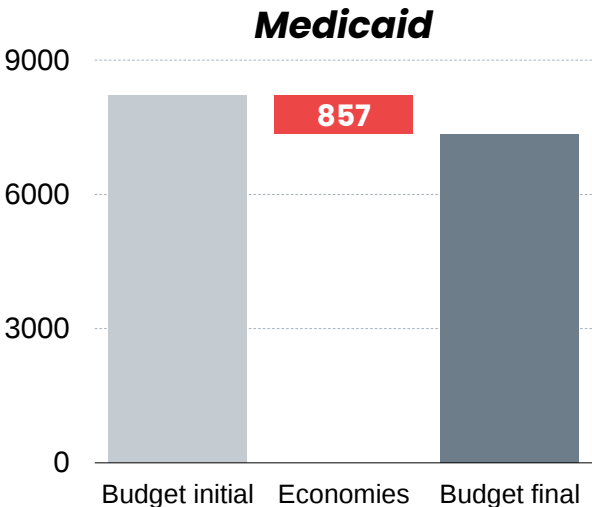


Que contient le projet budgétaire voté à la Chambre ? (II)

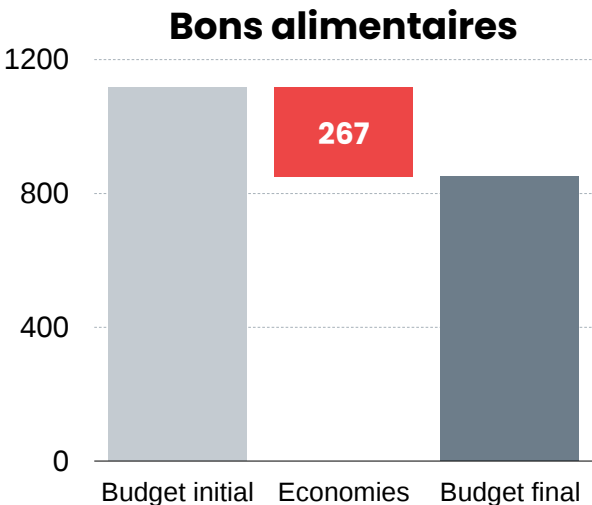
Dépenses du gouvernement fédéral en 2024
(milliards de dollars, année fiscale)



Propositions de coupes de dépenses
par la Chambre des représentants sur 10 ans
(milliards de dollars)



Le *Congressional Budget Office* estime que la « grande belle loi budgétaire » proposée par la Chambre devrait faire perdre leur assurance santé à au moins 10,9 millions d'Américains.

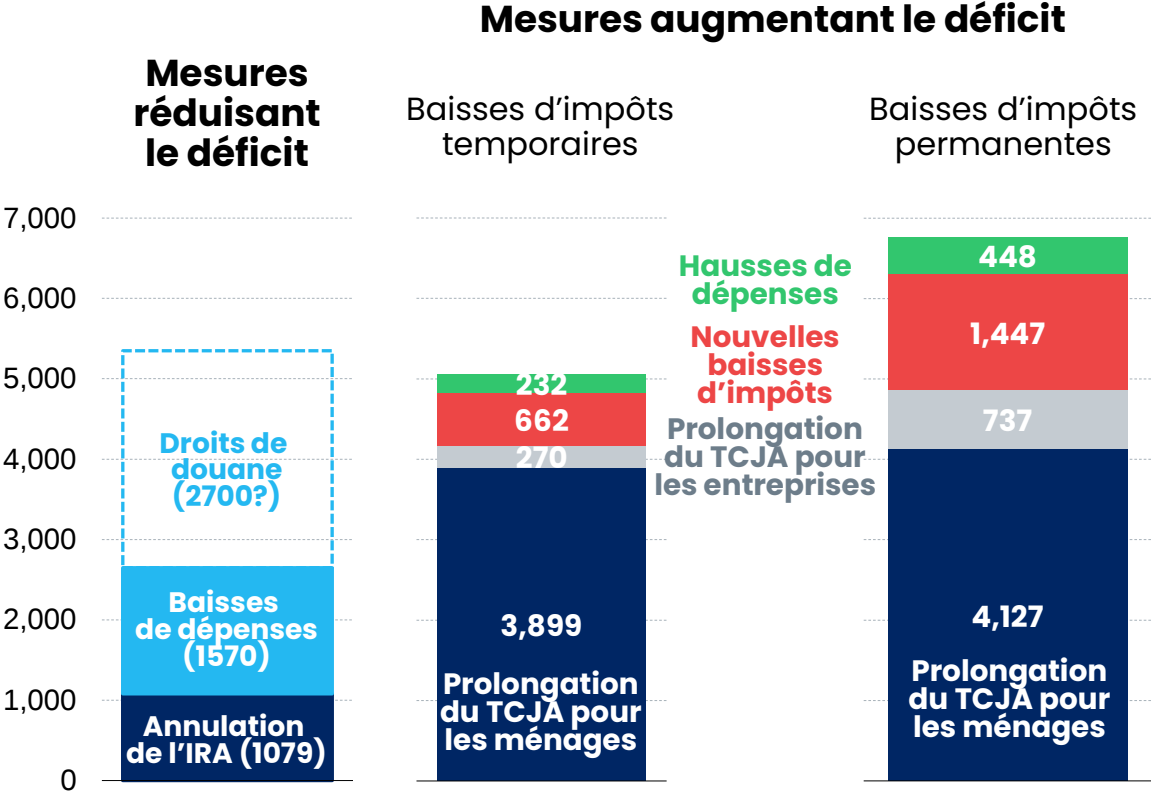


Près de 11 millions de personnes, soit environ 25% des bénéficiaires de l'aide alimentaire (dont plus de 4 millions d'enfants, un demi-million de personnes âgées de plus de 65 ans et d'adultes handicapés) risquent de perdre une partie au moins de leur aide alimentaire.

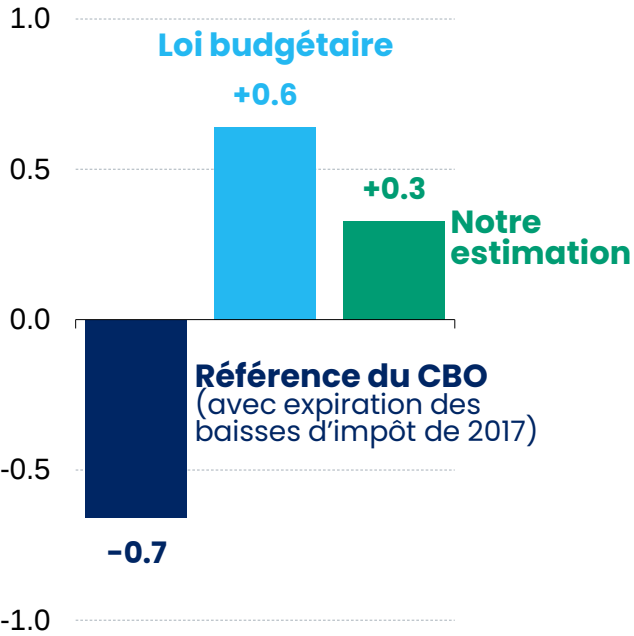


La « grande belle loi budgétaire » de D. Trump ne devrait que modérément stimuler l'activité...

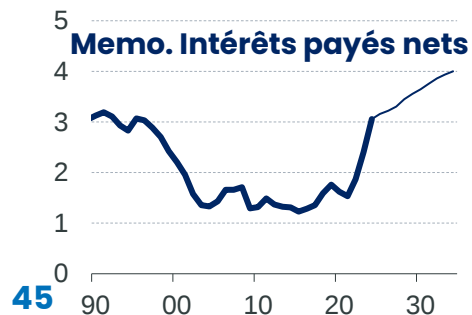
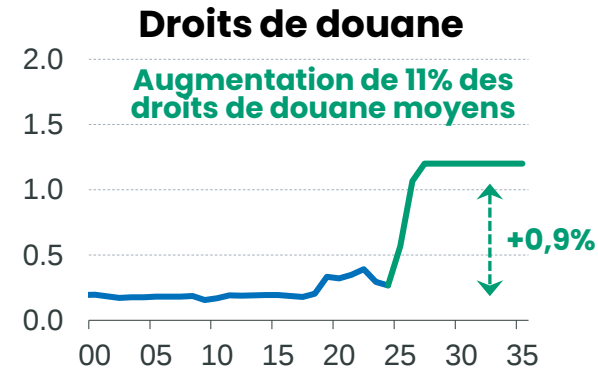
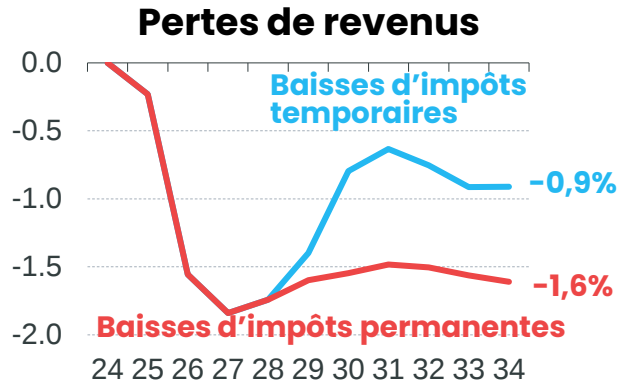
Projet de « grande belle loi budgétaire » (milliards de dollars, sur 10 ans)



Impulsion budgétaire en 2026 (% du PIB, année calendaire)

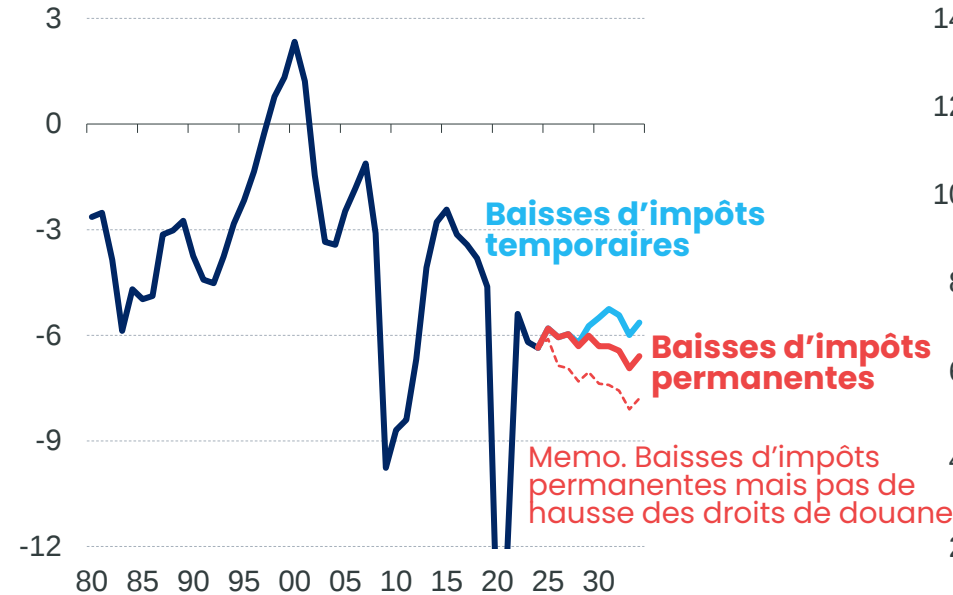


... et va dégrader encore l'équilibre budgétaire

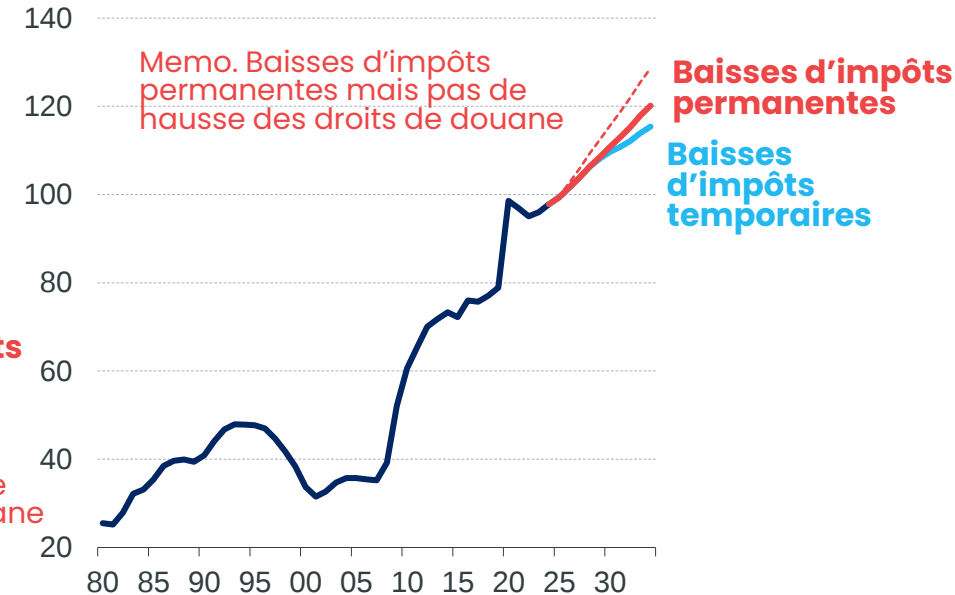


Solde budgétaire et dette du gouvernement fédéral (% du PIB, années fiscales)

Solde budgétaire



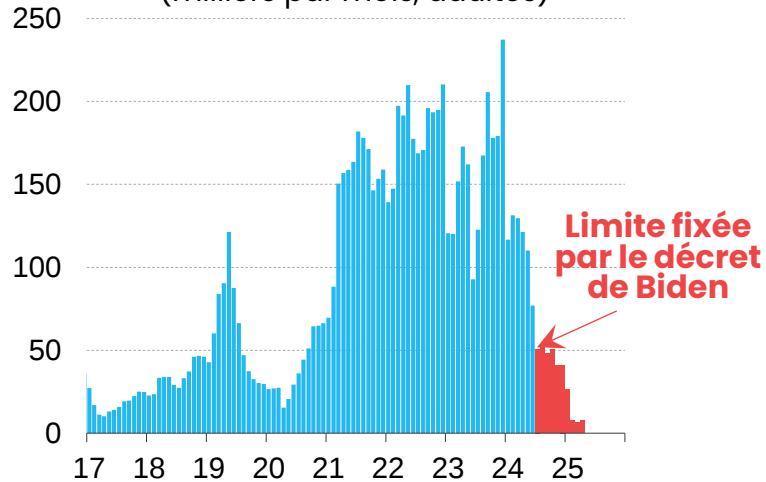
Dette de l'État fédéral



Les entrées illégales sur le territoire américain sont d'ores et déjà à l'arrêt

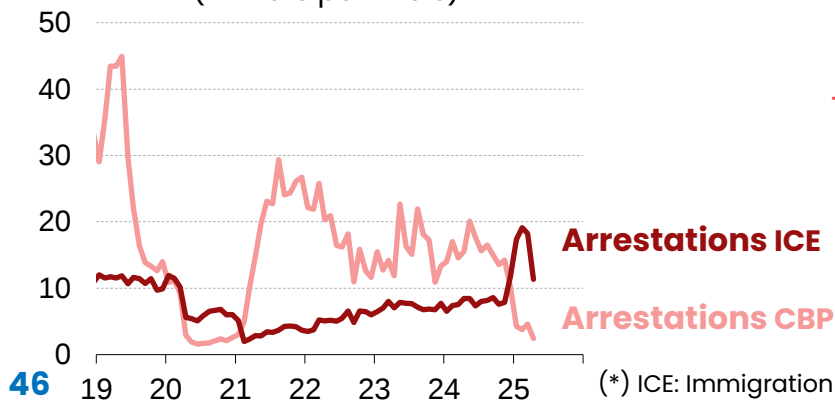
Personnes appréhendées à la frontière Sud-Ouest entre les points d'entrée

(milliers par mois, adultes)



Arrestations par ICE & CBP*

(milliers par mois)



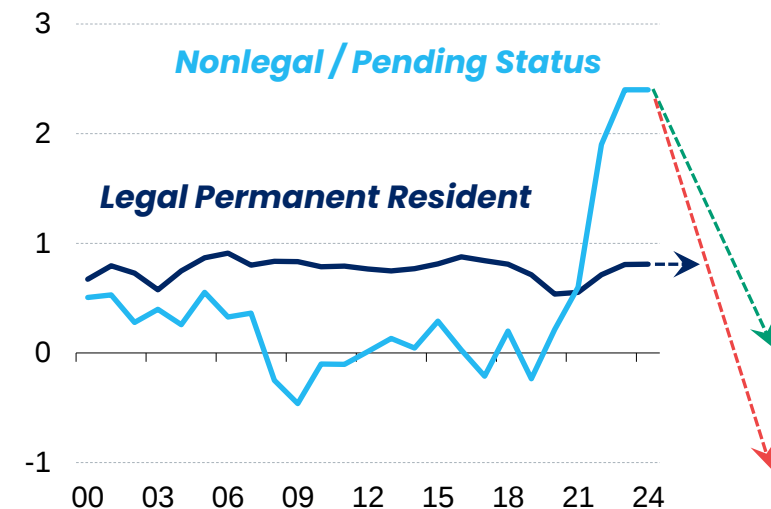
(*) ICE: Immigration and Customs Enforcement
CBP: Customs and Border Protection

Immigration

- Si l'immigration clandestine est arrêtée en 2025, l'augmentation de la population en âge de travailler serait réduite de 60 000 personnes par mois et celle de la main-d'œuvre de 40 000. Au lieu d'augmenter de +0,8 % par an, la population active n'augmenterait plus que de +0,5 %.
- L'expulsion de 1,2 million de migrants illégaux l'année prochaine ferait tomber la croissance de la main-d'œuvre à 0 %.

Immigration nette par catégorie

(glissement annuel, millions)

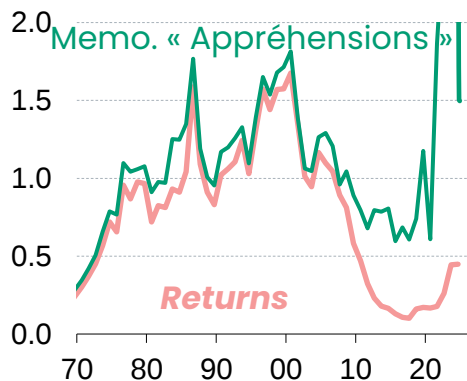
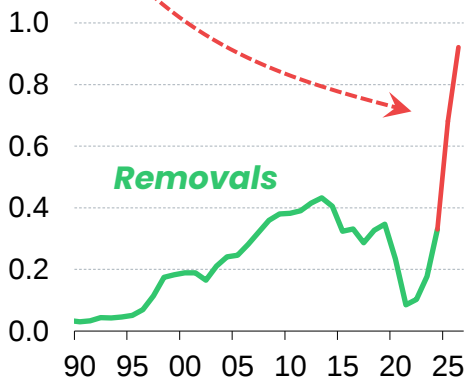
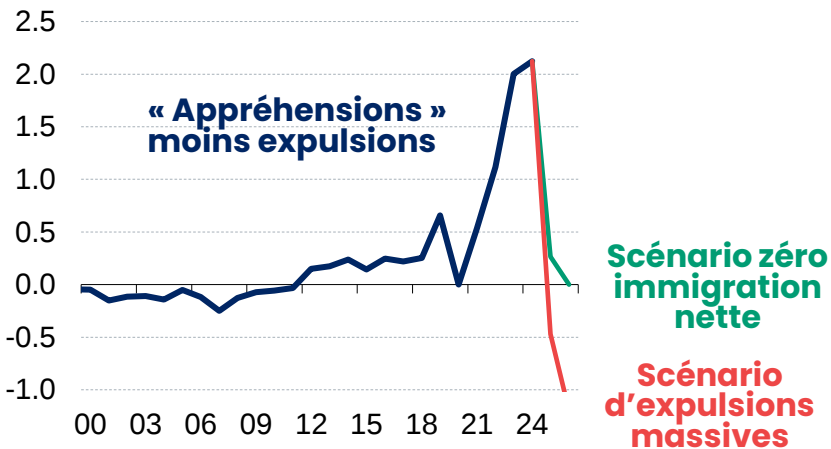
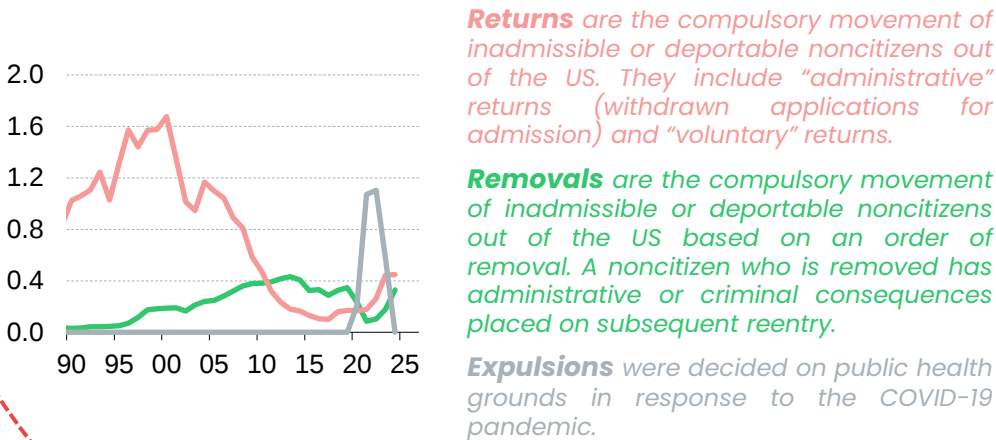


Les déportations massives promises par D. Trump n'ont, elles, pas (encore) eu lieu !

Immigration clandestine
(millions, rythme annuel, années fiscales)

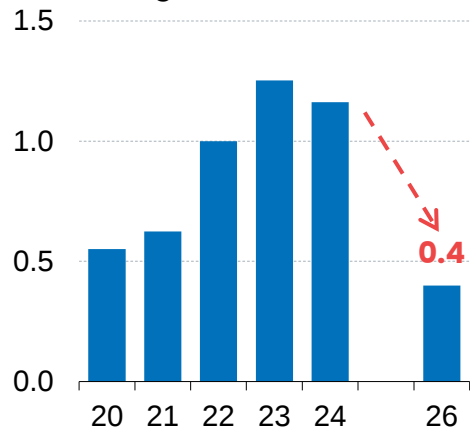


Expulsions
(millions, rythme annuel)

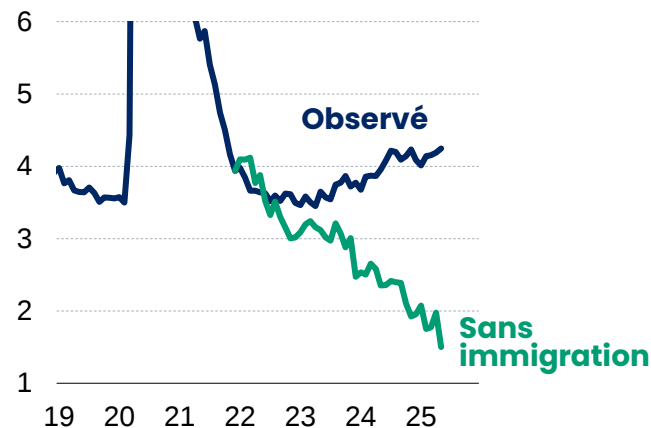


L'expulsion massive d'immigrés en situation irrégulière risque de pousser le potentiel de croissance en dessous de 1,5%...

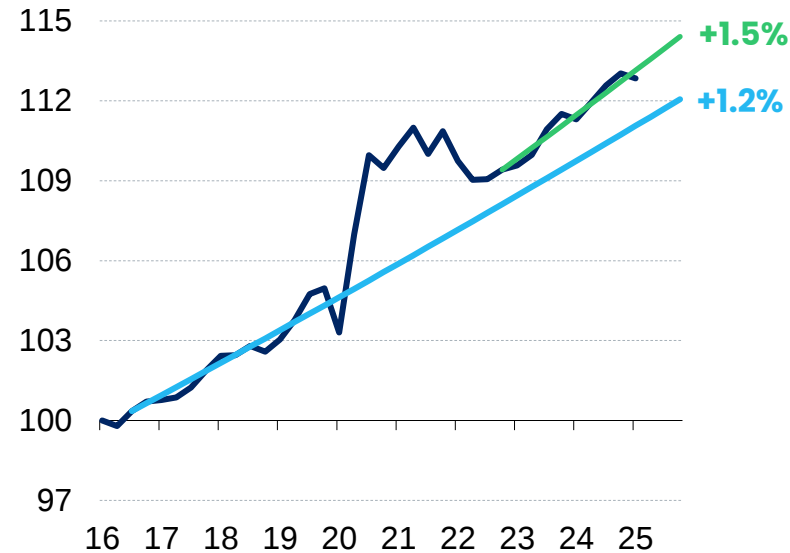
Population en âge de travailler
(% glissement annuel)



Memo. Taux de chômage
(%)



PIB réel par emploi
(T1 2016 = 100)



Compte tenu du ralentissement de l'immigration, le taux de croissance potentiel des États-Unis est estimé à 2 % au mieux :

$$0.5\% + 1.2 / 1.5\% = 1.7 / 2.0\%$$

Population en âge de travailler PIB réel par emploi Croissance potentielle

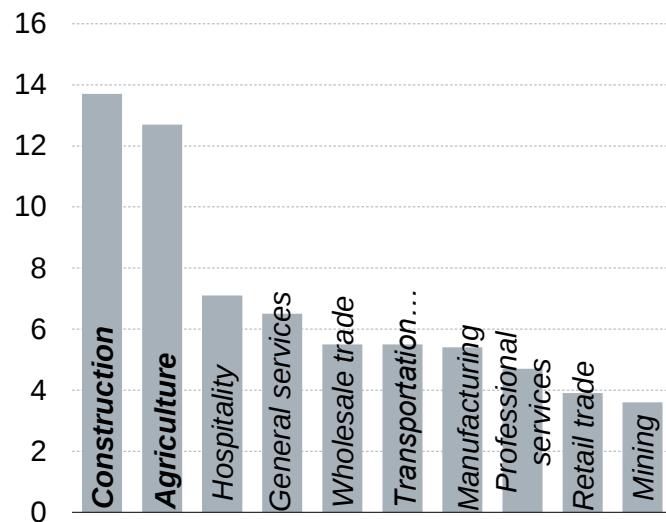
L'expulsion de 1,2 million d'immigrés illégaux par an réduirait la croissance potentielle à 1,5% au mieux :

$$0.0\% + 1.2 / 1.5\% = 1.2 / 1.5\%$$



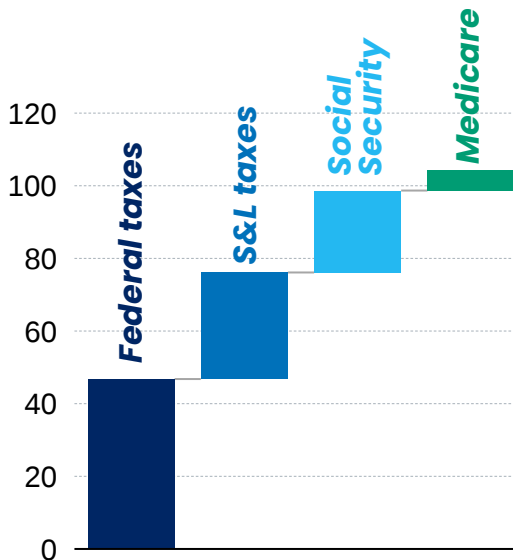
... et aurait un coût réel pour les États-Unis... son économie mais aussi ses finances publiques !

Poids des immigrants sans papiers dans l'emploi par secteur
(%, 2022)



Il y a environ 13,3 millions d'immigrés sans statut légal aux États-Unis.

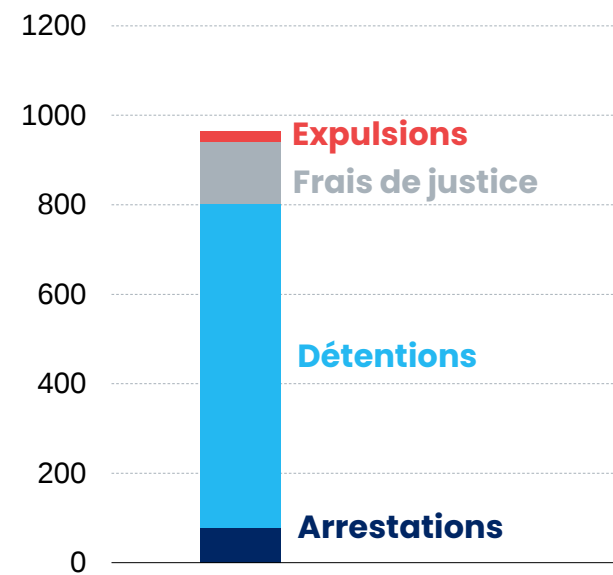
Contribution des immigrants sans papiers aux recettes budgétaires
(milliards de dollars, 2022)



Les immigrants avec ou sans papiers paient plus d'impôts qu'ils ne bénéficient de prestations publiques. Cato Institute (2023)

L'immigration augmente les recettes fédérales comme les dépenses obligatoires. **En net toutefois, le CBO estime que l'immigration permettrait de réduire le déficit public de 900 milliards de dollars sur la période 2025-34.**

Estimation du coût de l'expulsion des immigrants sans papiers
(milliards de dollars, en cumul sur 10 ans)

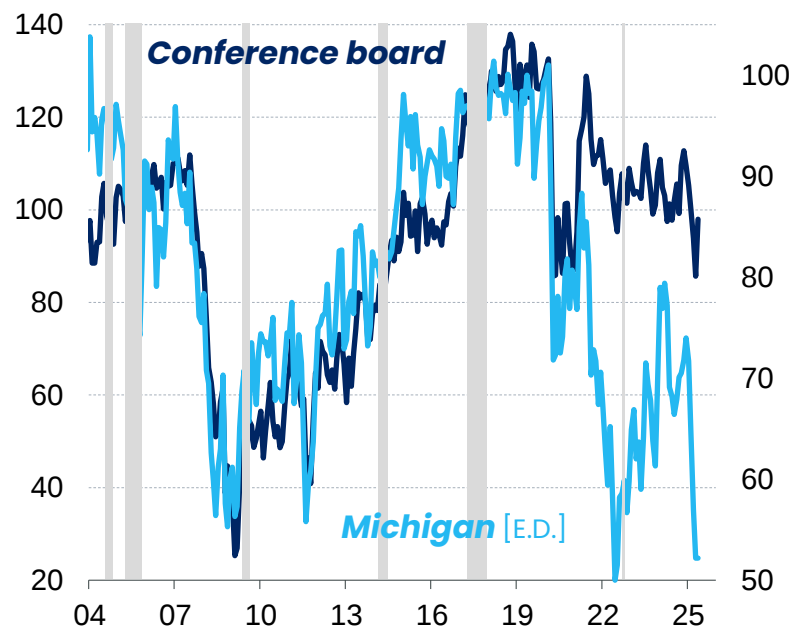


Expulsions des sans-papiers au rythme de 1 mln par an

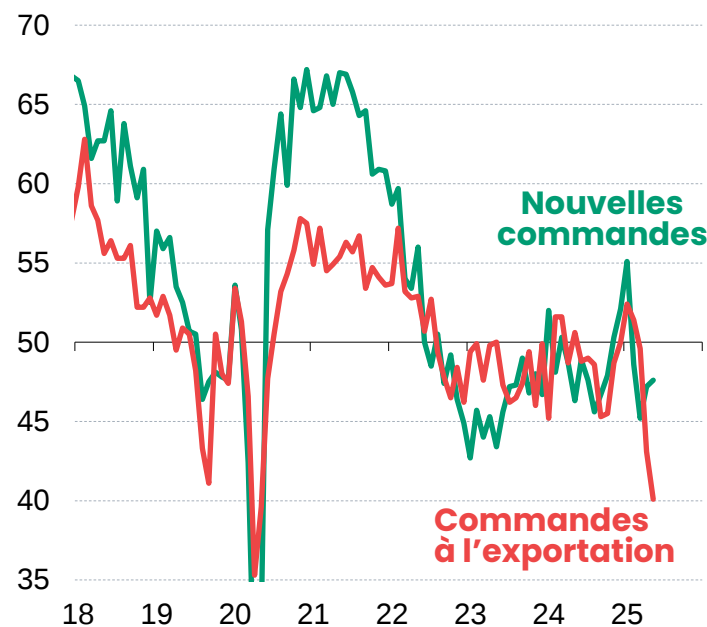


Le repli de la confiance des ménages comme des entreprises incite à la prudence

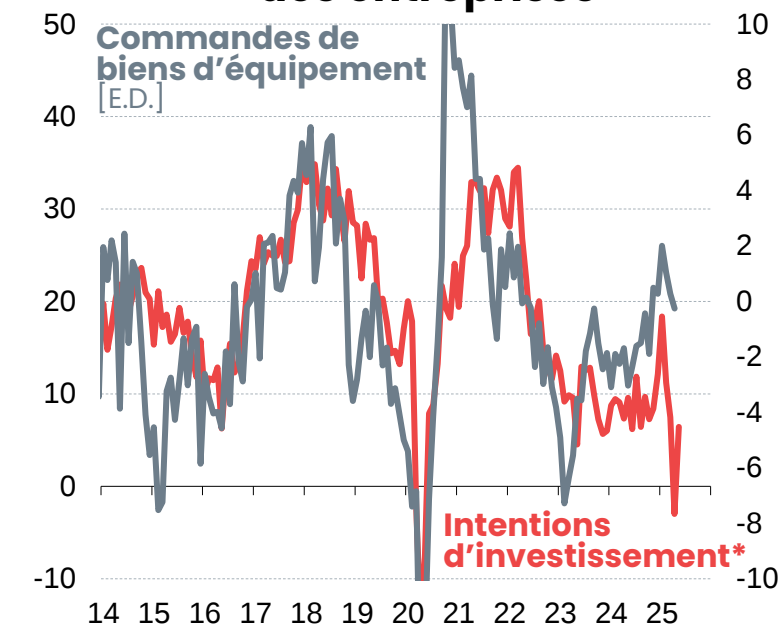
Deux mesures de la confiance des ménages



ISM manufacturier



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

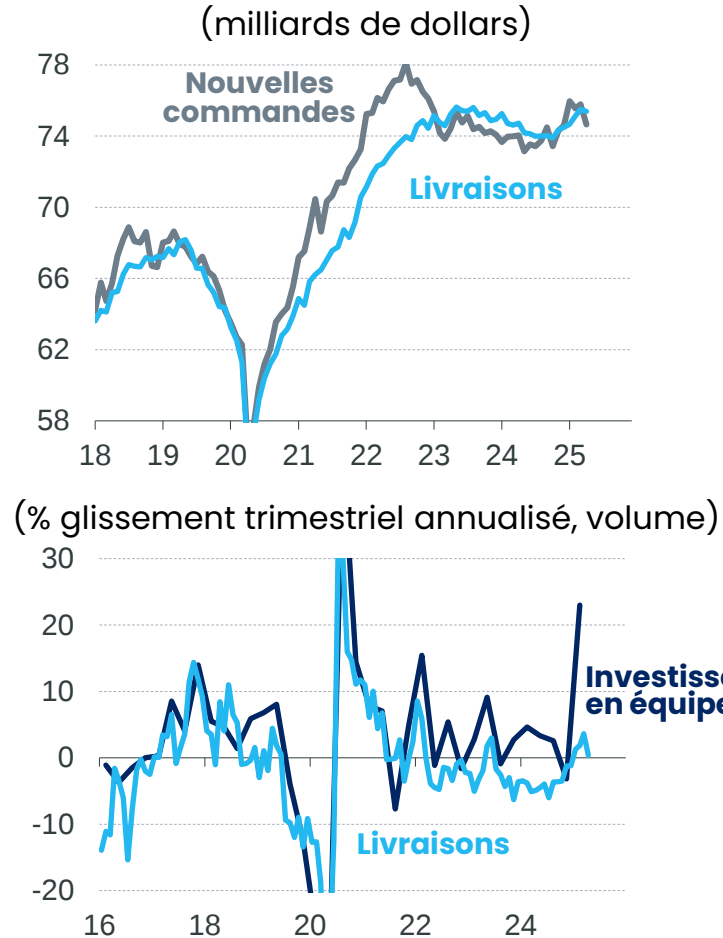


(*) Moyenne pondérée des enquêtes régionales (New York, Philadelphie, Dallas, Kansas, Richmond).

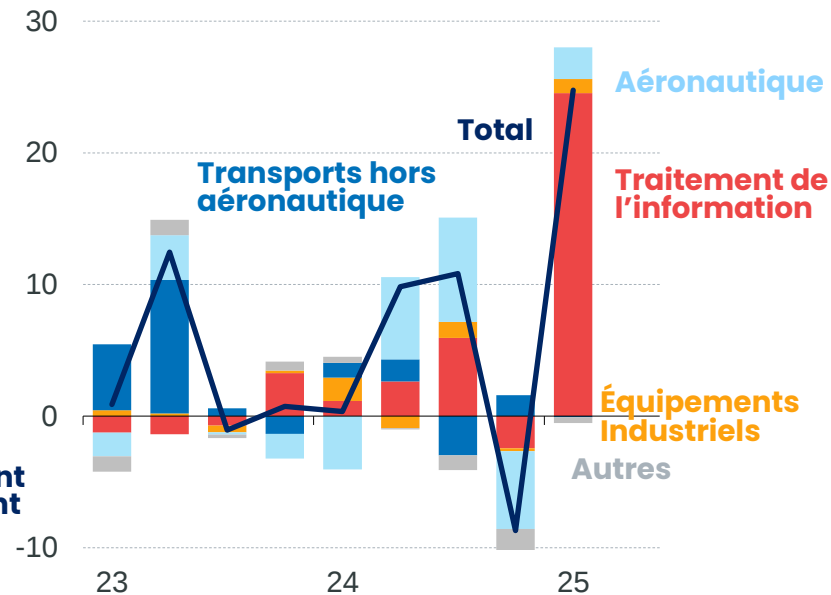


L'incertitude risque de freiner l'investissement des entreprises

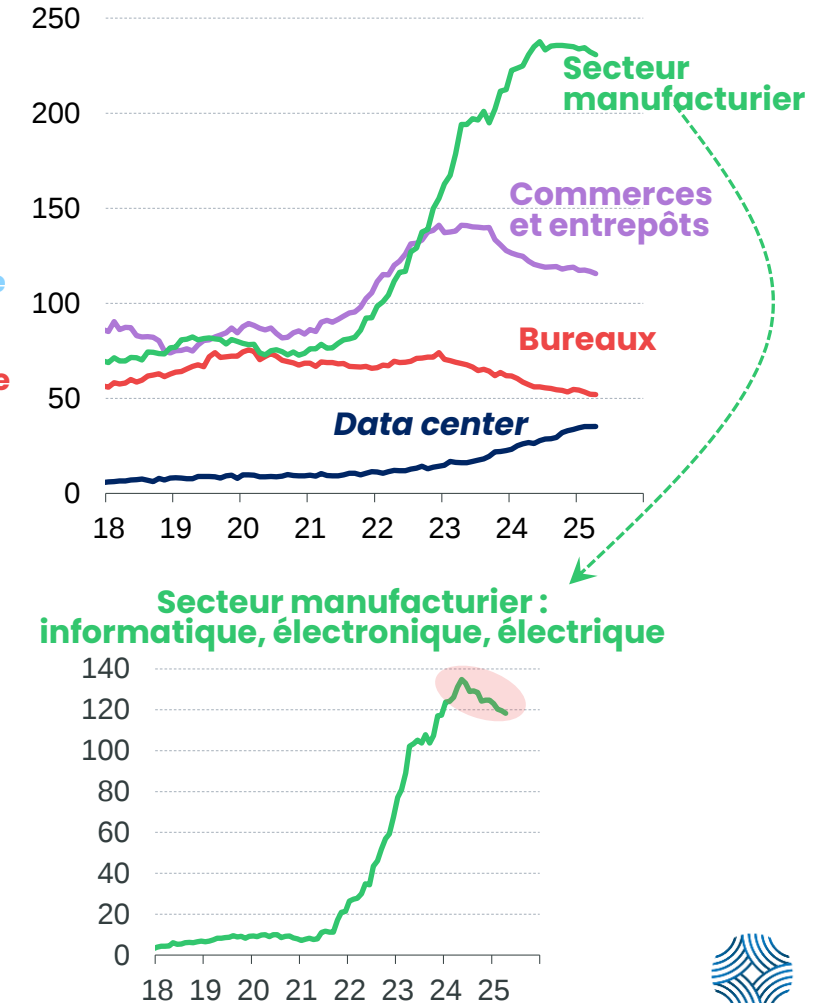
Nouvelles commandes, livraisons et investissement en équipement (hors défense et aéronautique)



Contribution à l'investissement en équipement (% glissement trimestriel annualisé)



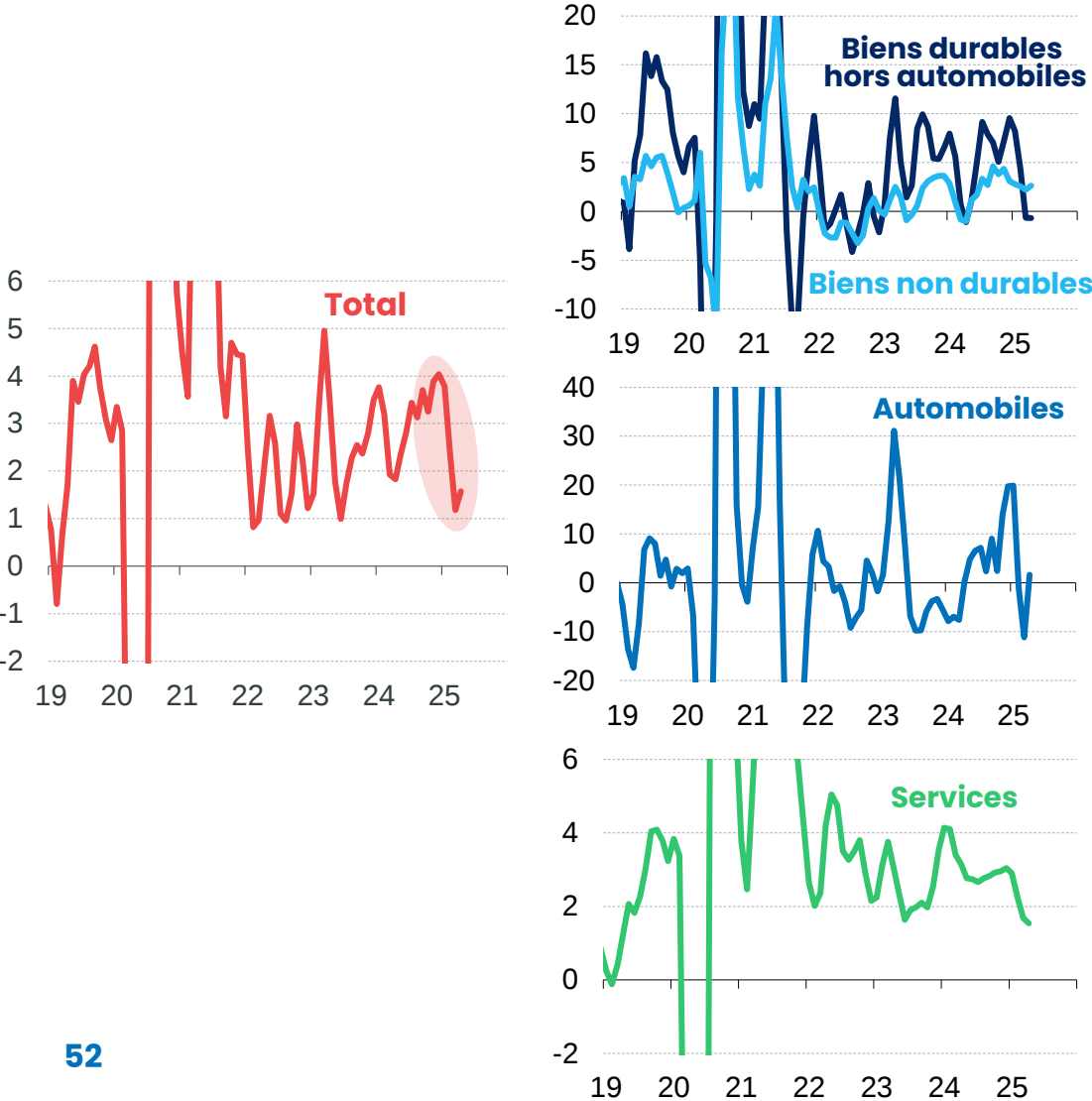
Investissement privé en construction non résidentielle (milliards de dollars, valeur, rythme annuel)



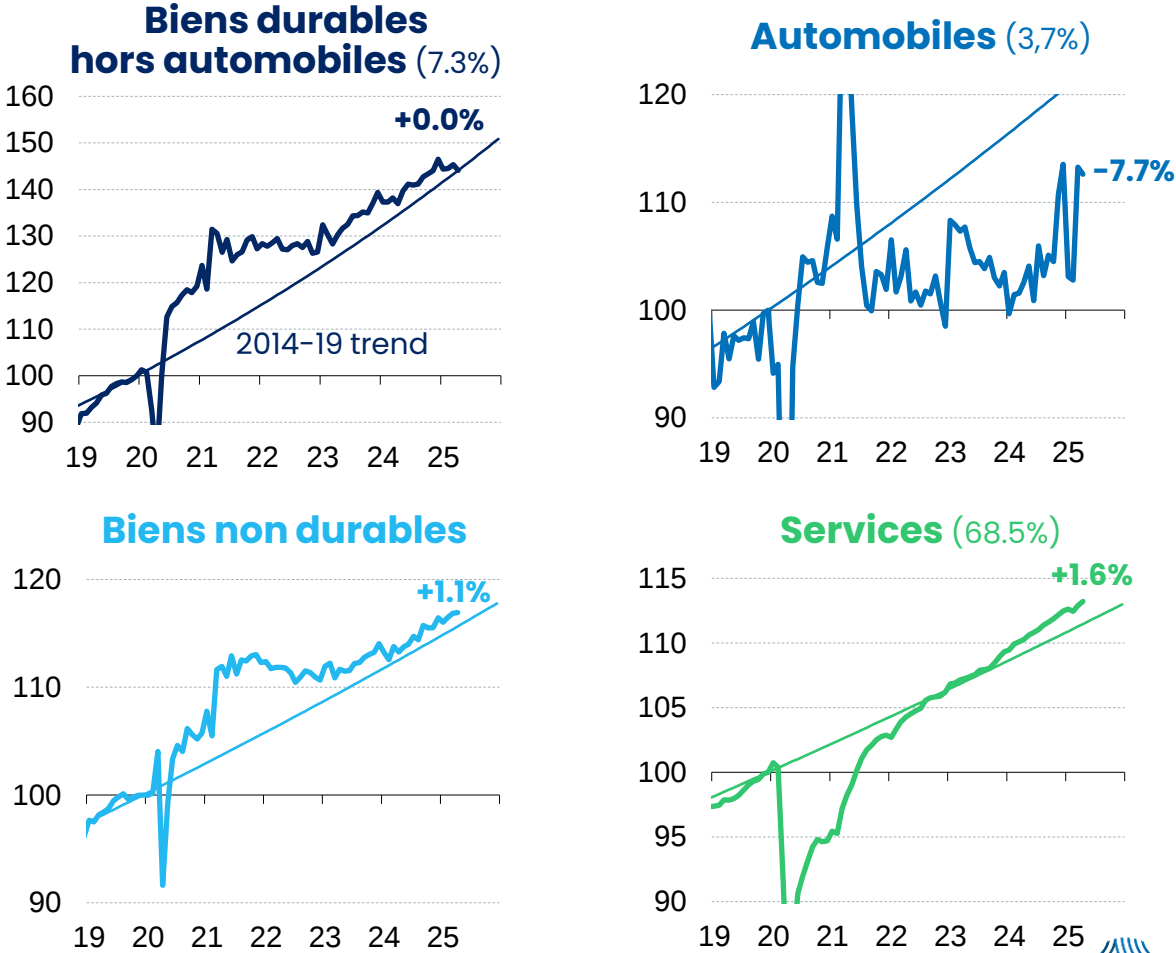
La consommation des ménages a ralenti, mais reste solide

Consommation réelle

(% contribution / 3 mois, rythme annuel, moyenne mobile sur 3 mois)

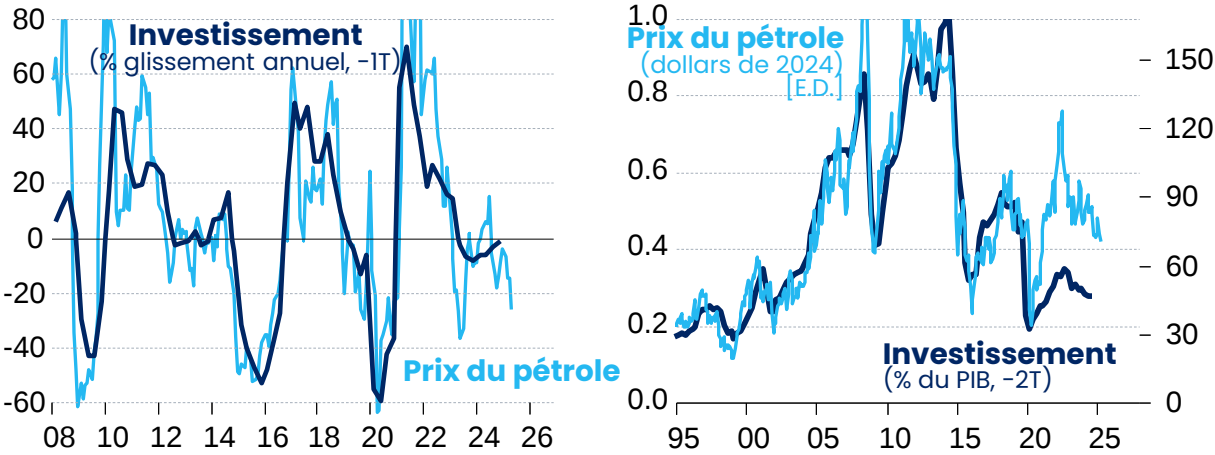
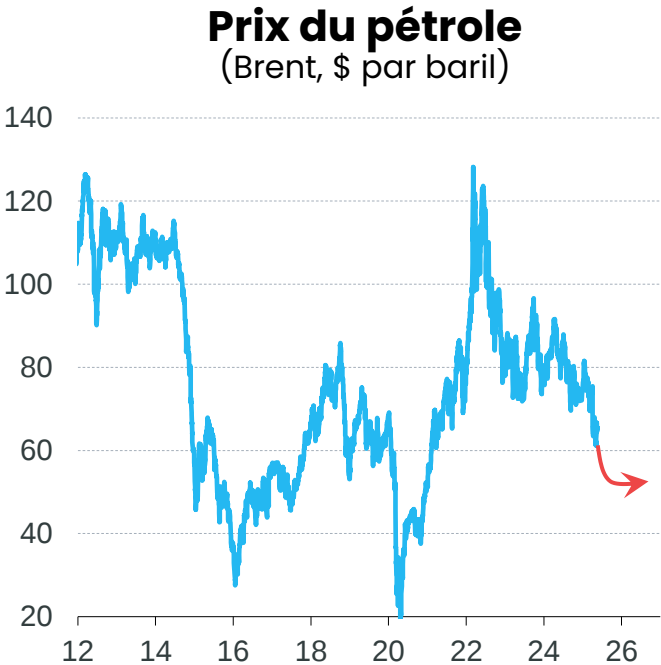


(décembre 2019 = 100, volume)

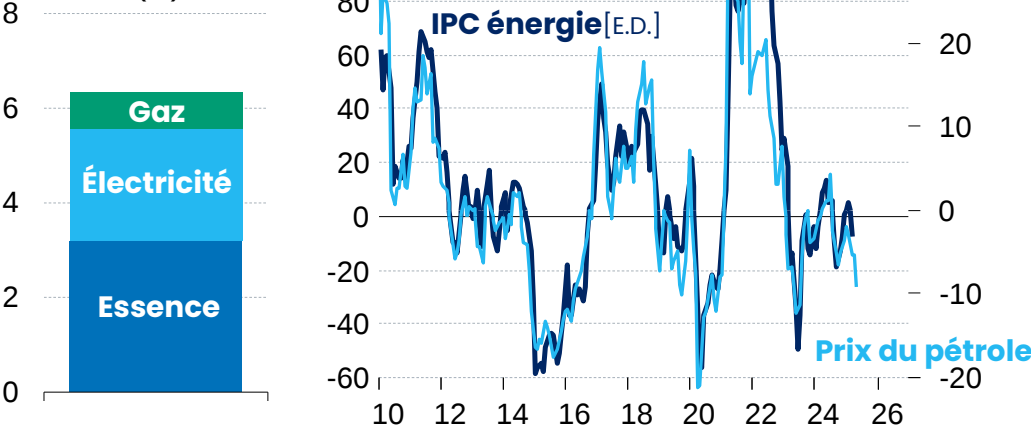


La baisse des prix de l'énergie va fournir un soutien modeste à l'activité...

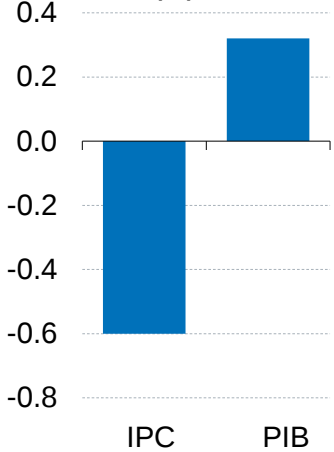
Investissement dans les structures pétrolières et prix du pétrole



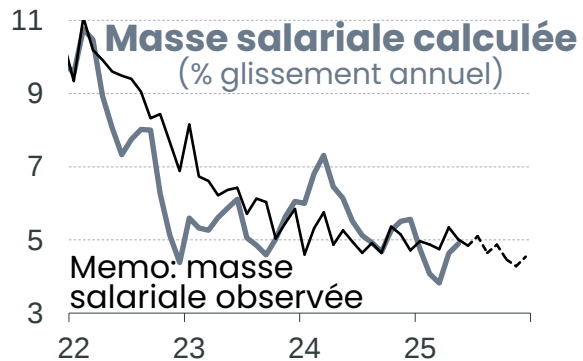
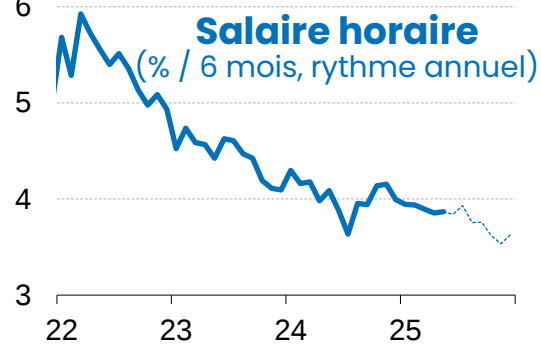
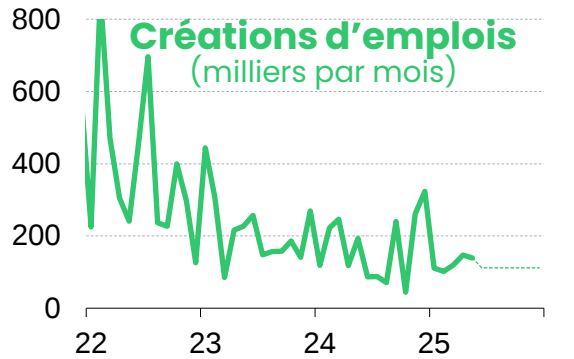
Part de l'énergie dans l'IPC et prix du pétrole



Effet d'une baisse du prix du baril de pétrole de 75\$ à 50\$ (%)

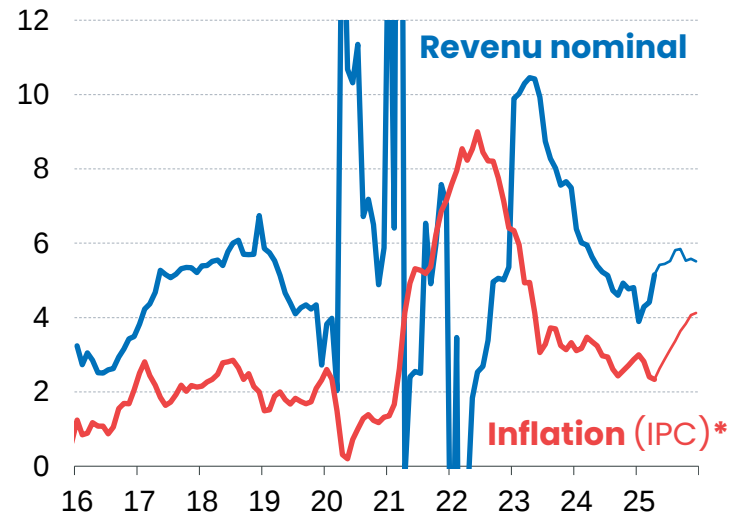


... qui ne compensera pas la baisse de pouvoir d'achat liée à la hausse des droits de douane



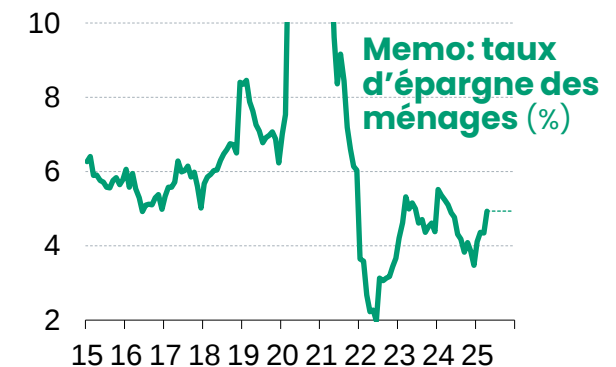
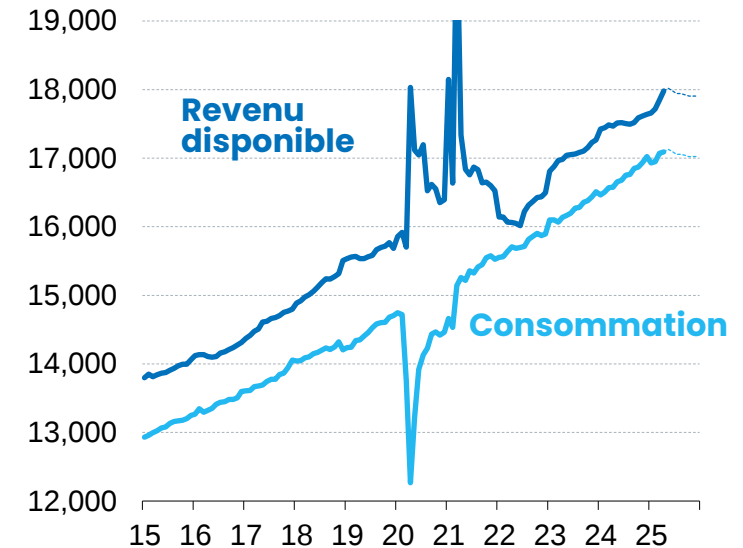
54

Revenu disponible et inflation
(% glissement annuel)



(*) Projection avec des droits de douane supplémentaires de 35% sur la Chine, de 5% sur le Mexique et le Canada, de 15% sur les 15 autres pays les plus excédentaires vis-à-vis des États-Unis, de 10% sur le reste du monde et des droits de douane de 25% sur certains secteurs (automobiles, acier et aluminium, produits pharmaceutiques et semi conducteurs).

Revenu disponible et consommation des ménages
(milliards de dollars chaînés de 2017, rythme annuel)



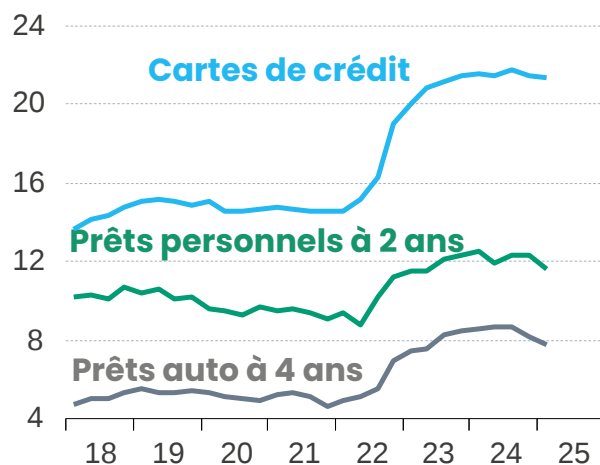
Sources : LSEG Datastream, BLS, BEA, Candriam

JUIN 2025

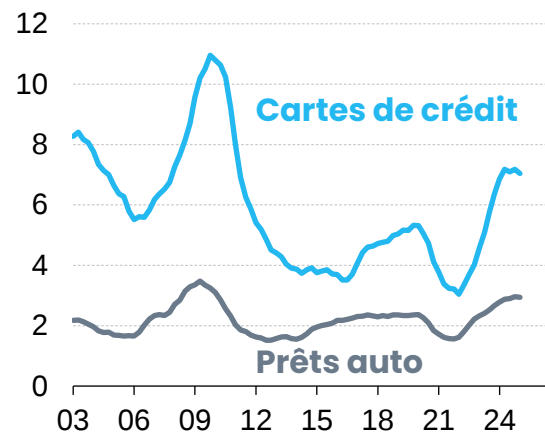


La fin du moratoire sur les prêts étudiants pourrait aussi peser un peu sur la consommation

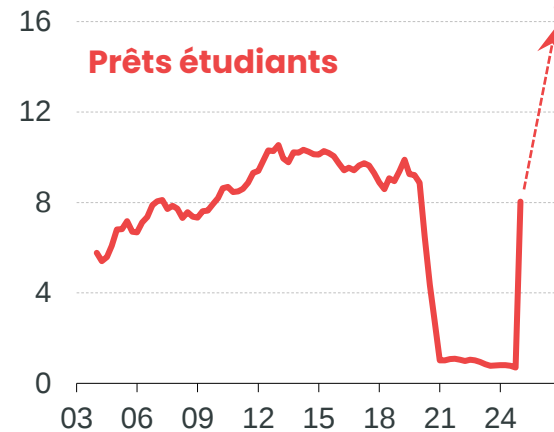
Taux d'intérêt sur le crédit à la consommation (%)



Taux de défauts à 90 jours ou plus (% de l'encours des prêts)



Prêts étudiants

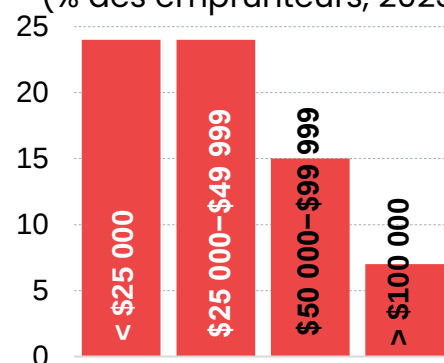


Crédit à la consommation (% du revenu disponible, moyenne mobile sur 12 mois)



Retards de paiement sur les prêts étudiants par niveau de revenu

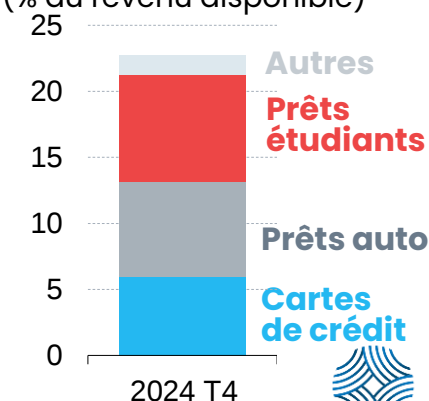
(% des emprunteurs, 2023)



Selon le *Department of Education*, près de 10 millions d'emprunteurs pourraient être en défaut de paiement d'ici quelques mois. Près du quart de l'encours de prêts étudiants serait alors en défaut de paiement.

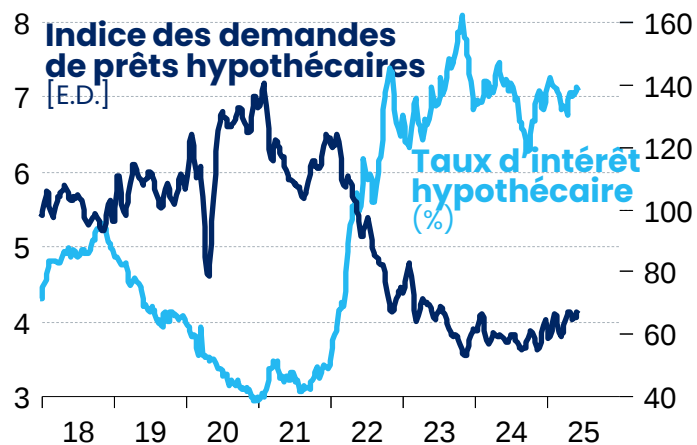
Si les remboursements de prêts étudiants retrouvaient leur niveau d'avant Covid, cela représenterait 40 milliards de dollars par an de remboursements supplémentaires (soit 0,15% du PIB). Si certains emprunteurs doivent rattraper des retards de paiement, ce chiffre pourrait doubler.

Encours de crédit à la consommation (% du revenu disponible)



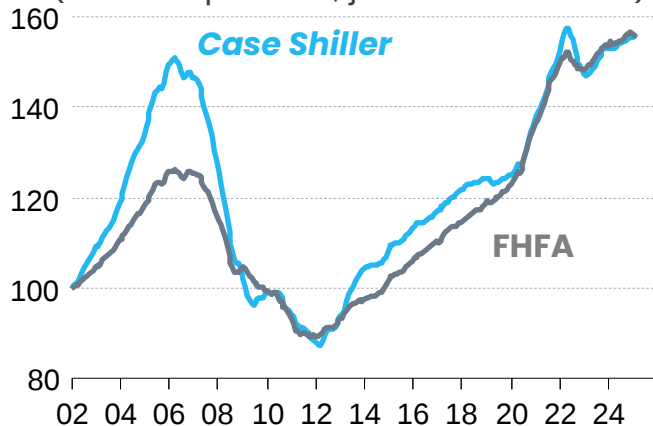
L'investissement résidentiel n'a pas de raison de soutenir beaucoup la croissance

Demandes de prêts hypothécaires et taux d'intérêt



Prix immobiliers

(déflatés par l'IPC, janvier 2002 = 100)

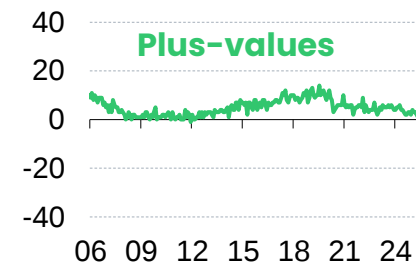
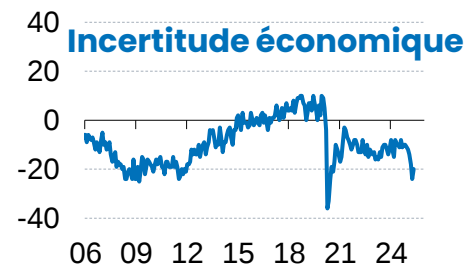
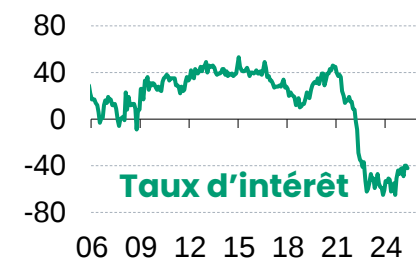
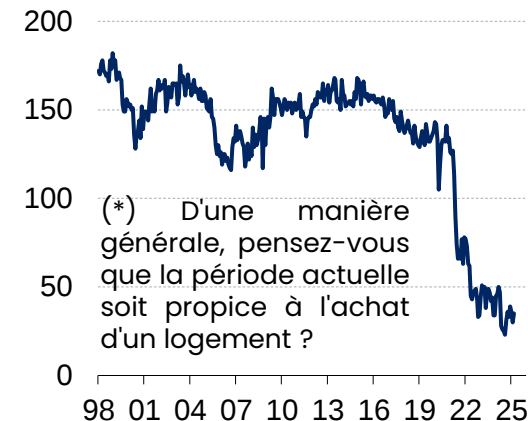


Mensualité d'un emprunt hypothécaire pour une maison au prix médian (dollars / mois)



Conditions d'achat de maisons, par motifs (enquête du Michigan auprès des ménages)

Indice des intentions d'achat*



Au sein de l'Administration américaine, la ligne modérée – celle de Bessent – semble l'avoir emporté... pour l'instant !

Effets sur l'économie (%)

L'économie plie mais ne rompt pas

Choc de politique économique et de confiance

		PIB	Taux de chômage	Inflation		PIB	Taux de chômage	Inflation
Droits de douane	20% en plus sur la Chine et 10% universels (sauf Mexique et Canada)	-0.5	+0.5	+0.8	35% de plus sur la Chine, 5% sur le Mexique et le Canada, 15% sur les « dirty 15 », 10% sur le reste du monde, 25% sur les secteurs de l'automobile, l'acier et l'aluminium, la pharmacie et les semiconducteurs**	-1.3	+1.3	+2.0
Immigration	Arrêt de l'immigration illégale	-0.1	-0.1	-0.3	Expulsion de 0,6 million d'immigrés illégaux	-0.2	-0.4	-0.7
Budget	Baisses de dépenses du DOGE + « grande belle loi budgétaire »	+0.2	-0.2		Baisses de dépenses du DOGE + « grande belle loi budgétaire »	+0.2	-0.2	
Total		-0.4	+0.2	+0.5*		-1.3	+0.7	+1.3*

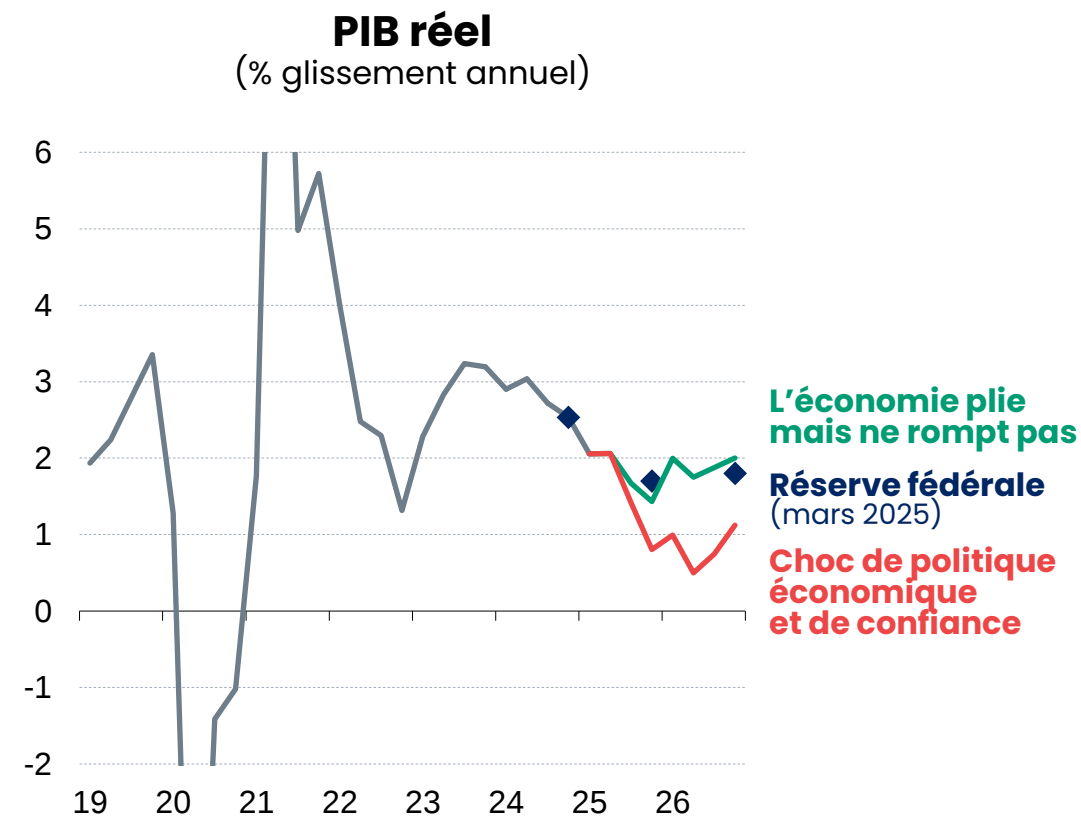
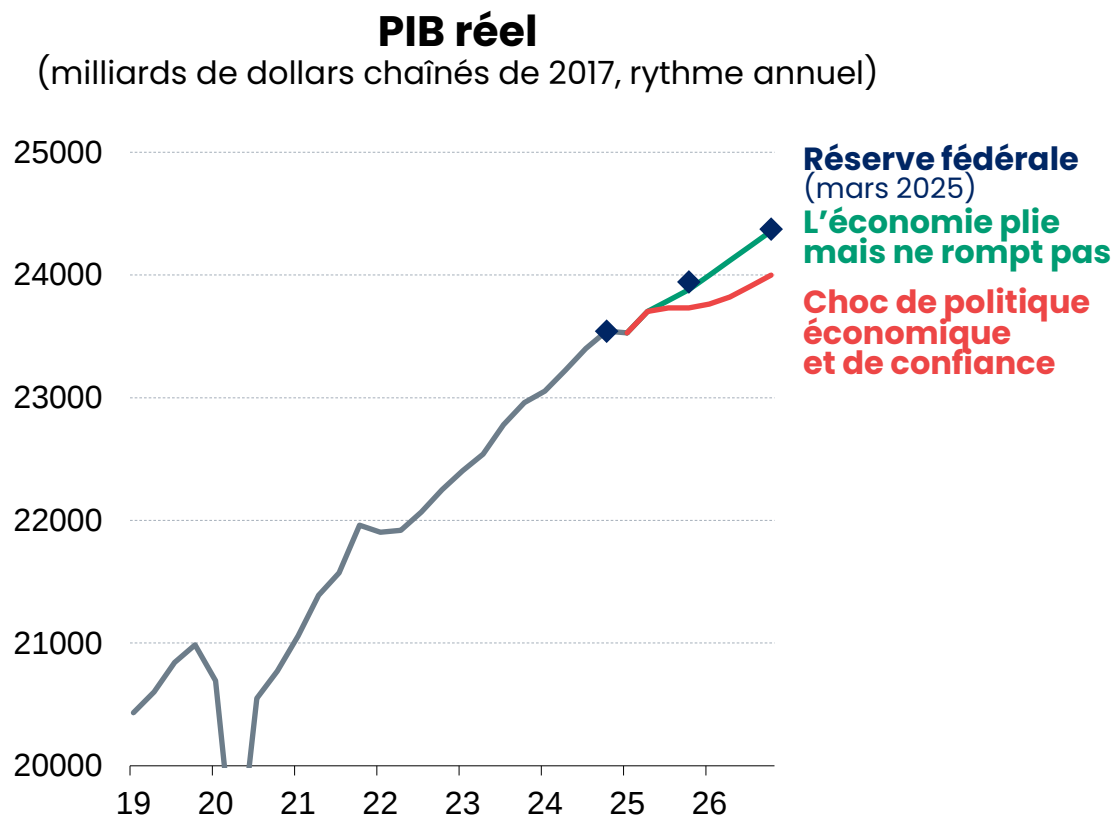
(*) L'inflation pourrait être légèrement freinée par la déréglementation du secteur de l'énergie.

(**) Équivalent à 60% de plus sur la Chine et 10% sur le reste du monde.

L'effet mécanique de la hausse des droits de douane et le climat d'incertitude conduisent à un net ralentissement de l'activité.

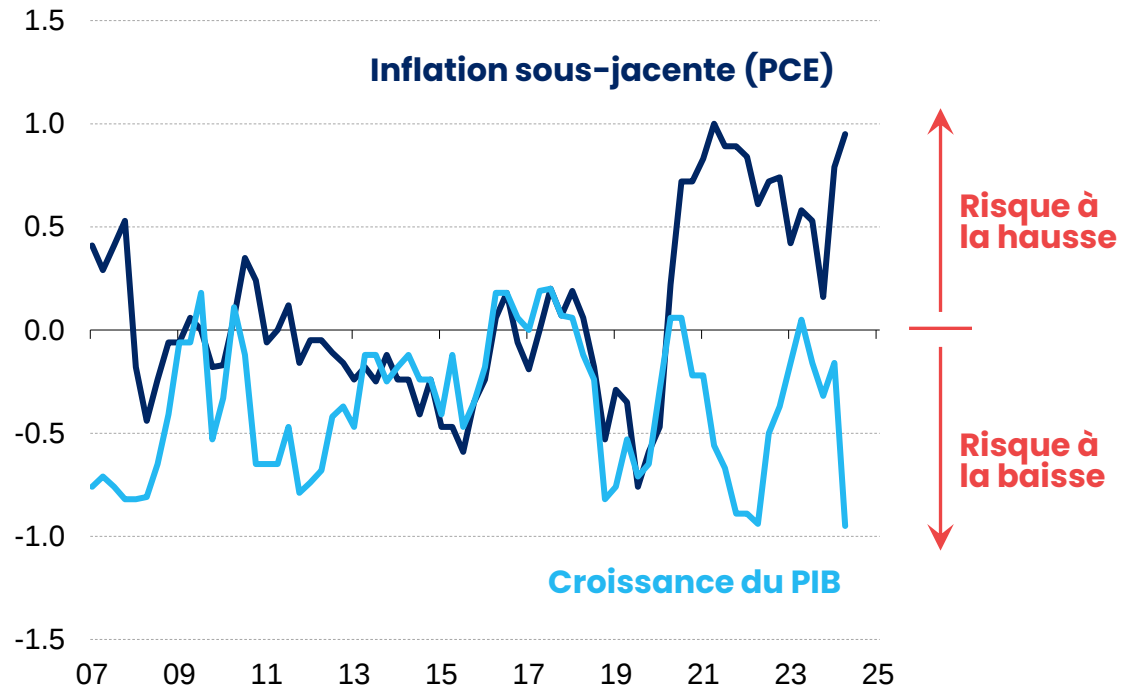


La hausse des droits de douane et la montée de l'incertitude n'en risquent pas moins de freiner sensiblement la croissance

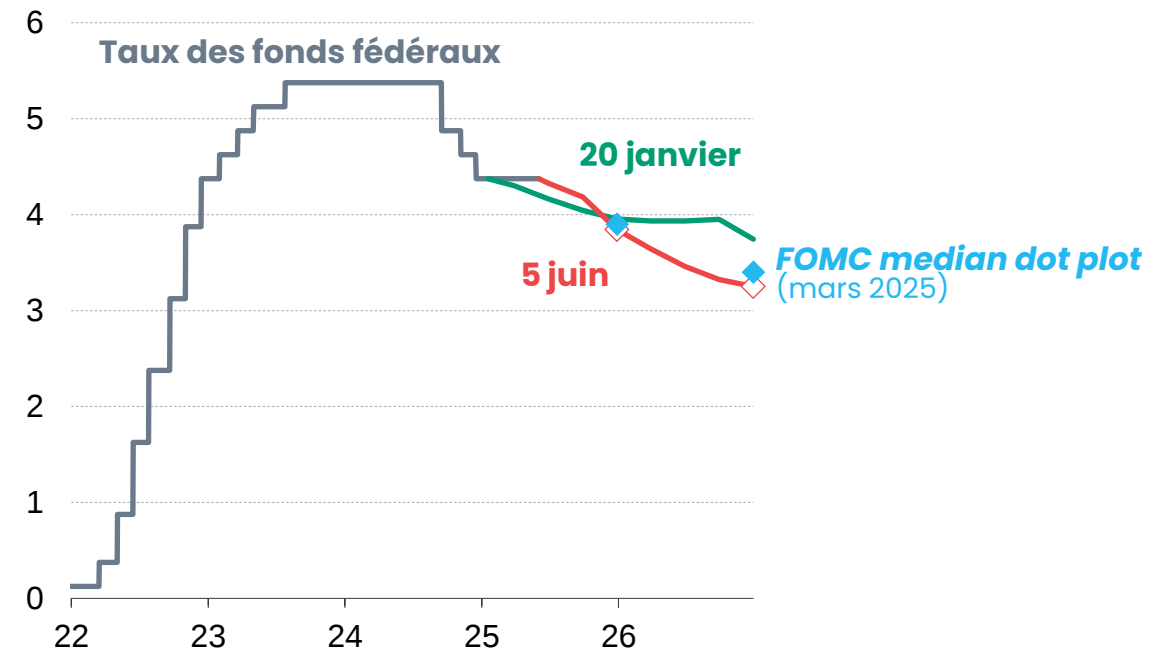


Dans ce contexte, la Réserve fédérale a toutes raisons de rester patiente

**Indice de diffusion de la perception
du risque des membres du FOMC**
(>0 = risque à la hausse)

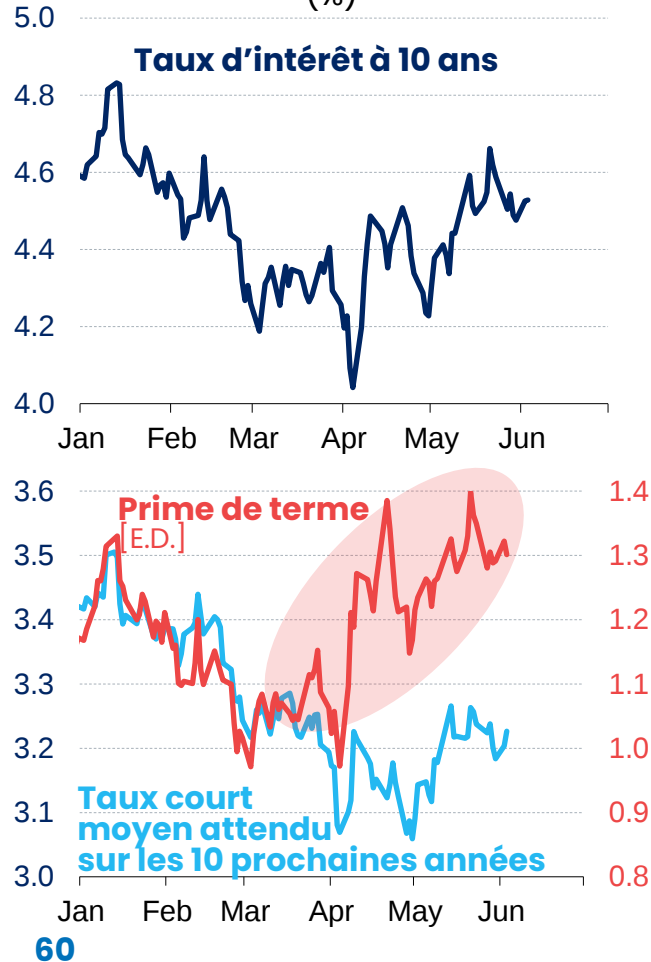


Taux des fonds fédéraux
(%)

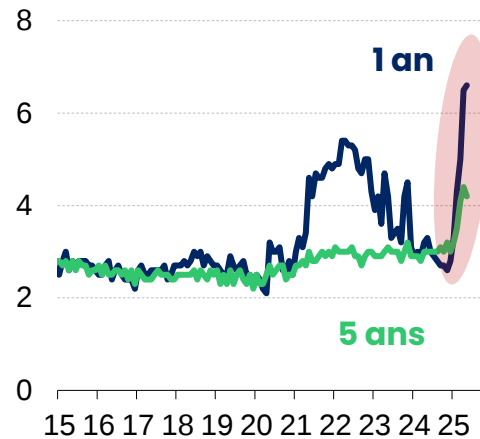


L'augmentation de la prime de terme a poussé les taux d'intérêt à 10 ans du Trésor à la hausse

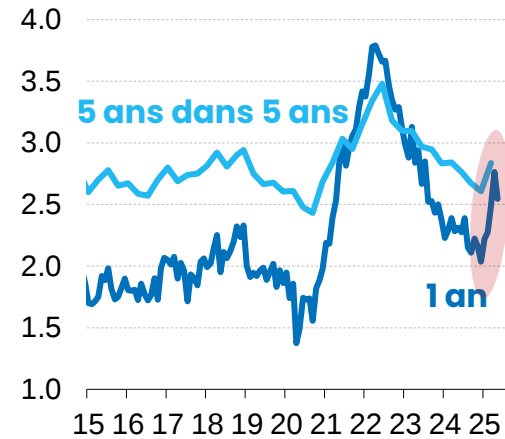
**Décomposition du
taux d'intérêt à 10 ans
du Trésor américain
(%)**



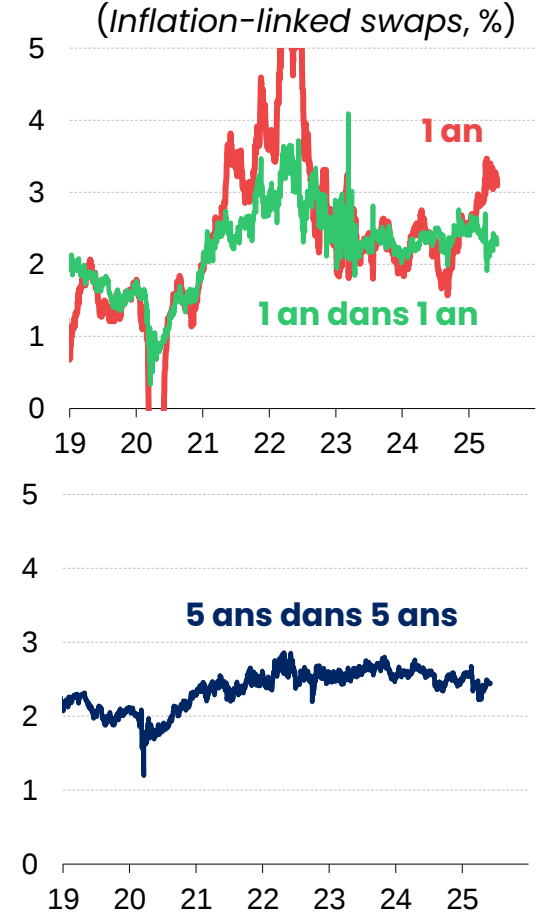
**Anticipations d'inflation
des ménages
(%, rythme annuel,
enquête du Michigan)**



**Anticipations d'inflation
des entreprises
(%, rythme annuel,
Réserve fédérale d'Atlanta)**

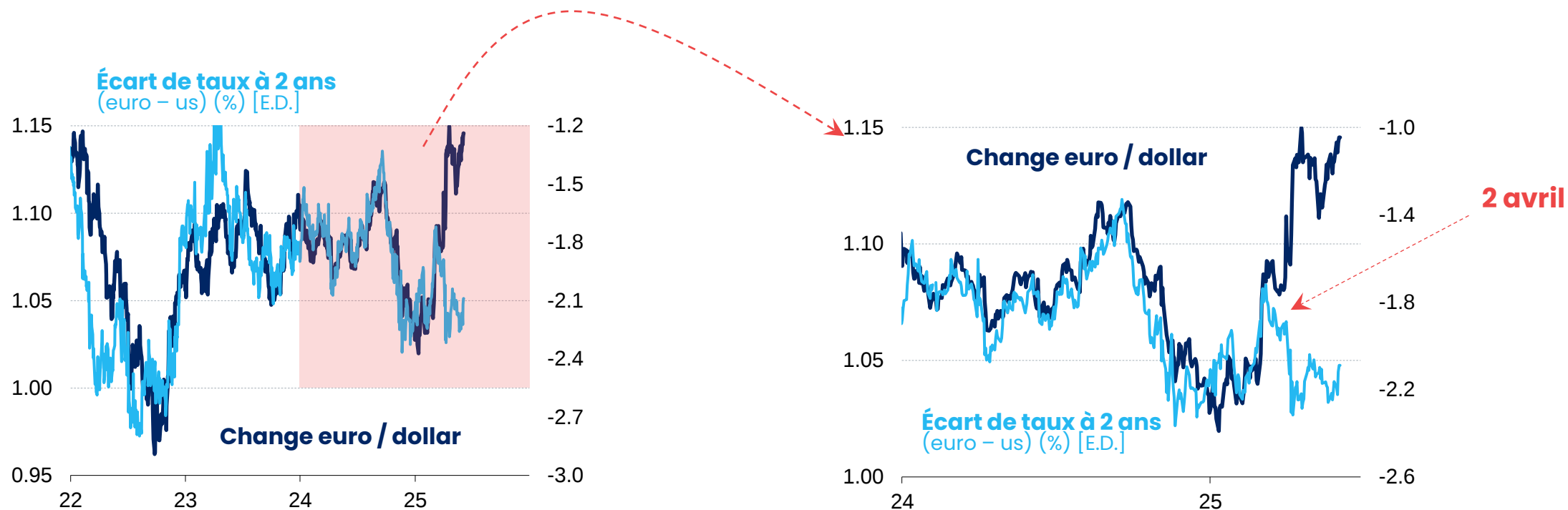


**Anticipations d'inflation
des intervenants
de marché
(Inflation-linked swaps, %)**



Depuis le 2 avril, le cours de change de l'euro / dollar ne suit plus les écarts de taux

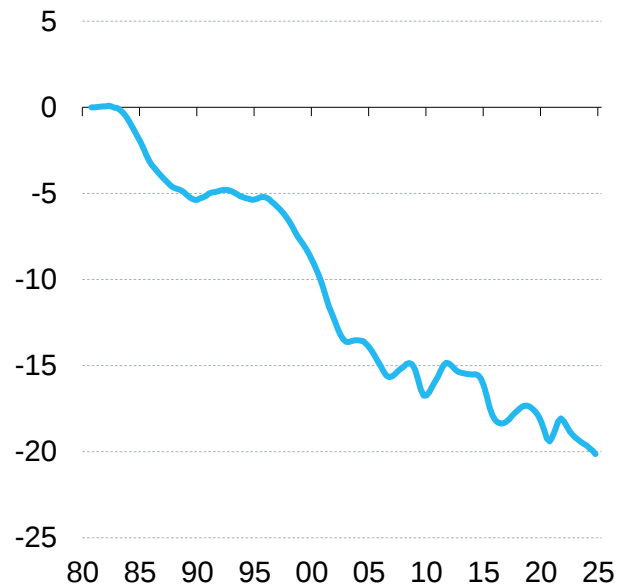
Écarts de taux anticipés et change de l'euro / dollar



Éroder la confiance dans le dollar est un jeu dangereux !

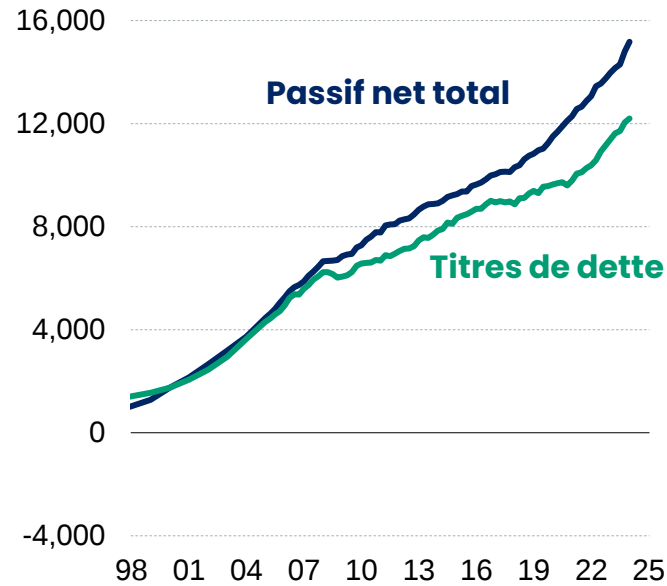
Solde courant américain en cumul depuis 1980

(% du PIB du reste du monde hors États-Unis)



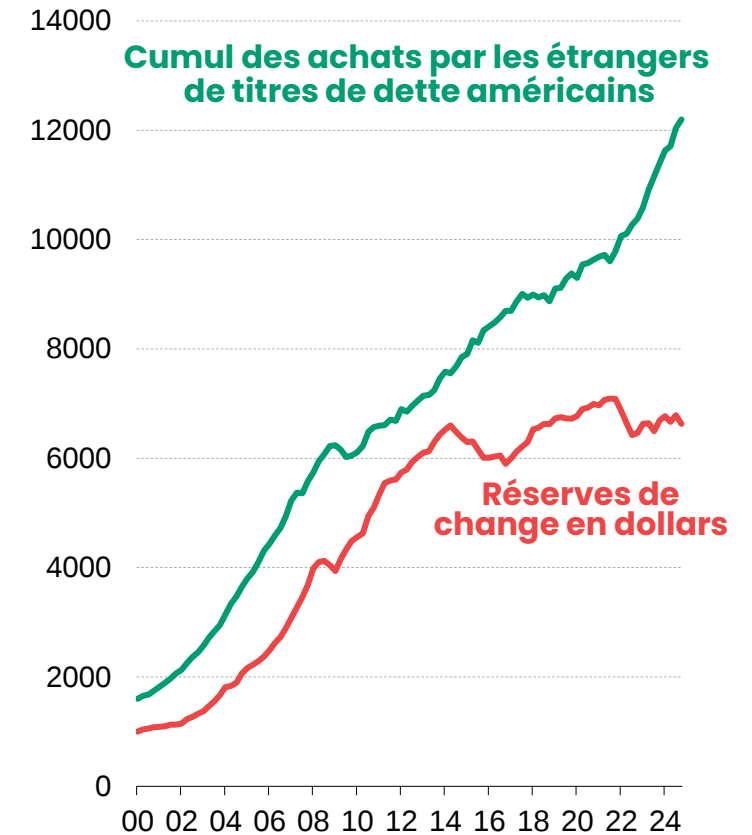
Passif net des États-Unis vis-à-vis du reste du monde

(flux cumulés depuis 1998, milliards de dollars)



Financement du déficit courant américain et réserves de change en dollar

(milliards de dollars)





Focus. Le dollar américain

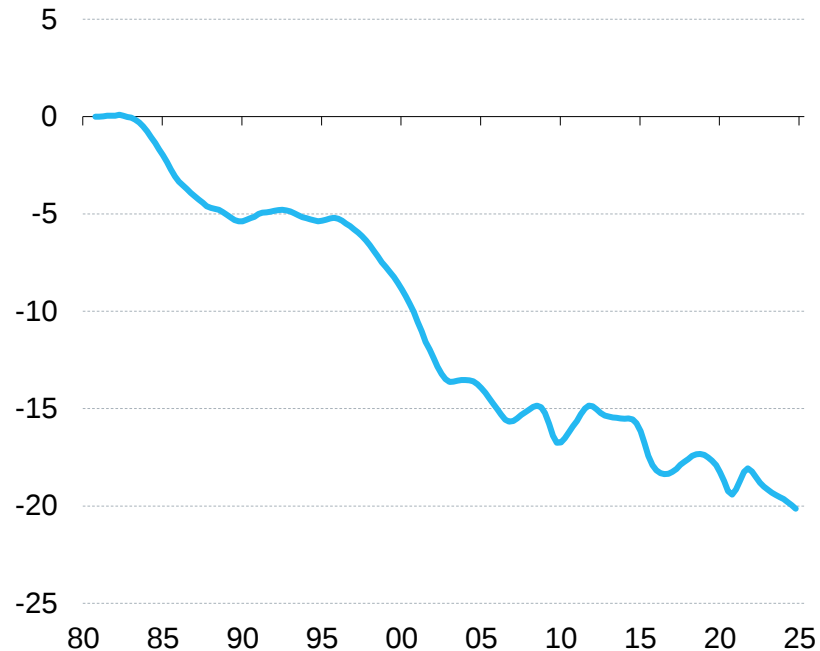
Partie 1. Un cadre d'analyse



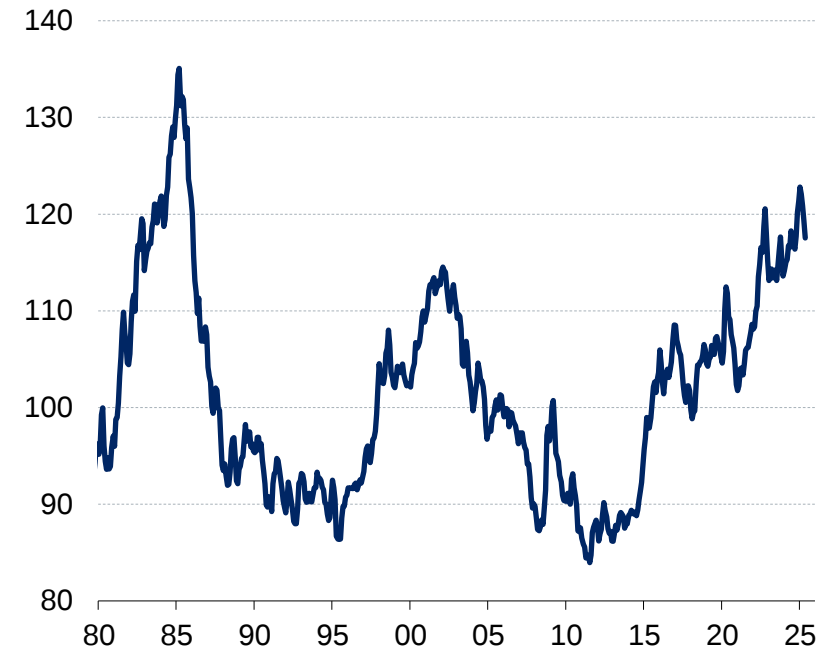
Au cours des dernières décennies, les États-Unis n'ont cessé d'accumuler des déficits courants... mais le dollar est loin de s'être déprécié !

Solde courant américain en cumul depuis 1980

(% du PIB du reste du monde hors États-Unis)



Taux de change effectif réel du dollar (indice)

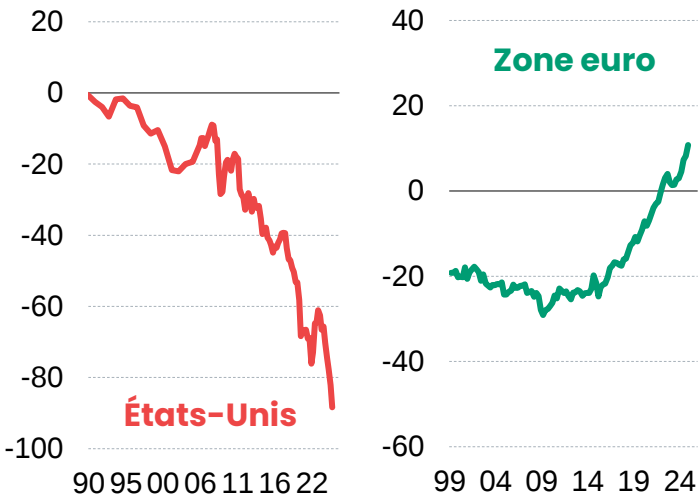


Dans les économies développées, la globalisation financière est une réalité

Position extérieure nette des États-Unis et de la zone euro à fin 2024

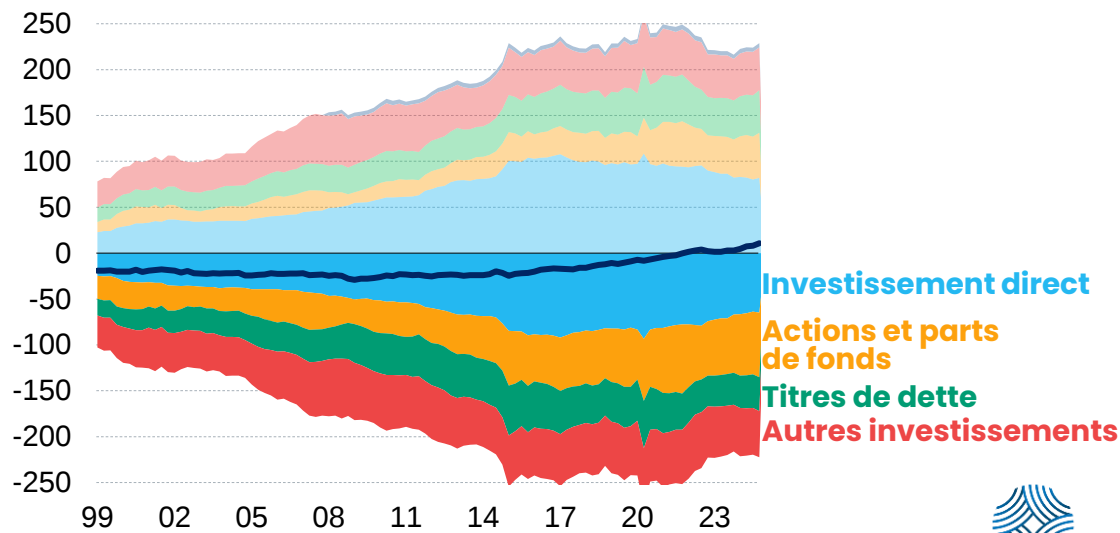
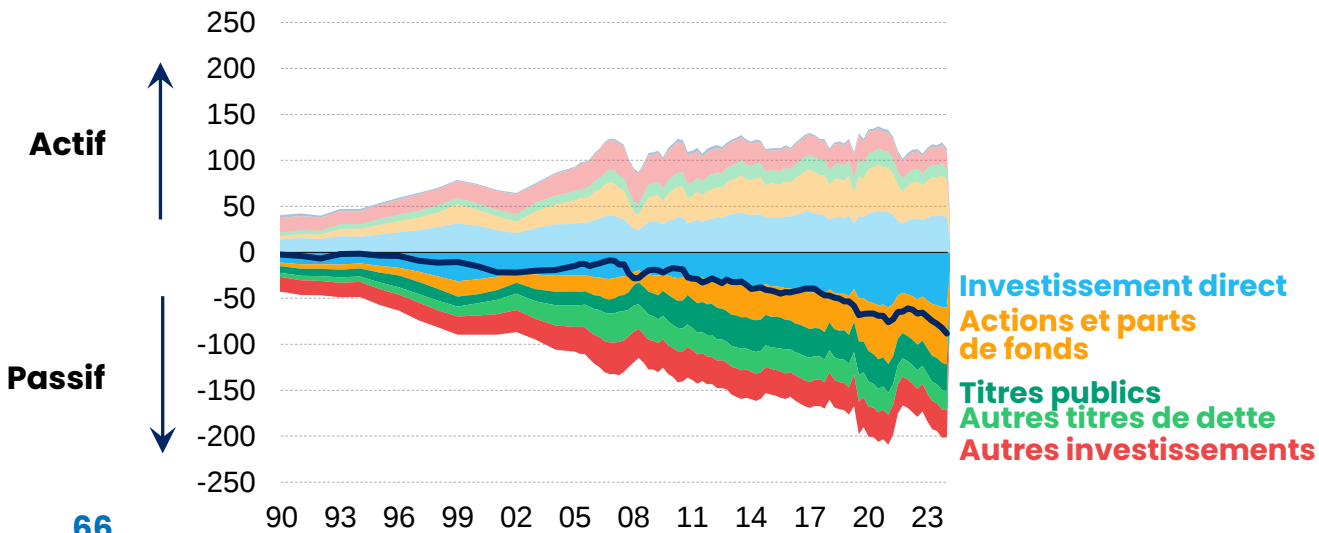
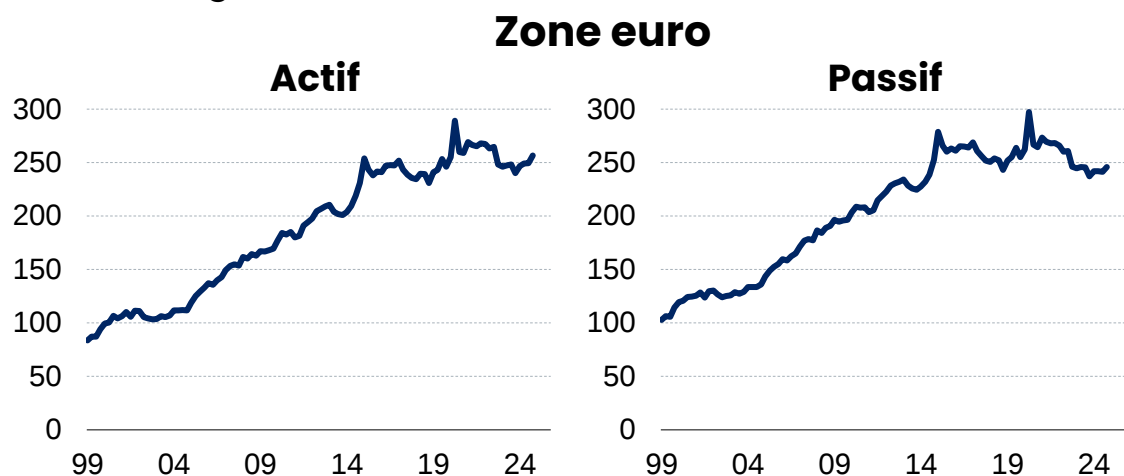
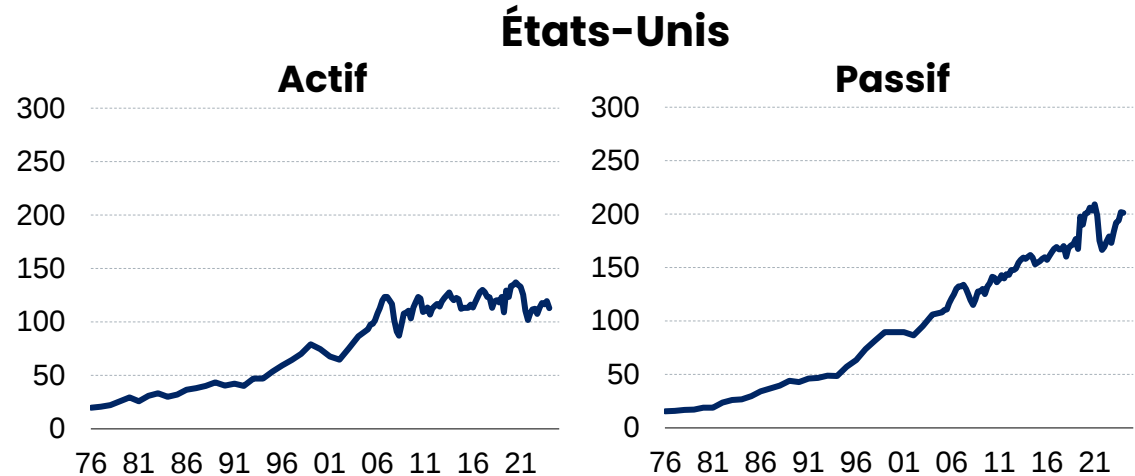
(milliards de dollars)	États-Unis		Zone euro	
	Actif	Passif	Actif	Passif
Investissement direct	11 265	17 837	13 068	10 310
Investissement de portefeuille	15 873	33 087	15 172	17 090
- Actions	12 109	18 443	7 837	11 221
- Obligations	3 764	14 644	7 335	5 869
Autres investissements	5 521	8 909	7 434	7 981
Réserves	910		1 444	
Total	33 569	59 834	37 118	35 381
Position extérieure nette		-26 264	+1 737	

Position extérieure nette (% du PIB du pays ou de la zone)



Rapportés à la taille des économies, les actifs et passifs financiers extérieurs ont considérablement augmenté

Position extérieure
(% du PIB du pays ou de la région)



La globalisation atténue l'influence des déséquilibres courants sur le change des grandes monnaies

F = cumul des déficits courants des États-Unis (en dollars)

X = dette financière totale émise par chaque pays (X est supposé être le même dans les deux zones)

W = richesse des résidents américains (en dollars)
et W^* = richesse des résidents européens (en monnaie locale)

$$W = X - F$$

$$W^* = X + \frac{F}{e}$$

Toutes les valeurs sont exprimées en monnaies nationales et 1 euro = e dollars

Y mesure le PIB des États-Unis

67

États-Unis

A	L
$(1-\alpha)W$	$F + (1-\alpha)W$

Zone euro

A	L
$(1-\alpha)W^*$	$-\frac{F}{e} + (1-\alpha)W^*$

α = part de la richesse en actifs domestiques (> 50%)

Dans un monde globalisé à deux pays parfaitement symétriques et dans lesquels les comportements de diversification en monnaie étrangère sont identiques (i.e. même en l'absence d'écarts de rendements, il existe une demande de monnaie étrangère pour des raisons de diversification), le taux de change d'équilibre s'écrit :

$$\gamma = \frac{(1-\alpha)X}{Y} \quad \text{mesure l'intensité de la globalisation}$$

$$e = 1 + \frac{\sigma}{\gamma}(2\alpha - 1) \quad \sigma = F/Y, \text{ cumul des déficits courants en \% du PIB}$$

→ Moins la diversification internationale (mesurée par α) est forte, plus le rôle du déséquilibre courant est important.

→ La globalisation (mesurée ici par γ) atténue l'influence des déséquilibres courants (mesuré ici par σ) sur le change des grandes monnaies.



Les écarts de rendements attendus peuvent conduire les pays à s'écarter de leur « habitat préféré »

Soit e le taux de change de l'euro par rapport au dollar ($1\text{€} = e \text{ dollars}$), on a : $e = k\rho^\beta$

avec $k = + \frac{\sigma}{\gamma}(2\alpha - 1)$, ρ est l'écart de rendement anticipé ($\rho = \frac{(1+r^\text{€})}{(1+r^\text{\$})} \times \frac{e^a}{e}$)

et β est un paramètre d'aversion au risque (plus β est élevé, moins l'aversion au risque est élevée)

Régime fondamental

$$e = k \quad \text{if } \rho = 1$$

Régime financier

$$e = \left(\frac{1 + r^\text{€}}{1 + r^\text{\$}} \right)^\beta \quad \text{si } k = 1 \text{ et } e^a = e$$

Régime spéculatif

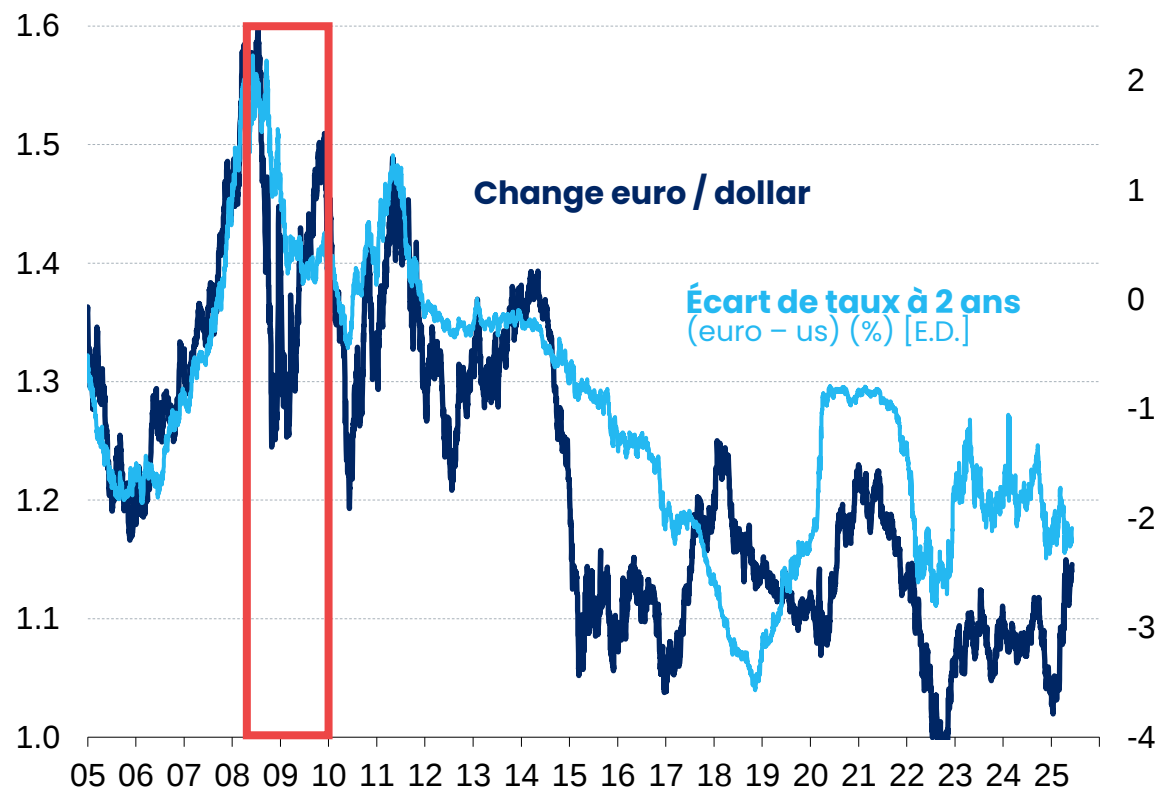
$$e = e^a \frac{\beta}{\beta+1} \quad \text{si } k = 1 \text{ et } r^\text{€} = r^\text{\$}$$

En réalité, ces différentes forces se combinent dans des proportions qui peuvent varier dans le temps.



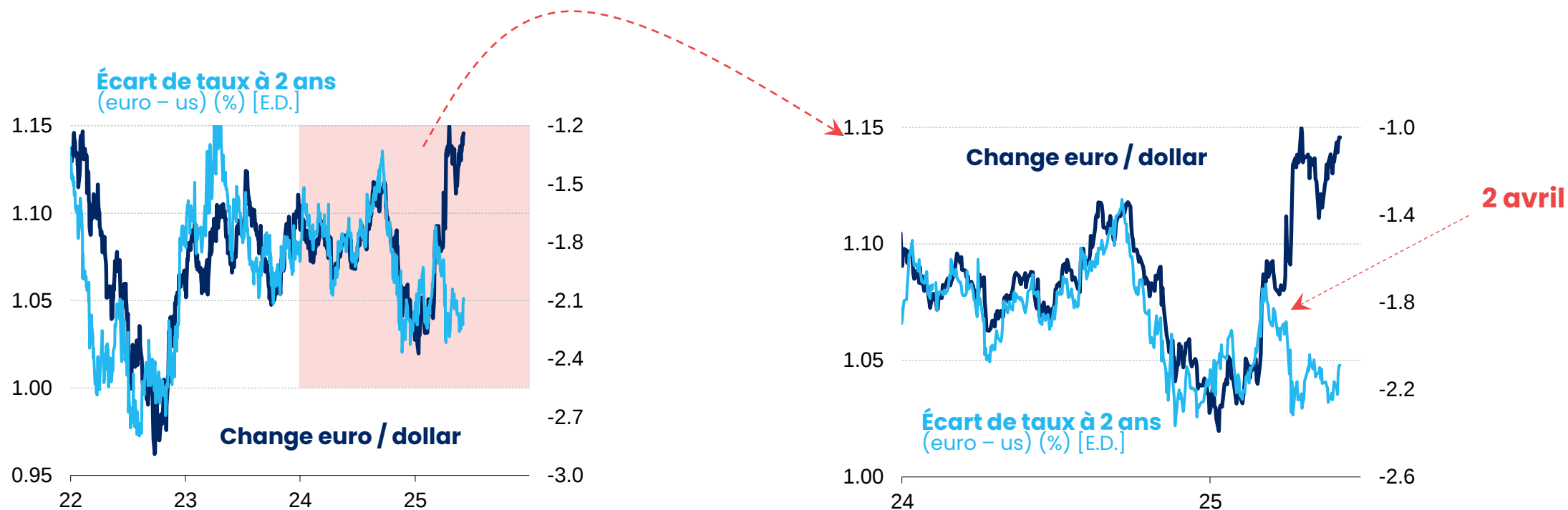
Les écarts de taux d'intérêt jouent aujourd'hui le plus souvent un rôle important

Écarts de taux anticipés et change de l'euro / dollar



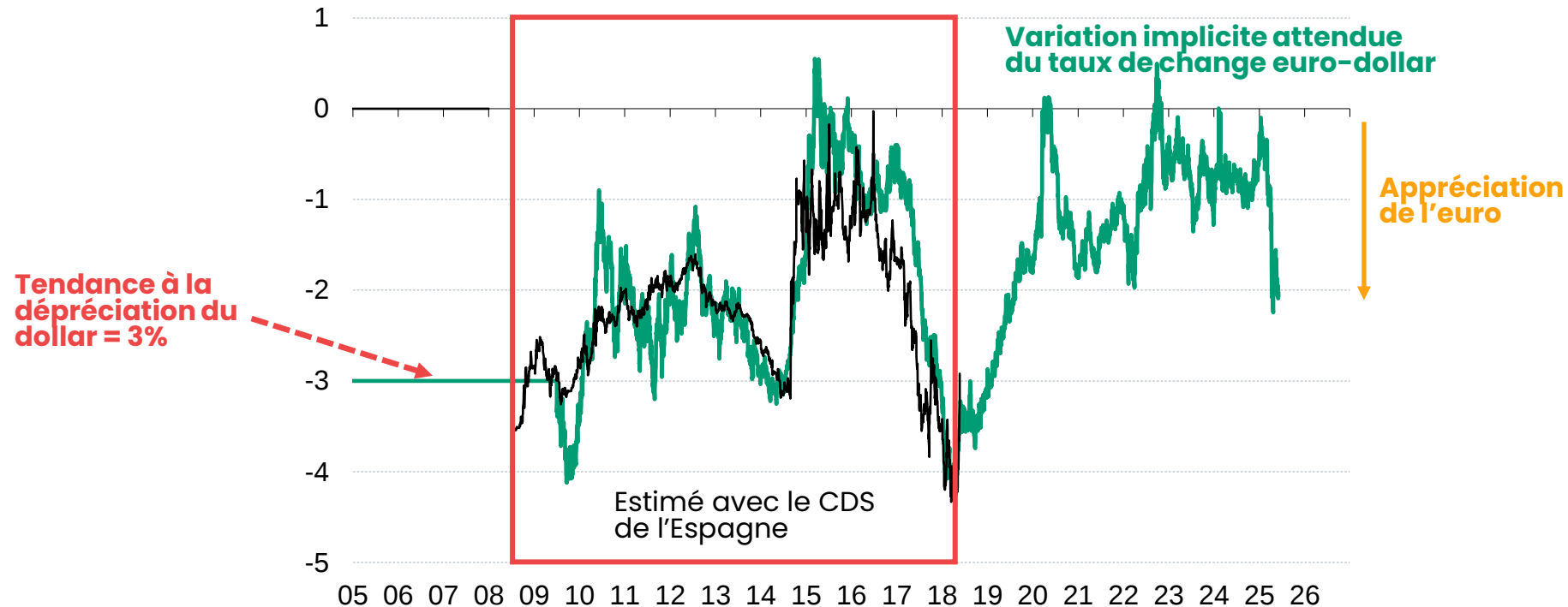
Depuis le 2 avril, le cours de change de l'euro / dollar ne suit plus les écarts de taux

Écarts de taux anticipés et change de l'euro / dollar



Cette fois, les anticipations de change semblent avoir joué un rôle important

Anticipation d'appréciation ou de dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro* (%)



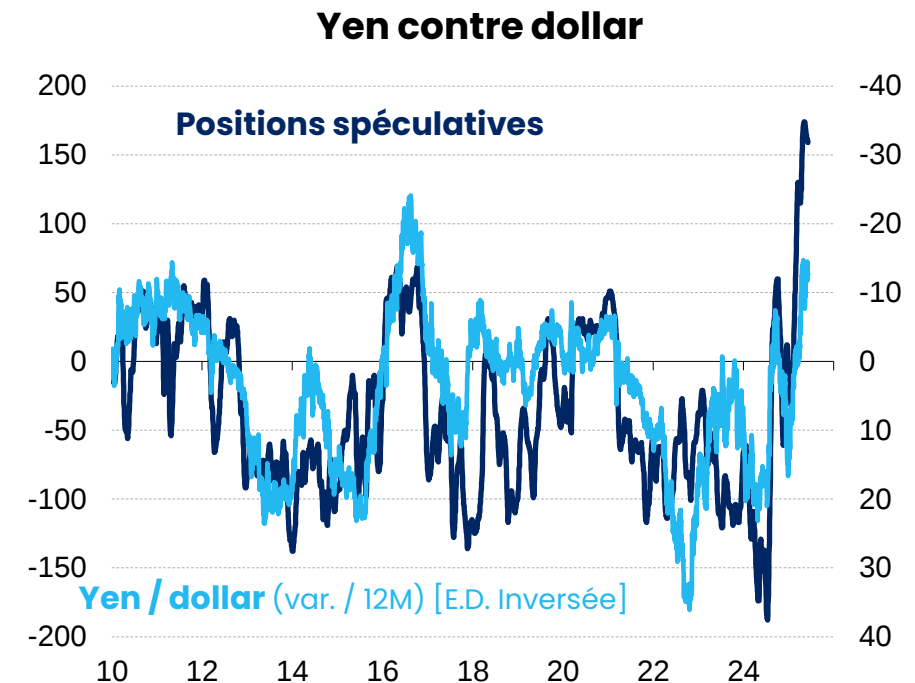
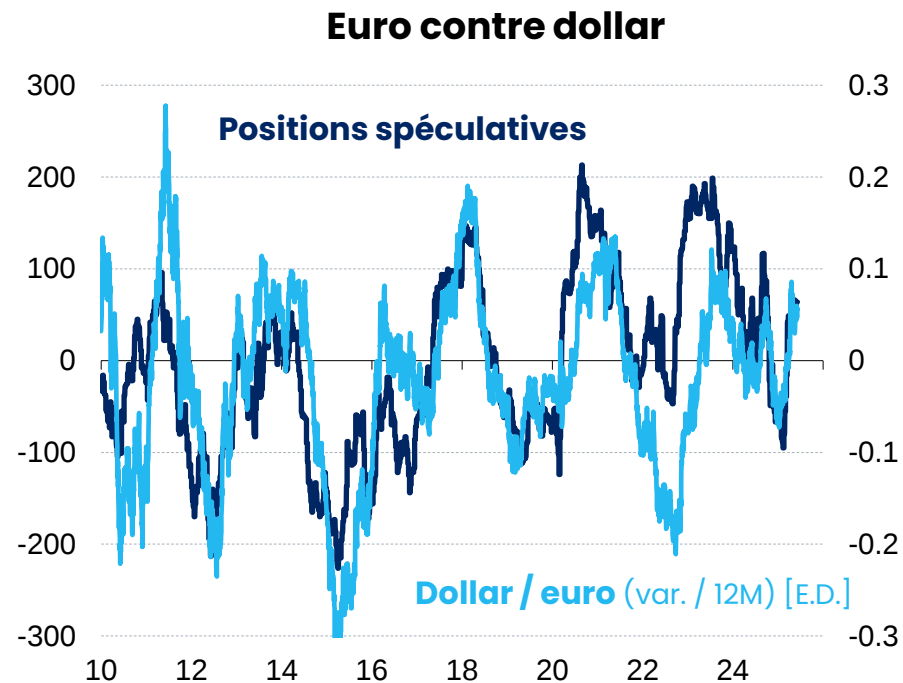
(*) ε a été simulé grâce à l'équation suivante: $e = k \times (1 + r_{\text{€}} - r_{\text{\$}} + \varepsilon)^\beta$

Où e est le taux de change euro/dollar (1 euro = e dollars), $r_{\text{€}}$ est le taux d'intérêt à 3 mois attendu pour l'euro à un horizon de 1 an, $r_{\text{\$}}$ est le taux d'intérêt à 3 mois attendu pour les États-Unis à un horizon de 1 an (les deux taux sont dérivés des prix des contrats futures), ε est la variation attendue du taux de change euro/dollar (fixée à +3 % sur l'ensemble de la période), β est l'élasticité du taux de change aux différentiels de rendement (lorsque l'aversion au risque augmente, β diminue), k est utilisé ici comme un paramètre d'échelle.



Memo. Les positions spéculatives ne semblent pas avoir été déterminantes dans l'appréciation récente de l'euro... ce qui n'est pas le cas pour le Yen !

Positions spéculatives* sur le *Chicago Mercantile Exchange*



(*) Nombre de positions non commerciales longues moins nombre de positions non commerciales short, milliers de contrats





Focus. Le dollar américain

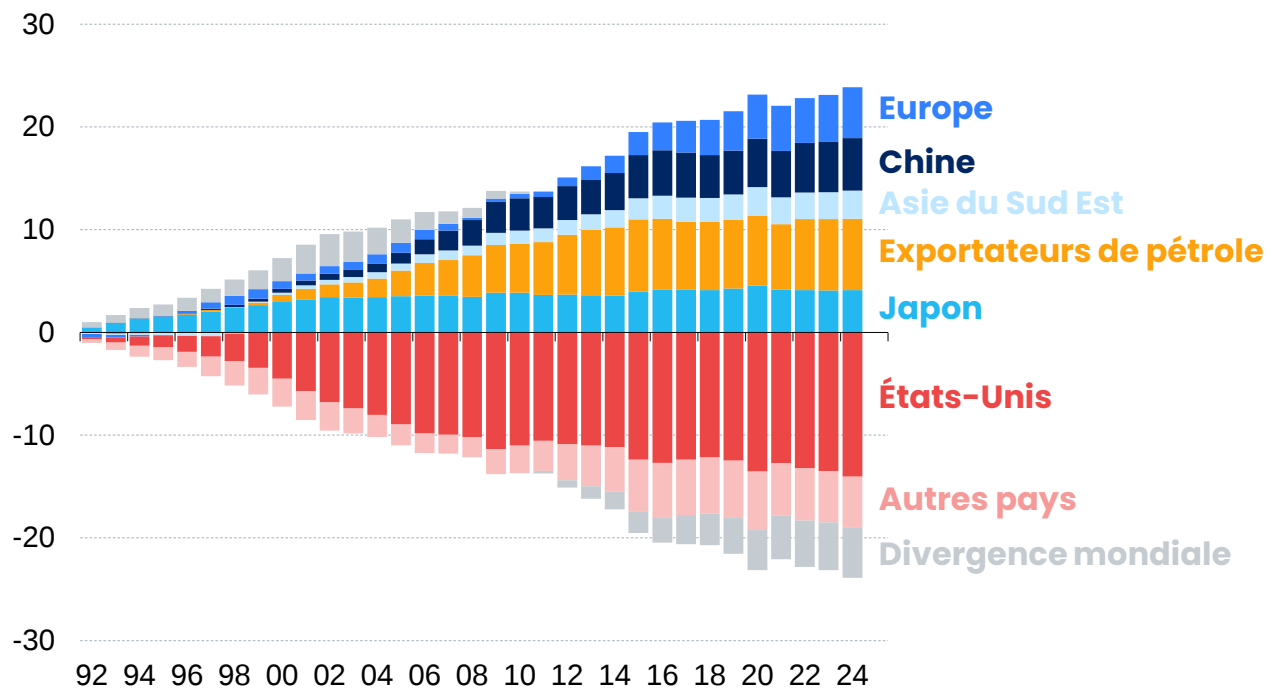
Partie 2. Vers un dollar plus faible ?



Les États-Unis ont joué le rôle d'emprunteur en dernier ressort et ont été le principal importateur d'épargne au niveau mondial

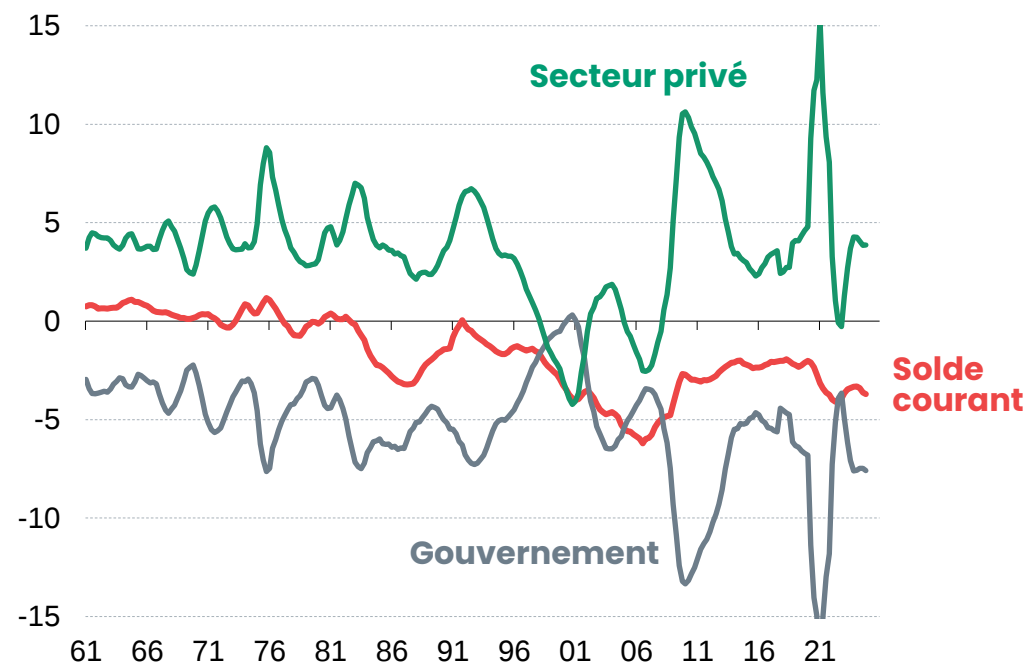
Cumul des soldes courants au niveau mondial

(depuis 1992, % du PIB mondial)



Capacités (+) et besoins (-) de financement aux États-Unis

(% du PIB, moyenne mobile sur 4 trimestres)

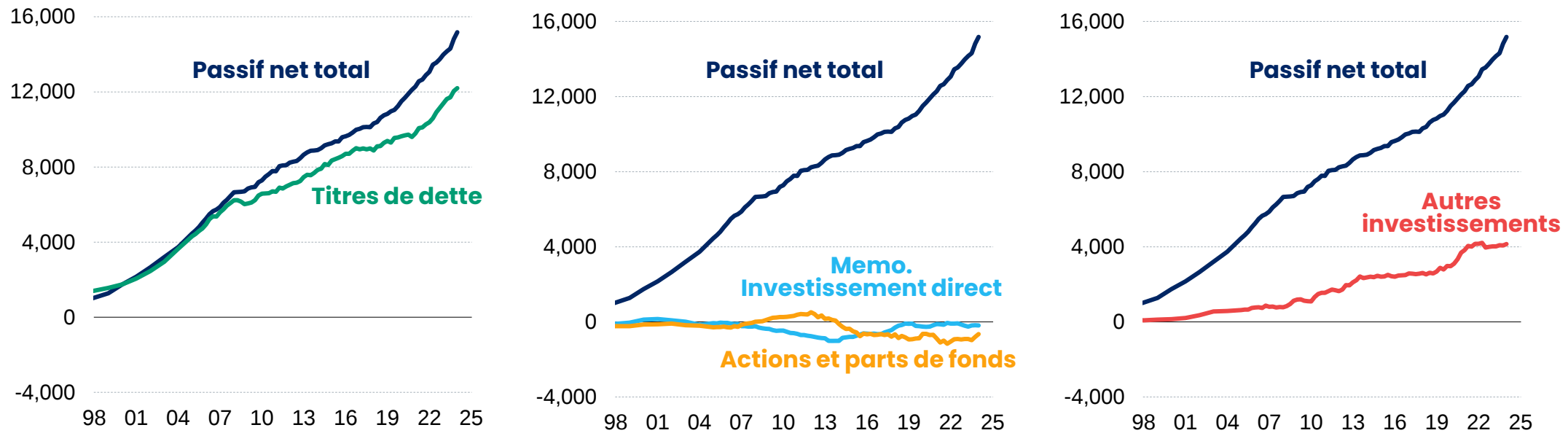


Entre 2000 et 2020, les États-Unis ont joué le rôle d' « **emprunteur en dernier ressort** ». Il en est résulté une accumulation de déficits budgétaires chroniques... et un déficit important du compte courant.



Les États-Unis ont financé leur déficit courant essentiellement en émettant des titres de dettes

Passif net des États-Unis vis-à-vis du reste du monde
(flux cumulés depuis 1998, milliards de dollars)

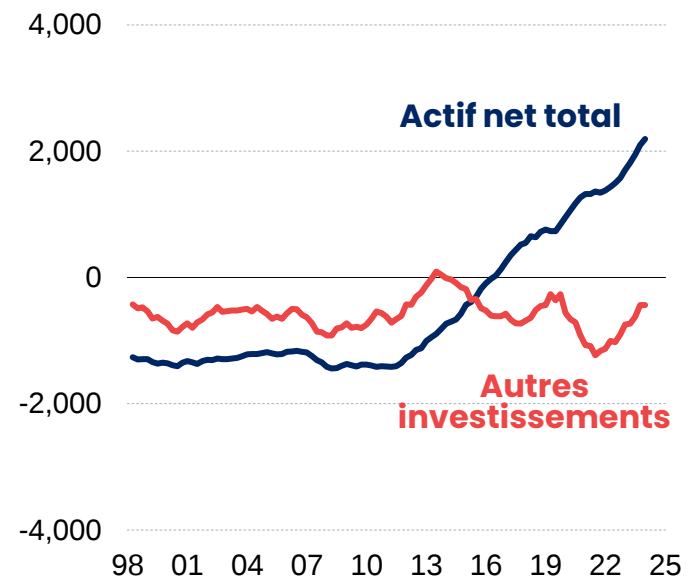
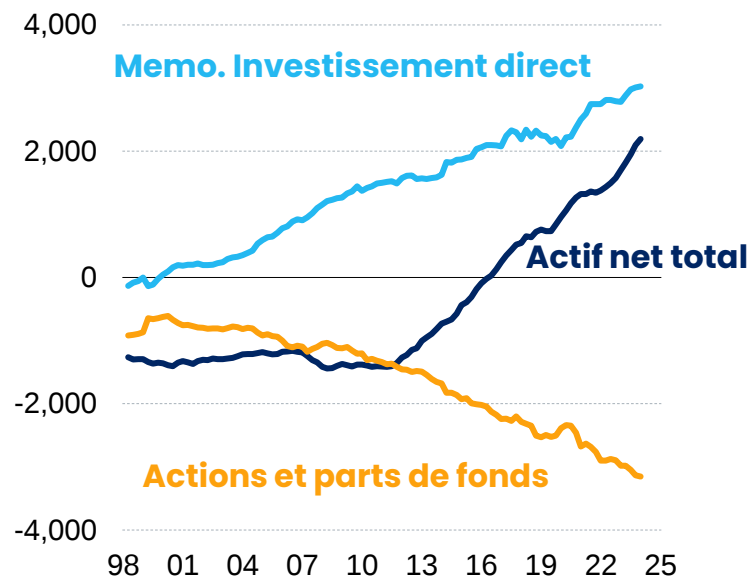
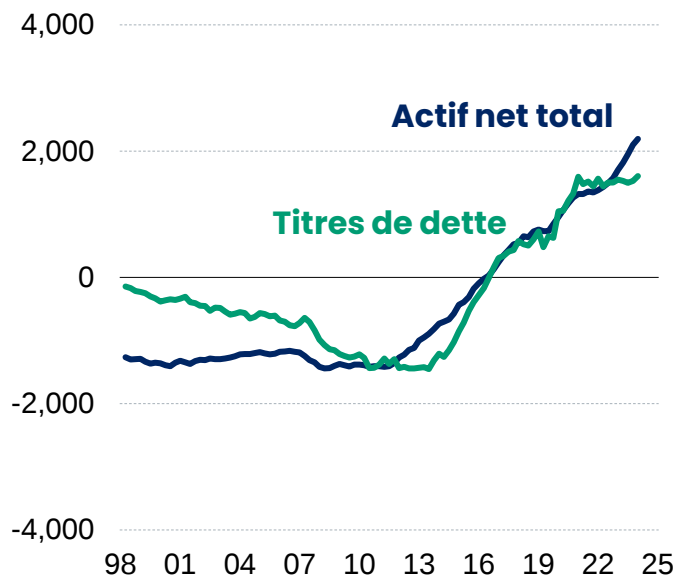


Les États-Unis sont à la fois l'émetteur de la monnaie de réserve internationale – le dollar – et le fournisseur d'actifs « sans risque » – les *Treasuries* – au reste du monde.



Ils ont, ce faisant, fourni les titres de dette que les autres régions – la zone euro en particulier – cherchaient à acquérir

« Actif net » de la zone euro vis-à-vis du reste du monde (flux cumulés depuis 1999, milliards d'euros)

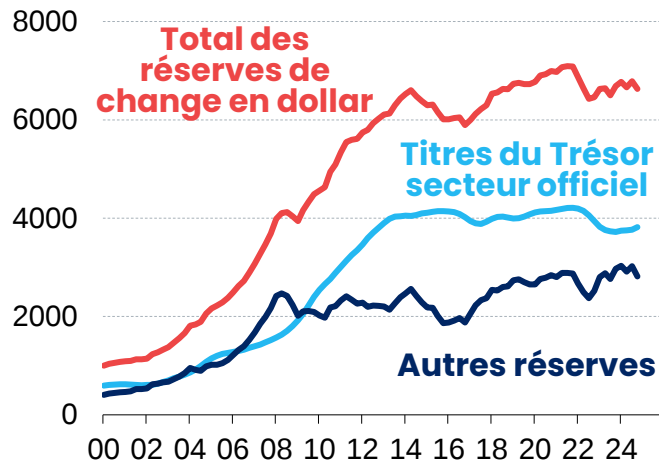


Depuis la Grande crise financière, la zone euro a placé ses excédents d'épargne pour l'essentiel en titres de dette du « reste du monde ».

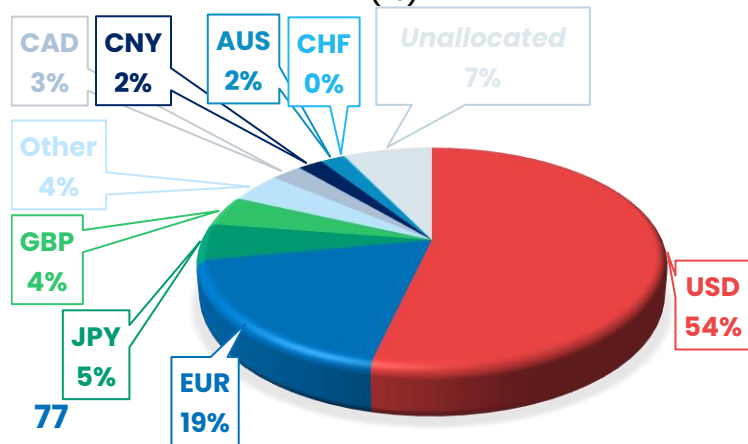


Depuis 2012, la nature des détenteurs de titres de dette américains a toutefoix profondément changé

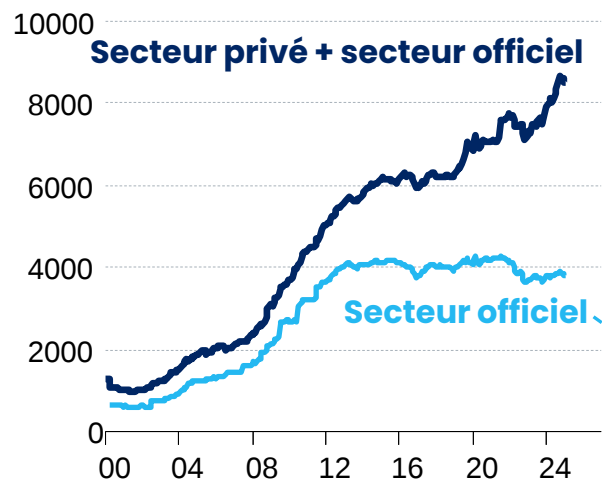
Réserves de change en dollars
(milliards de dollars)



Réserves mondiales de change par devise
(%)



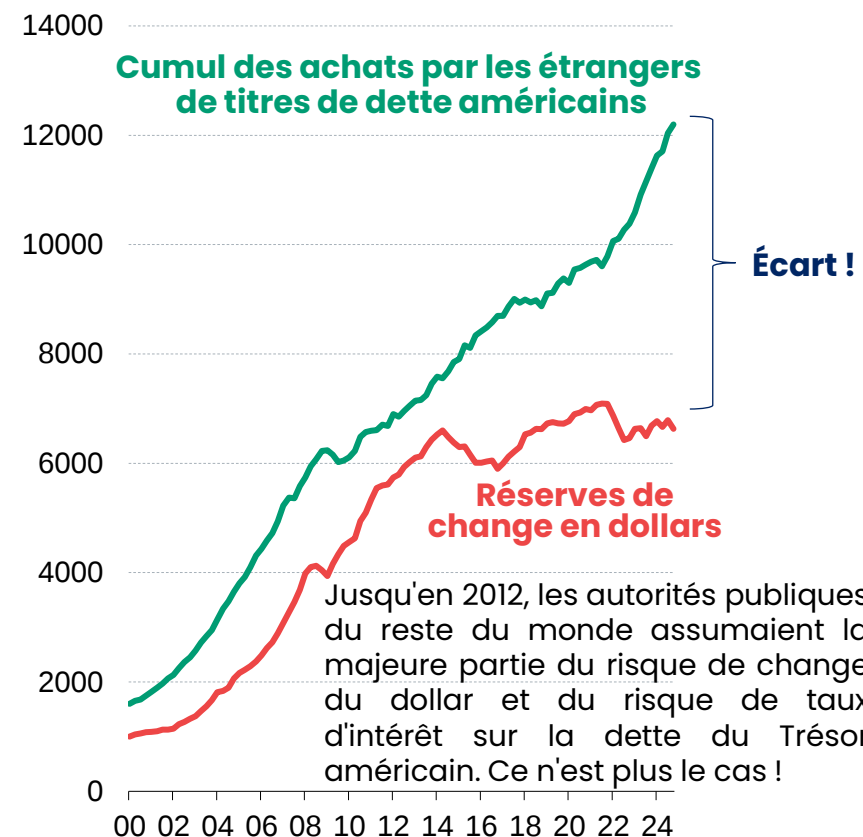
Titres de Trésor détenus par les étrangers
(milliards de dollars)



(% des titres détenus par les étrangers)

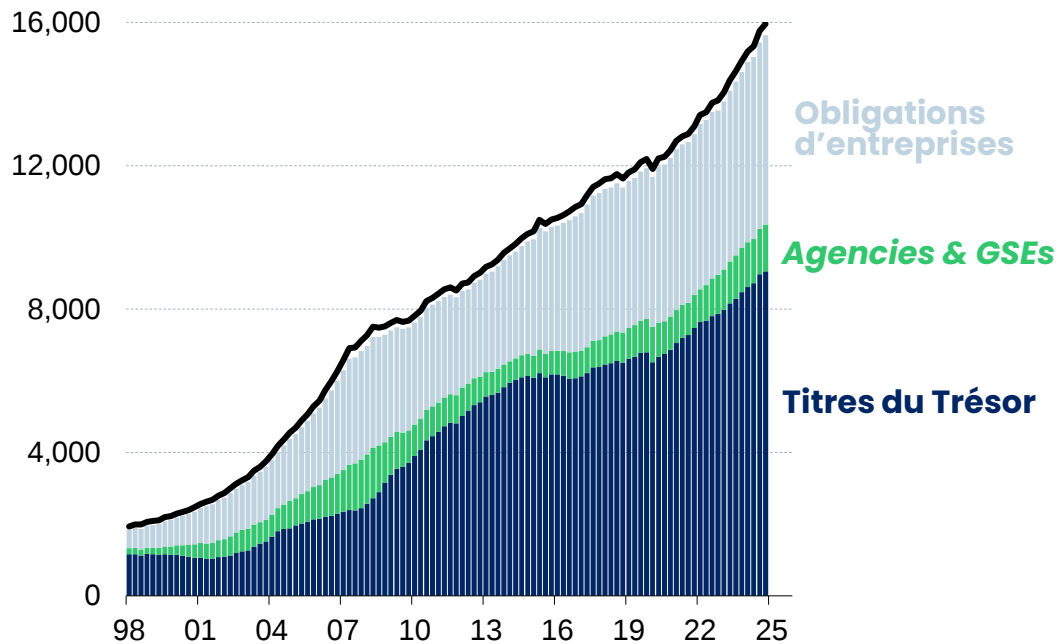


Financement du déficit courant américain et réserves de change en dollar
(milliards de dollars)



Les détenteurs étrangers de titres de dette américains sont devenus plus « sensibles au rendement »

Achats cumulés bruts de titres de dette américains par le reste du monde
(milliards de dollars)



Des ventes massives de titres du Trésor américain semblent peu probables : aucun autre actif n'est considéré comme aussi sûr et liquide, ni n'est disponible en quantité suffisante pour répondre à la demande mondiale d'actifs sans risques.

Mais les détenteurs de titres américains pourraient être devenus plus sensibles au rendement. Alors que les autorités publiques qui gèrent les réserves de change investissent principalement en titres du Trésor, les fonds souverains comme les acteurs privés sont en effet plus susceptibles de prendre du risque de crédit, voire du risque action... et sont moins susceptibles de vouloir porter le risque de change.



Les forces qui ont soutenu le dollar pourraient être moins favorables à l'avenir

Les politiques « America First » de D. Trump incitent d'autres grandes économies à intensifier leur politique de relance pour soutenir la croissance (bazooka budgétaire de l'Europe, mais aussi en Chine).

→ **Les autres régions du monde ont moins besoin d'exporter leur excédent d'épargne.**

→ **En même temps, le déficit du gouvernement américain va rester important : le risque d'un excès d'offre de titres du Trésor américain semble plus réel que celui d'une pénurie !**

*« Wall Street consensus that an Administration has no means by which to affect the foreign exchange value of the dollar, should it desire to do so, is wrong. **Government has many means of doing so, both multilaterally and unilaterally.** »*

Stephen Miran
(A User's Guide to Restructuring the Global Trading System)

→ **L'idée d'un grand accord de Mar-a-Lago risque d'éroder la confiance dans le dollar.**

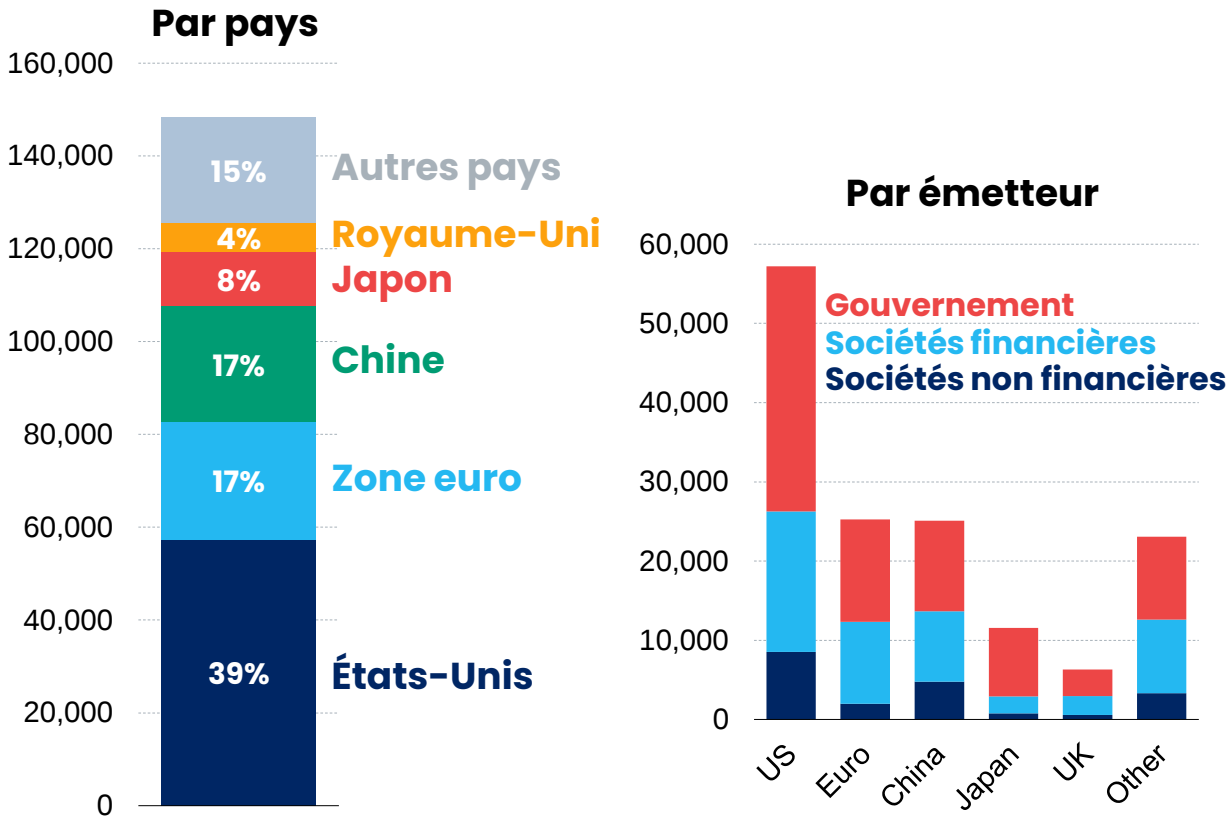


Memo. Pour un investisseur européen, une obligation du Trésor américain couverte en change rapporte aujourd’hui moins qu’une obligation émise par le Trésor allemand

Comparaison entre un placement en titre du Trésor américain et en titre public allemand du point de vue d’un investisseur européen



Taille du marché obligataire mondial (milliards de dollars, fin 2024)



3 Zone euro

Au défi de l'Administration Trump...

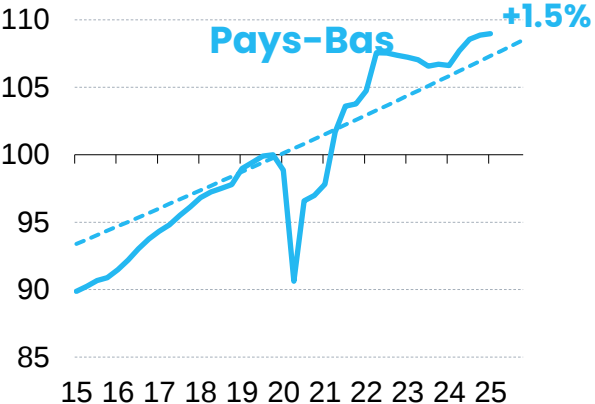
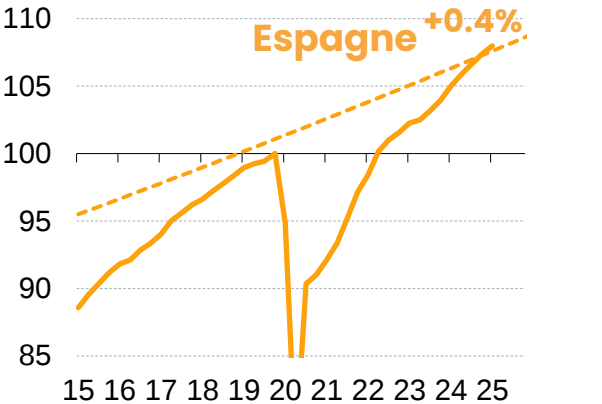
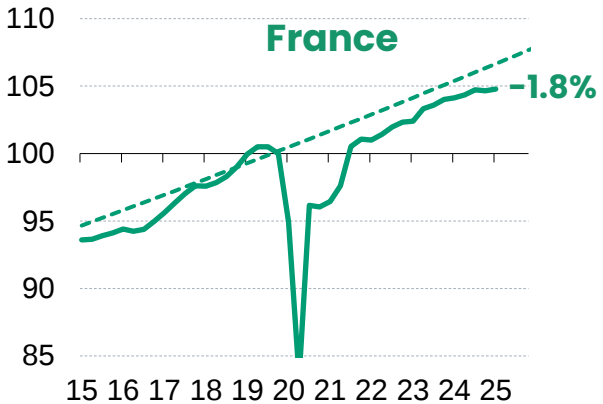
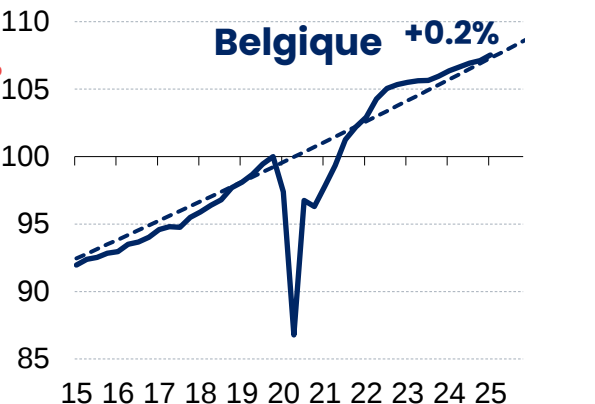
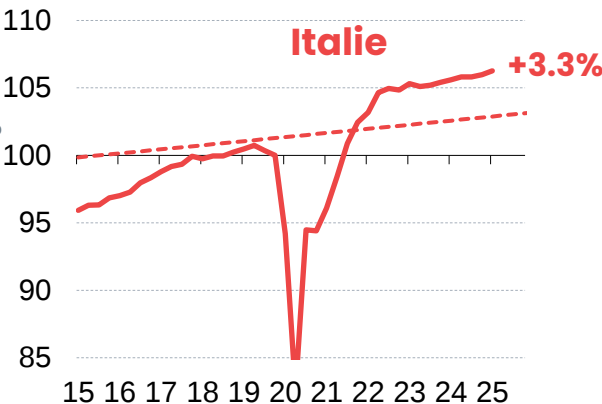
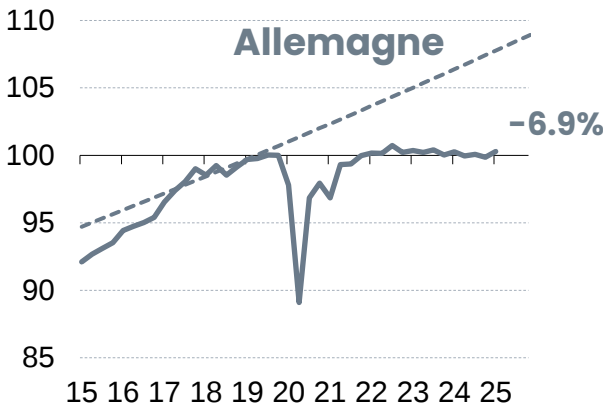
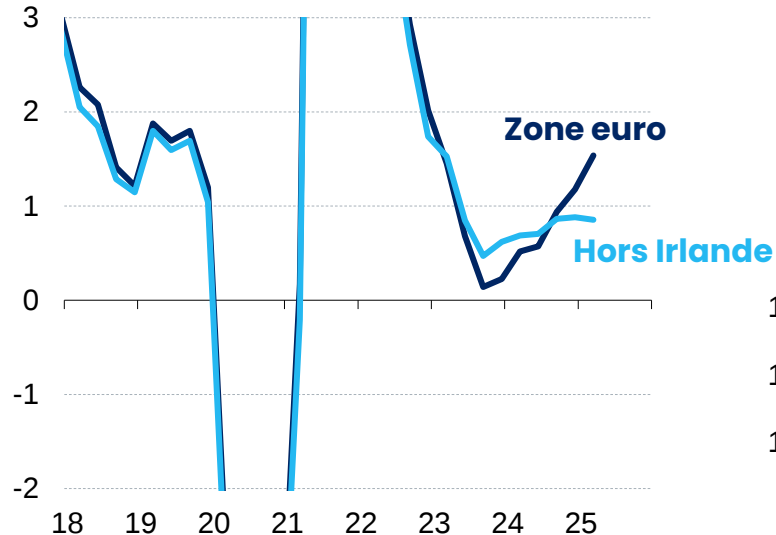


Début 2025, le PIB progressait modérément dans la zone euro et restait bien en deçà de sa tendance pré-covid en Allemagne

PIB réel

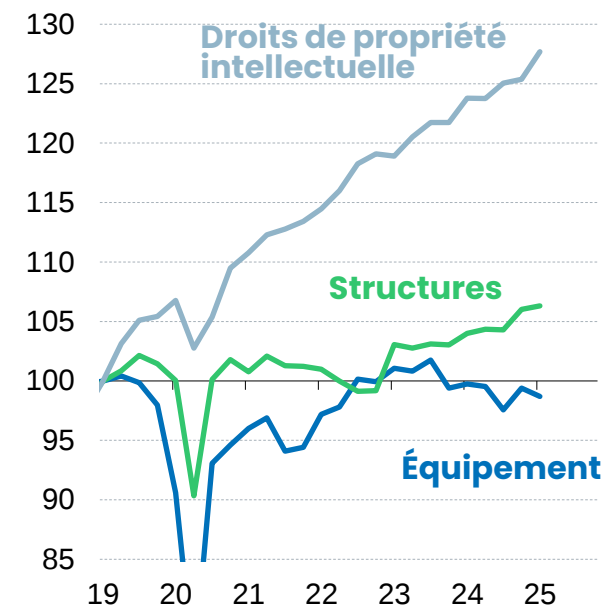
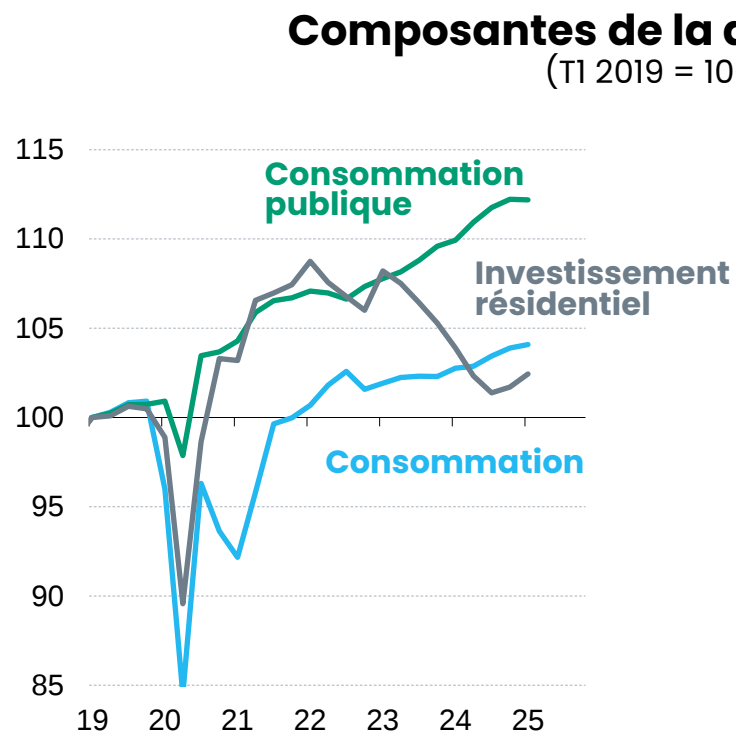
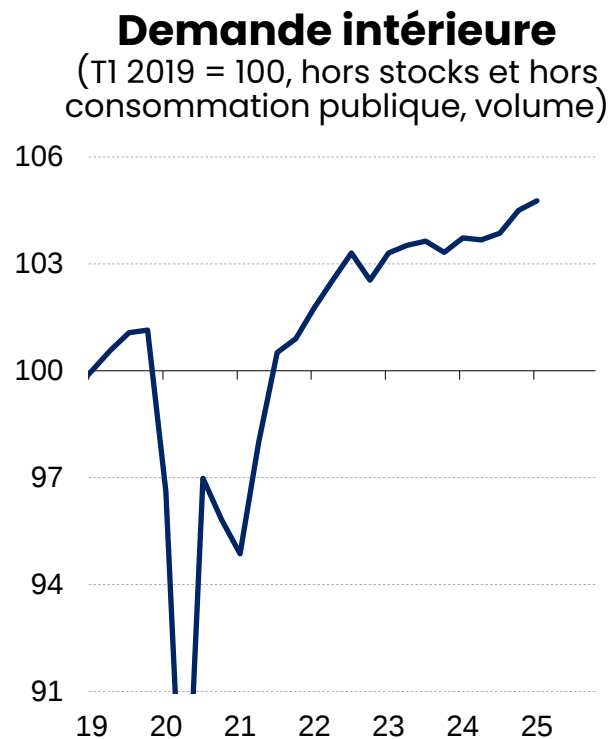
(évolution par rapport à la tendance de 2004-2019, T4 2019 = 100)

Croissance du PIB (% glissement annuel)



Depuis l'été dernier, la demande intérieure s'est légèrement redressée

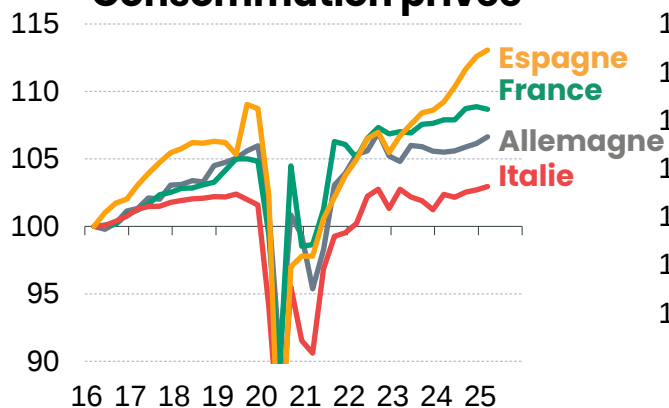
Demande intérieure de la zone euro hors Irlande



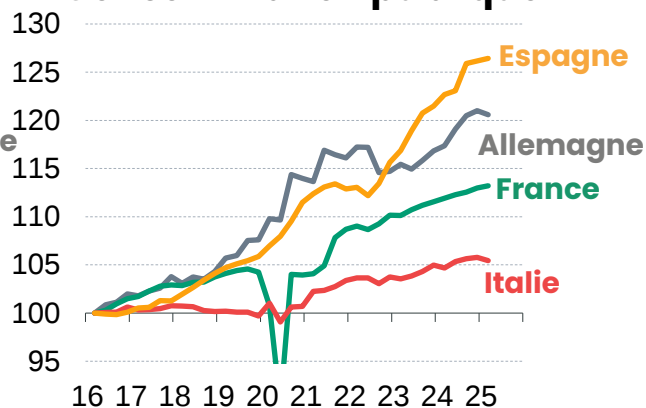
Les composantes du PIB ont suivi des trajectoires contrastées selon les pays

(2016 T1 = 100, volume)

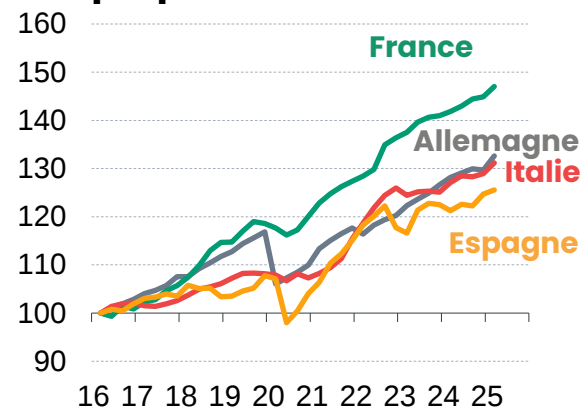
Consommation privée



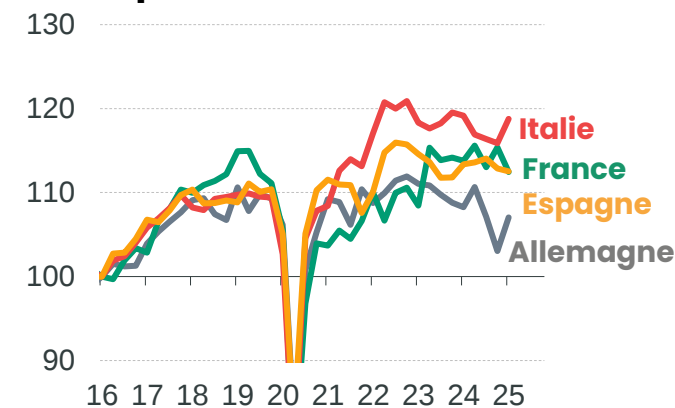
Consommation publique



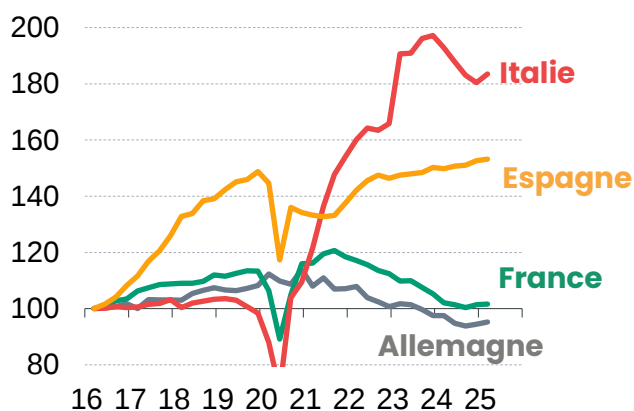
Investissement en droits de propriété intellectuelle



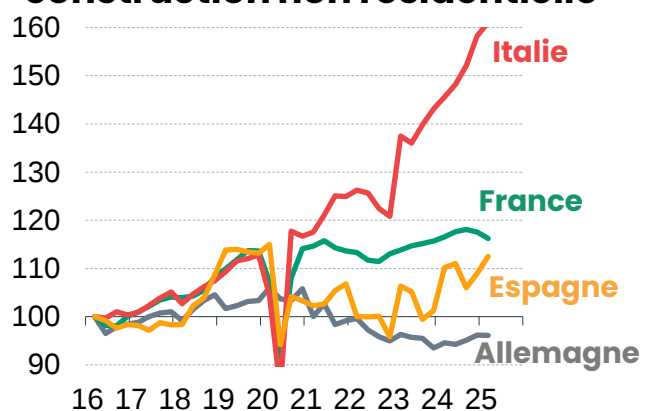
Exportations de biens



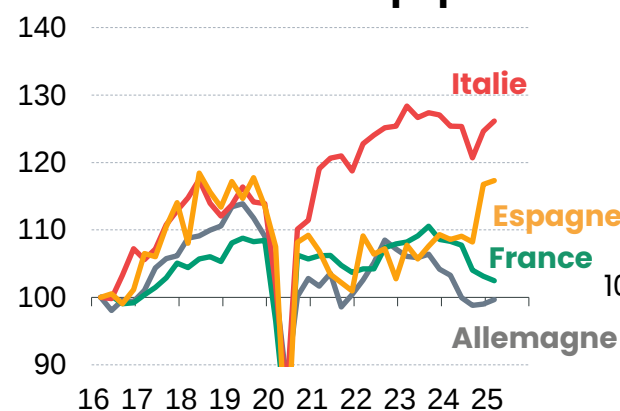
Investissement résidentiel



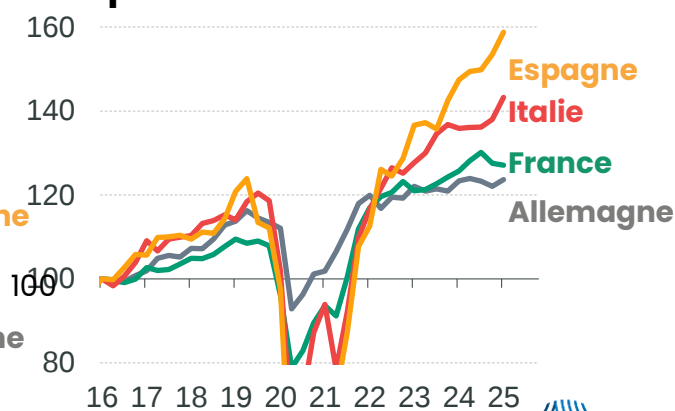
Investissement en construction non résidentielle



Investissement en équipement

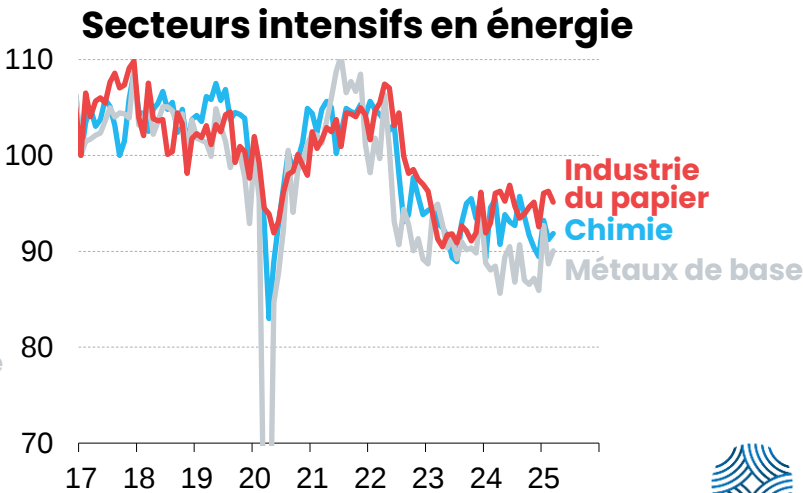
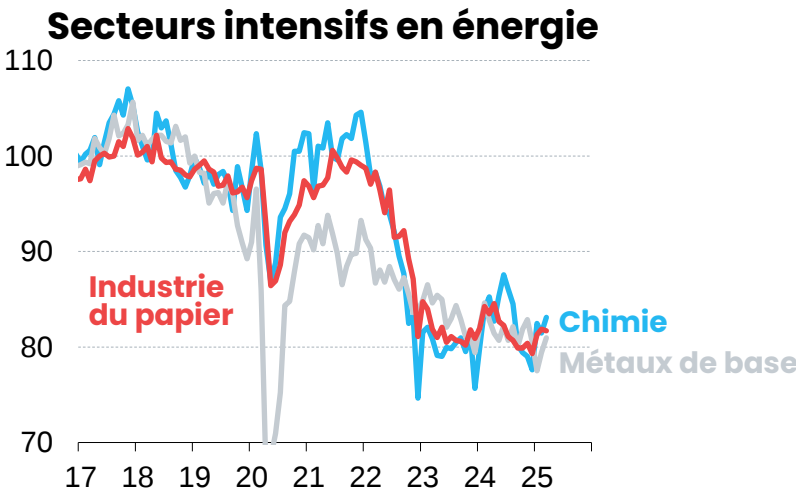
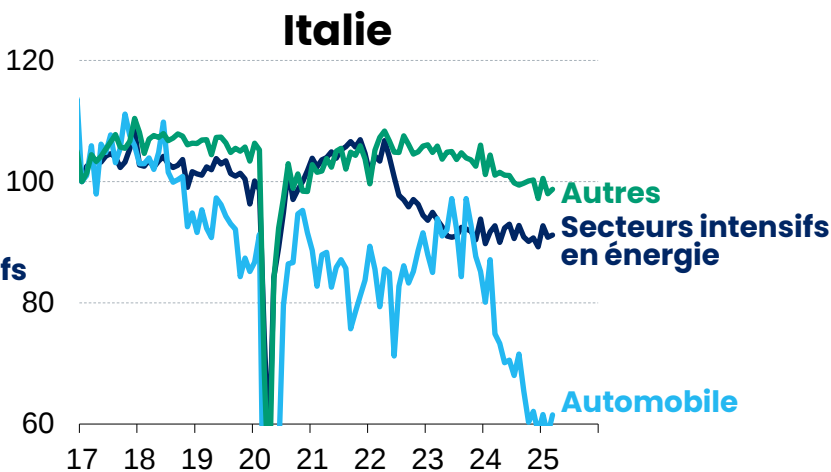
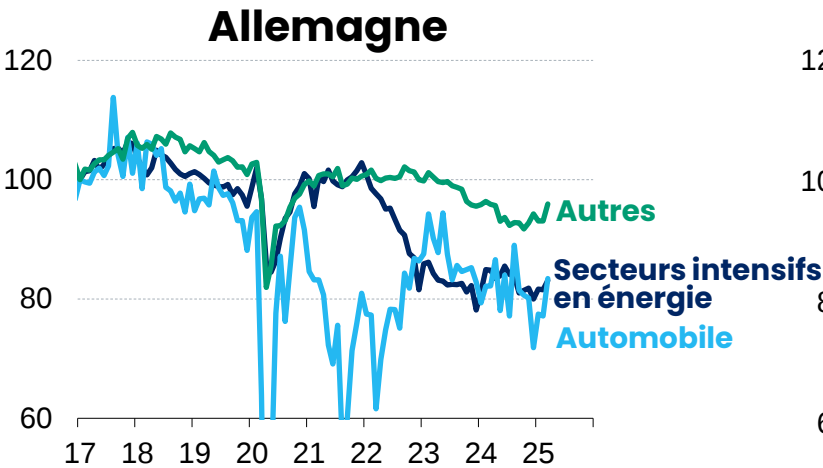
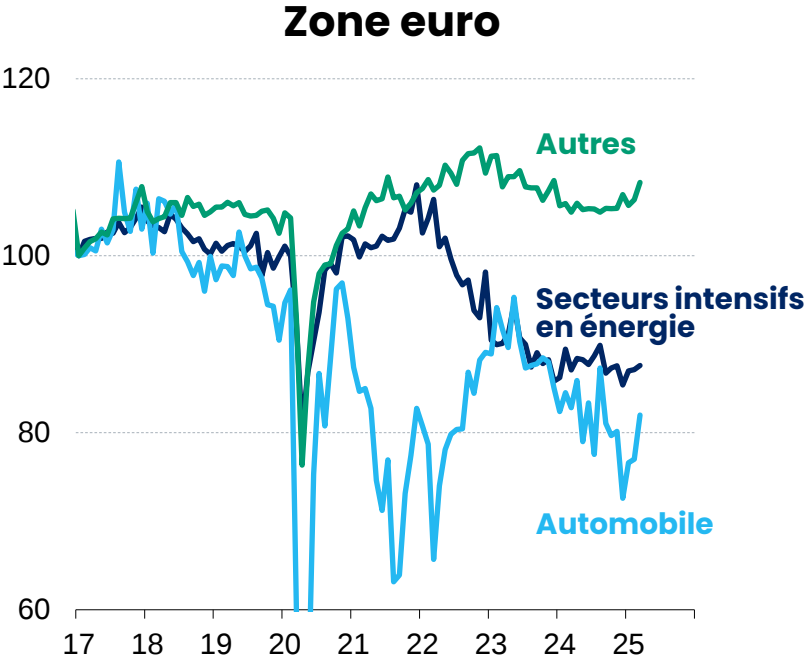


Exportations de services



La production industrielle se redresse très timidement

Production industrielle par secteur
(janvier 2017 = 100)

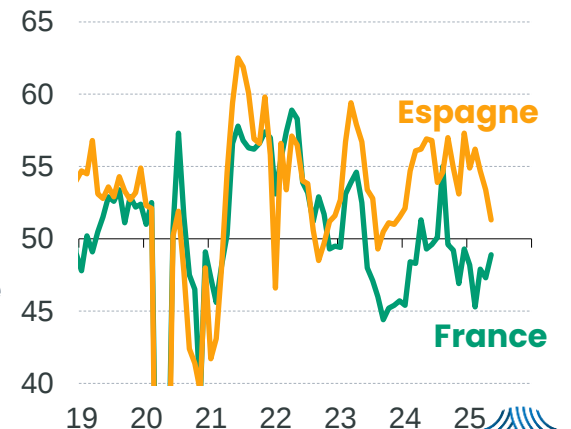
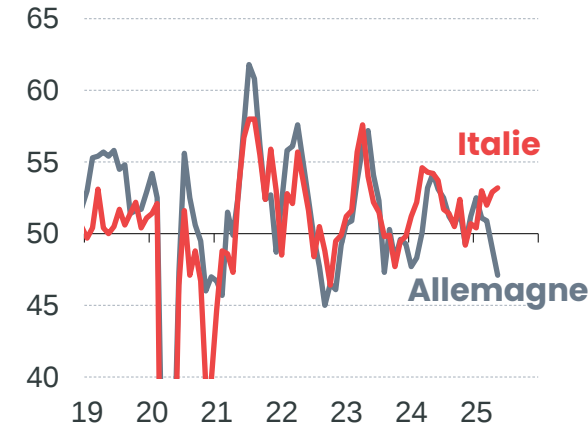
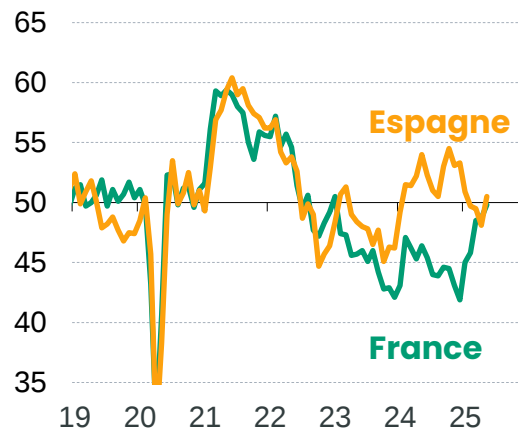
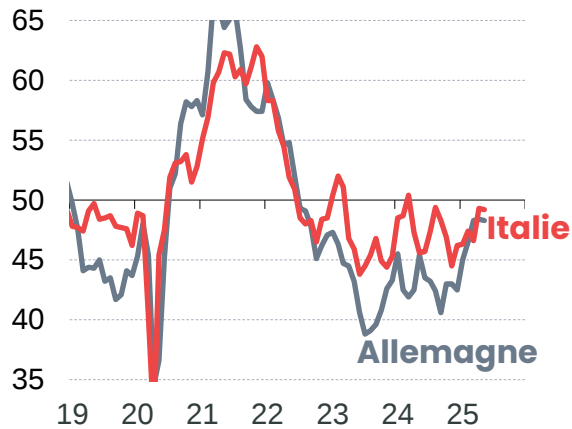
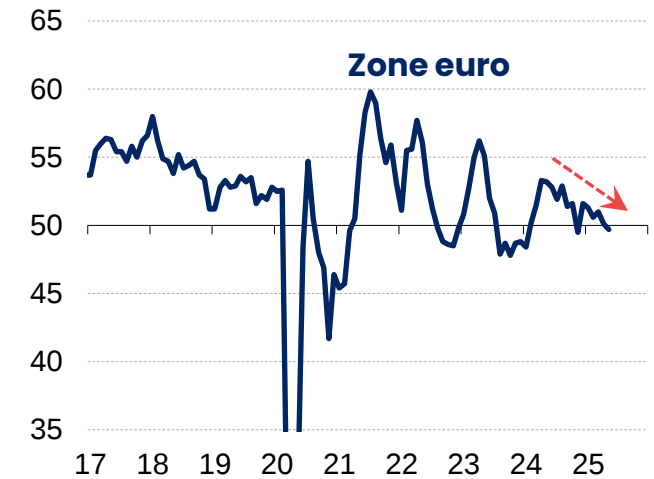


Les indices PMI s'améliorent dans le secteur manufacturier... mais faiblissent dans les services

Indices PMI du secteur manufacturier

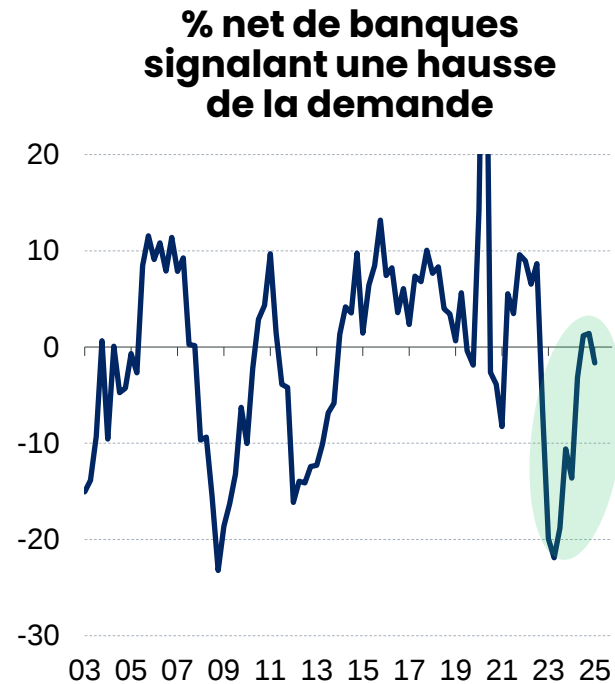
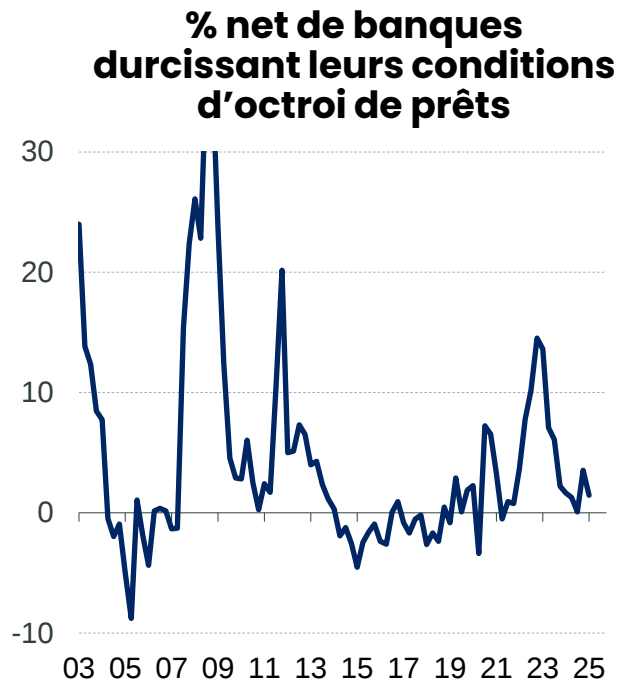


Indices PMI du secteur des services



Les prêts aux entreprises semblent redémarrer

Enquête sur les conditions de crédit aux entreprises

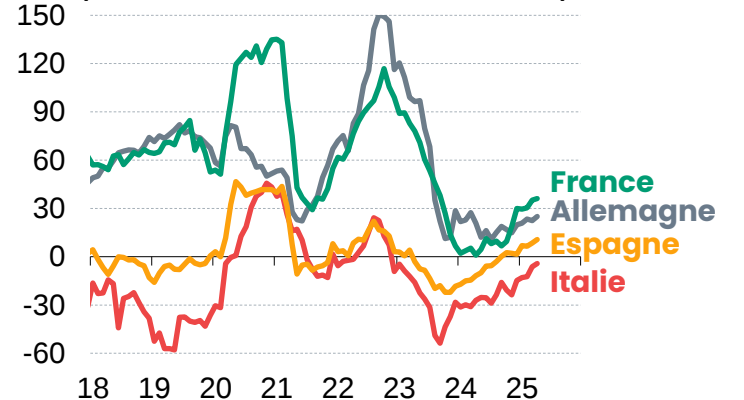


Prêts aux sociétés non financières

(%, encours en rythme annuel)

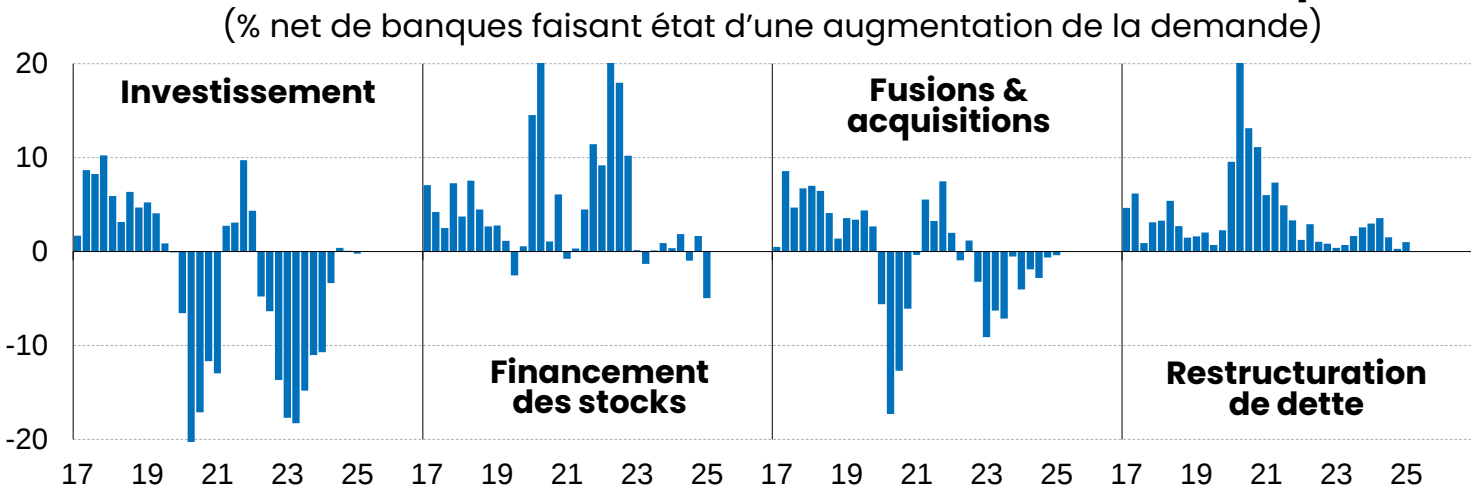


(milliards d'euros, flux annuels)

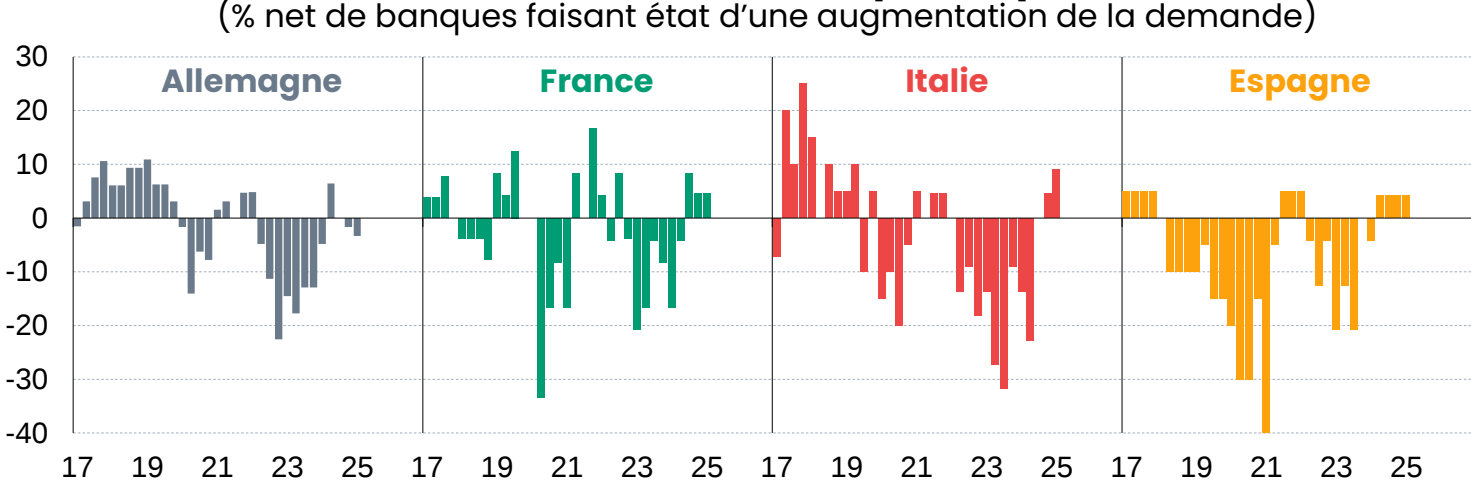


La demande de crédit des entreprises pour investir semble toutefois faible

Facteurs contribuant à la demande de crédit des entreprises

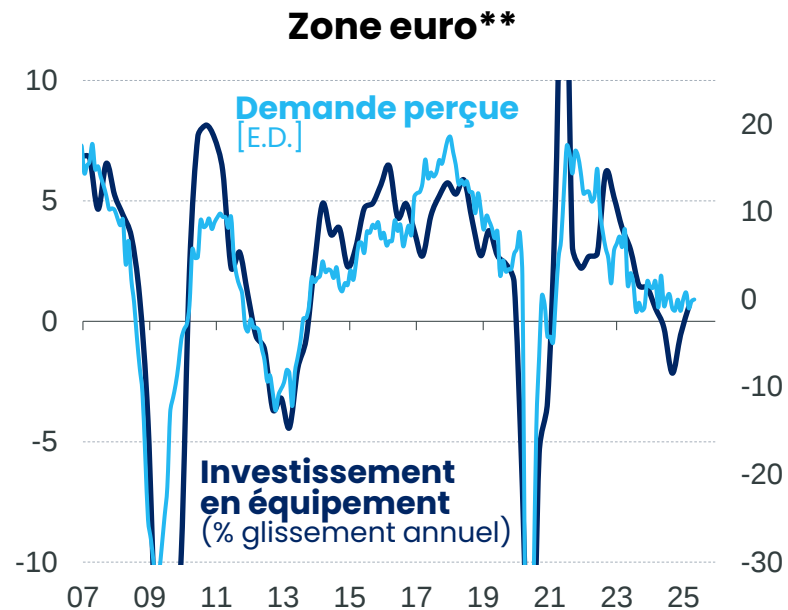


Demande de crédit des entreprises pour investir

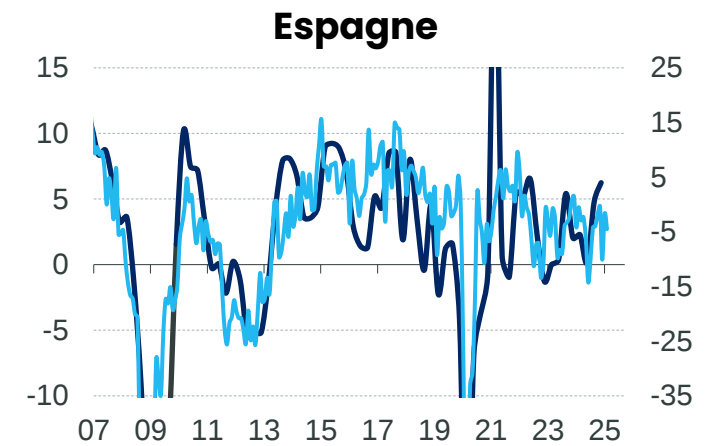
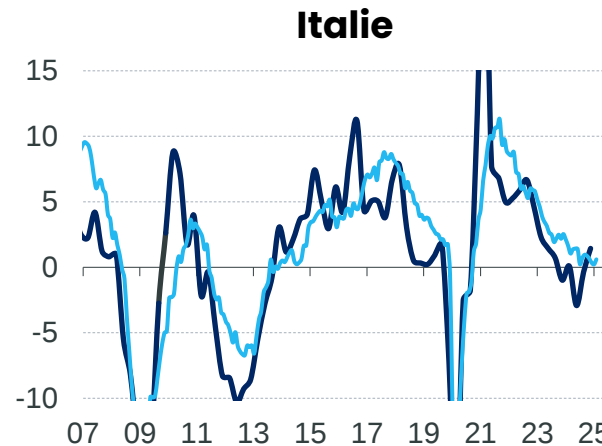
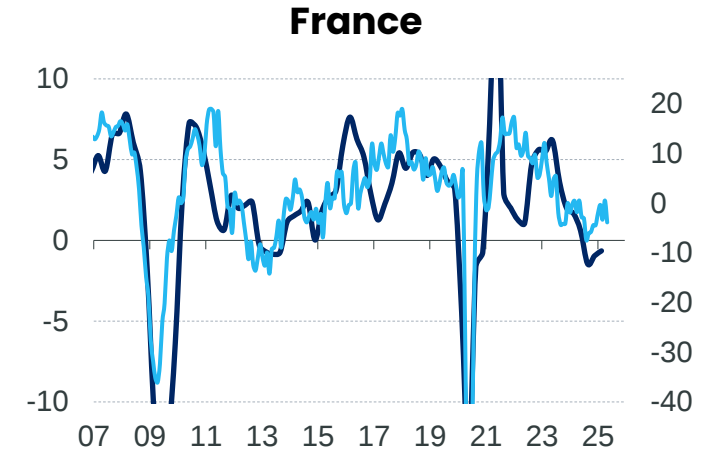
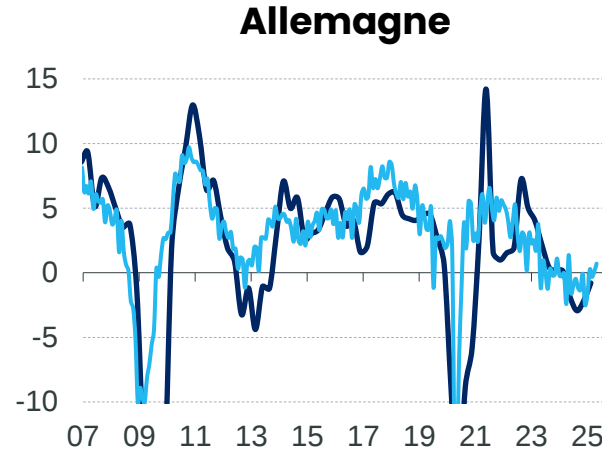


L'investissement productif a peu de raisons d'être très dynamique

Investissement en équipement* et demande perçue



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



Investissement en équipement
 (% glissement annuel)

Demande perçue [E.D.]

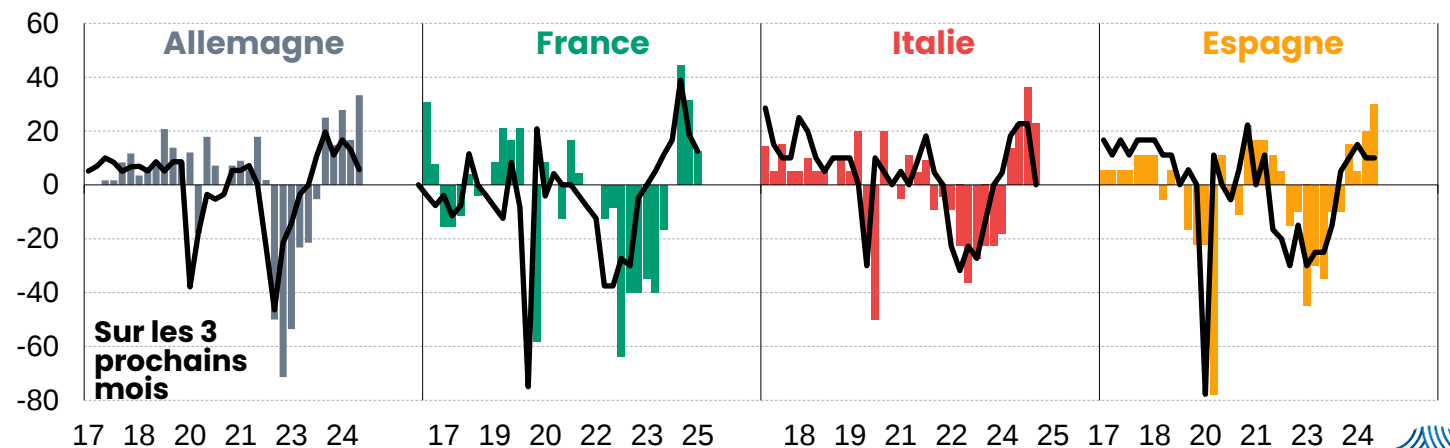
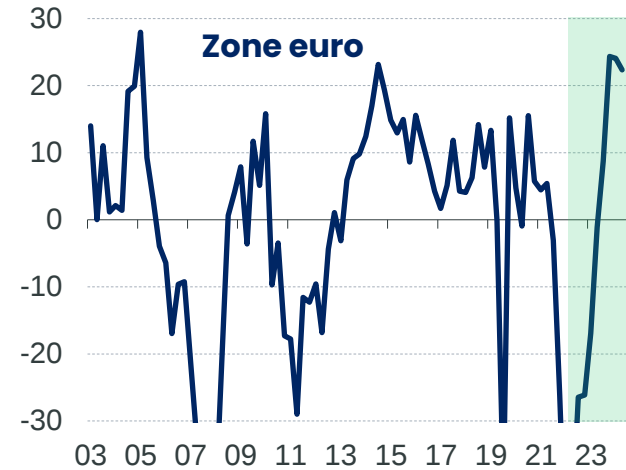


Les conditions de crédit pour les prêts immobiliers se sont détendues et la demande se redresse

Enquête sur les conditions de crédit hypothécaire
(% net de banques durcissant leurs conditions d'octroi de prêts)

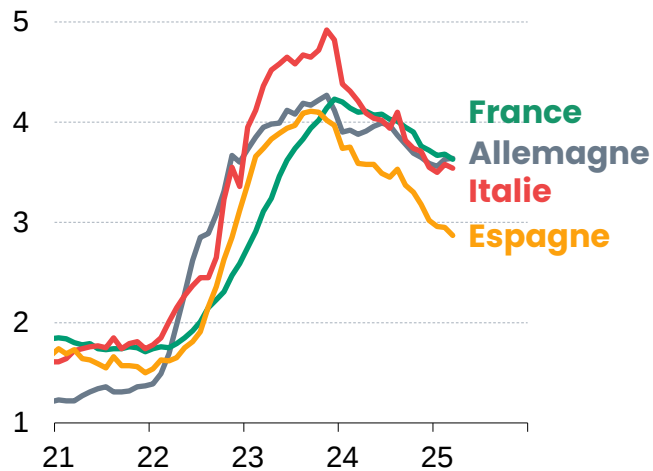


Demande de prêt hypothécaire
(% net de banques faisant état d'un accroissement de la demande)

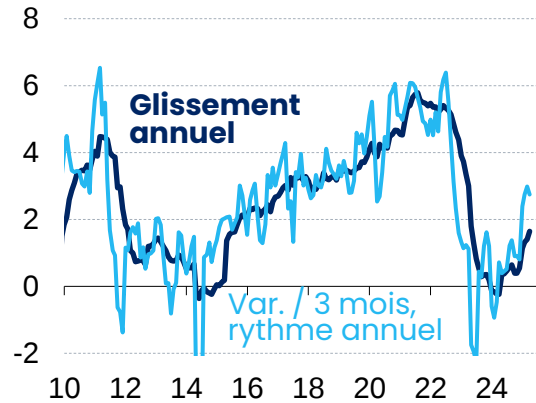


Les prêts immobiliers repartent... en particulier en Espagne et en Italie

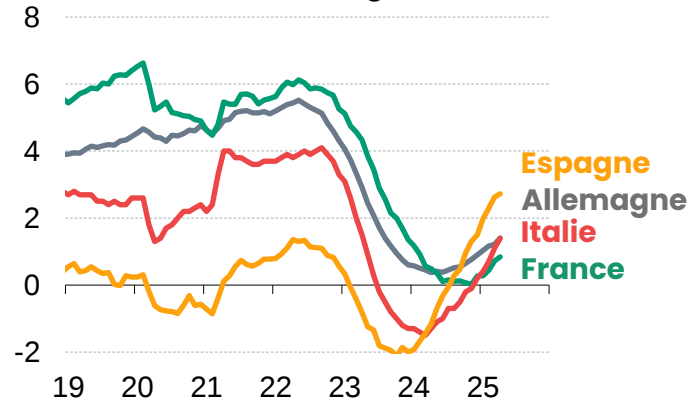
Taux hypothécaires
(%, nouveaux prêts)



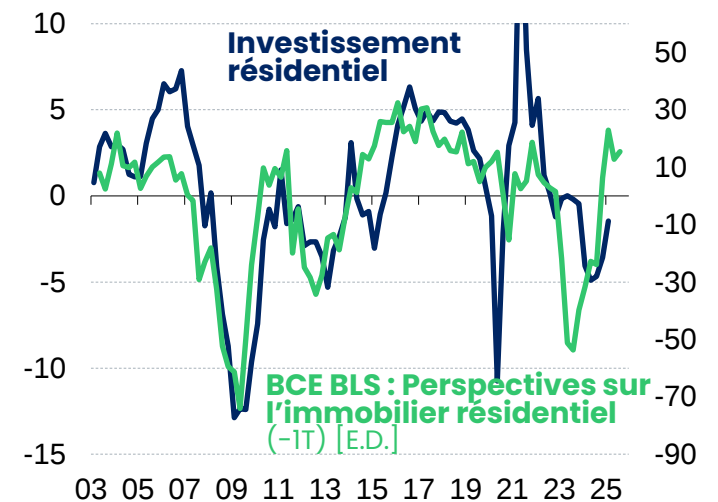
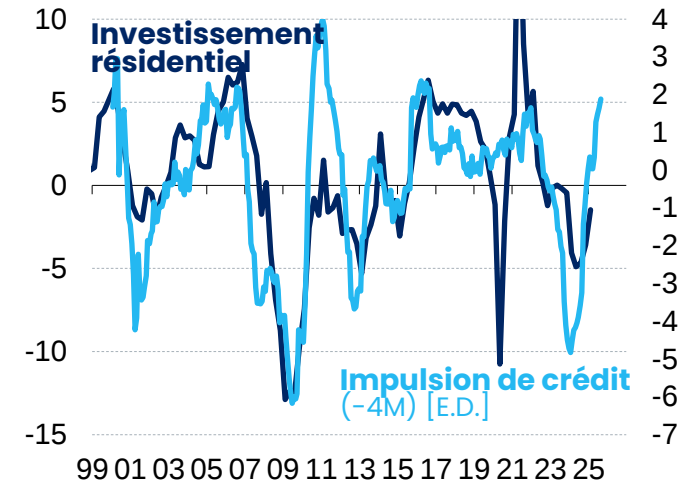
Encours de prêts hypothécaires
(%)



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

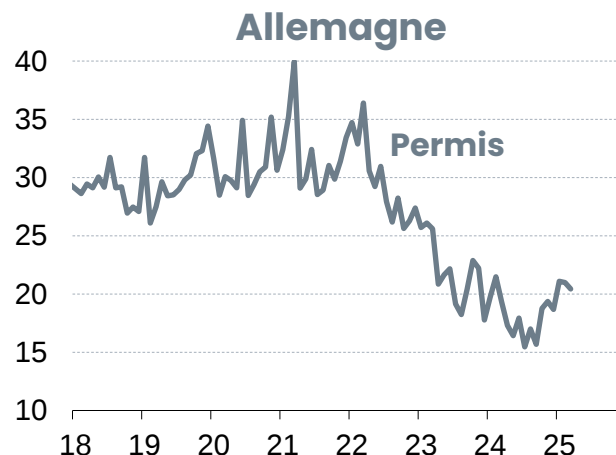
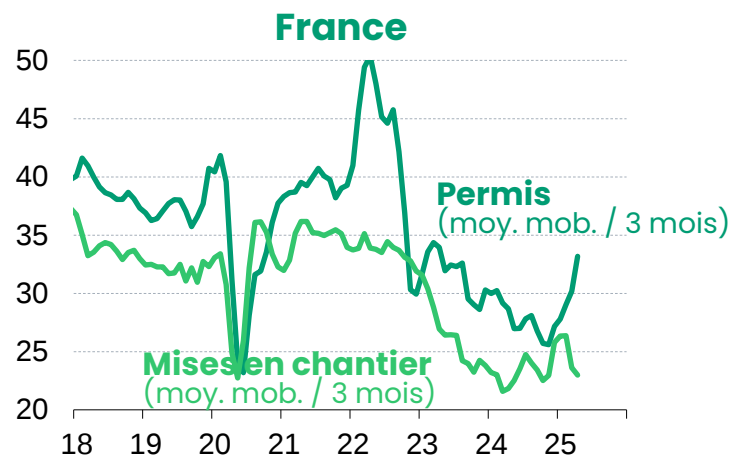
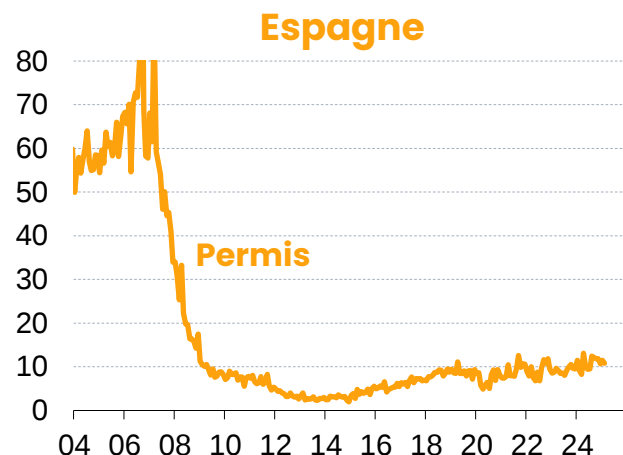
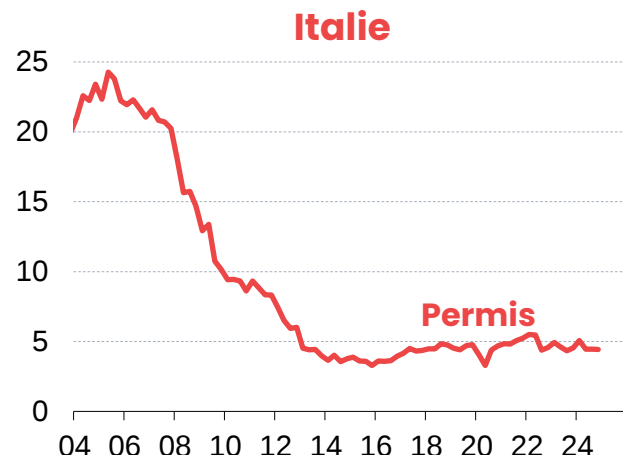


Investissement résidentiel
(% glissement annuel, volume)

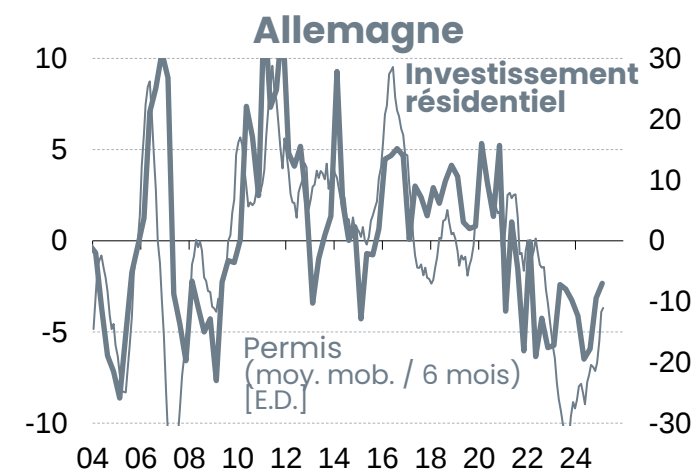
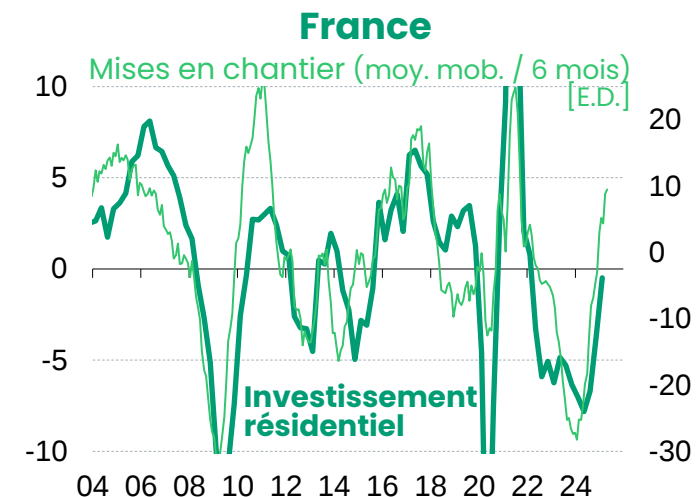


L'activité dans le secteur du logement donne des signes de stabilisation

Permis de construire et mise en chantier (milliers de logements, rythme mensuel)



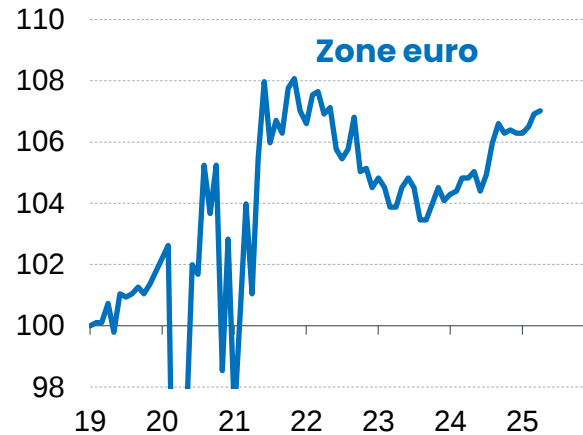
Investissement résidentiel (% glissement annuel, volume)



Les ventes au détail ont été un peu plus dynamiques en début d'année

Ventes au détail en zone euro

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

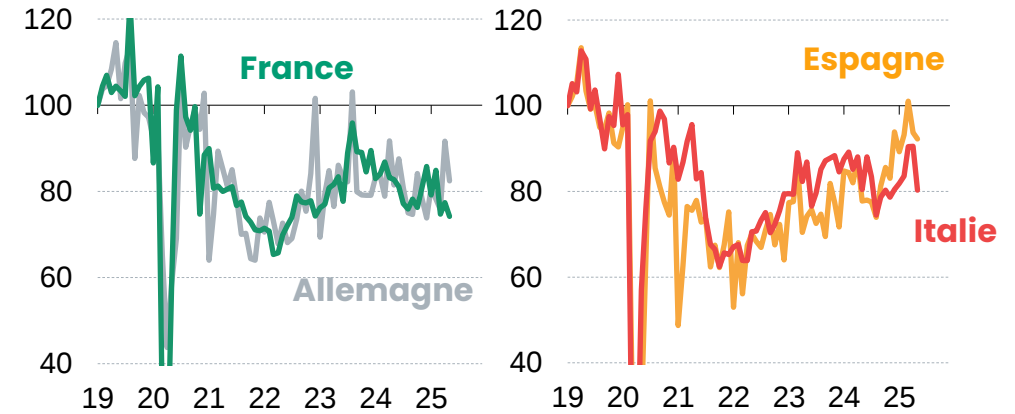
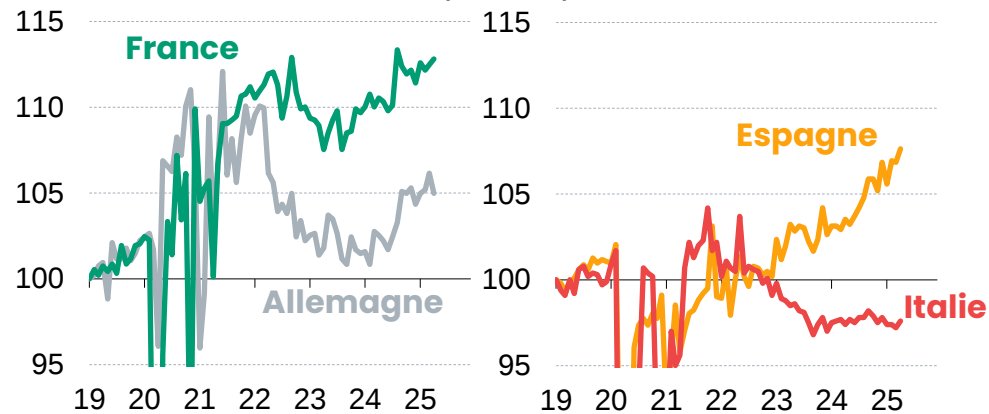


Nouvelles immatriculations

(janvier 2019 = 100)

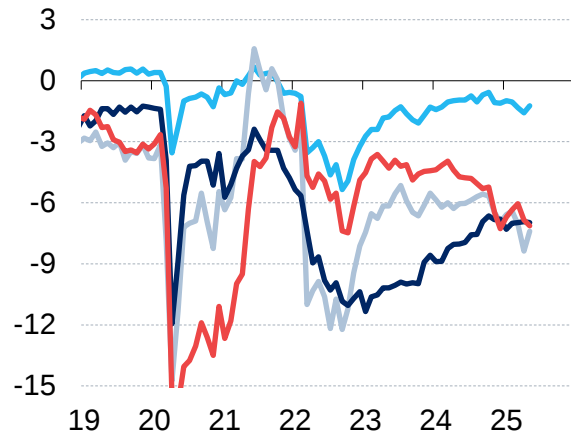
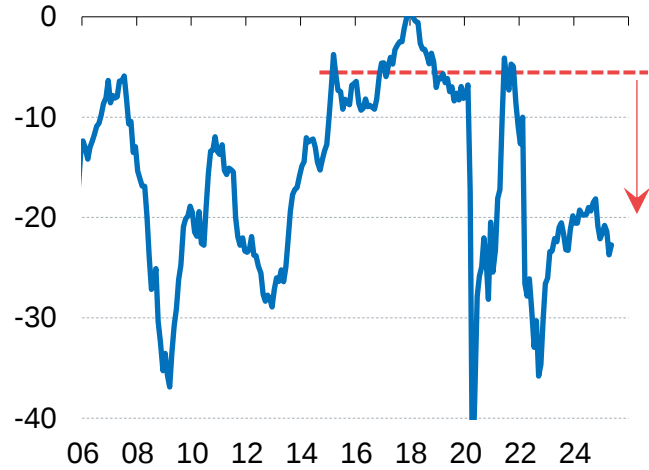


Par pays (volume)



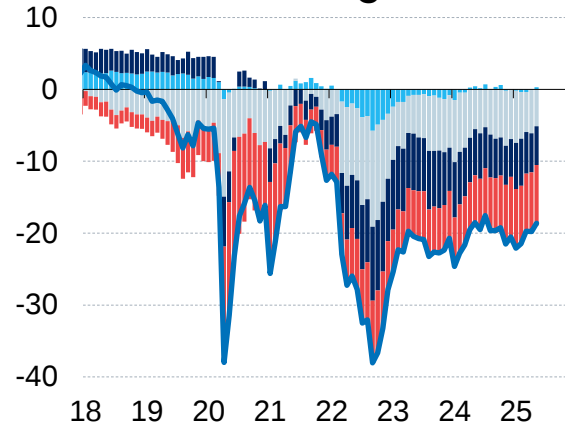
Les ménages s'inquiètent de la situation économique

Confiance des ménages en zone euro

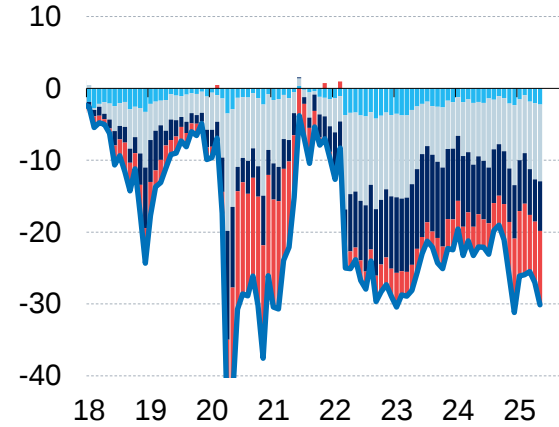


Confiance des ménages par pays

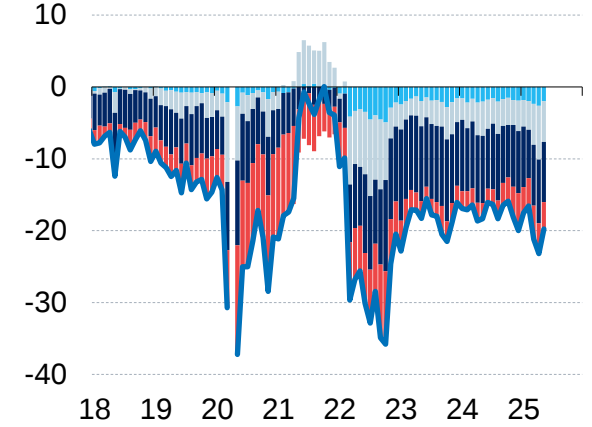
Allemagne



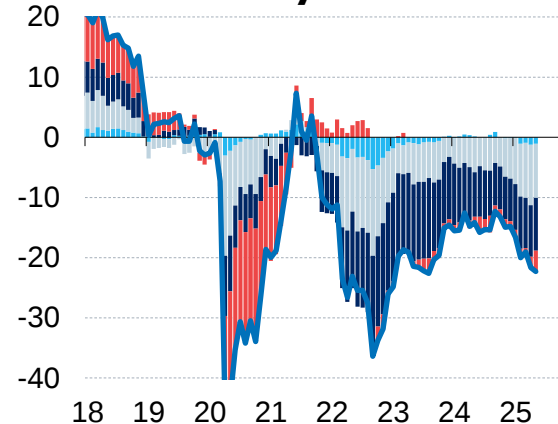
France



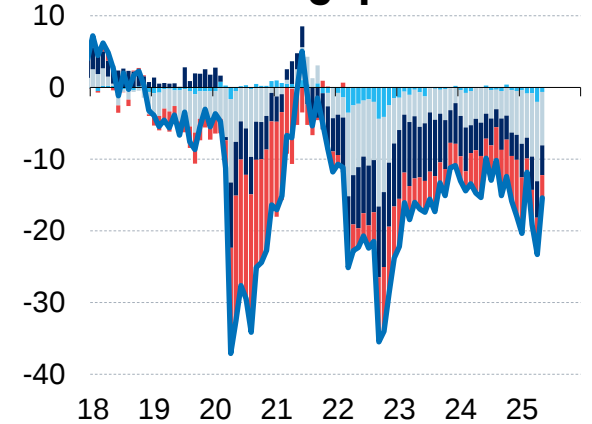
Italie



Pays-Bas



Belgique

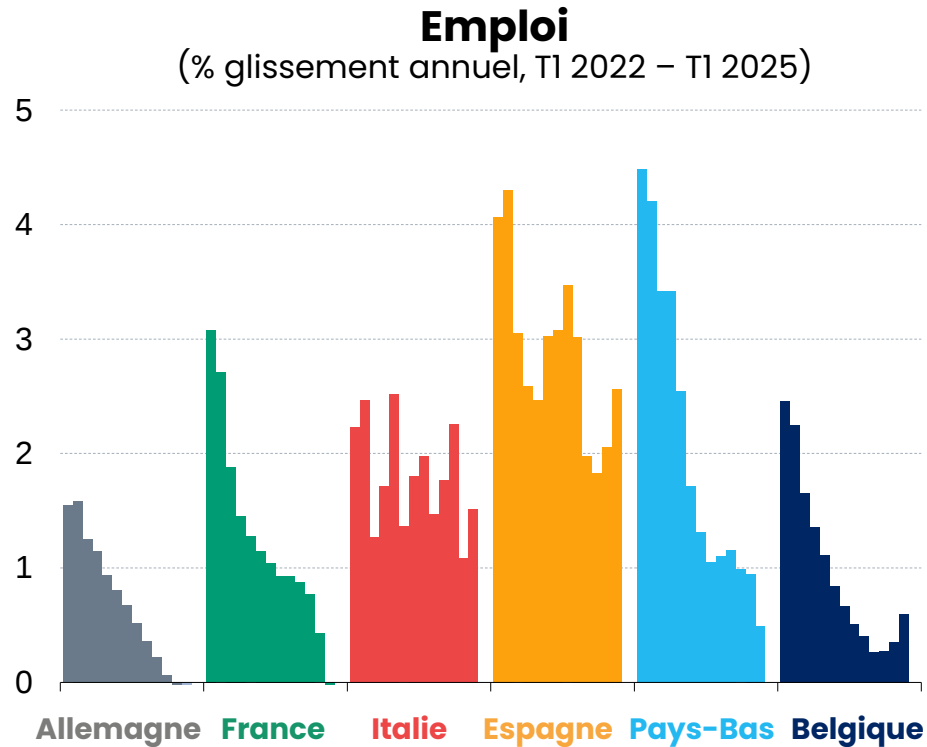


— Confiance des ménages
— Perspectives d'évolution du chômage*
— Opportunité de faire des achats importants
— Situation économique*
— Situation financière *

(*) 12 prochains mois

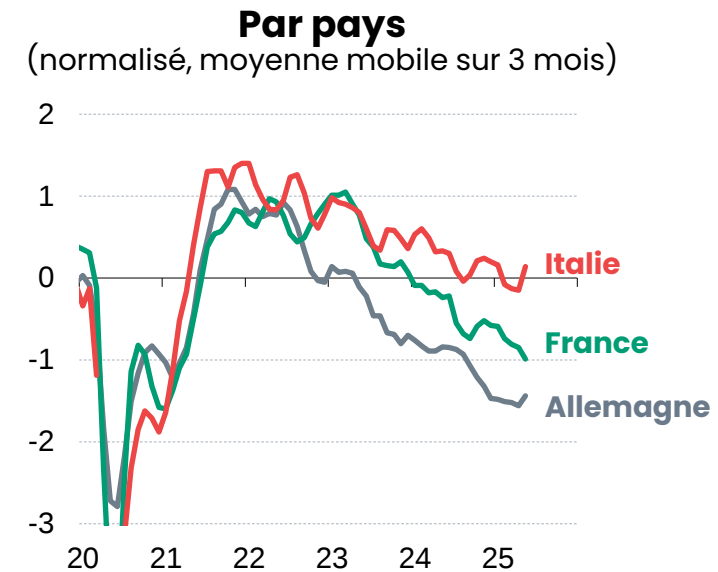
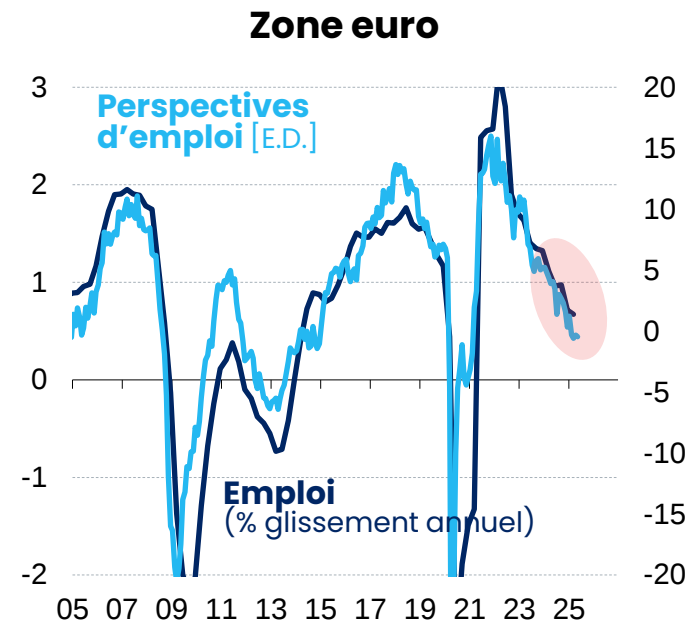


Jusqu'à présent, le ralentissement des créations d'emplois est resté ordonné

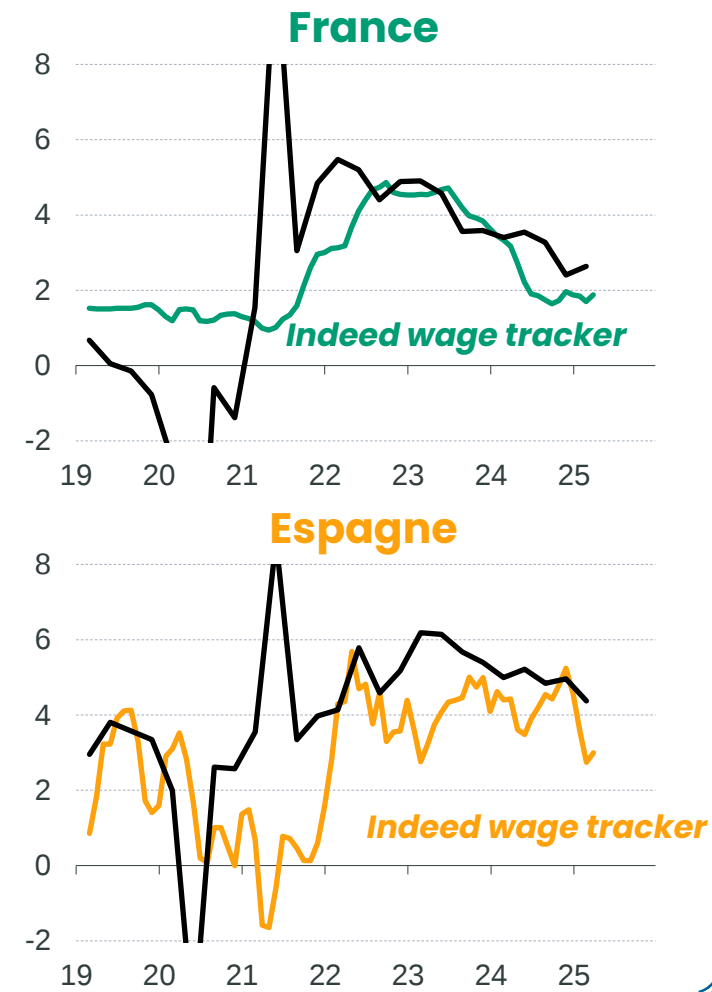
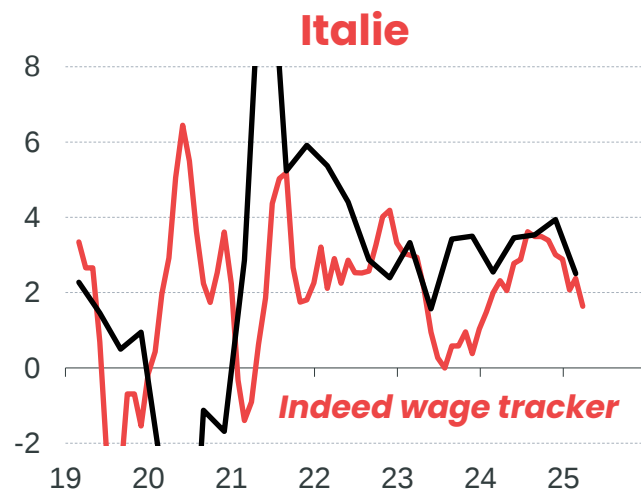
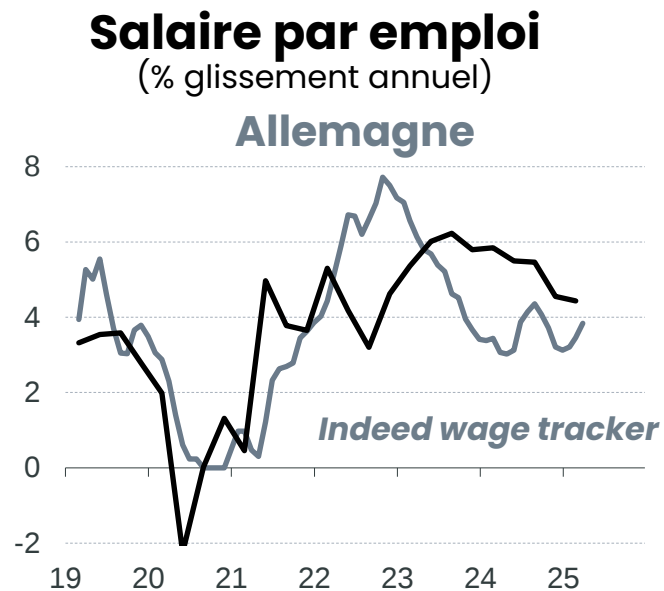
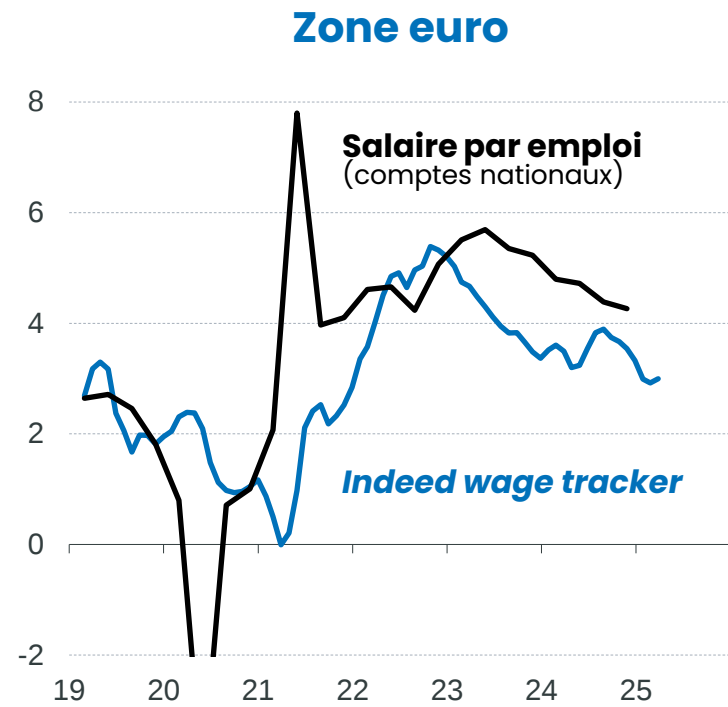


Perspectives d'emploi

(enquête de la Commission européenne auprès des entreprises)

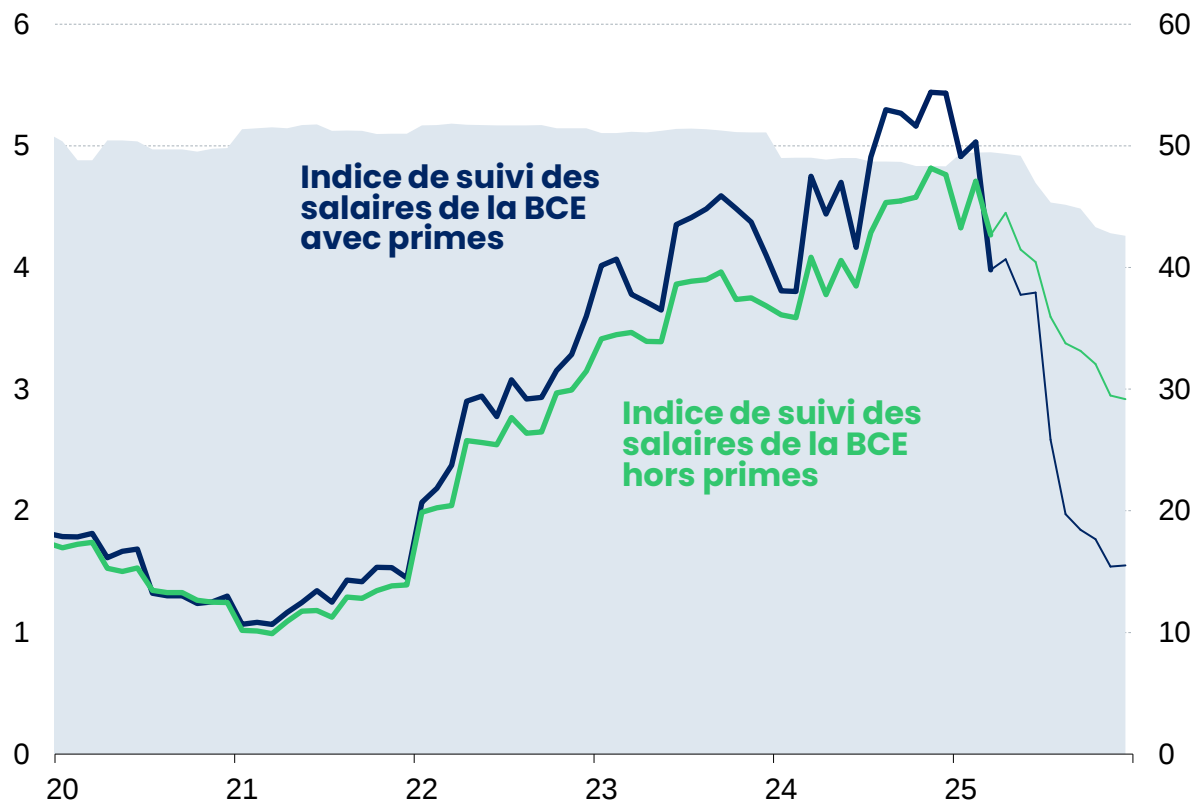


Les salaires ont décéléré...



... et les négociations salariales laissent penser que le ralentissement va se poursuivre

Croissance des salaires dans la zone euro
(% glissement annuel)



L'indice de suivi des salaires de la BCE

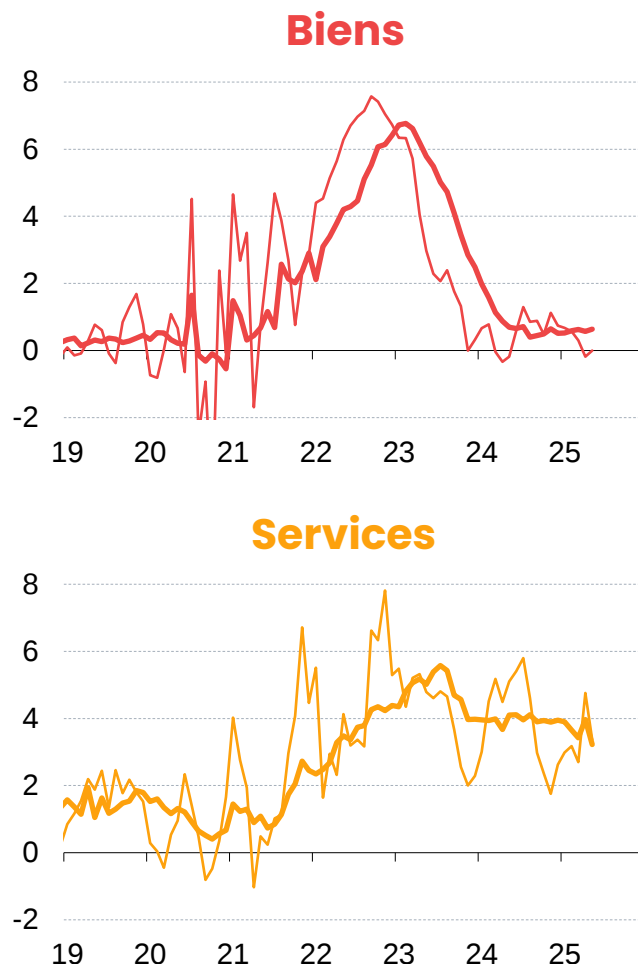
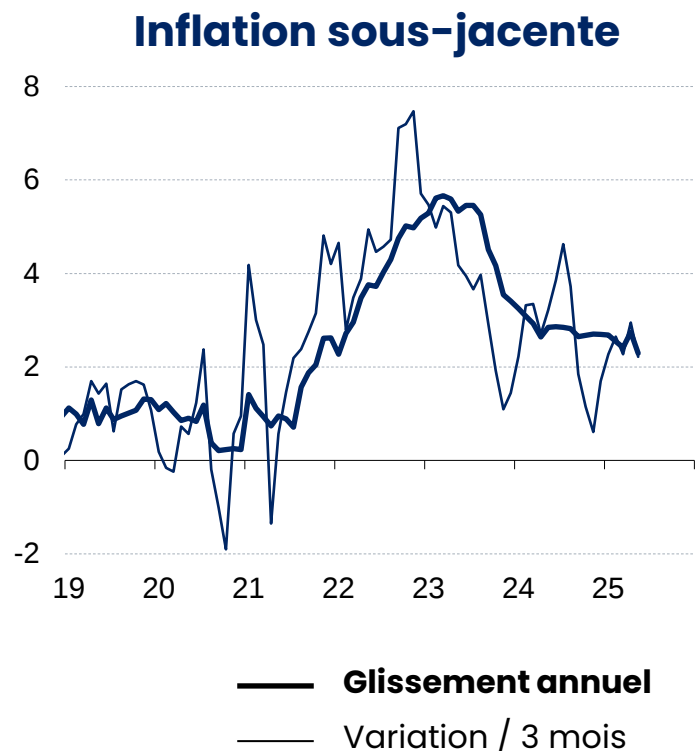
utilise des données granulaires provenant de conventions collectives déjà en place. Des informations contrat par contrat provenant de milliers d'accords entre les syndicats et les associations d'employeurs sont collectées et agrégées.

Il couvre actuellement les évolutions en Allemagne, en France, en Italie, en Espagne, aux Pays-Bas, en Grèce et en Autriche.



Les pressions inflationnistes continuent de s'atténuer

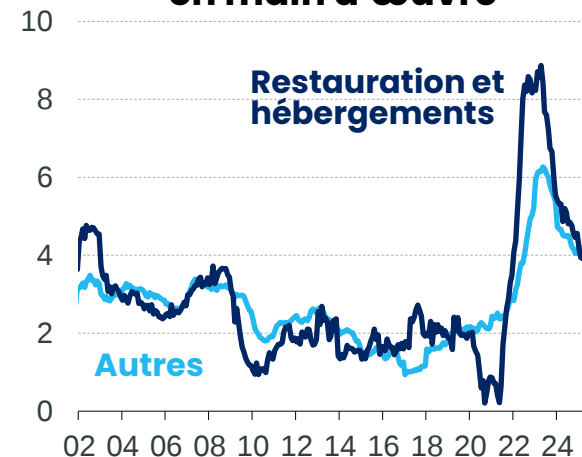
Inflation sous-jacente en zone euro (% rythme annuel)



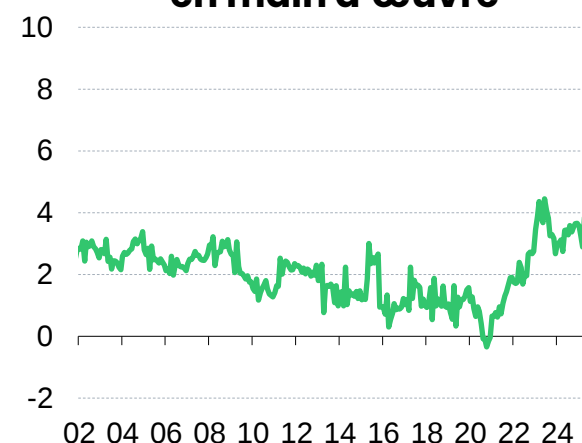
Inflation sous-jacente dans les services

(% glissement annuel)

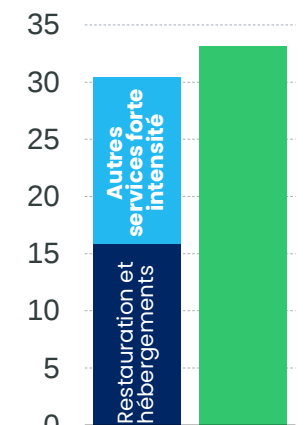
Services à forte intensité en main d'œuvre



Services à faible intensité en main d'œuvre



(%, poids dans l'inflation
sous-jacente)

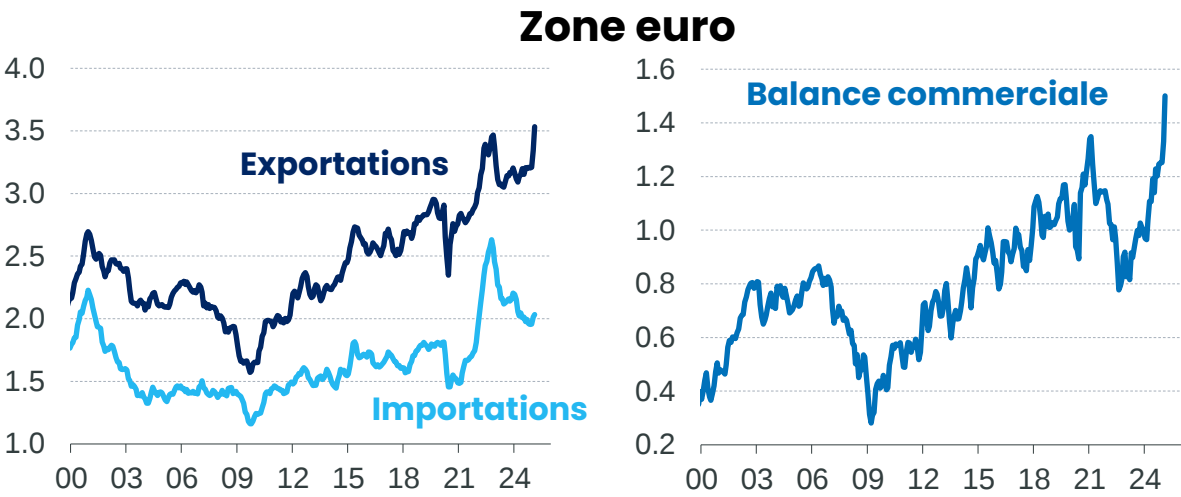


Services à forte intensité en main-d'œuvre
Services à faible intensité en main-d'œuvre

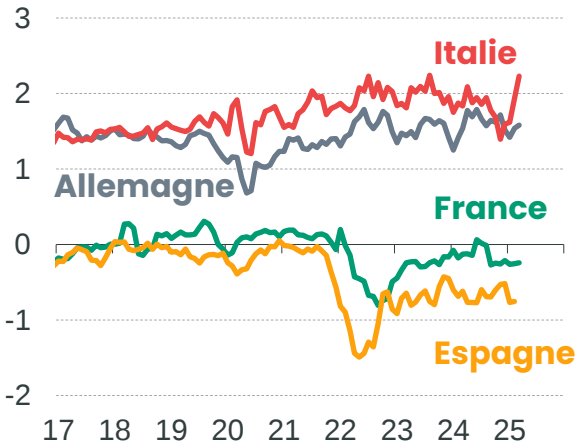


La zone euro est vulnérable à une augmentation des droits de douane américains

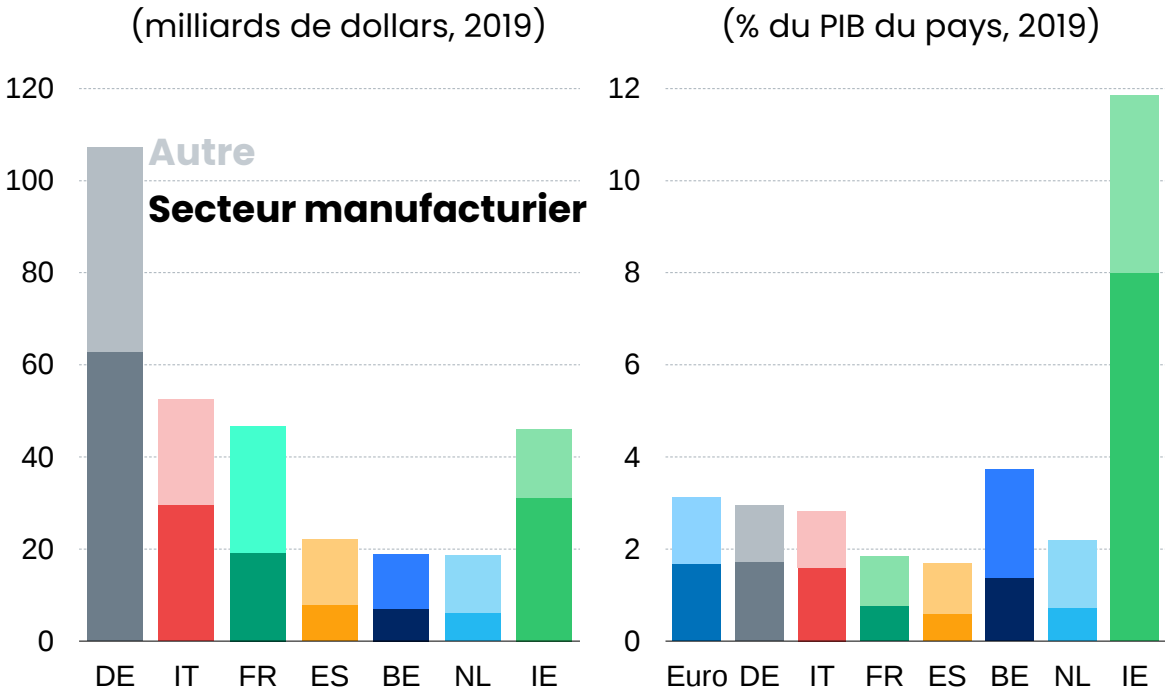
Poids du commerce extérieur de biens avec les États-Unis (% du PIB)



Balance commerciale par pays

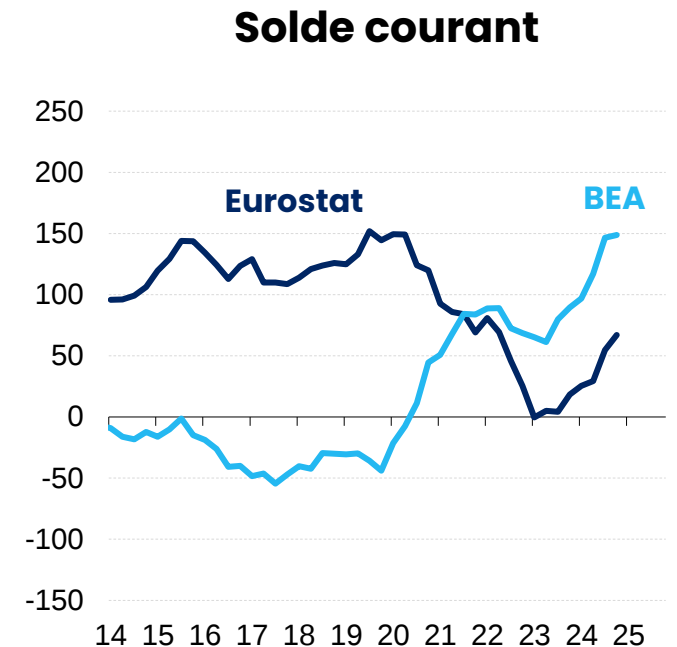
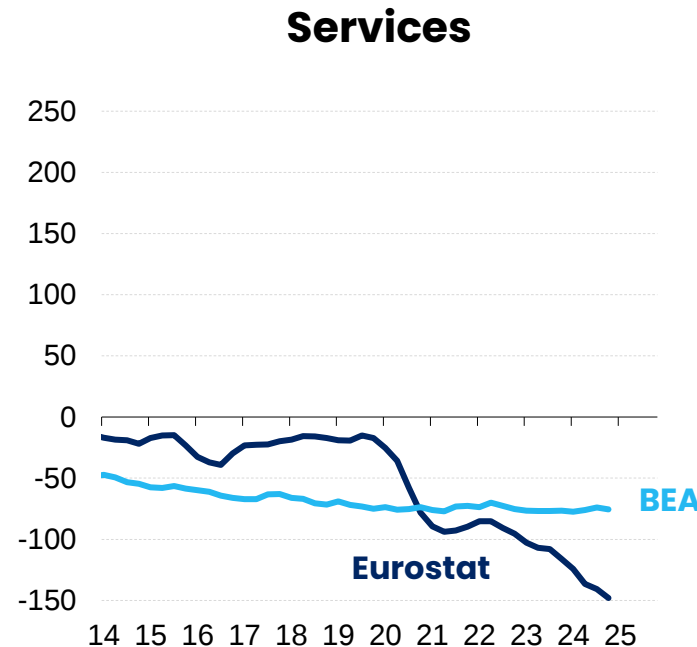
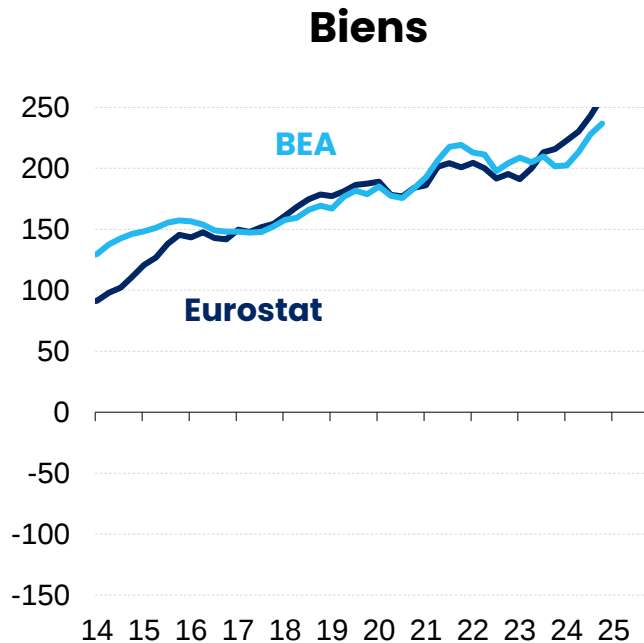


Valeur ajoutée par pays dans les exportations vers les États-Unis



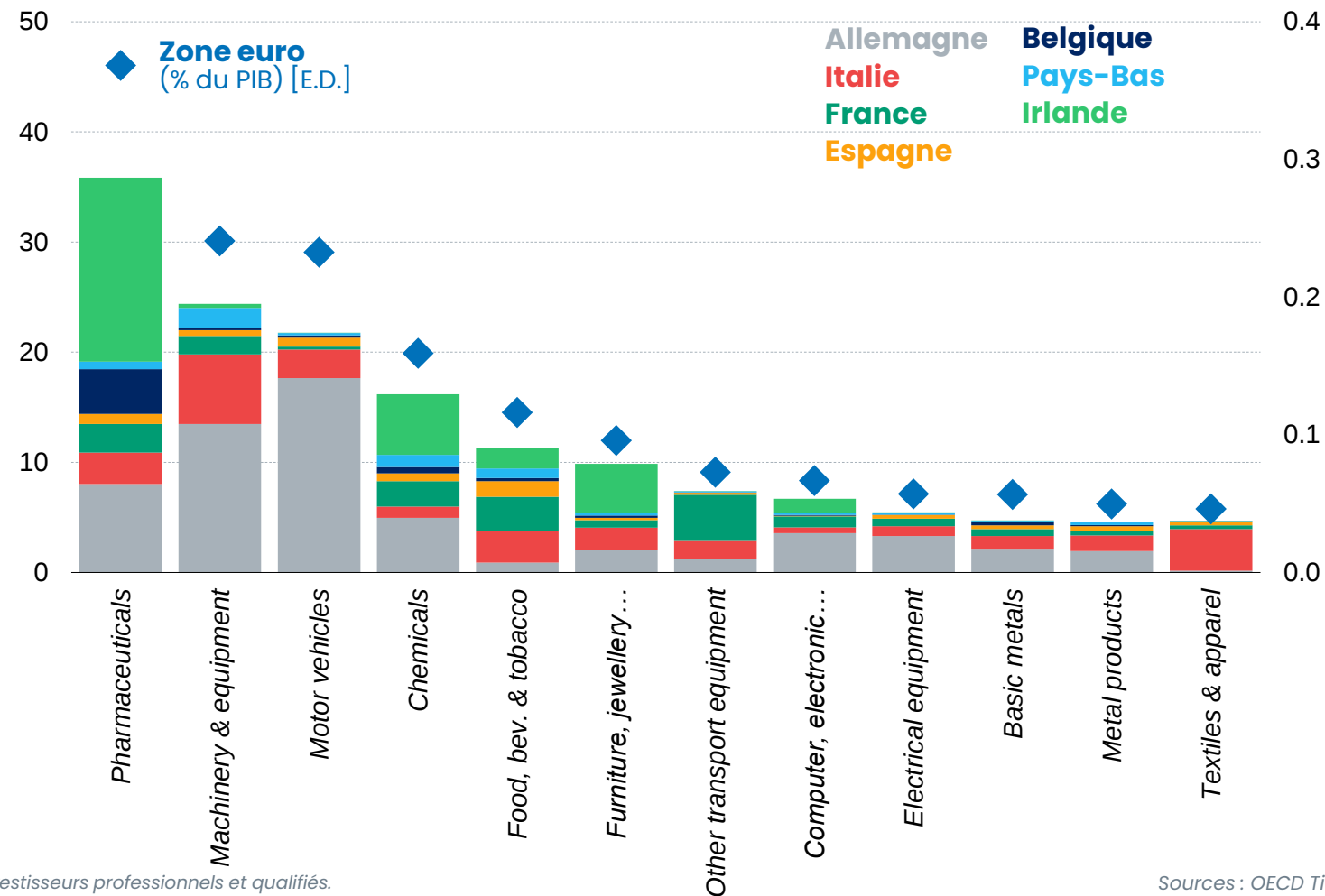
Memo. L'excédent de la balance des opérations courantes de l'UE27 vis-à-vis des États-Unis est nettement plus faible que l'excédent des échanges de biens

Balance commerciale et solde courant de l'Union Européenne vis-à-vis des États-Unis (milliards de monnaie locale, rythme annuel)



Memo. Certaines industries dépendent fortement de la demande américaine

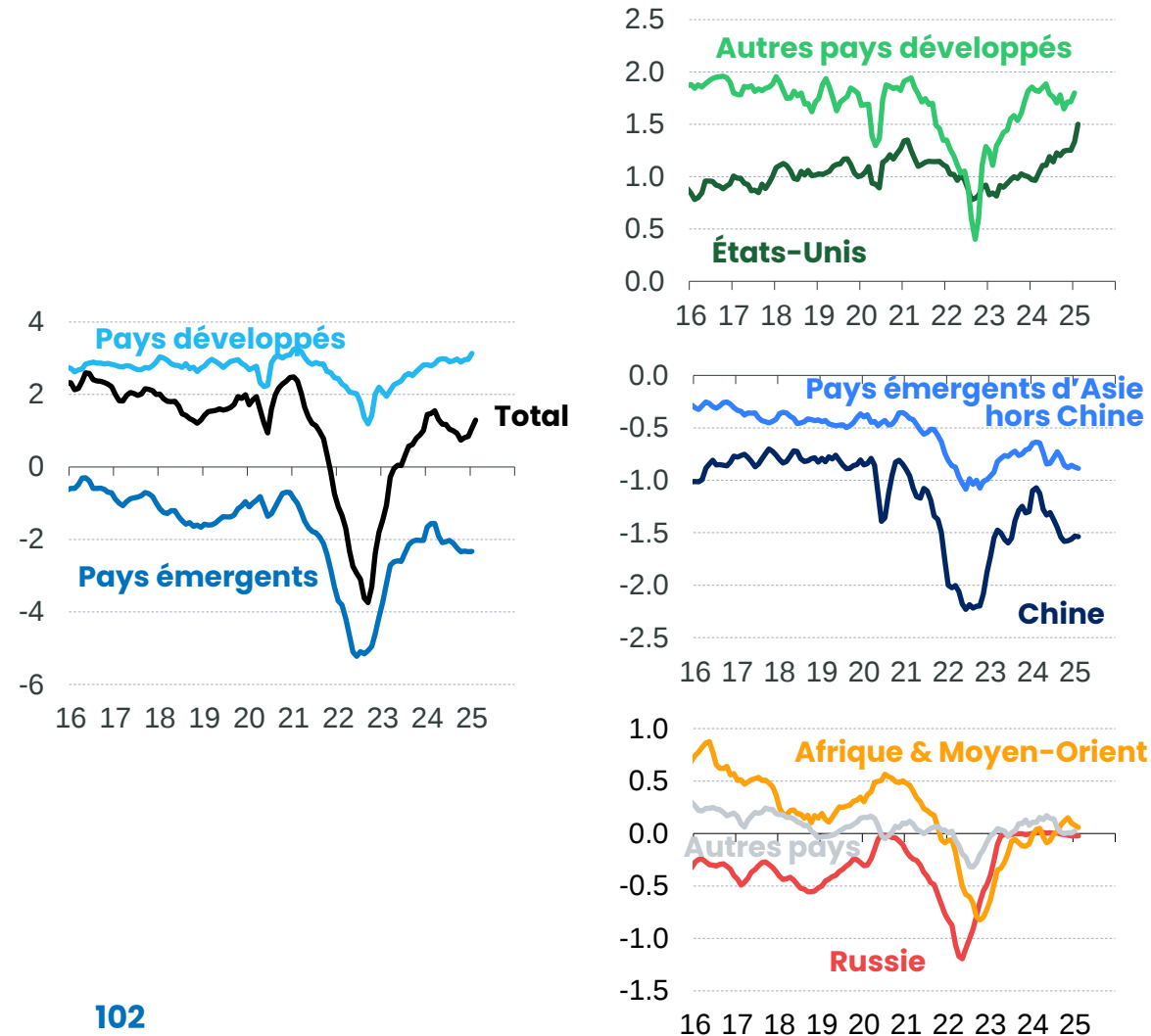
Valeur ajoutée par pays et type de biens dans les exportations vers les États-Unis
(milliards de dollars, 2019)



La croissance pourrait également être fragilisée si la Chine tente d'accroître sa pénétration des marchés européens

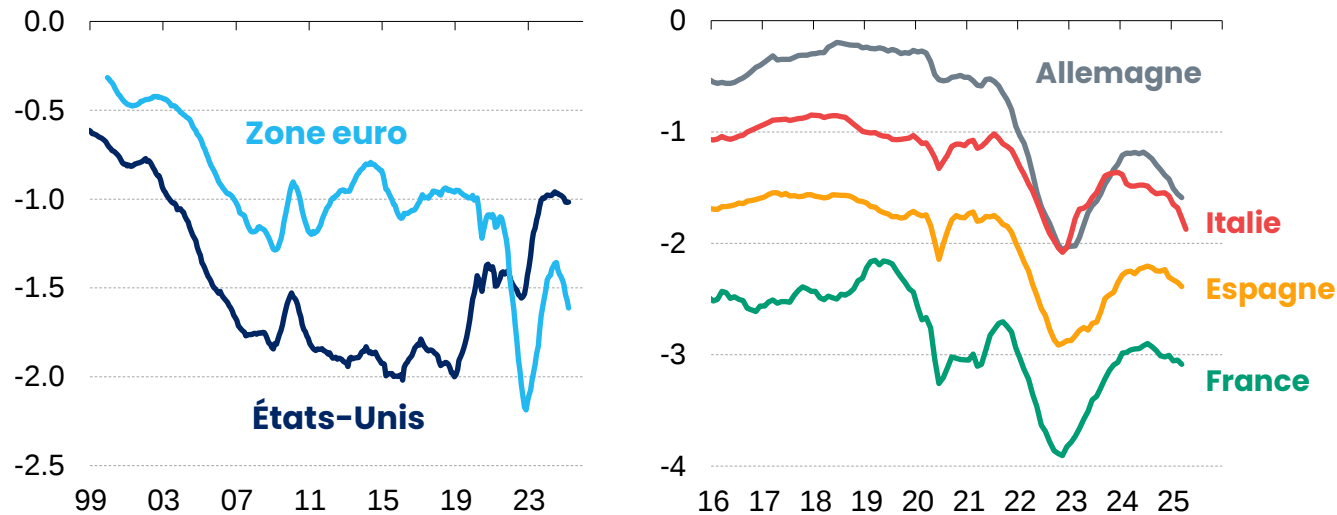
Solde commercial de la zone euro par pays

(% du PIB, moyenne mobile sur 3 mois)



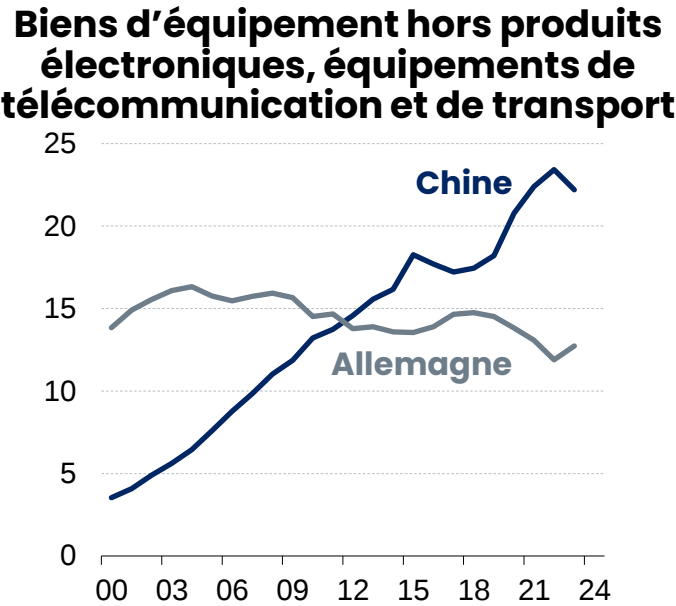
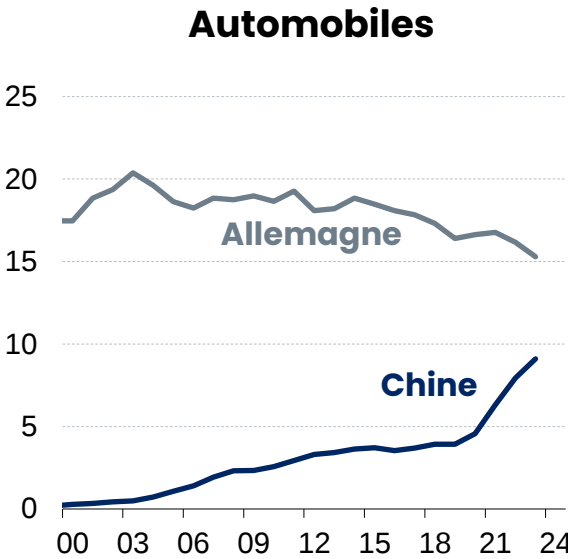
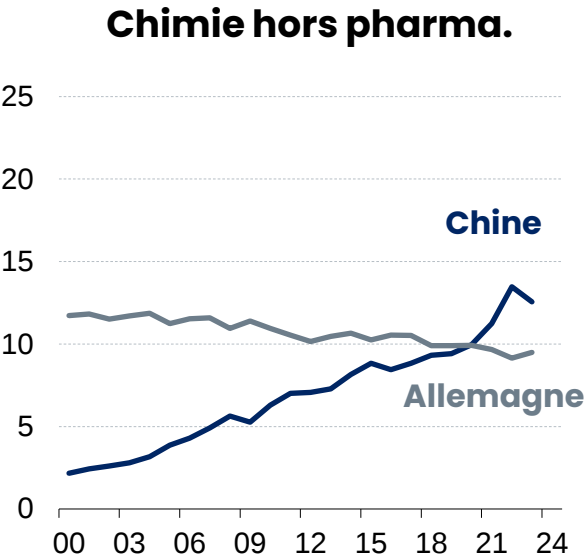
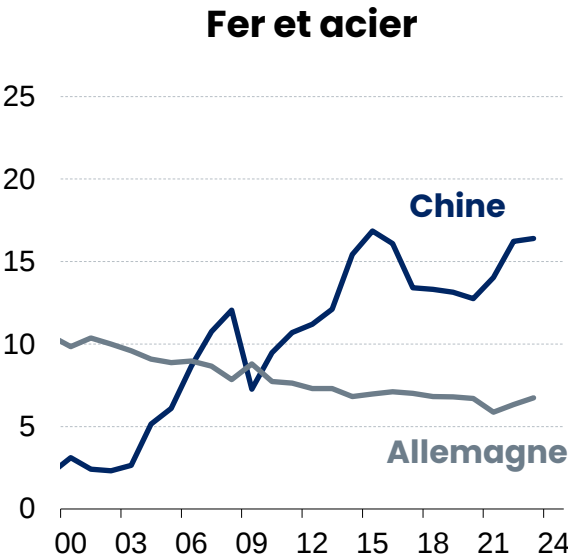
Balance commerciale avec la Chine

(% du PIB du pays, moyenne mobile sur 12 mois)



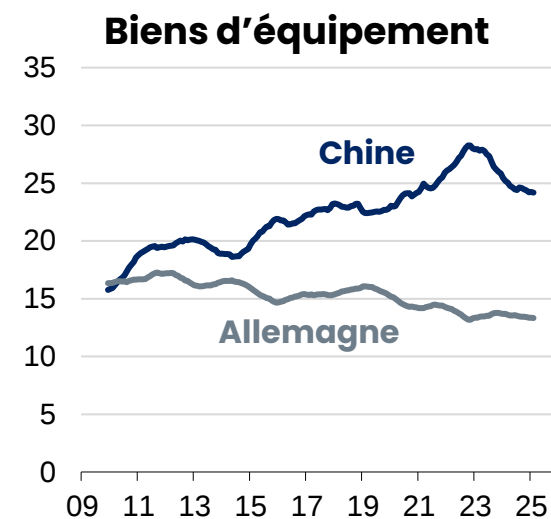
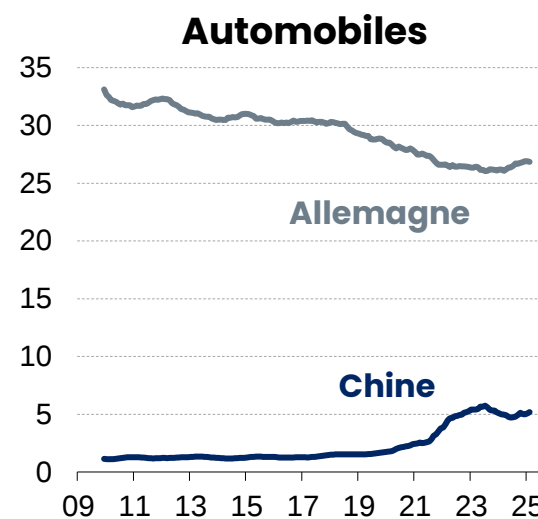
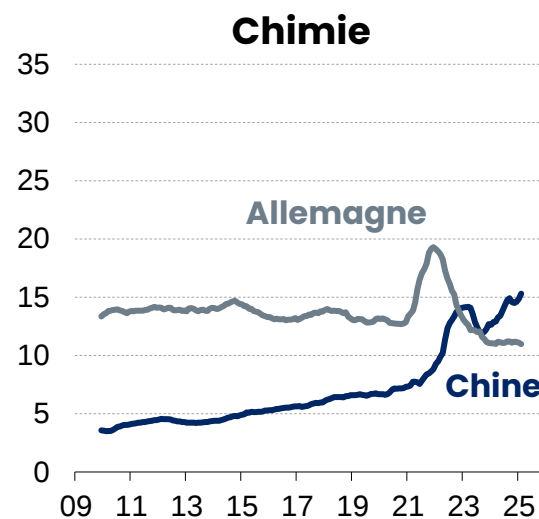
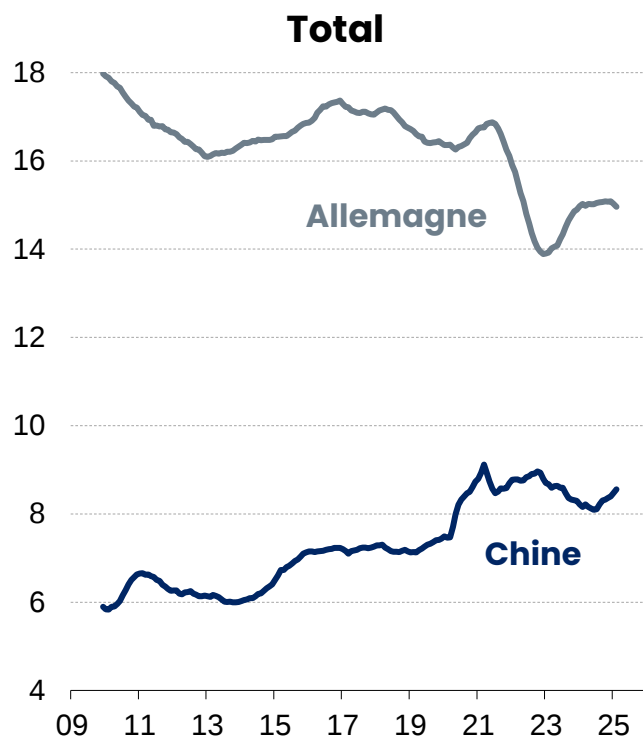
L'Allemagne souffre de la concurrence chinoise sur les marchés tiers

Part de la Chine et de l'Allemagne dans les exportations mondiales pour certains produits (%)



L'Allemagne souffre en particulier de la concurrence chinoise sur le marché intérieur européen

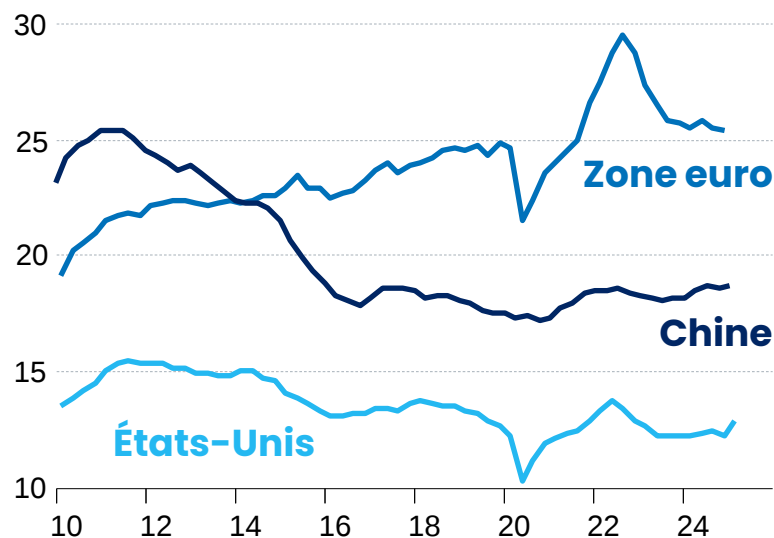
Part de la Chine et de l'Allemagne dans les importations de la zone euro par produit
(% des importations de la zone euro hors Allemagne)



Plus globalement, la zone euro est aussi exposée à un ralentissement de la croissance mondiale

Taux d'ouverture*

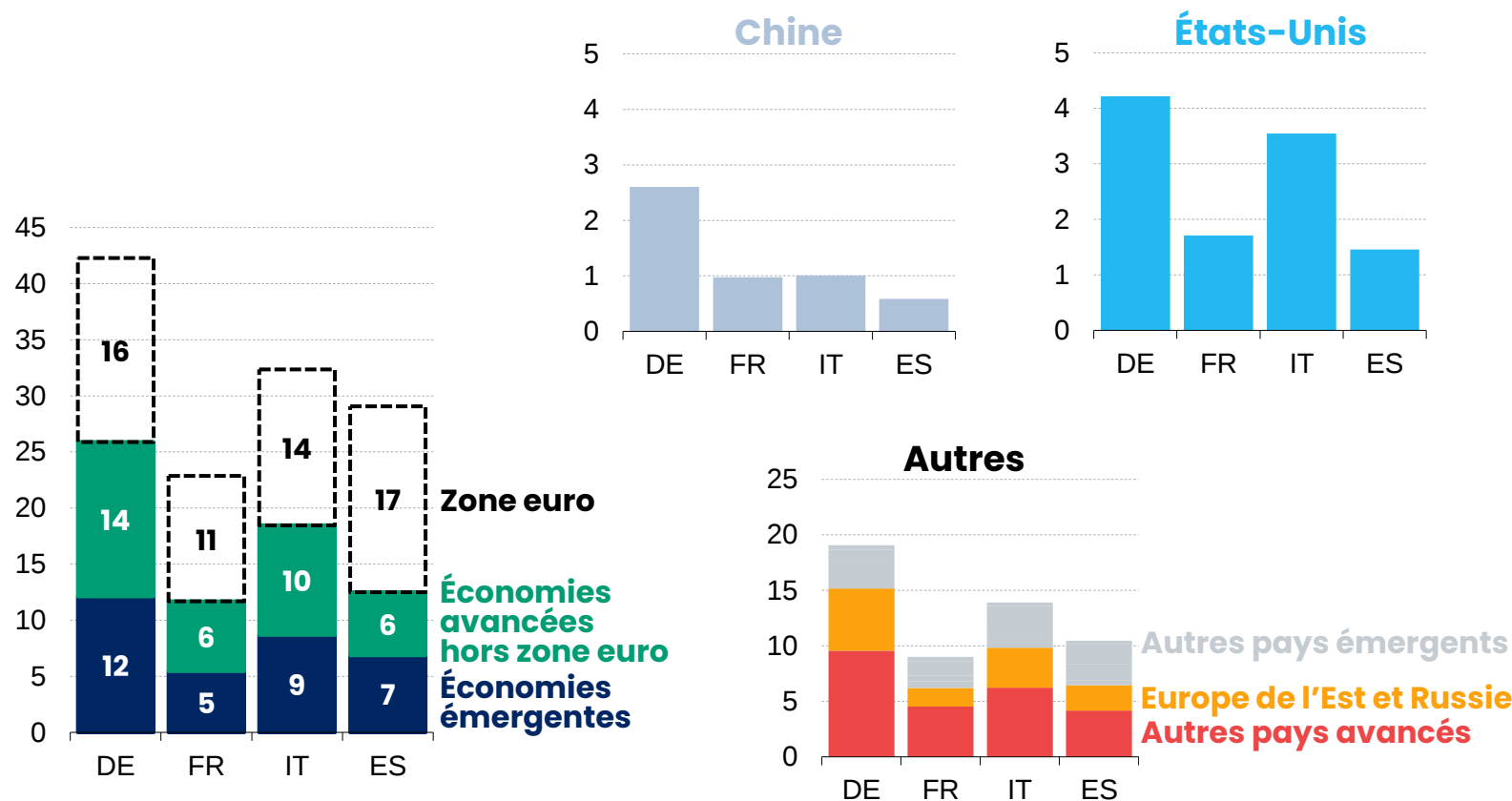
(% du PIB, moyenne mobile sur 4 trimestres)



(*) Demi-somme des exportations et importations rapportée au PIB

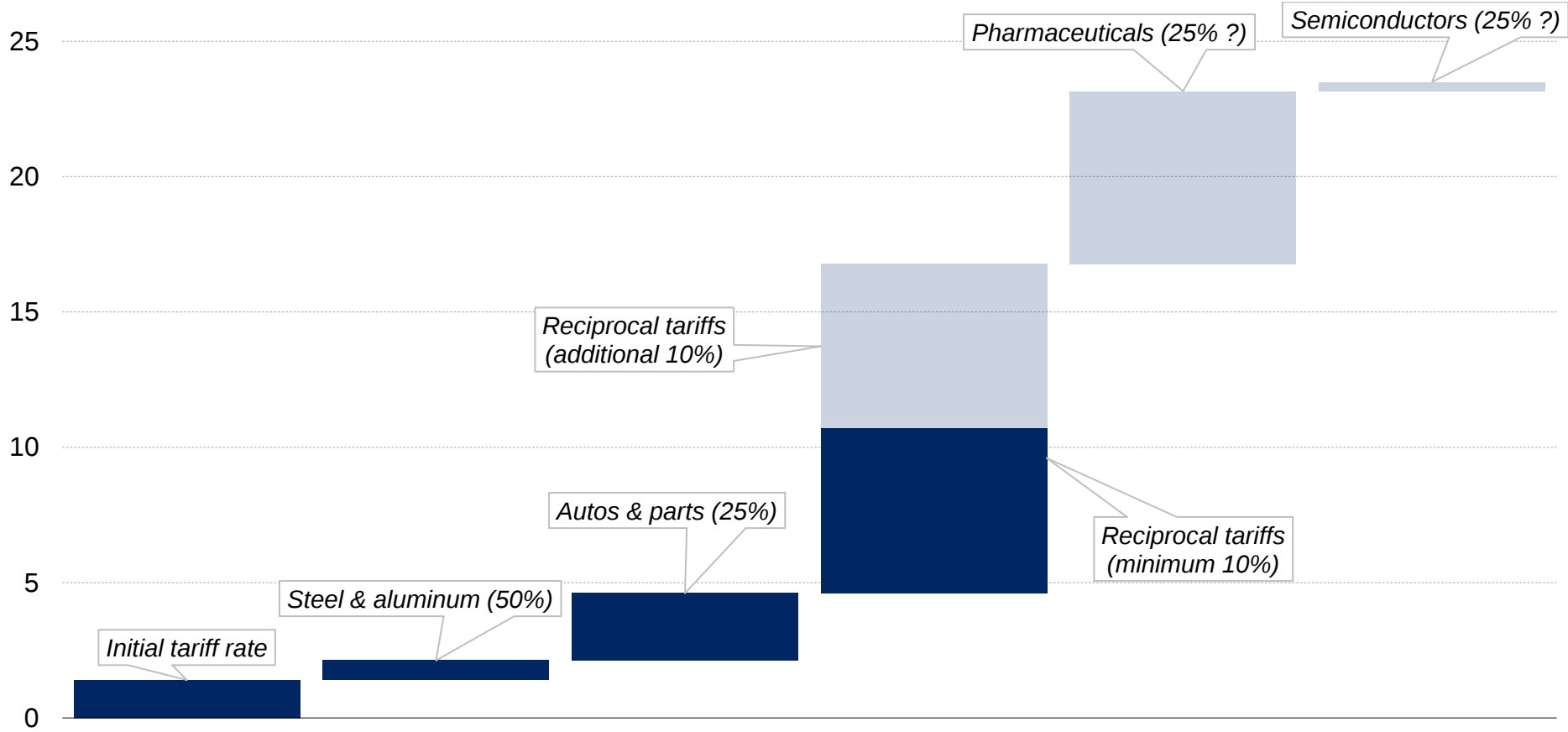
Exportations de biens de la zone euro par région

(% du PIB, 2024)



Le niveau terminal des droits de douane américains sur l'Europe est toujours incertain...

Droits de douane moyens des États-Unis sur l'Union Européenne (%)

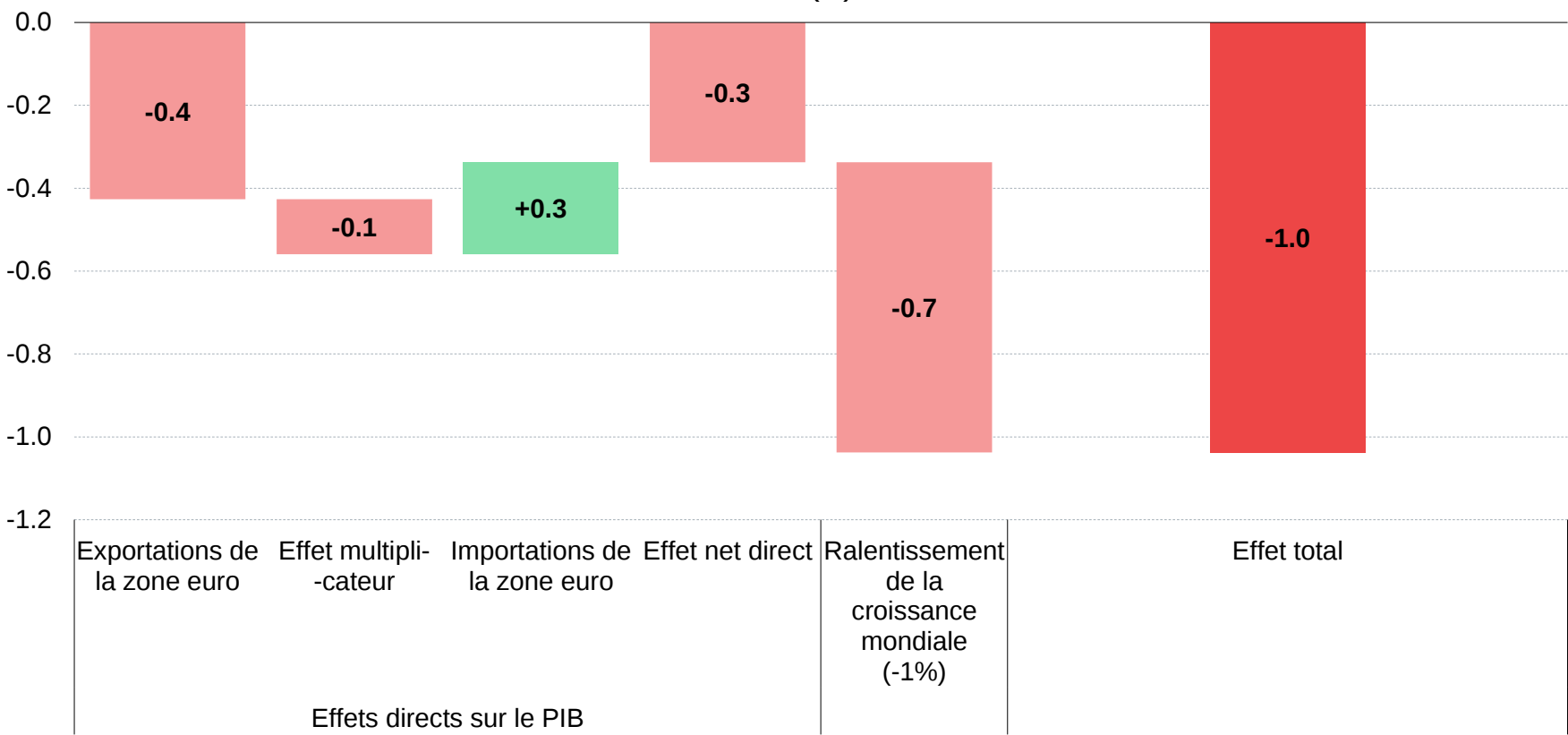


L'article 899 proposé vise les sociétés, les particuliers et les gouvernements des pays qui imposent des taxes discriminatoires (par exemple, la **taxe sur les services numériques**) aux citoyens ou aux sociétés des États-Unis. En vertu du nouveau projet de loi budgétaire, les États-Unis pourraient augmenter, pour ces investisseurs, **les impôts sur leurs revenus américains de 5% chaque année, jusqu'à un maximum de 20%.**



... mais si les droits de douane s'élevaient à 20%, le choc serait sensible pour la croissance européenne !

Effets sur le PIB de la zone euro d'une hausse de 25% des droits de douane américains sur les produits européens (%)

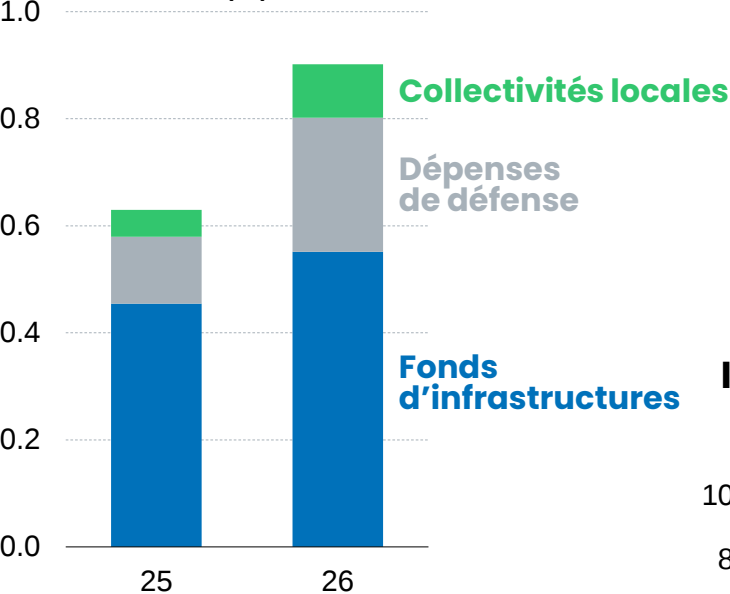


Dans son scénario principal, la BCE retient des droits de douane américains à leur niveau du 12 mai 2025 (i.e. des droits de douane à 40% sur la Chine et 10% sur le reste du monde, sans mesure de rétorsion) : l'effet cumulé sur le PIB de la zone euro est estimé à -0,7% sur 2025-27.



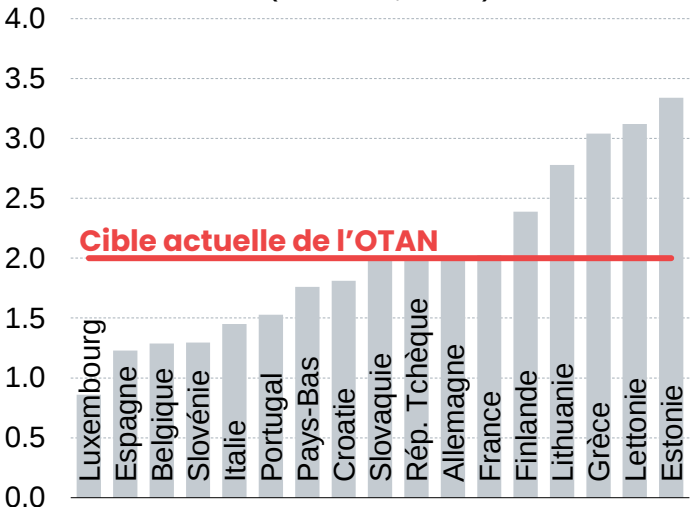
Les annonces de l'Allemagne et de la Commission Européenne pourraient compenser en partie l'effet de la guerre commerciale

Plan allemand :
effet maximum sur la
croissance allemande
(%)



ReArm EU / Readiness 2030

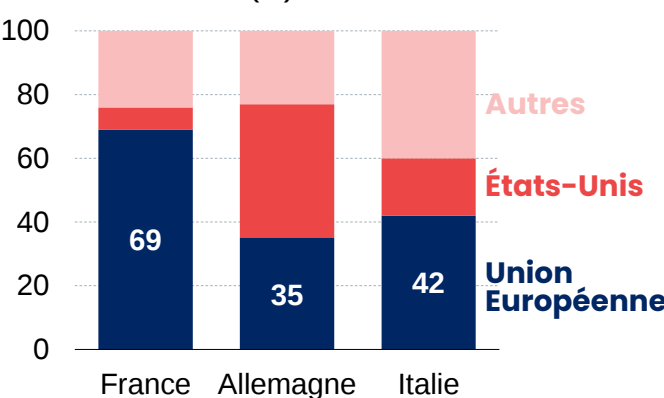
Poids des dépenses de défense
(% du PIB, 2024)



Soutiens nationaux

Certains pays pourraient également soutenir les industries touchées : l'Espagne a dévoilé un plan de 14 milliards d'euros pour atténuer les effets des droits de douane américains (dont 7,4 milliards d'euros de nouveaux financements).

Importations d'armement
par pays d'origine
(%)

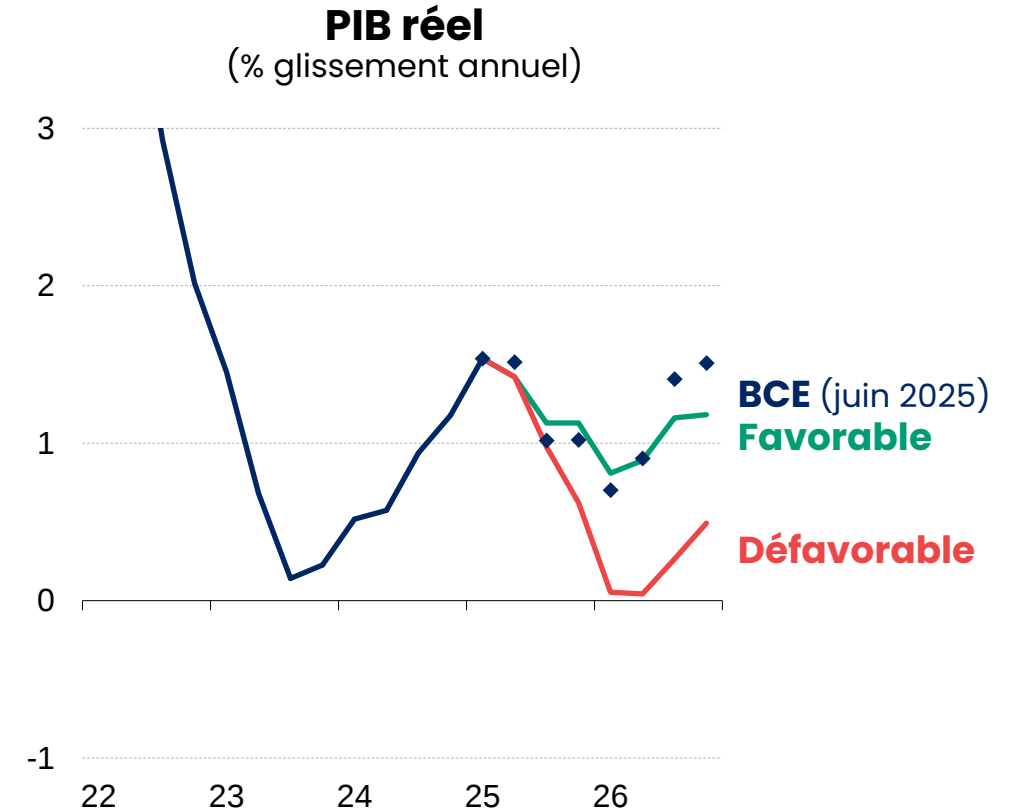
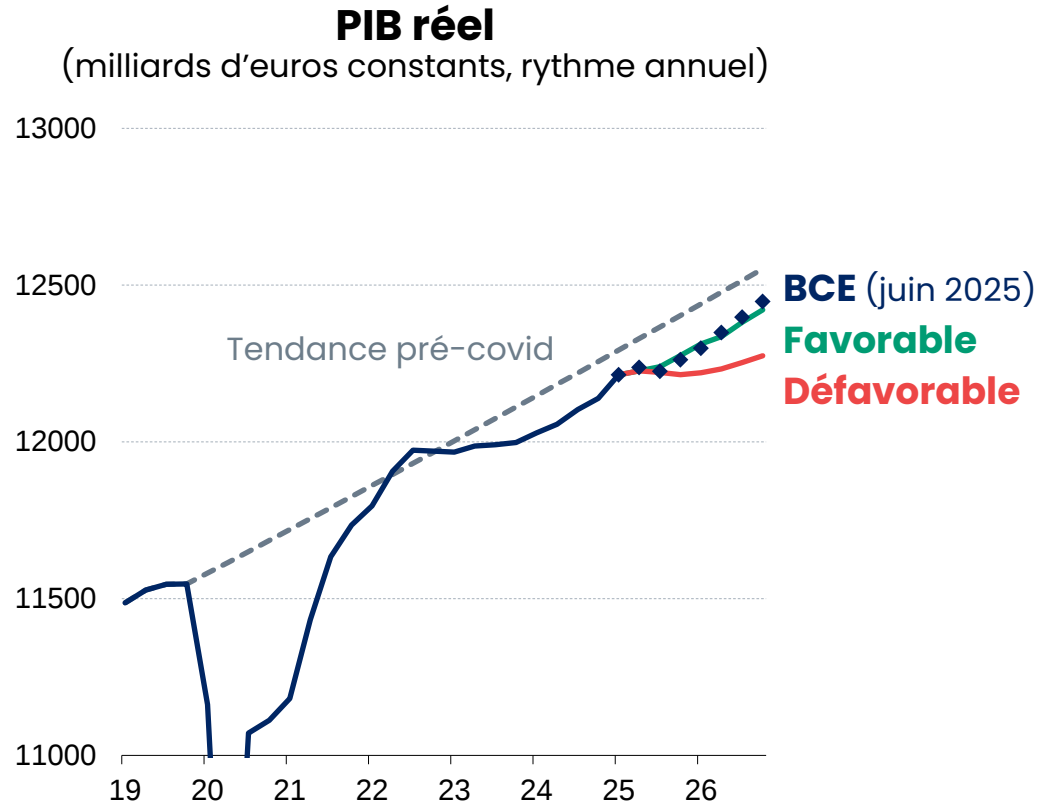


Si tous les pays de la zone euro membres de l'OTAN augmentent leurs dépenses de défense à 3,5% de leur PIB (au rythme maximum de 0,5 point de PIB par an), l'effet sur l'activité sera de l'ordre de +0,2 point de PIB** par an sur les deux prochaines années.

(**) Avec un multiplicateur de 0,5

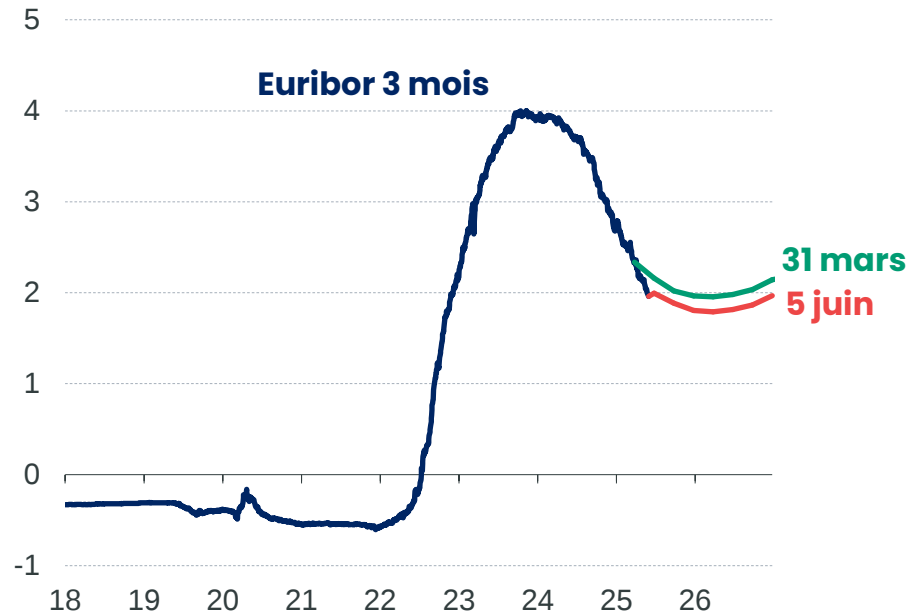


Le risque de voir l'activité ralentir sensiblement est toutefois réel

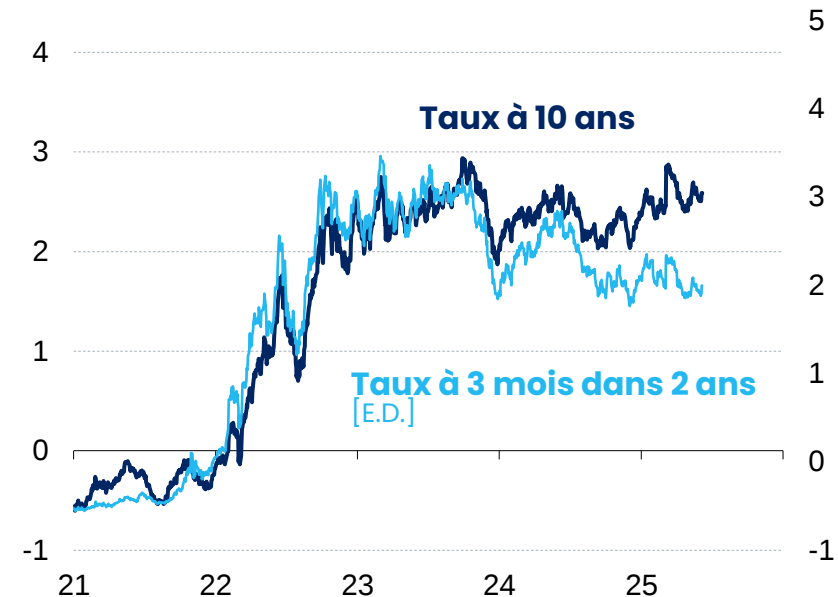


La normalisation de la politique monétaire touche à sa fin... mais la BCE pourrait être contrainte de baisser à nouveau ses taux après l'été

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



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

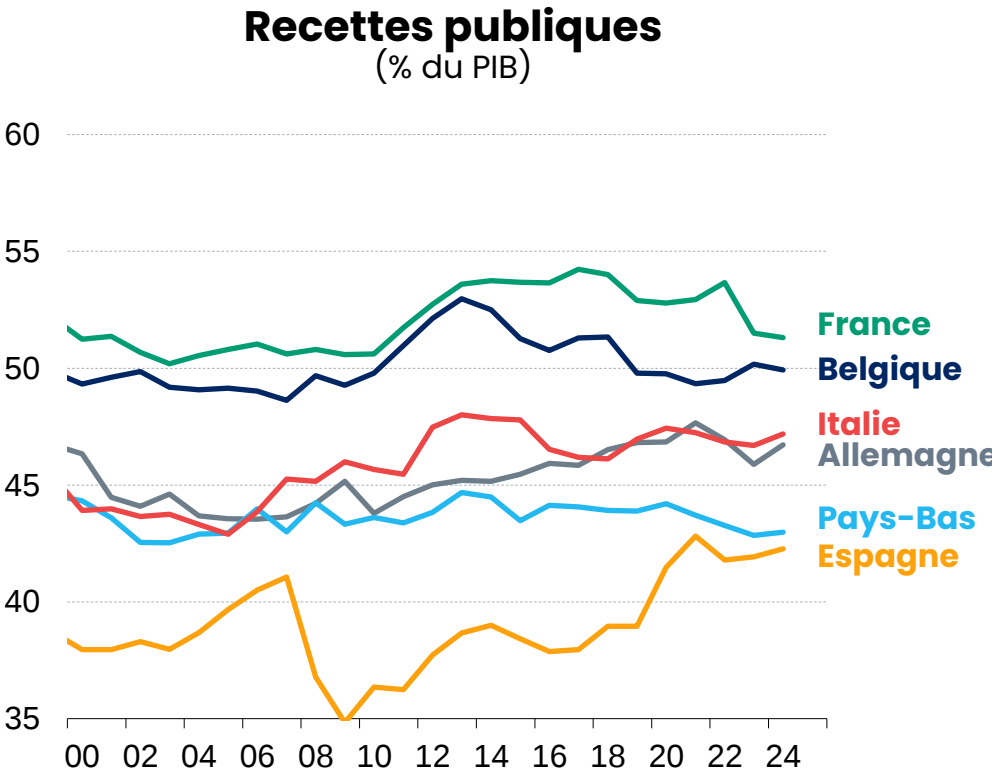
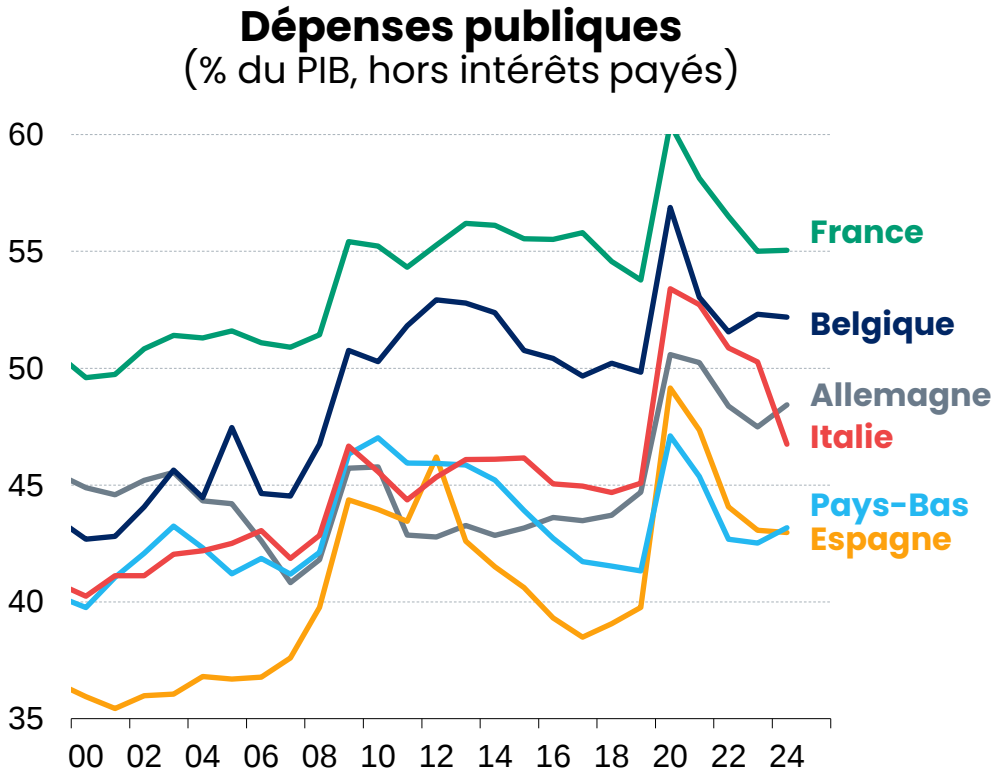




Focus. Finances publiques

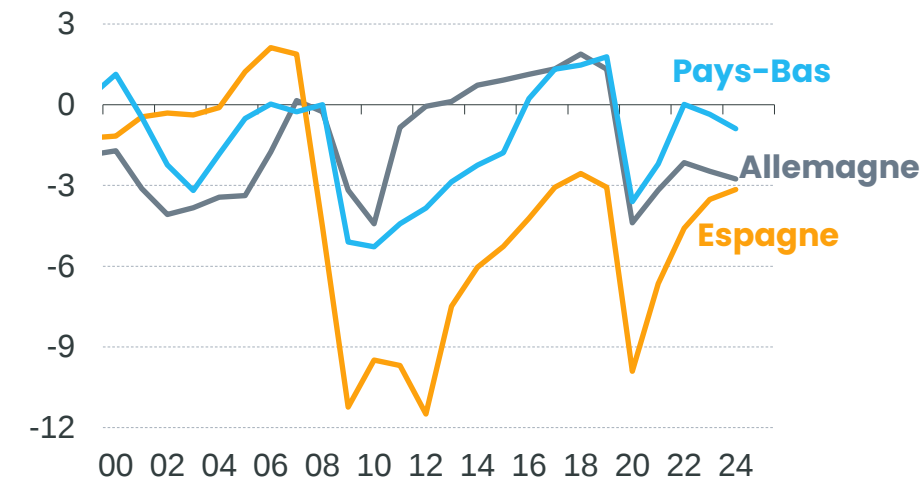


Dépenses et recettes budgétaires

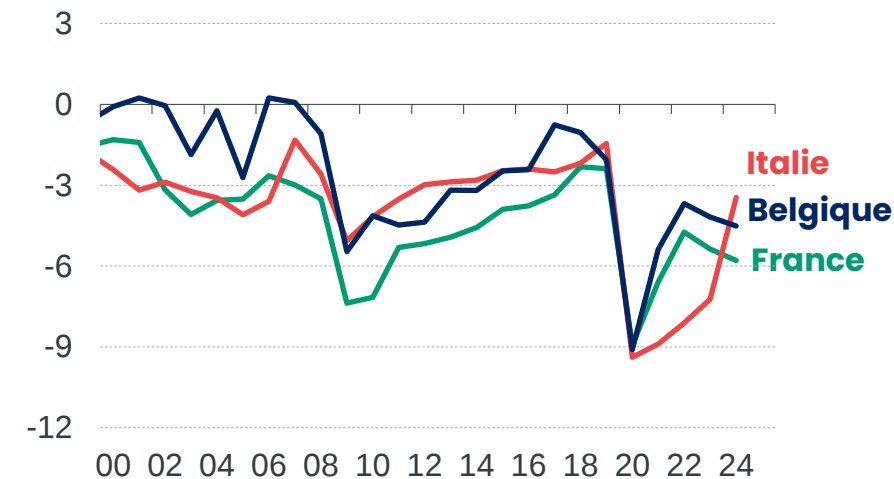
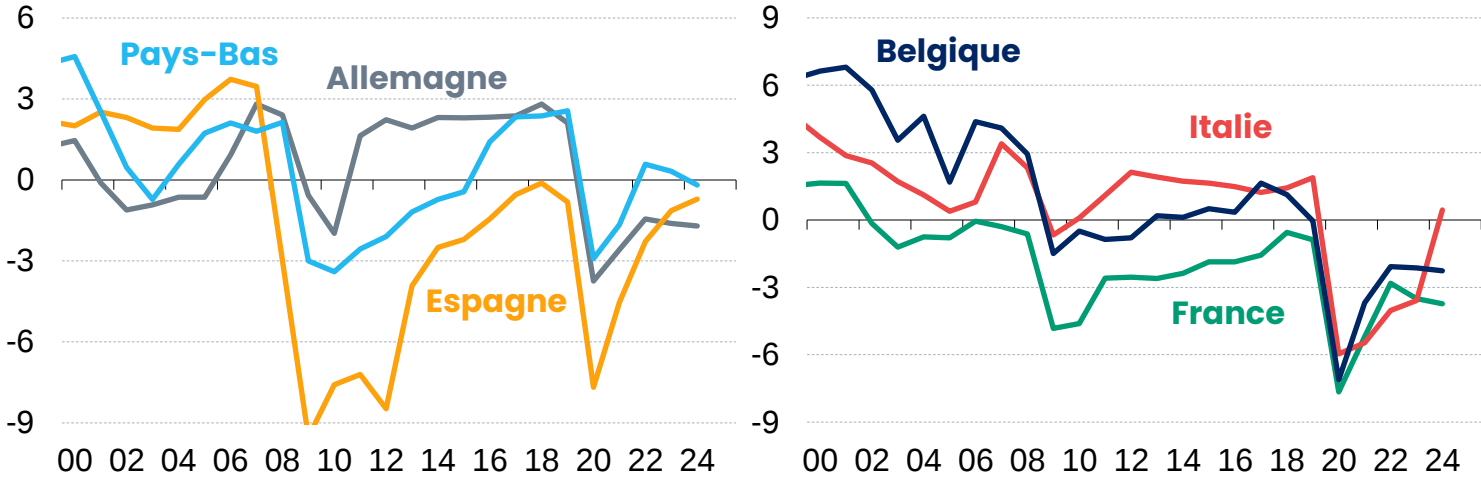


Soldes budgétaires

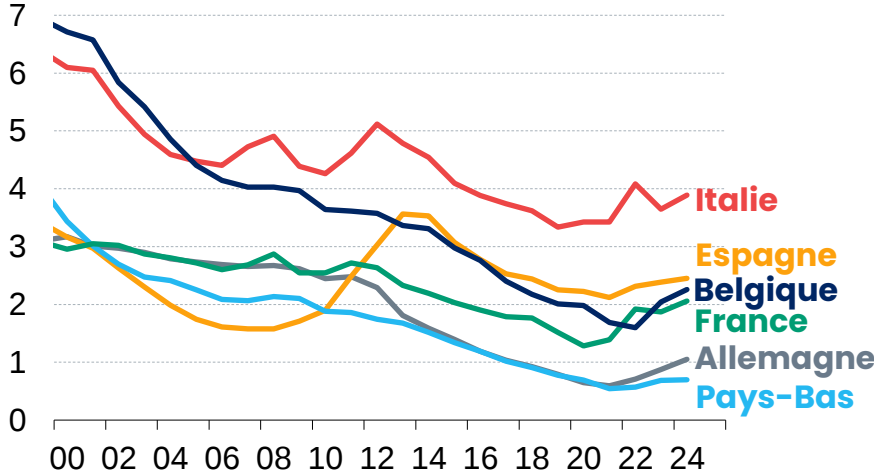
Solde budgétaire
(% du PIB)



Solde budgétaire primaire
(% du PIB)



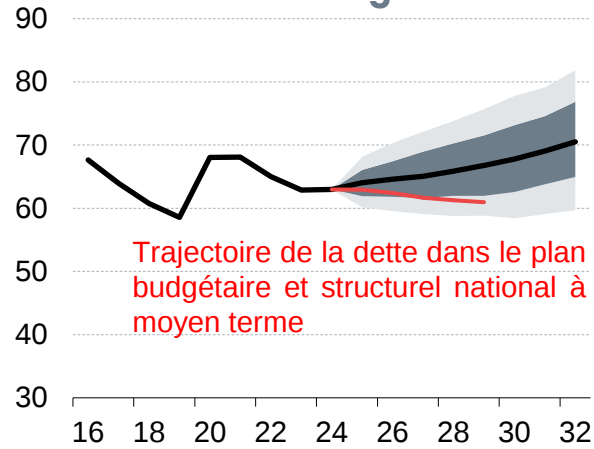
Paielements d'intérêts
(% du PIB)



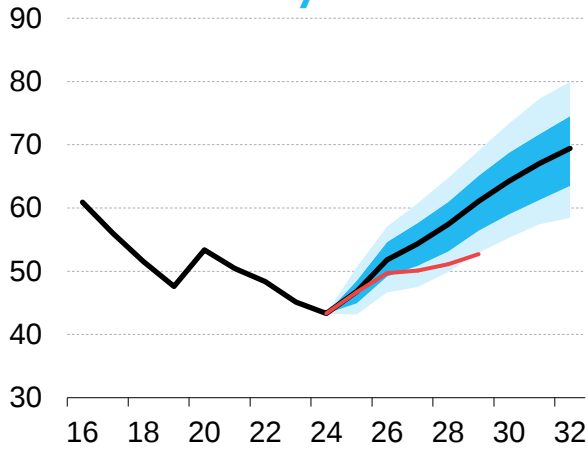
Trajectoires de dettes publiques

**Trajectoires de dettes publiques
avec augmentation des dépenses de défense
et le plan allemand d'investissement en infrastructures
(% du PIB)**

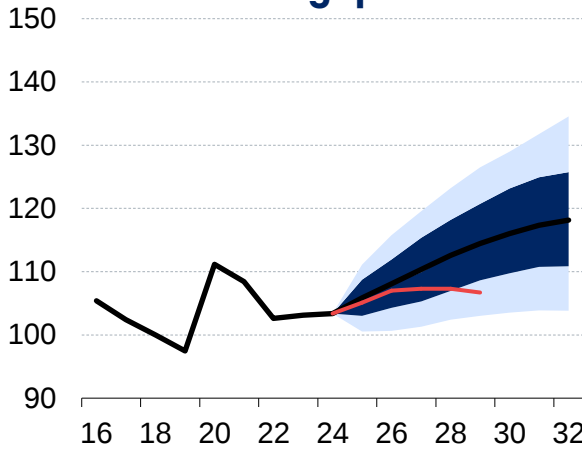
Allemagne



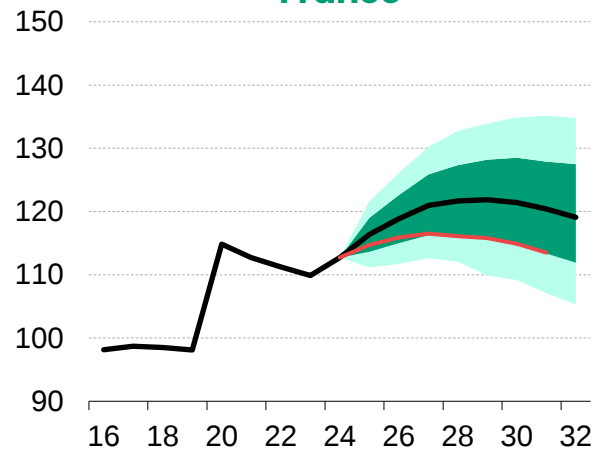
Pays-Bas



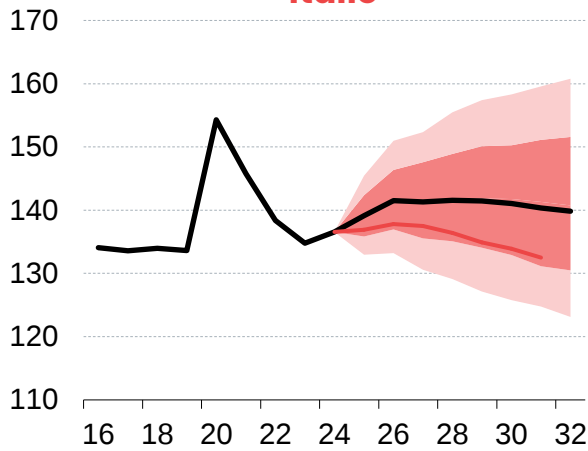
Belgique



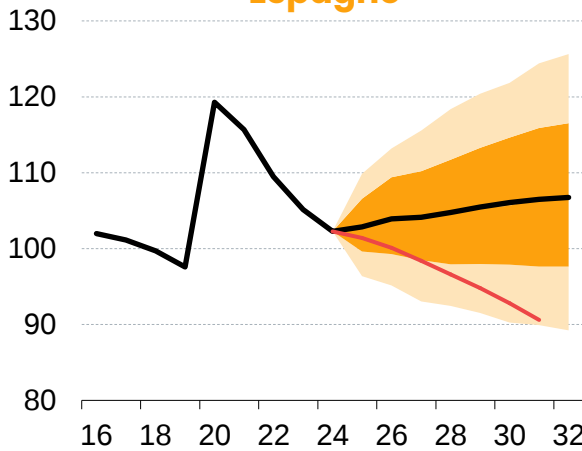
France



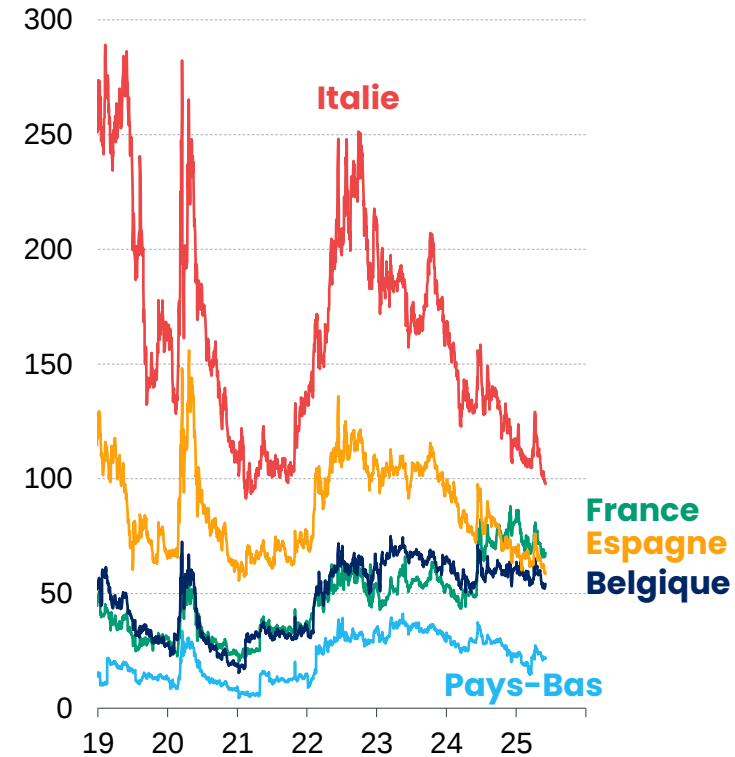
Italie



Espagne

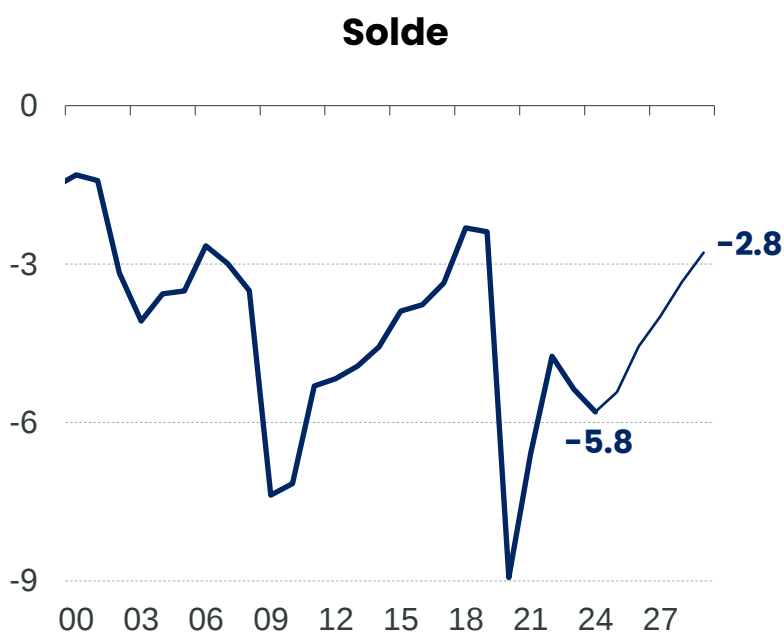
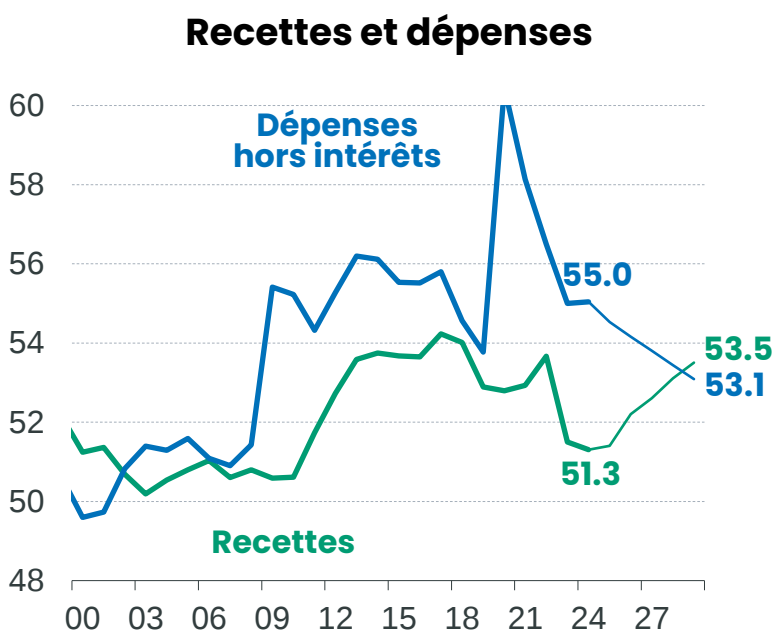
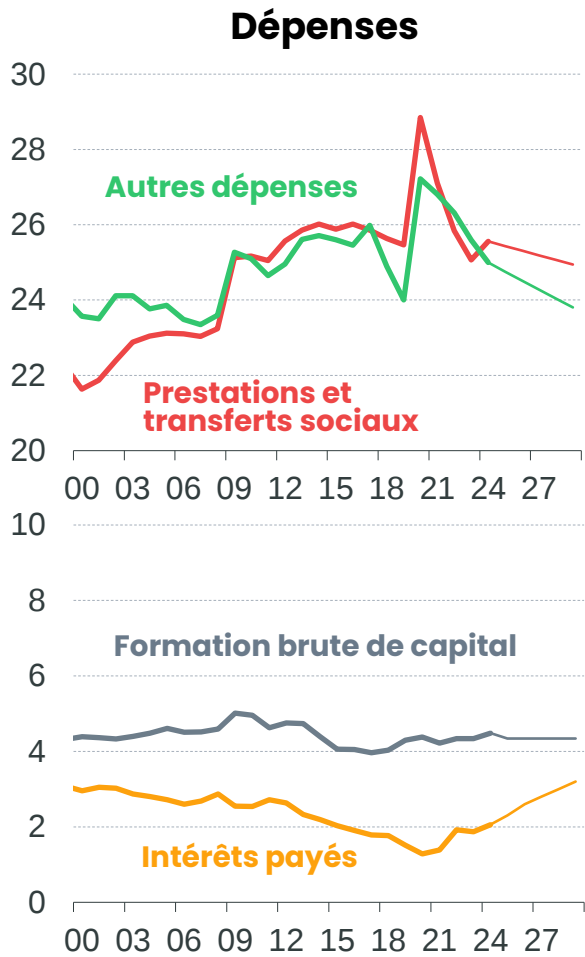


**Écarts de taux souverains
à 10 ans avec l'Allemagne
(points de base)**



En France, l'effort de rééquilibrage reste important... et peut difficilement passer par la seule réduction du poids des dépenses

Recettes, dépenses et solde des administrations publiques en France
(% du PIB)



Hypothèses

Prestations et transferts sociaux : les dépenses de retraite et de santé augmentent 0,5% moins vite que le PIB nominal.
Autres dépenses : les dépenses augmentent 1% moins vite que le PIB nominal.

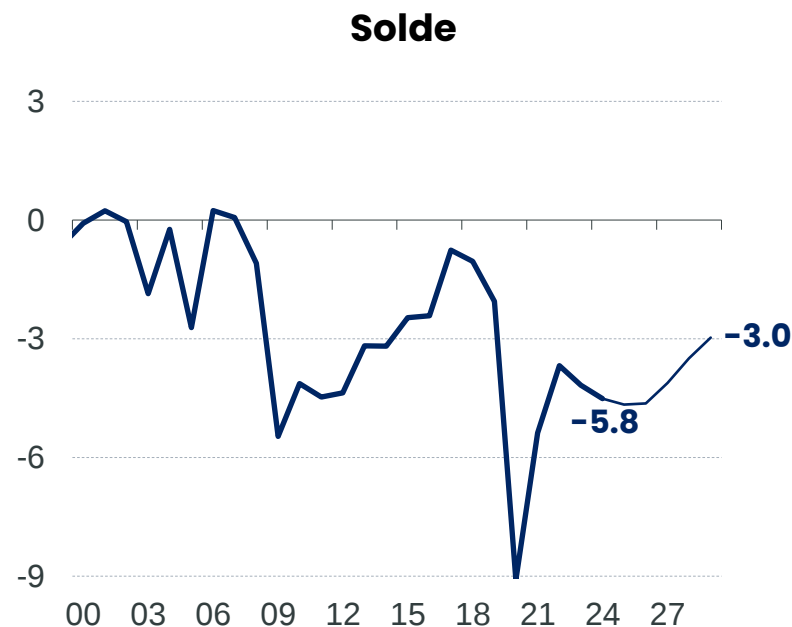
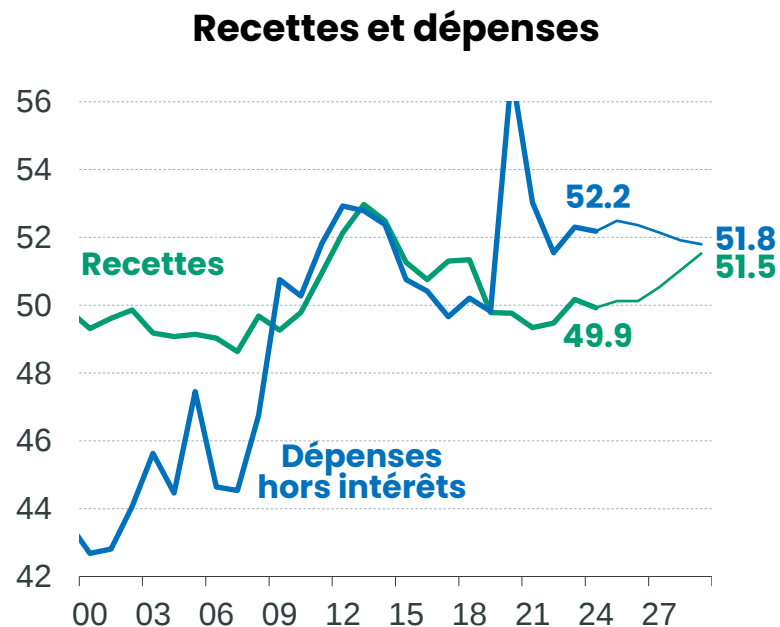
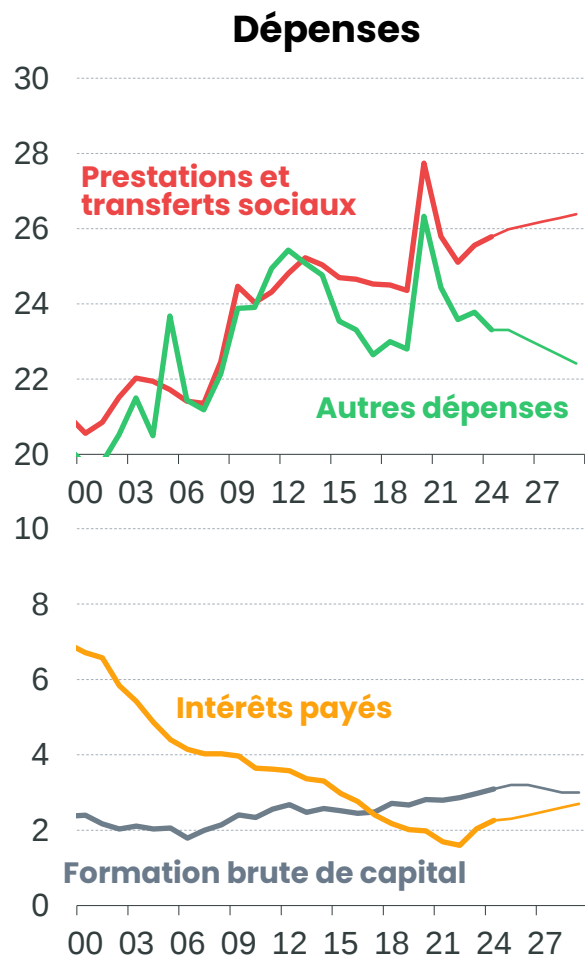
→ Pour réduire le déficit en deçà de 3 % en 2029, les recettes doivent augmenter de 30 milliards d'euros en 2025-26, puis de 15 milliards d'euros supplémentaires chaque année (soit 0,45 % du PIB).

→ Stabiliser les dépenses (hors prestations et transferts sociaux) en termes réels nécessiterait une hausse des recettes d'un point de PIB d'ici 2029 (au lieu de 2,2 points).



En Belgique, l'effort de rééquilibrage est moindre... mais une réduction du poids des dépenses a peu de chances de suffire

Recettes, dépenses et solde des administrations publiques en Belgique (% du PIB)



Hypothèses

Prestations et transferts sociaux : le poids des dépenses de retraite et de santé augmente de 0,1 point de PIB par an.

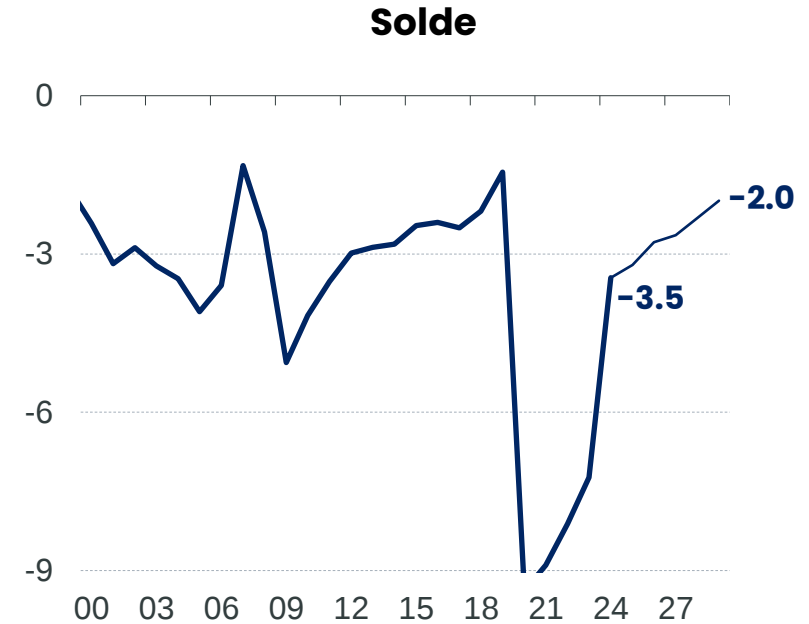
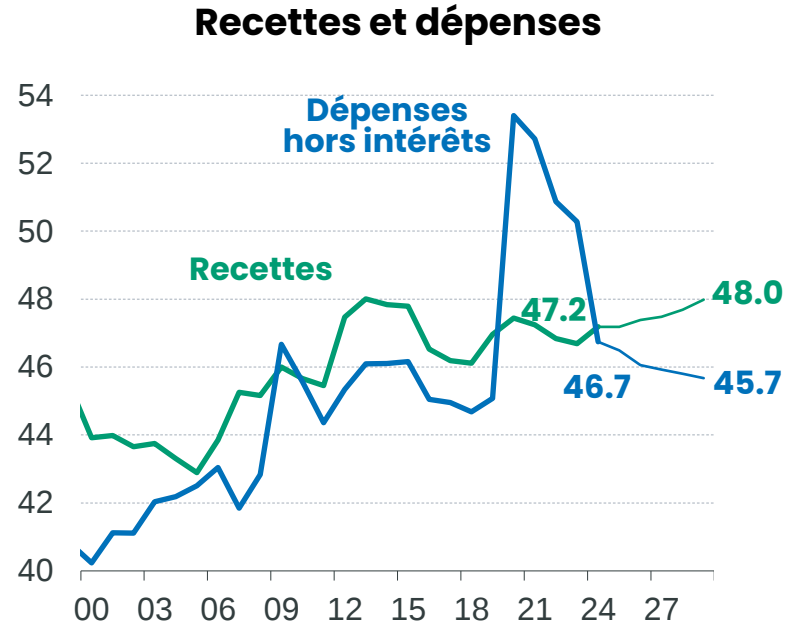
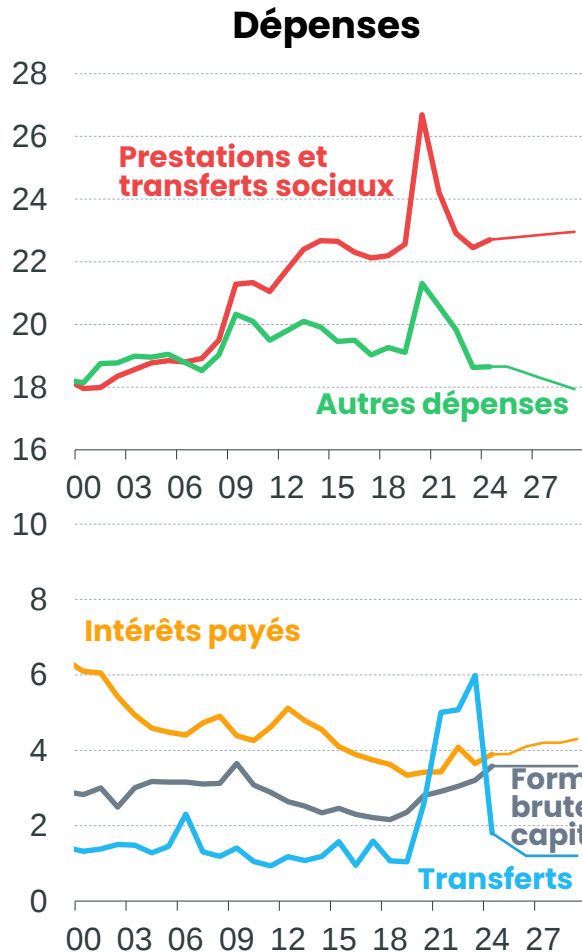
Autres dépenses : à partir de 2026, les dépenses augmentent 1% moins vite que le PIB nominal.

→ Pour réduire le déficit en deçà de 3 % en 2029, les recettes doivent augmenter de 12 milliards d'euros d'ici 2029 (soit 0,4% du PIB chaque année).



L'Italie dégage déjà un excédent primaire et a moins d'efforts à fournir pour respecter ses engagements

Recettes, dépenses et solde des administrations publiques en Italie (% du PIB)



Hypothèses

Prestations et transferts sociaux : le poids des dépenses de retraite et de santé augmente de 0,05 point de PIB par an.

Autres dépenses : à partir de 2026, les dépenses augmentent 1% moins vite que le PIB nominal.

→ Pour satisfaire sa trajectoire de déficit, l'Italie doit augmenter ses recettes de 20 milliards d'euros d'ici 2029 (soit 0,2% du PIB chaque année).



Informations importantes.

Ceci est une communication commerciale. Veuillez consulter le prospectus des fonds et le document d'informations clés pour l'investisseur avant toute décision finale d'investissement. Cette communication marketing ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni une recommandation d'investissement, ni la confirmation d'une quelconque transaction, sauf convention contraire expresse. Bien que Candriam sélectionne avec soin les données et les sources contenues dans ce document, des erreurs ou des omissions ne peuvent être exclues a priori. Candriam ne peut être tenue responsable de toute perte directe ou indirecte 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 autorisation écrite préalable.

Attention : les performances passées, les simulations de performances passées et les prévisions de performances futures d'un instrument financier, d'un indice financier, d'une stratégie ou d'un service d'investissement ne préjugent pas des performances futures. Les performances brutes peuvent être affectées par des commissions, des frais et d'autres charges. Les performances exprimées dans une devise autre que celle du pays de résidence de l'investisseur sont soumises aux fluctuations des taux de change, pouvant avoir un impact négatif ou positif sur les gains. Si le présent document fait référence à un traitement fiscal spécifique, ces informations dépendent de la situation individuelle de chaque investisseur et peuvent changer.

Concernant les fonds monétaires, votre attention est attirée sur le fait qu'un investissement dans un fonds diffère d'un investissement en dépôt et que le capital investi est susceptible de fluctuer. Le fonds ne bénéficie d'aucun soutien externe garantissant sa liquidité ou stabilisant sa valeur liquidative. L'investisseur supporte le risque de perte en capital.

Candriam recommande aux investisseurs de consulter sur son site www.candriam.com les informations clés pour l'investisseur, le prospectus et tout autre information pertinente avant d'investir dans un de ses fonds, y compris la valeur nette d'inventaire ("VNI") des fonds. Les droits de l'investisseur et la procédure de réclamation sont accessibles sur les pages réglementaires dédiées du site internet de Candriam <https://www.candriam.com/en/professional/legal-information/regulatory-information/>. Ces informations sont disponibles en anglais ou dans une langue nationale pour chaque pays où le fonds est autorisé à la commercialisation.

Conformément aux lois et règlements applicables, Candriam peut décider de mettre fin à tout moment aux dispositions prises pour la commercialisation d'un fonds donné.

Informations sur les aspects liés à la durabilité : les informations sur les aspects liés à la durabilité contenues dans cette communication sont disponibles sur la page du site internet de Candriam : <https://www.candriam.com/en/professional/sfdr/>. La décision d'investir dans le produit commercialisé doit tenir compte de toutes les caractéristiques ou de tous les objectifs du produit commercialisé, tels qu'ils sont décrits dans son prospectus ou dans les documents d'information qui doivent être communiqués aux investisseurs conformément à la législation applicable.

Communication à l'attention des investisseurs en Suisse : les informations fournies dans le présent document ne constituent pas une offre d'instruments financiers en Suisse au sens de la loi suisse sur les services financiers ("LSFin") et de son ordonnance d'application. Il s'agit uniquement d'une publicité au sens de la LSFin et de son ordonnance d'exécution pour les instruments financiers.

Représentant suisse : CACEIS (Suisse) SA, Route de Signy 35, CH-1260 Nyon. Les documents légaux ainsi que les derniers rapports financiers annuels et semestriels, le cas échéant, des fonds de placement peuvent être obtenus gratuitement auprès du représentant suisse.

Agent payeur suisse : CACEIS Bank, Montrouge, succursale de Nyon/Suisse, Route de Signy, 35, CH-1260 Nyon.

Lieu d'exécution : Route de Signy 35, CH-1260 Nyon.

Lieu de juridiction : Route de Signy 35, CH-1260 Nyon.

Informations spécifiques pour les investisseurs en France : le représentant désigné et agent payeur en France est CACEIS Bank, Luxembourg Branch, sis 1-3, place Valhubert, 75013 Paris, France. Le prospectus, les informations clés pour l'investisseur, les statuts ou le cas échéant le règlement de gestion ainsi que les rapports annuels et semestriels, chacun sous forme papier, sont disponibles gratuitement auprès du représentant et agent payeur en France.



Bureaux de représentation

Amsterdam
Francfort
Genève
Zurich
Madrid

Milan
Stockholm
New York
Dubai

Centres de gestion

Luxembourg
Bruxelles
Paris
Londres

