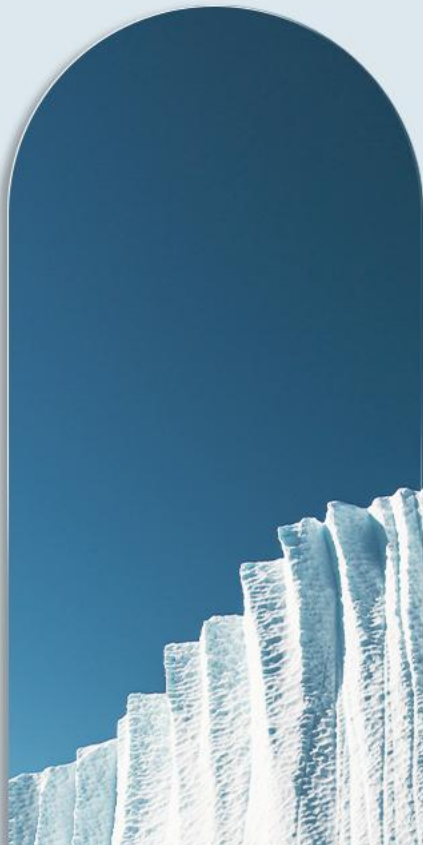
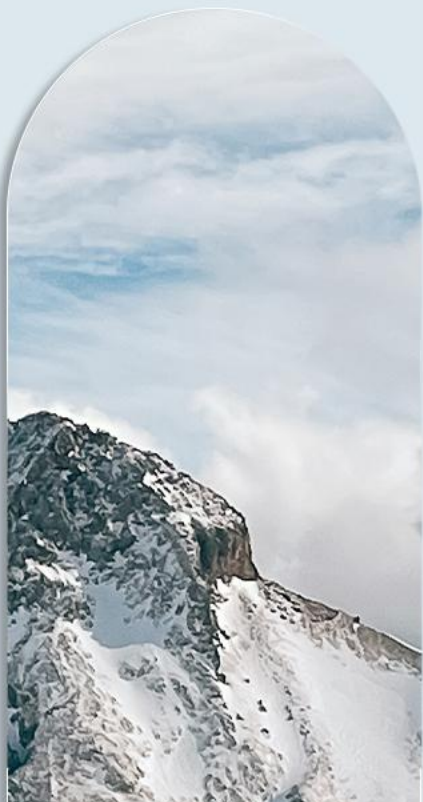


# The Macroscope.



**Décembre 2025**



# 1 **Économie mondiale**

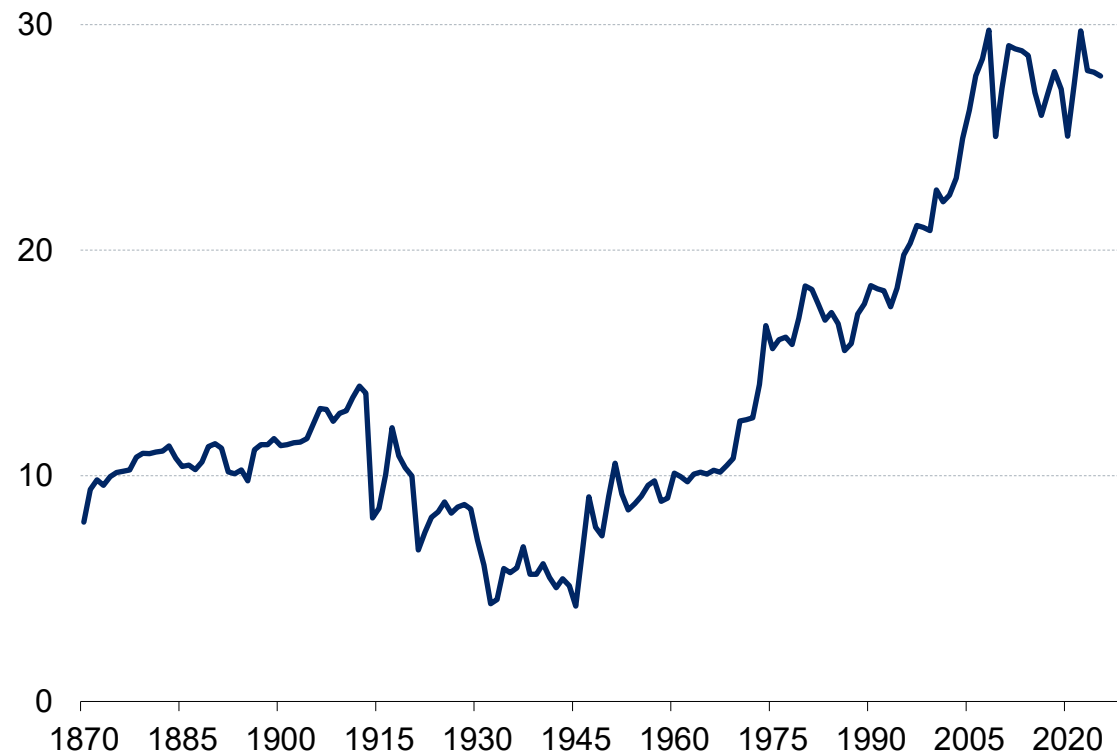
Beaucoup de bruit pour rien... jusqu'ici !



# La hausse des droits de douane américains survient dans une économie mondiale globalisée commercialement...

## Globalisation commerciale

(moyenne des exportations et importations mondiales de biens et services, % du PIB mondial)



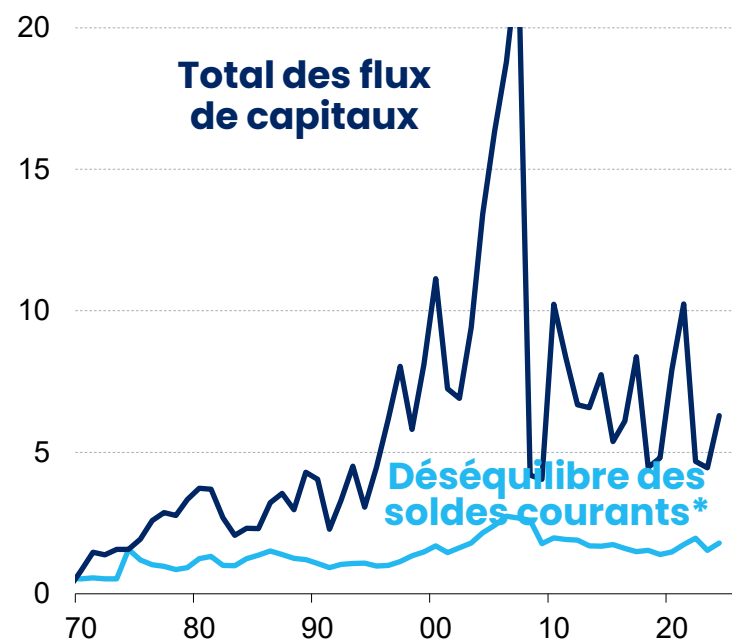
Sources : Our World in Data, FMI, Candriam



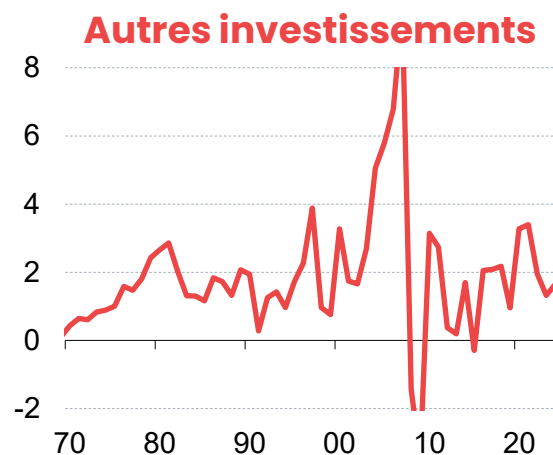
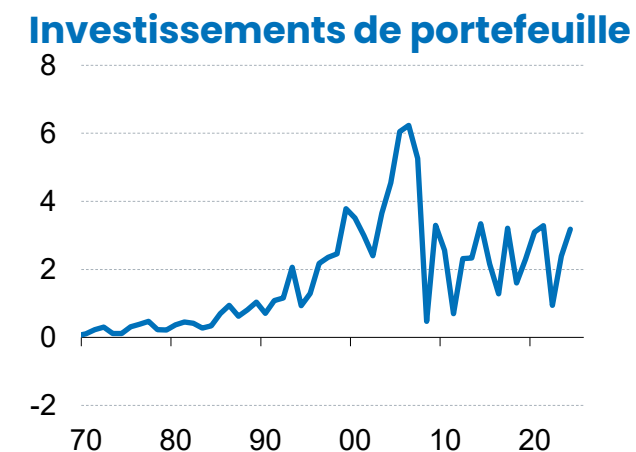
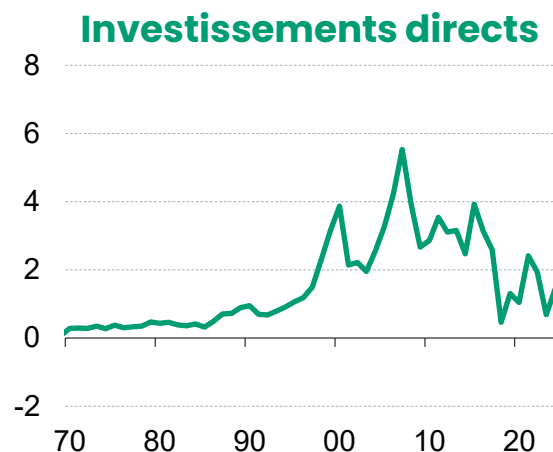
# ... et financièrement !

## Flux de capitaux mondiaux

(demi-somme des valeurs absolues des flux nets d'acquisition d'actifs financiers et d'augmentation de passifs financiers, % du PIB mondial)



(\*) Demi-somme des valeurs absolues des soldes courants des 181 pays de la base de données du FMI.



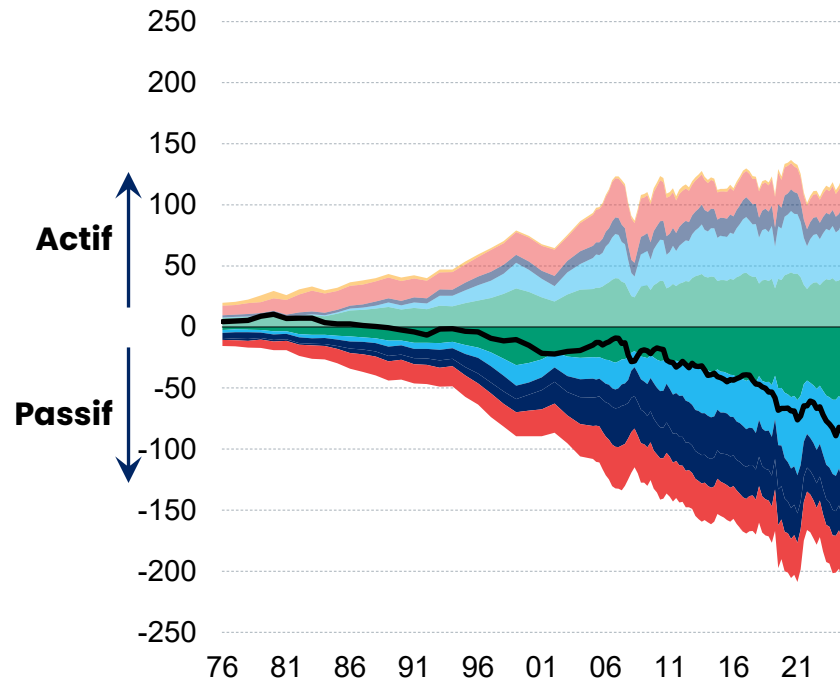
Sources : FMI, Banque mondiale, Candriam



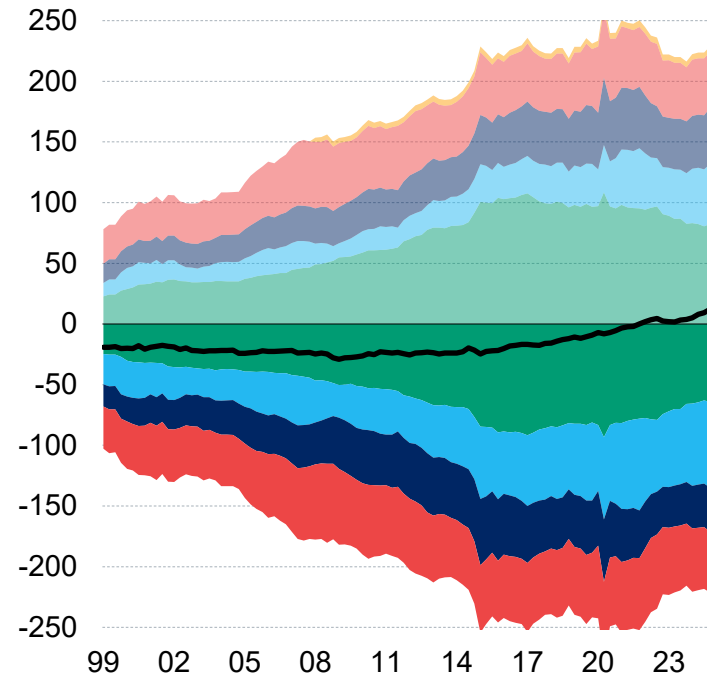
# Memo. Position extérieure de quelques grandes économies

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

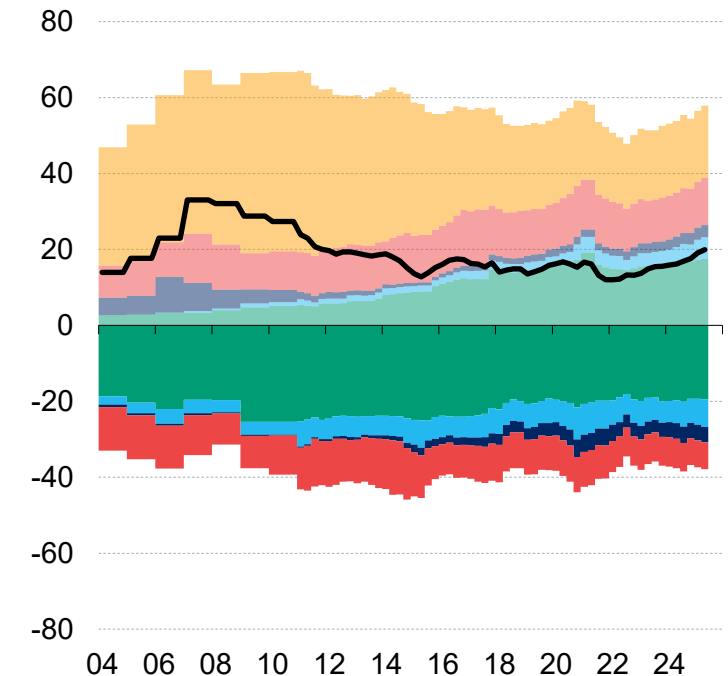
### États-Unis



### Zone euro



### Chine



Position nette

Investissements directs

Actions et parts de fonds d'investissement

Titres de dette

Autres investissements

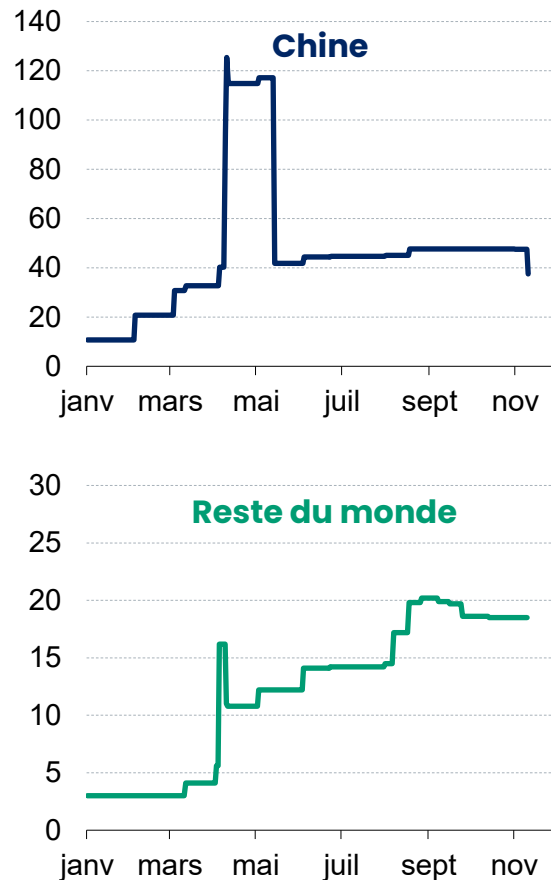
Réserves

Sources : BEA, Eurostat, Haver Analytics, Candriam



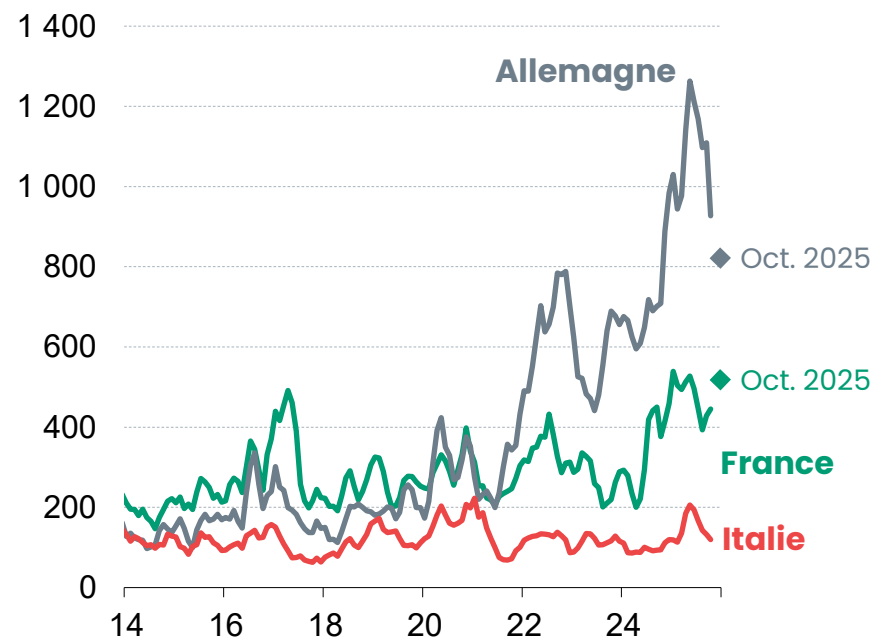
# L'incertitude qui avait atteint un pic en avril dernier semble se dissiper un peu

Évolution des droits de douane en 2025 (%)

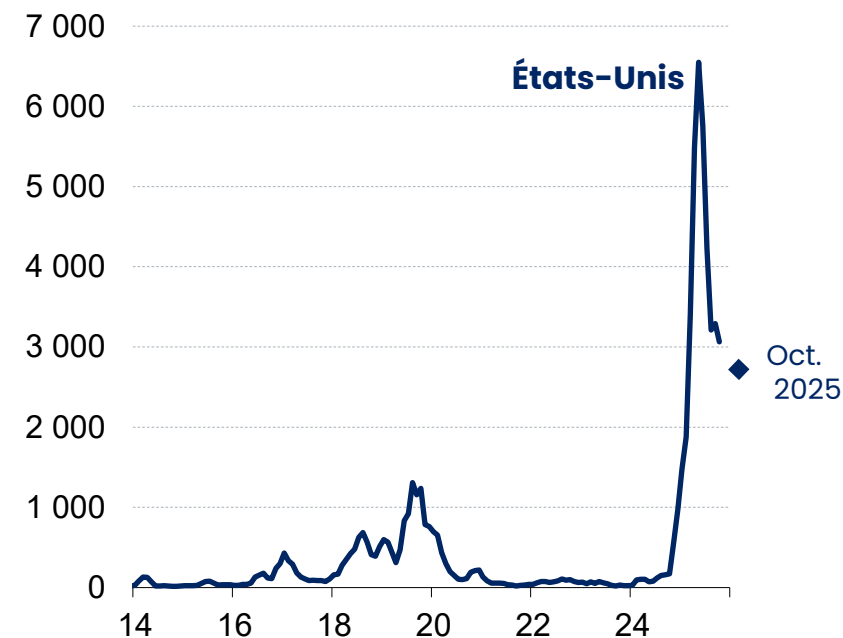


Indice d'incertitude politique (moyenne mobile sur 3 mois)

Politique économique



Politique commerciale

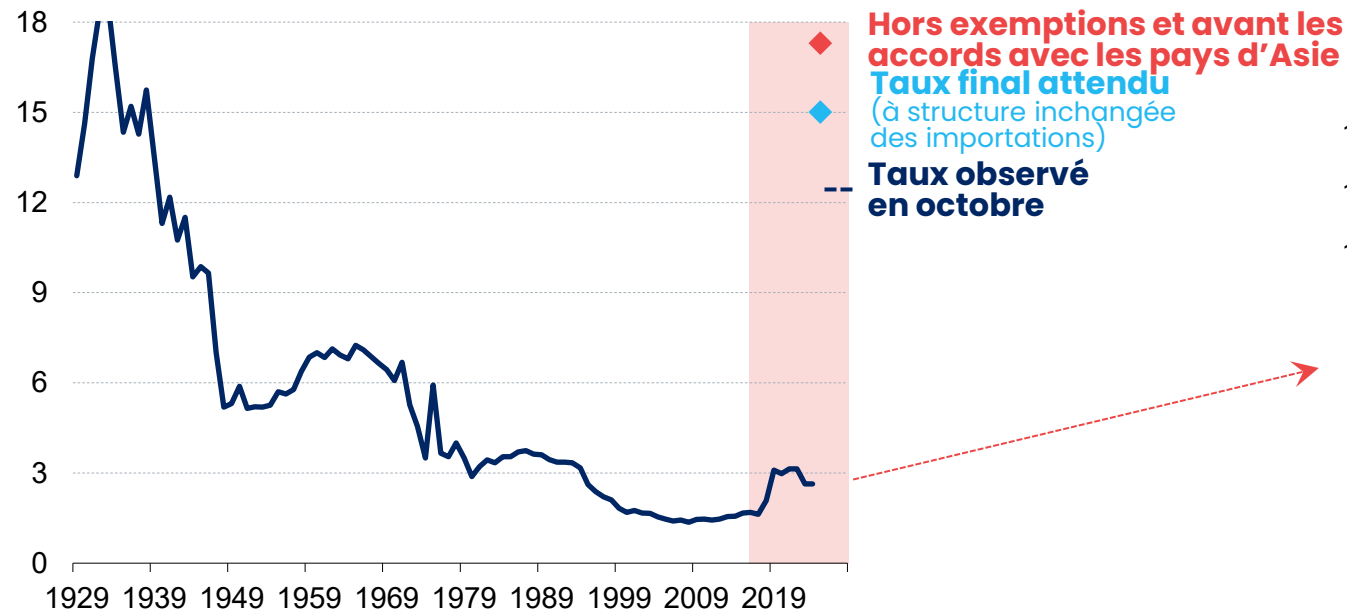


Sources : PIIE, Bloomberg, Candriam



# Si elle reste significative, l'augmentation des droits de douane américains est un peu plus faible qu'on ne pouvait le craindre il y a quelques mois

**Taux moyen de droits de douane depuis 1929**  
(% des importations)



**Taux moyen de droits de douane**  
(% des importations)

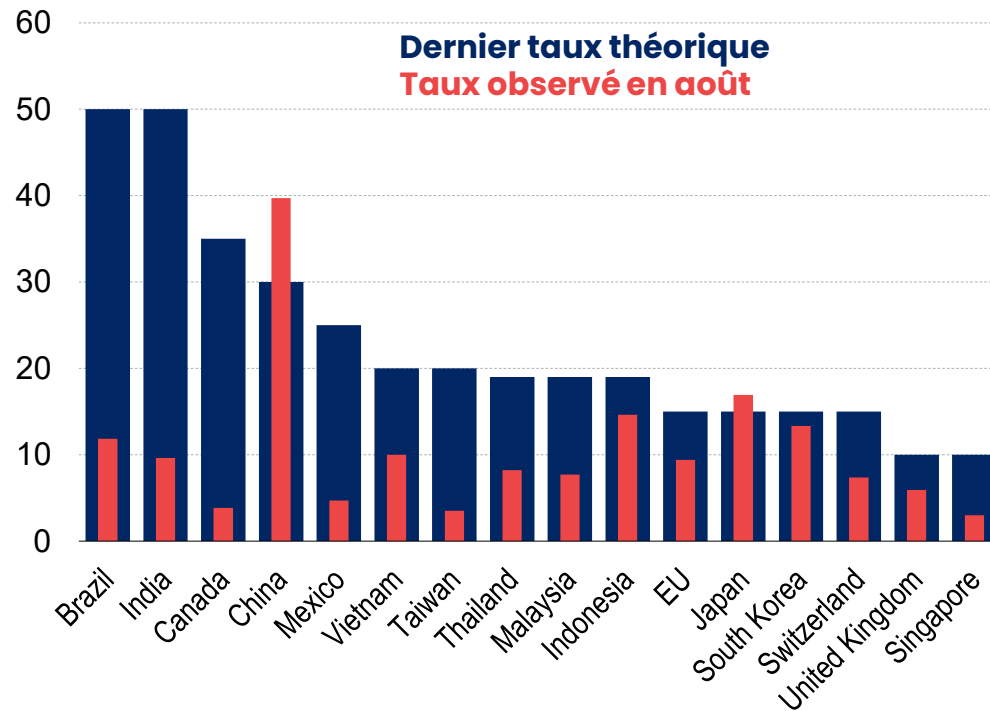


Sources : Census Bureau, US Treasury, Candriam

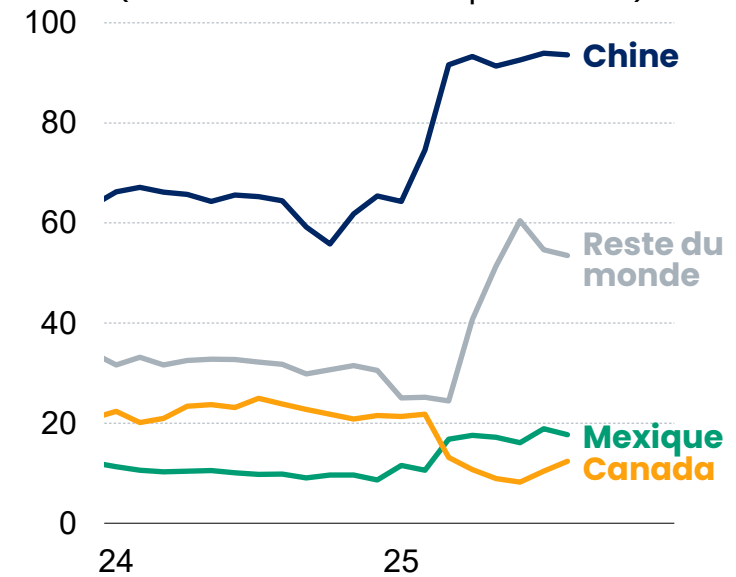


# L'Administration américaine a accordé des exemptions, signé des accords... et trouvé un compromis avec la Chine

## Droits de douane théoriques et observés (%)

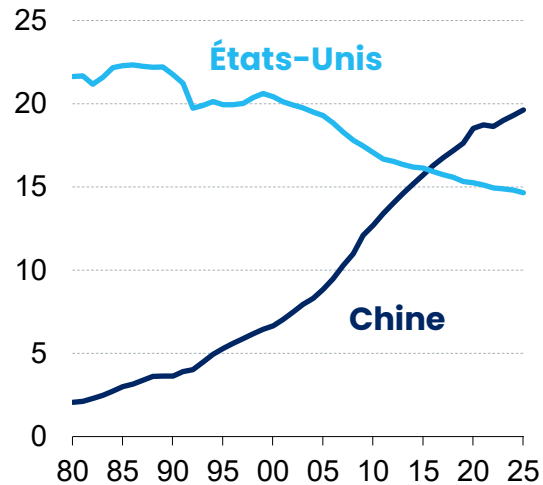


## Part des biens importés soumis à des droits de douane (% de la valeur des importations)

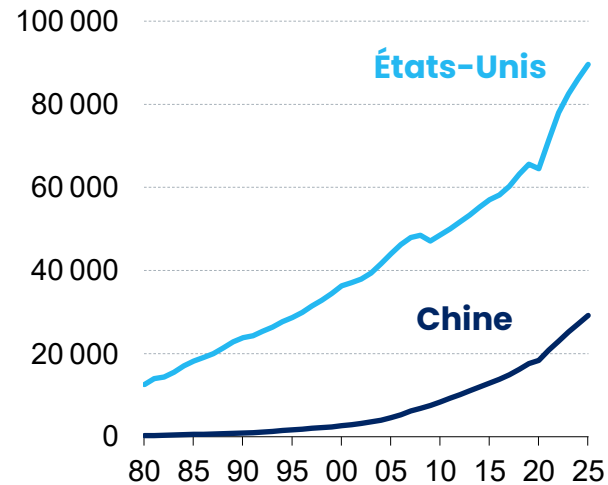


# La confrontation entre les deux superpuissances est toutefois loin d'être terminée

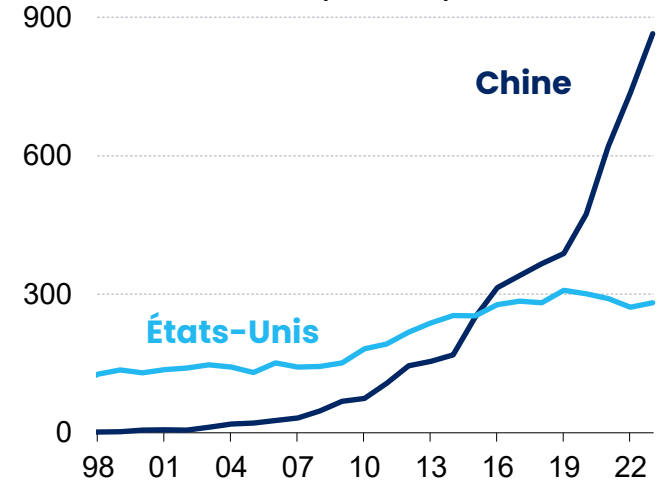
**Part dans le PIB mondial**  
(%, en PPA)



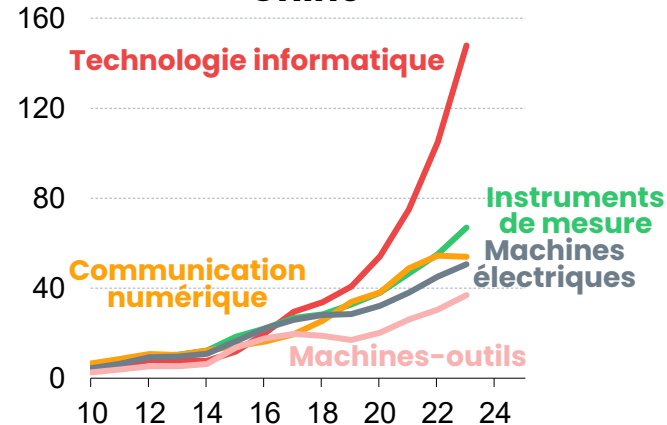
**PIB par habitant**  
(\$ en PPA)



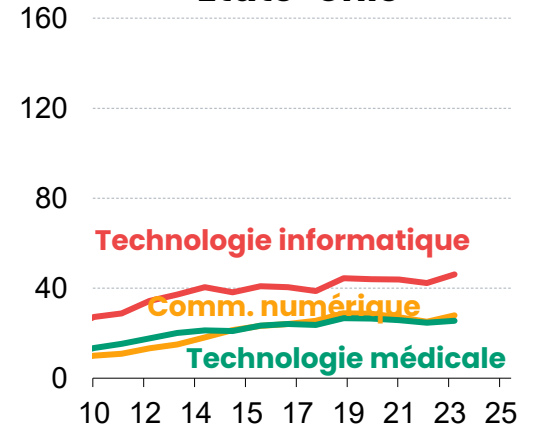
**Nombre de brevets délivrés**  
(milliers)



**Chine**



**États-Unis**



Sources : FMI, WIPO, Candriam

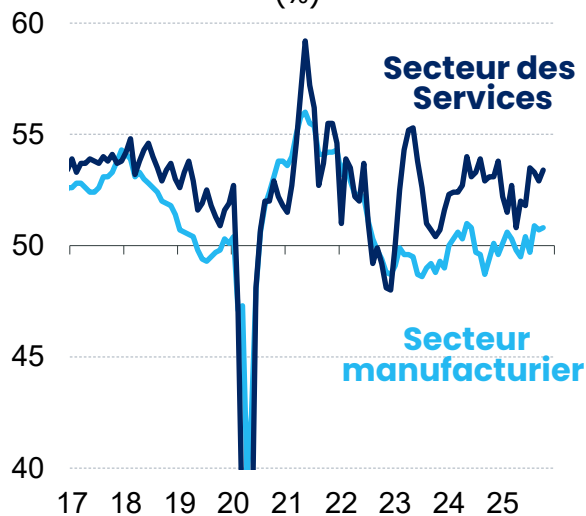


# La plupart des pays s'étant abstenus de riposter, l'activité au niveau mondial a, jusqu'à présent au moins, bien résisté

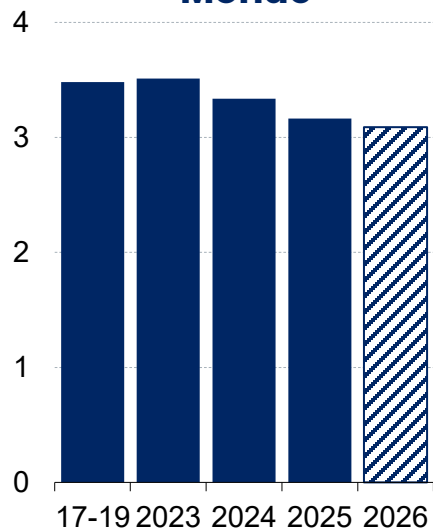
## Prévisions de croissance du FMI d'octobre 2025 (% moyenne annuelle)

### Indices PMI mondiaux

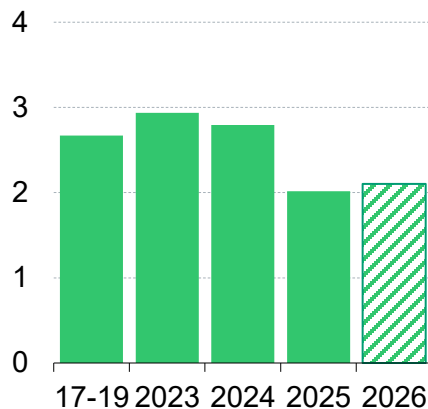
(%)



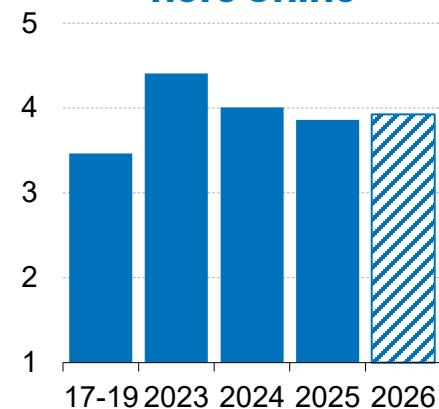
### Monde



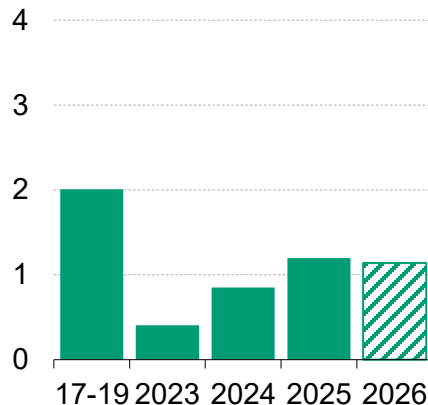
### États-Unis



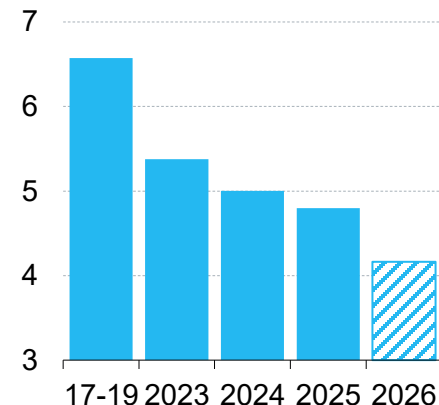
### Économies émergentes hors Chine



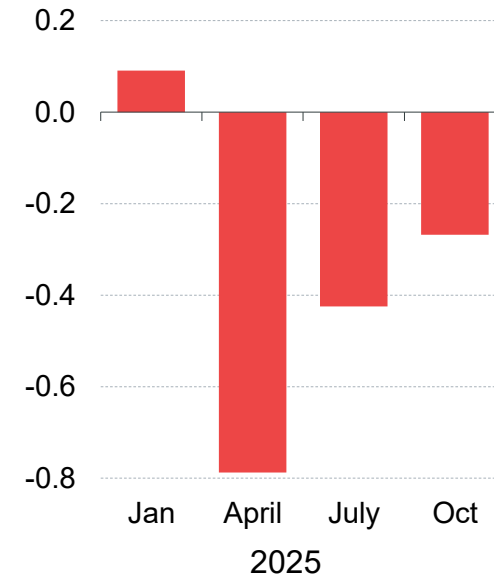
### Zone euro



### Chine



### Révisions de la croissance mondiale attendue par le FMI par rapport à octobre 2024 (%, cumul sur 2025-26)

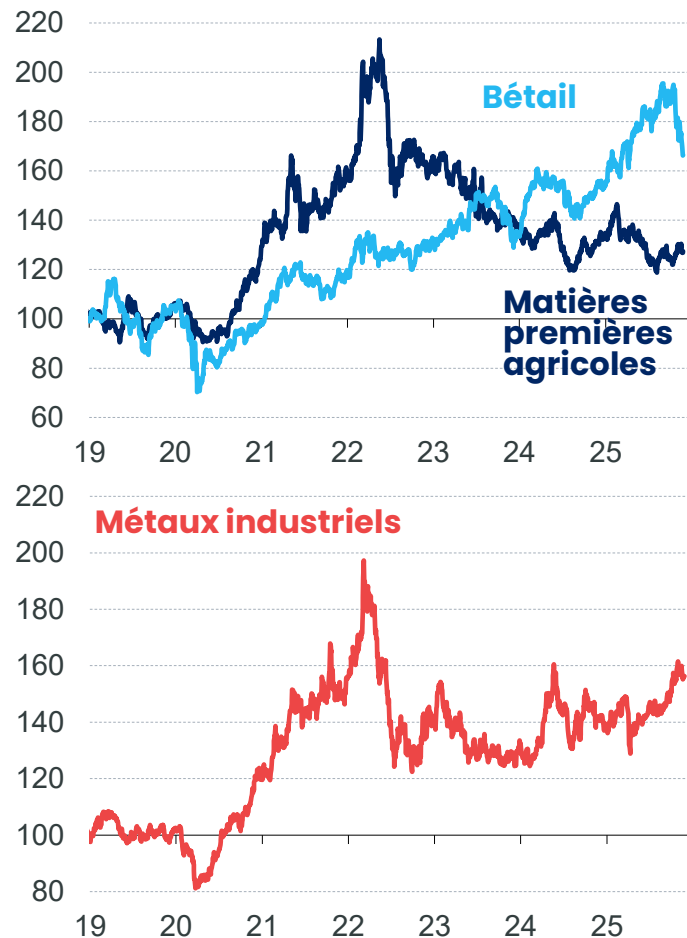


Sources : Bloomberg, FMI, Candriam



# La récente baisse des prix de l'énergie pourrait contribuer à amortir le choc des droits de douane

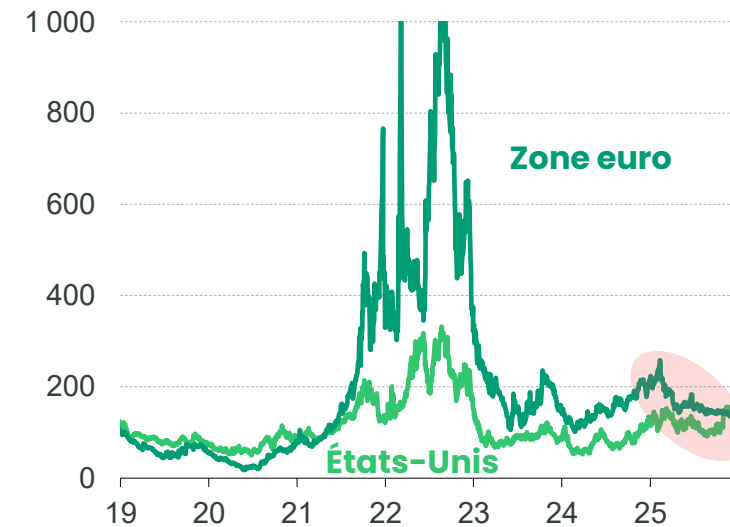
**Prix des matières premières**  
(janvier 2019 = 100, indices GSCI)



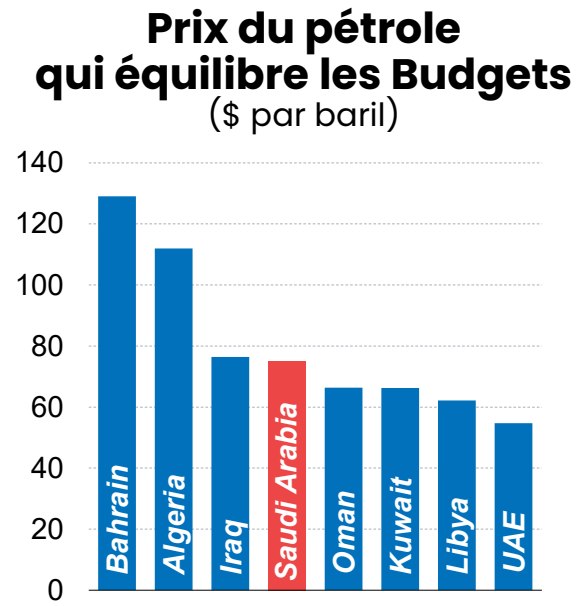
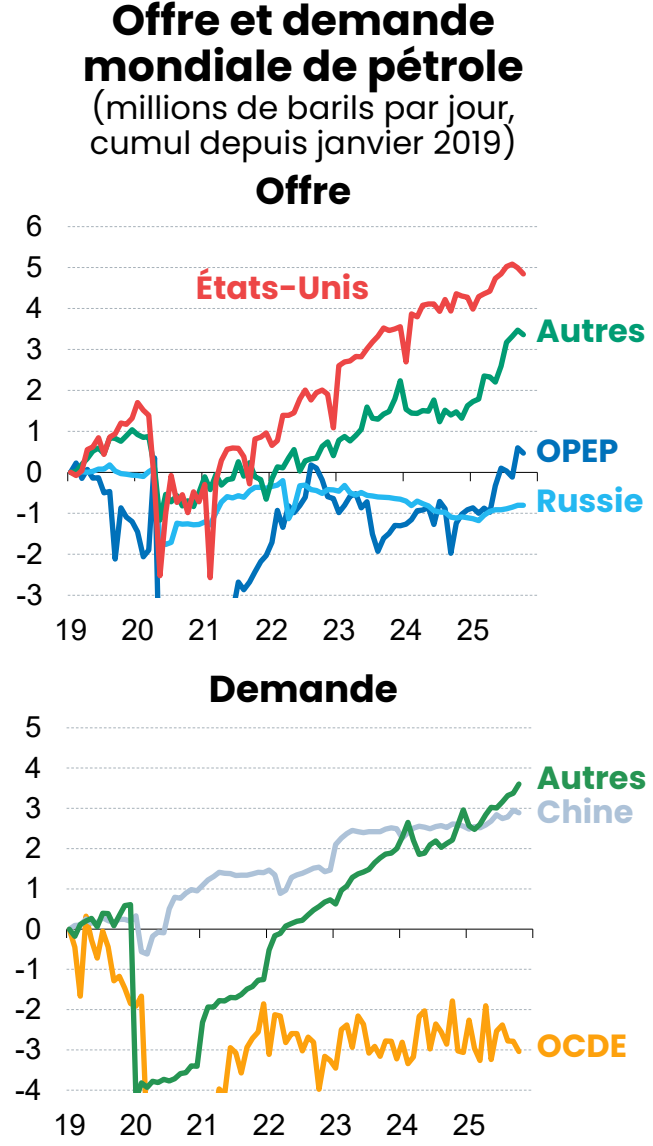
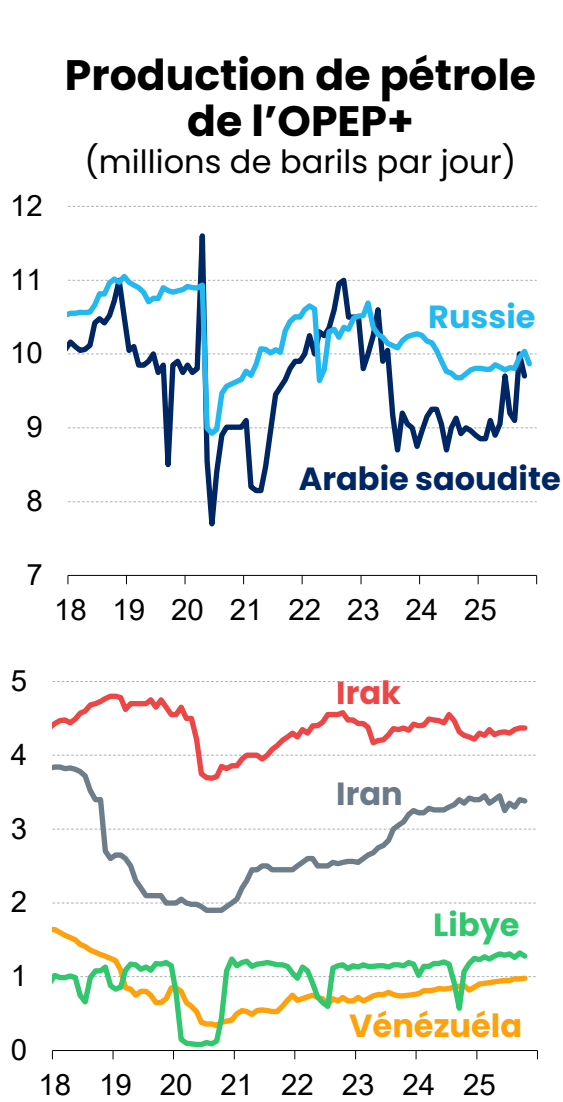
**Prix du pétrole**  
(Brent, \$ par baril)



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

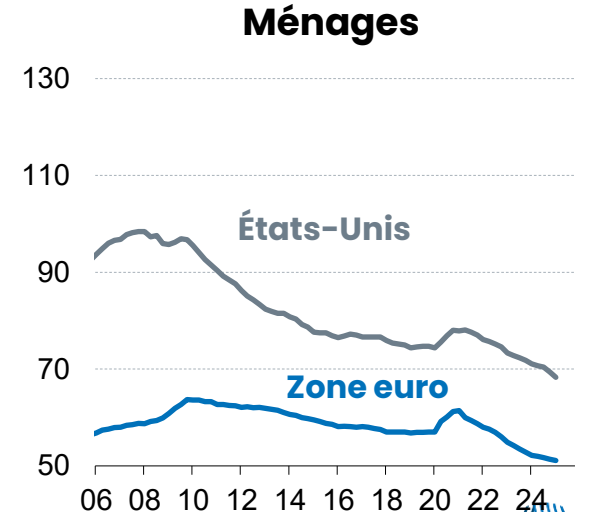
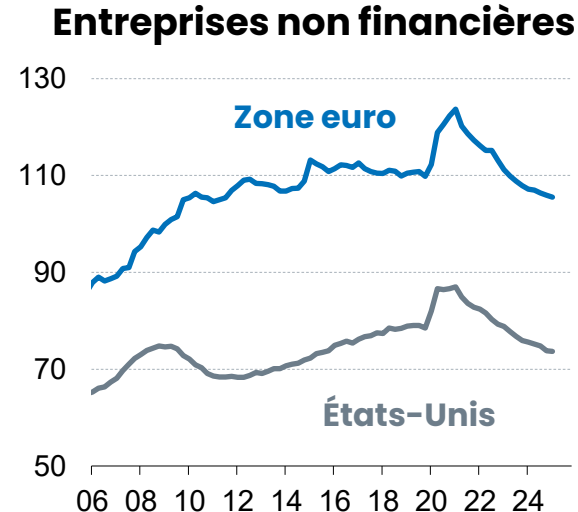
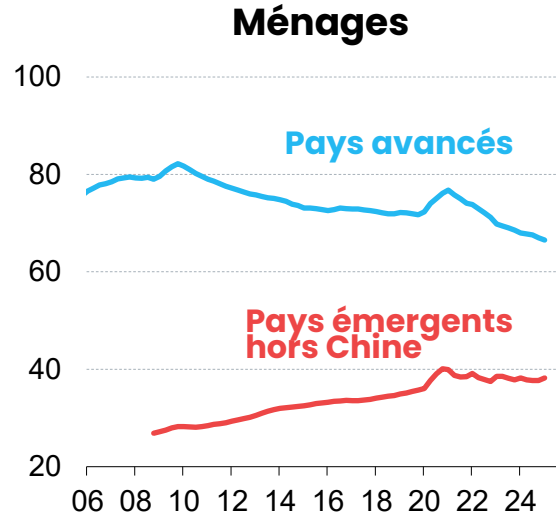
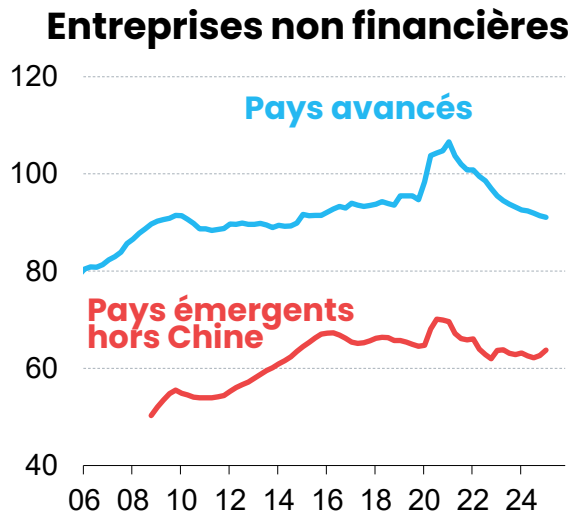
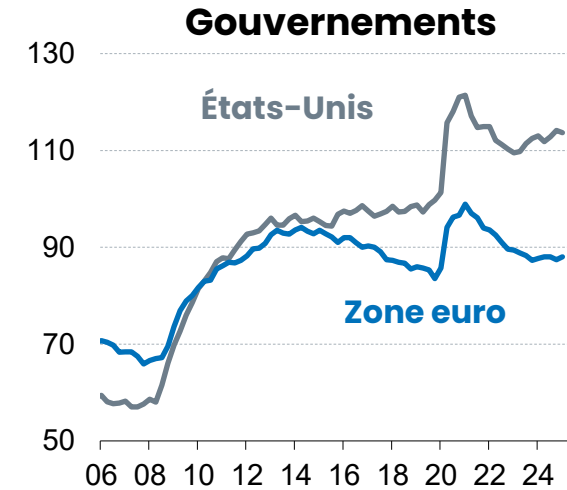
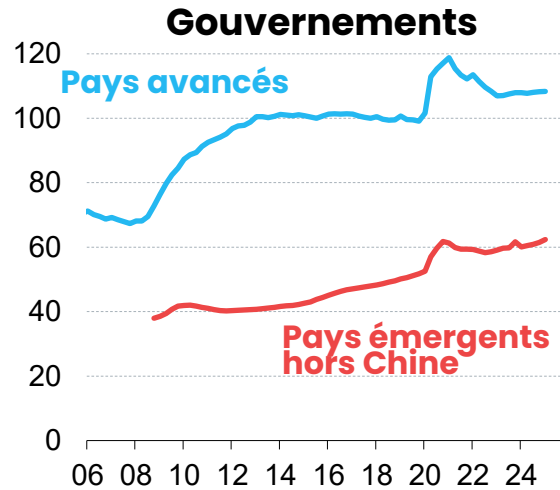


# L'augmentation de la production de l'OPEP+ et la baisse de la demande devraient permettre une stabilisation du prix du baril vers 60 dollars



# La hausse de la dette publique inquiète... mais ne doit pas surprendre

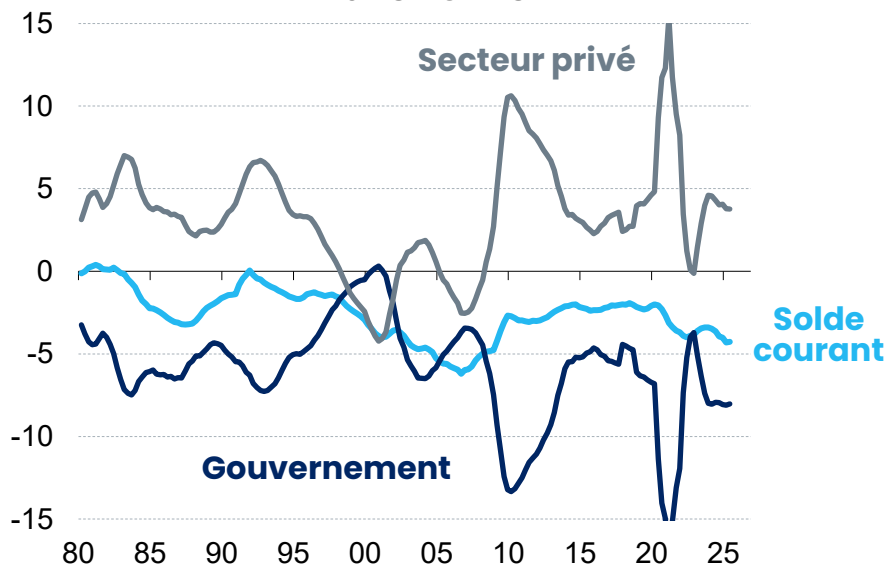
## Ratio de dette sur PIB (%)



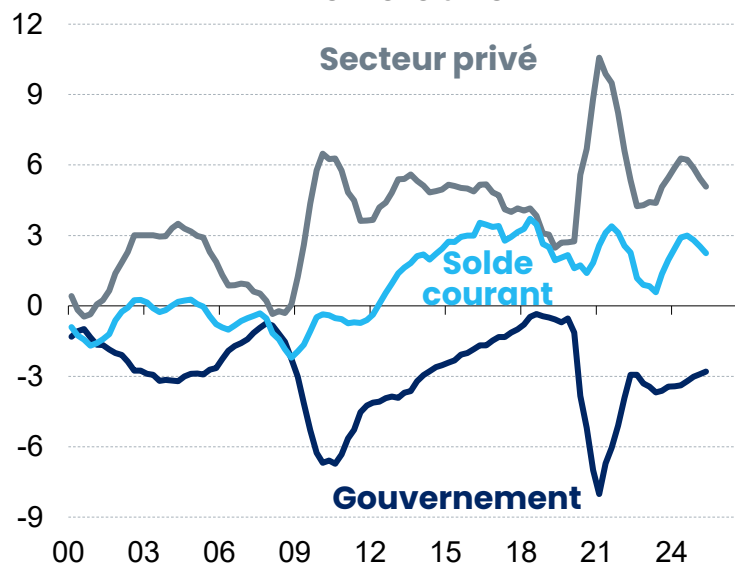
# Elle pourra difficilement être enrayerée tant que les agents privés continueront de dépenser moins qu'ils ne gagnent !

**Capacité (+) ou besoin (-) de financement par agent**  
(% du PIB du pays ou de la région)

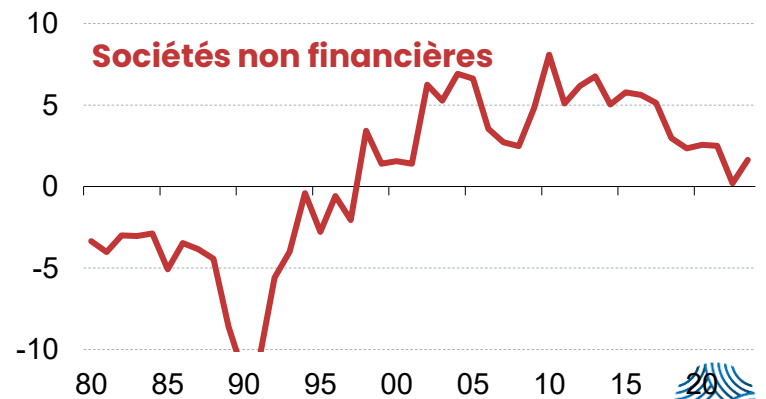
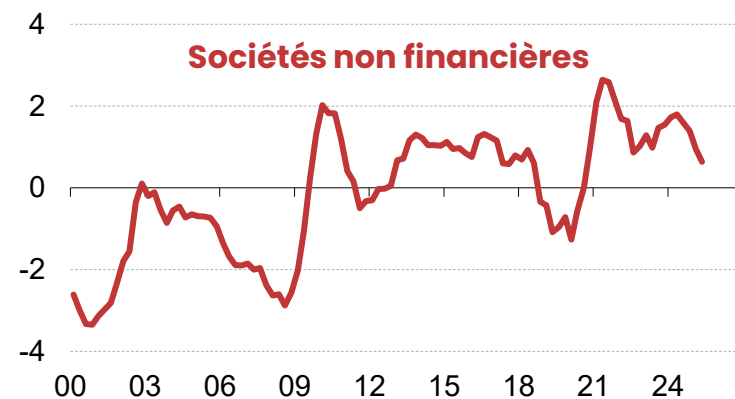
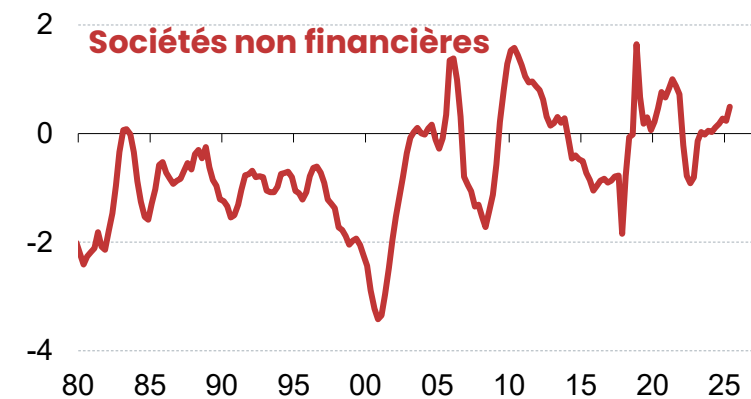
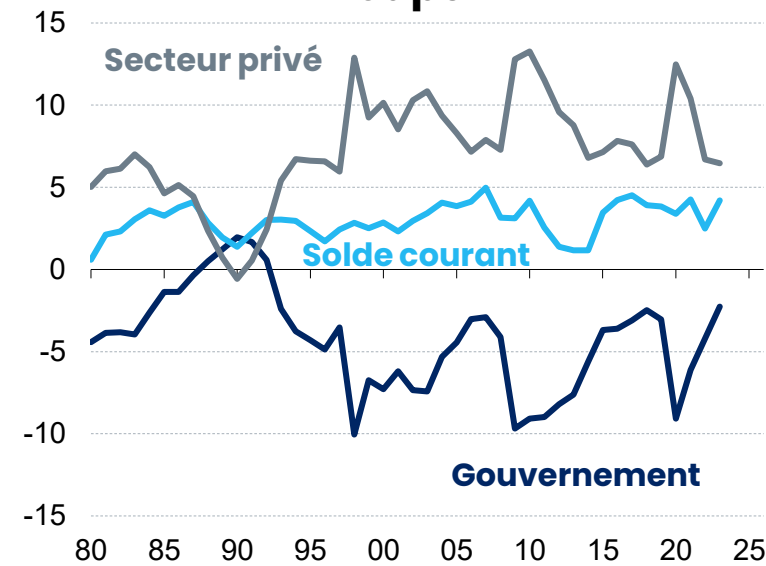
## États-Unis



## Zone euro



## Japon



# 2 Chine

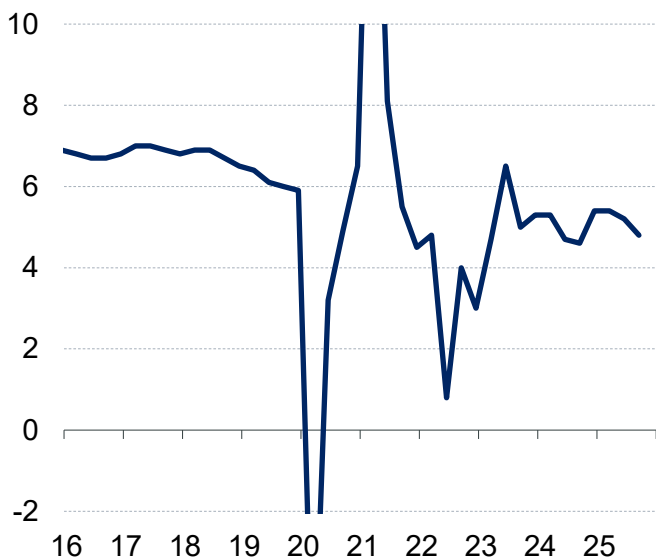
Une trêve commerciale...  
dans un contexte de rivalité croissante



# La croissance a tenu au troisième trimestre, mais les pressions déflationnistes persistent

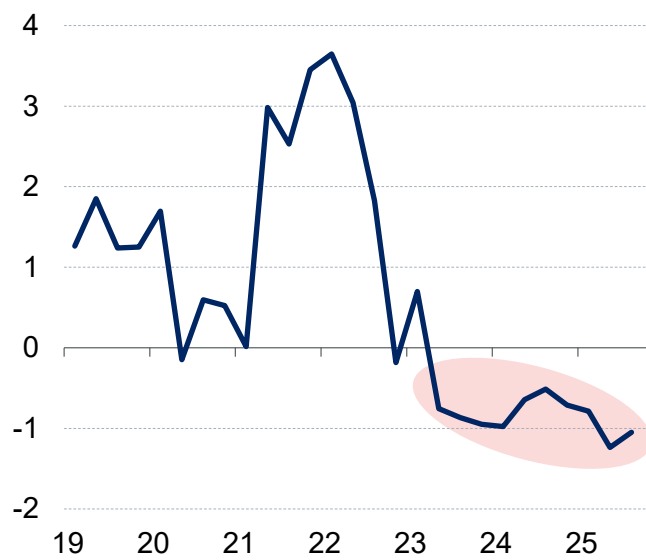
## PIB

(% glissement annuel, volume)



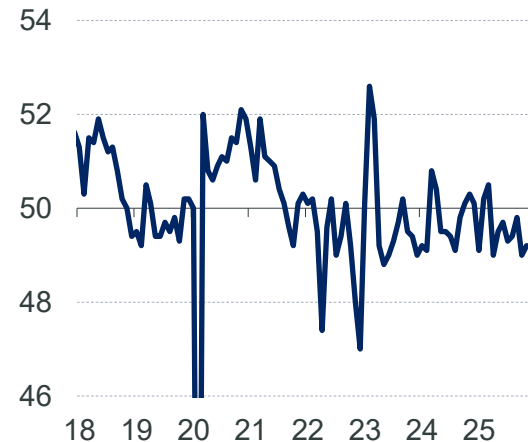
## Déflateur du PIB

(% glissement annuel)

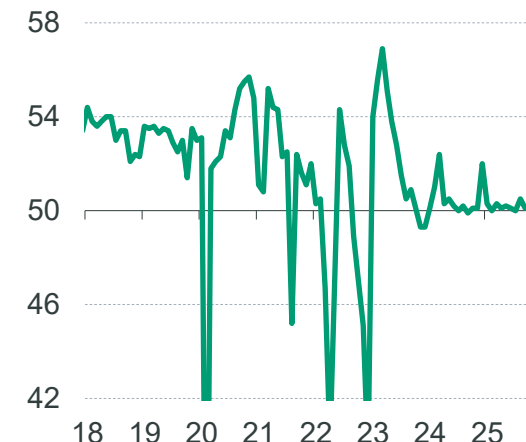


## Indices PMI (NBS)

### Secteur manufacturier



### Secteur des services



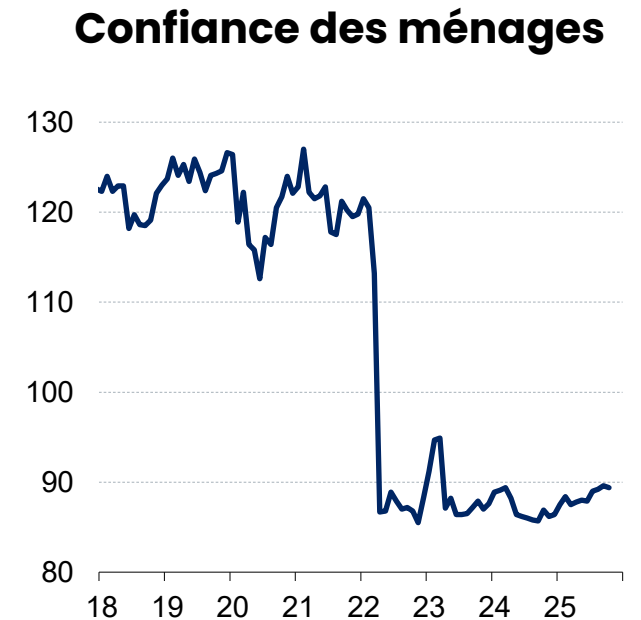
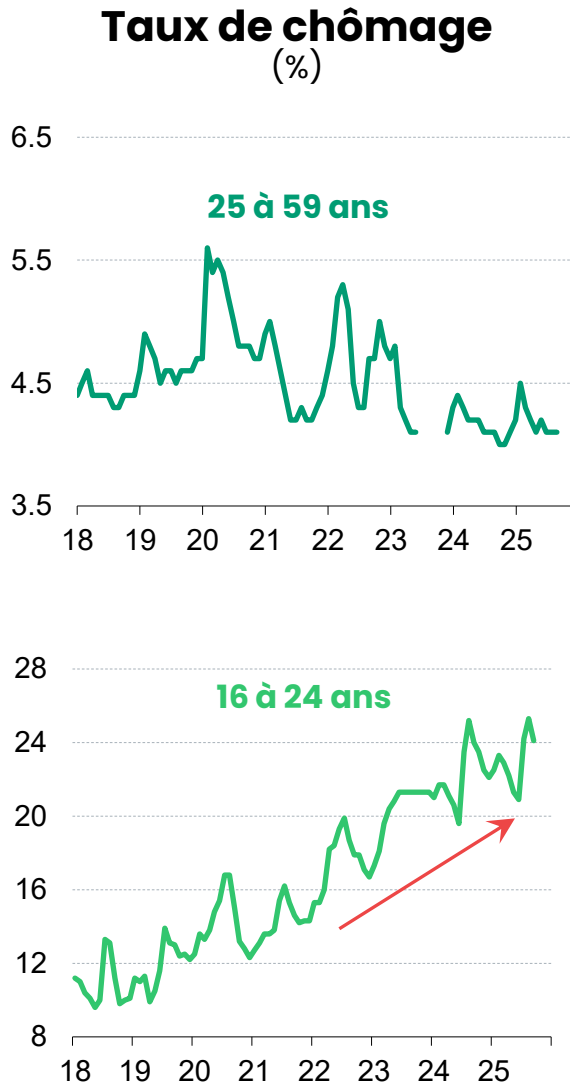
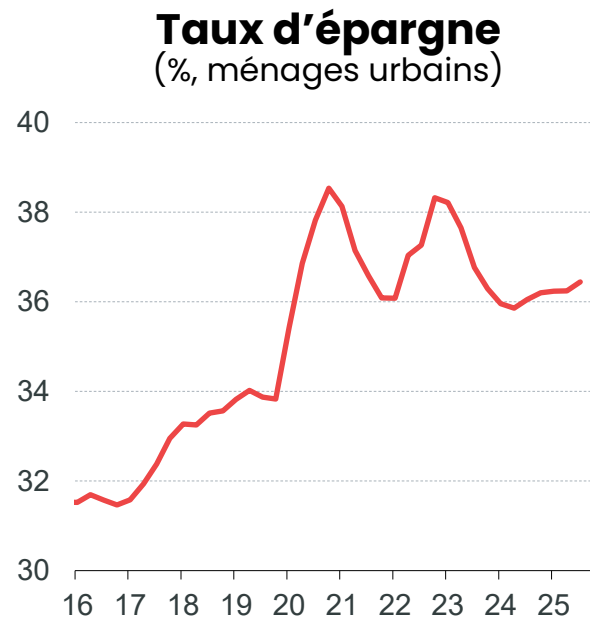
### Secteur de la construction



Sources : LSEG Datastream, Haver Analytics, Candriam



# La Chine continue de souffrir d'un excès d'épargne

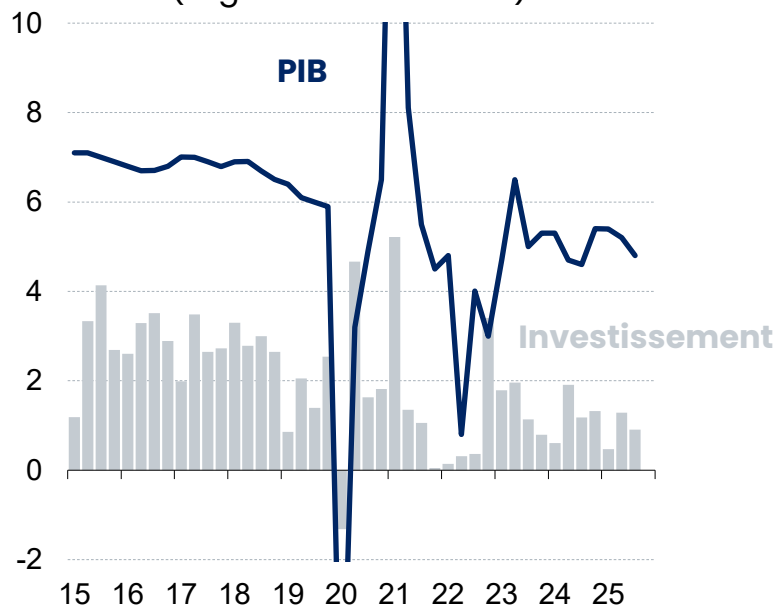


Sources : LSEG Datastream, Bloomberg, Candriam

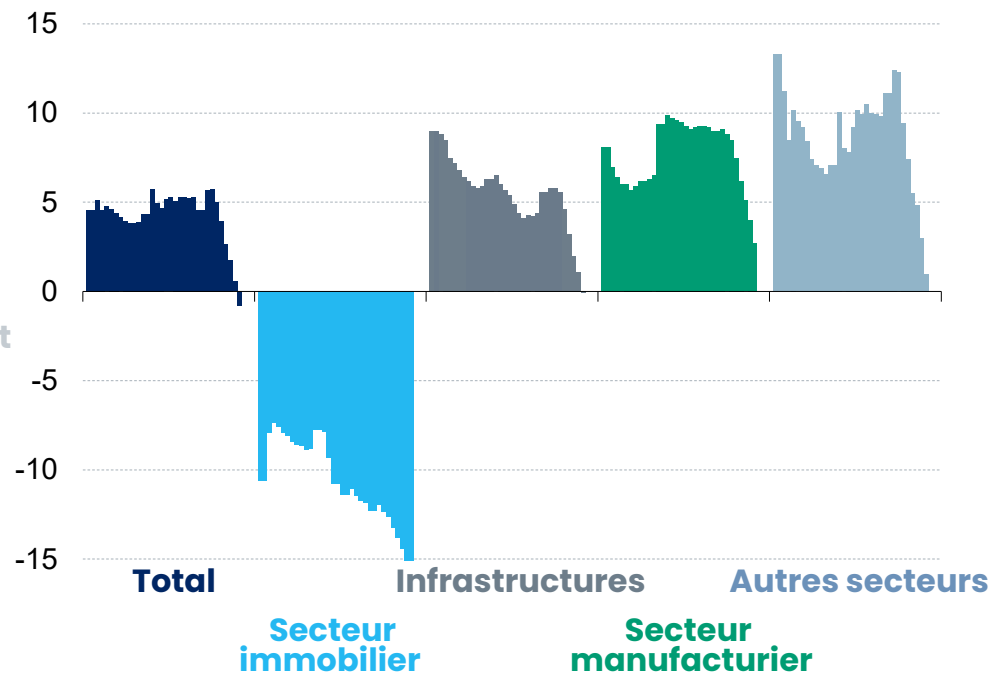


# La politique du *Neijuan*\* freine désormais l'investissement des entreprises...

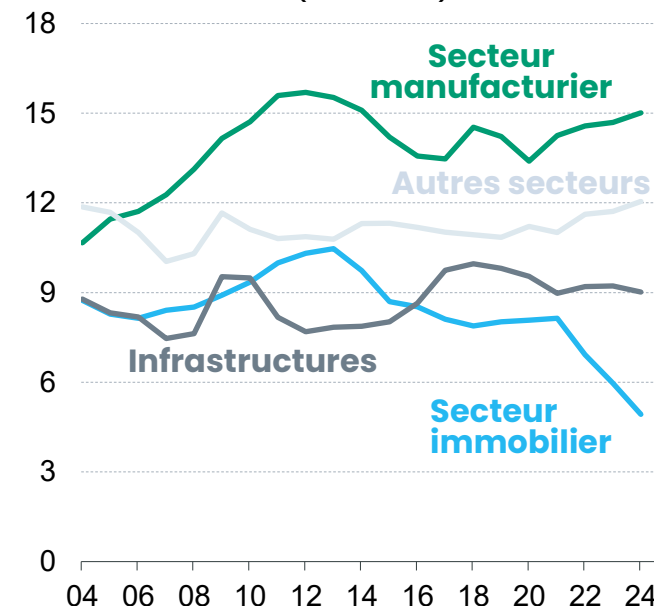
**Contribution  
à la croissance du PIB réel**  
(% glissement annuel)



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



**Part dans l'investissement**  
(% du PIB)



(\*) Neijuan est le terme chinois pour « involution », un terme jusque-là cantonné aux sciences sociales qui désigne une société incapable d'évoluer, quels que soient les efforts déployés. Appliqué à l'économie, il désigne une concurrence exacerbée qui érode les marges et alimente la déflation.

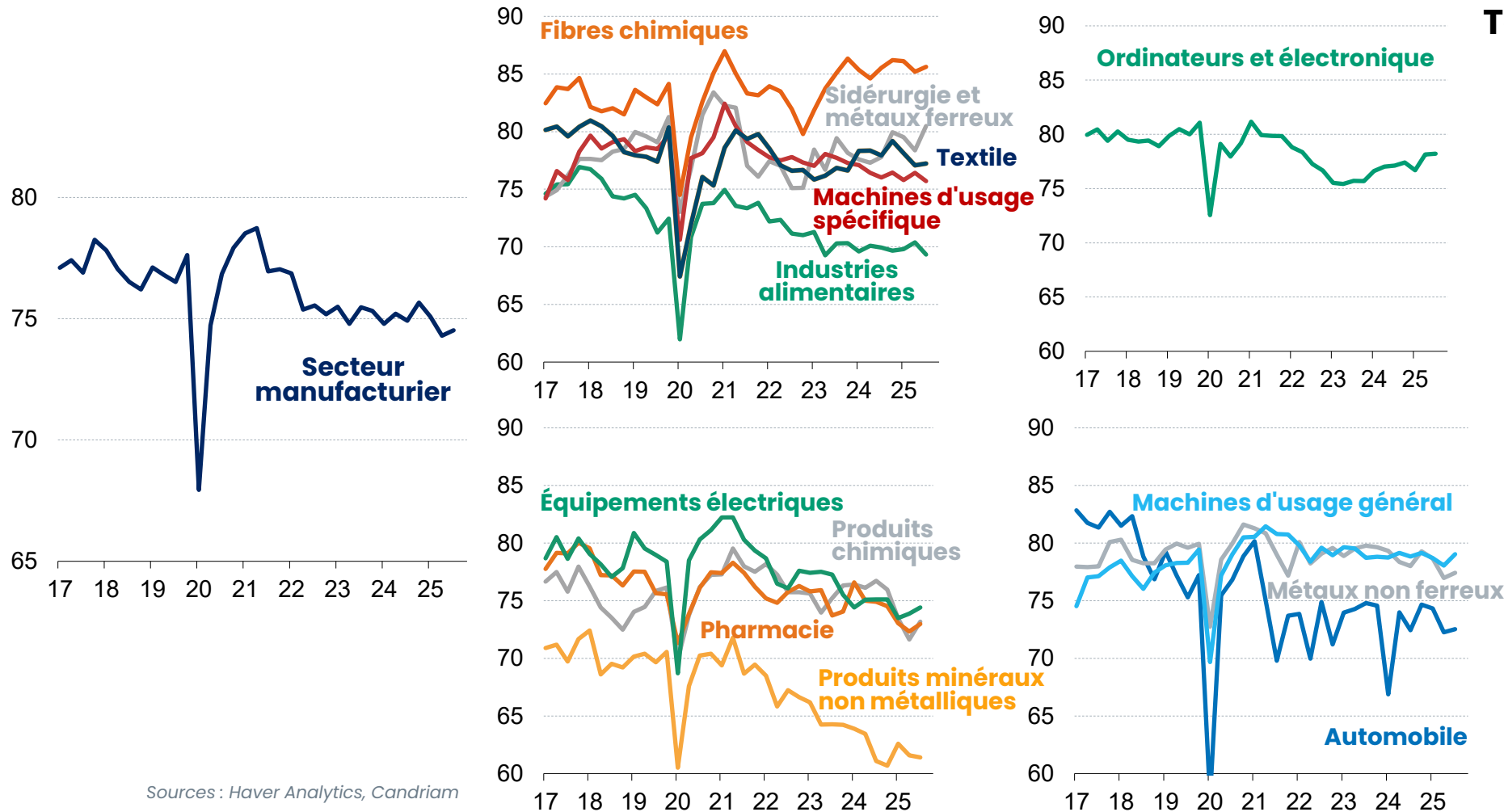
Sources : LSEG Datastream, Haver Analytics, Bloomberg, Candriam



# ... d'autant que des surcapacités ont été accumulées dans de nombreux secteurs

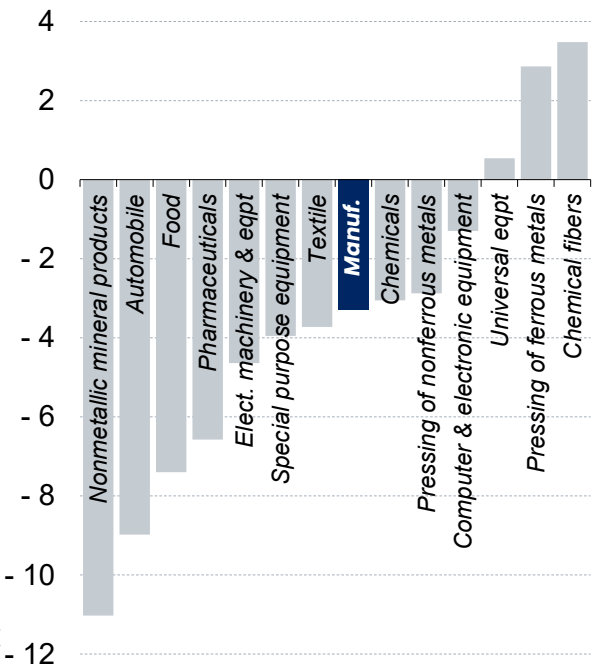
## Taux d'utilisation des capacités

(%)



## Taux d'utilisation des capacités

(%, variation entre T4 2019 et T3 2025)



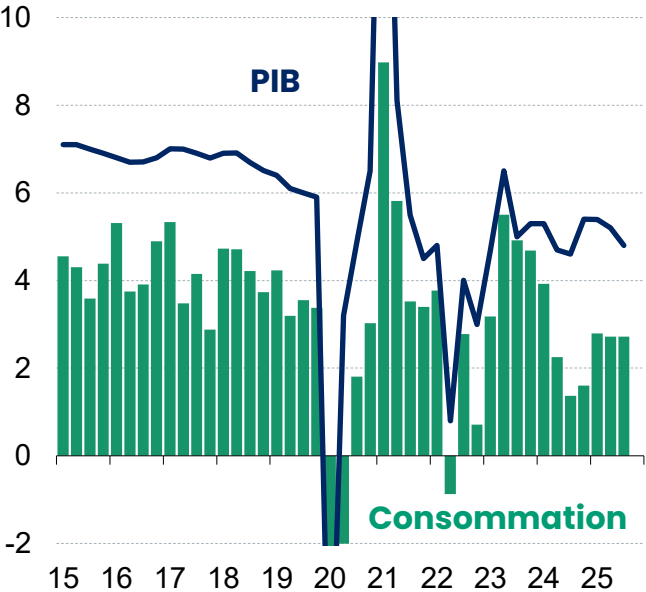
Lors de la 6<sup>ème</sup> réunion de la Commission centrale des affaires financières et économiques, le 1<sup>er</sup> juillet, les décideurs politiques ont attribué la déflation à l'involution ou *Neijuan*, i.e. à une concurrence excessive et aux surcapacités.

Sources : Haver Analytics, Candriam



# Les subventions pour l'achat de biens durables ont soutenu la consommation, mais leur impact va diminuer

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

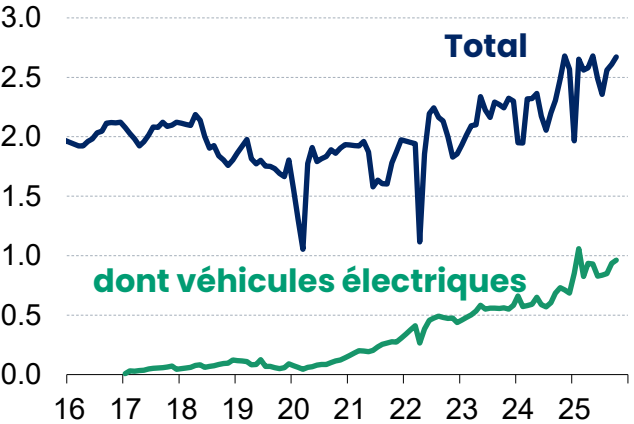


**Ventes au détail et ventes de voitures**

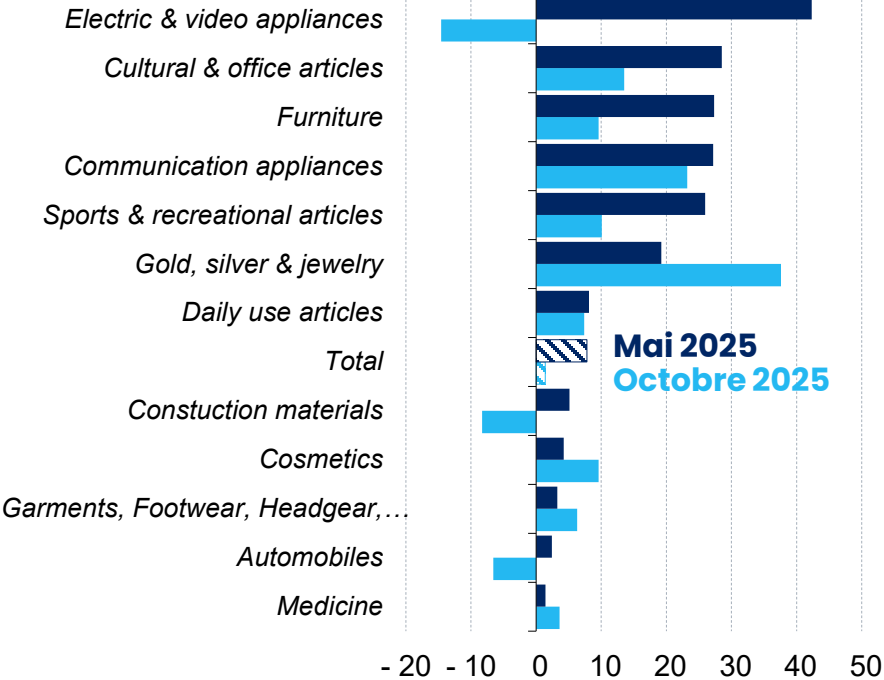
**Ventes au détail**  
(volume)



**Ventes de voitures**  
(millions d'unités)



(% glissement annuel, nominal)

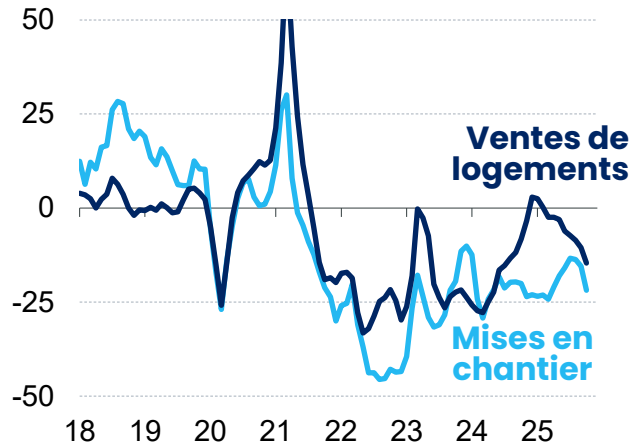


Sources : LSEG Datastream, Bloomberg, Candriam

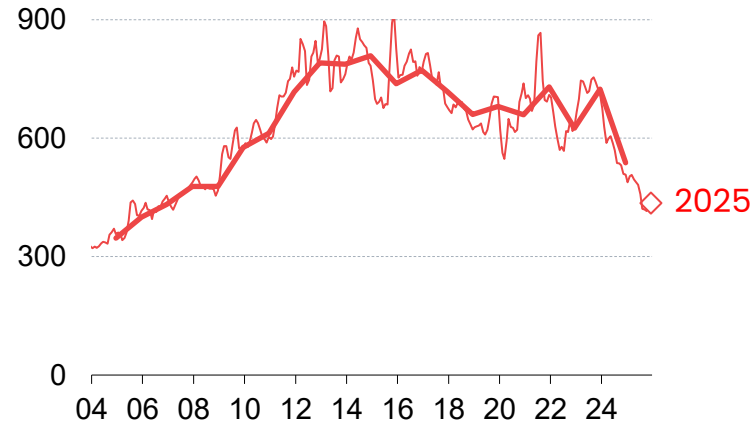


# L'ajustement du secteur immobilier se poursuit

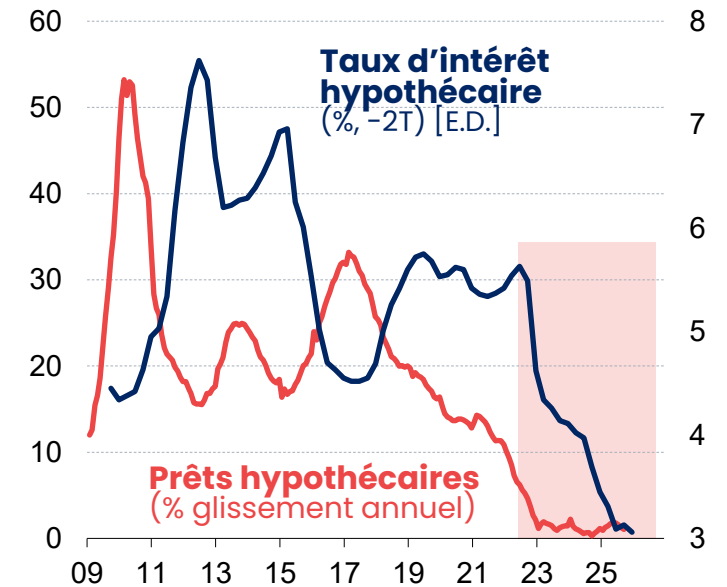
**Mises en chantier et ventes de logements**  
(% glissement annuel)



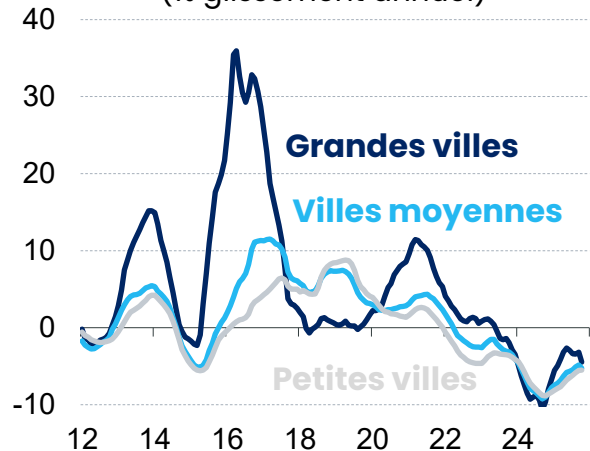
**Logements achevés**  
(millions de m<sup>2</sup> par an)



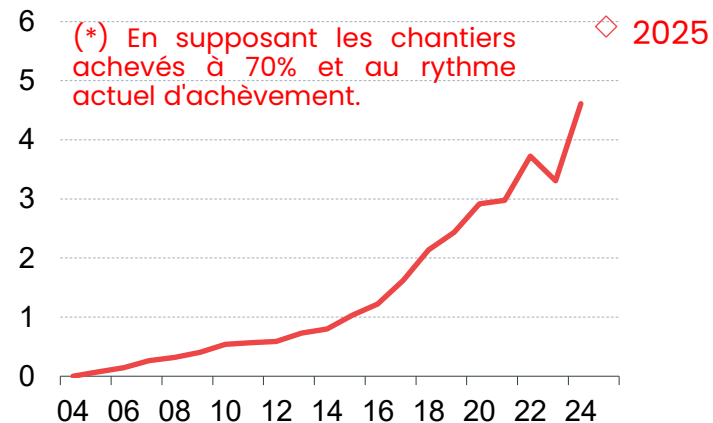
**Taux d'intérêt et crédit hypothécaire**



**Prix des logements existants**  
(% glissement annuel)



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

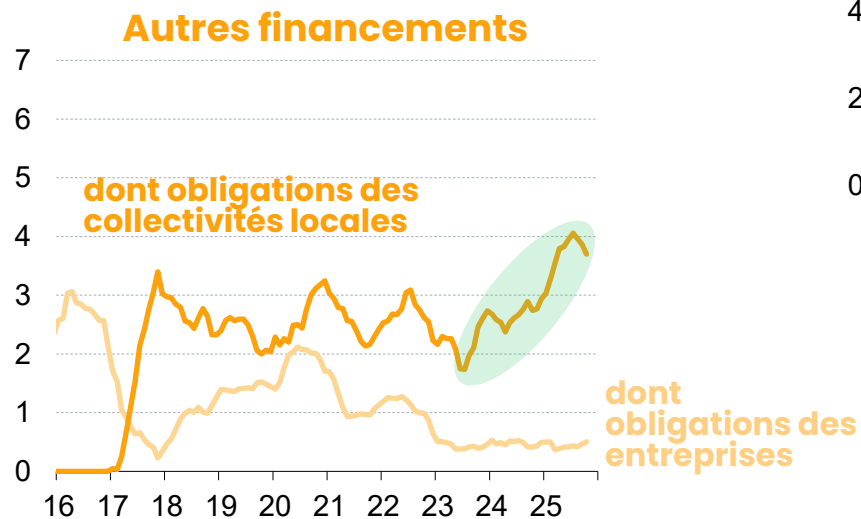
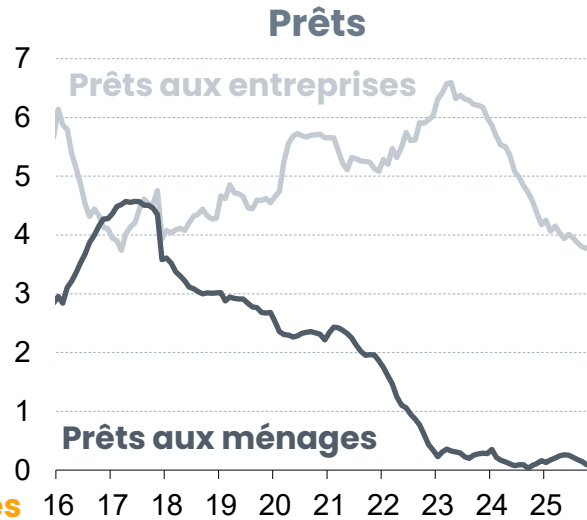
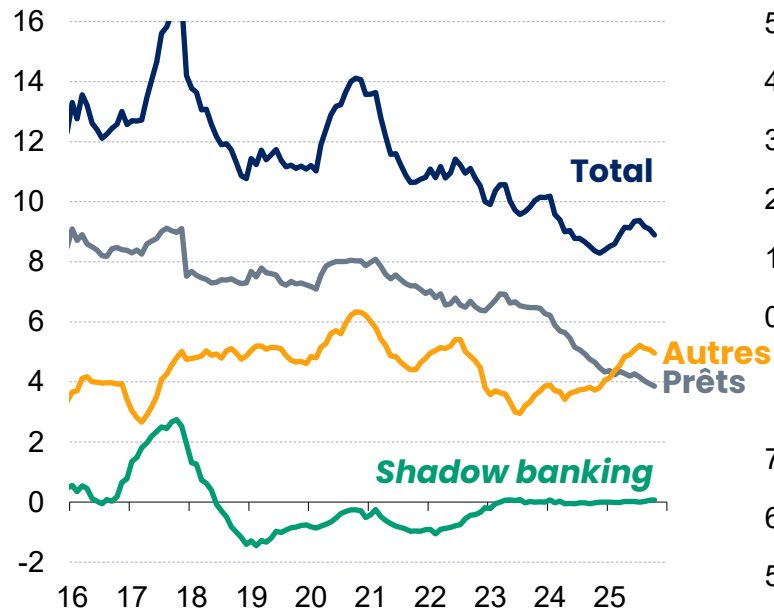


(\*) En supposant les chantiers achevés à 70% et au rythme actuel d'achèvement.

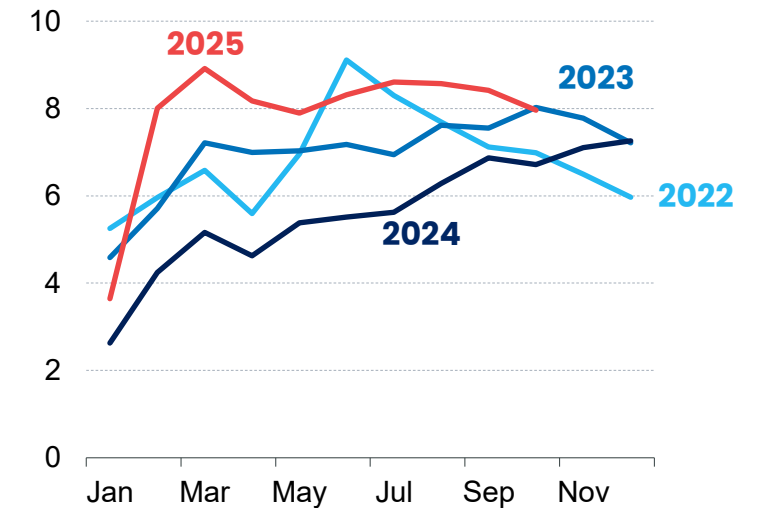


# Le crédit aux agents privés continue de faiblir

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



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

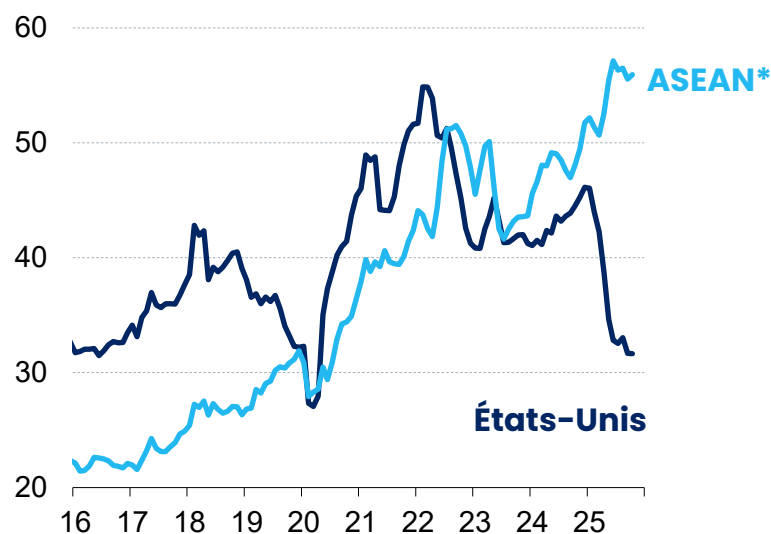


Sources : LSEG Datastream, Candriam



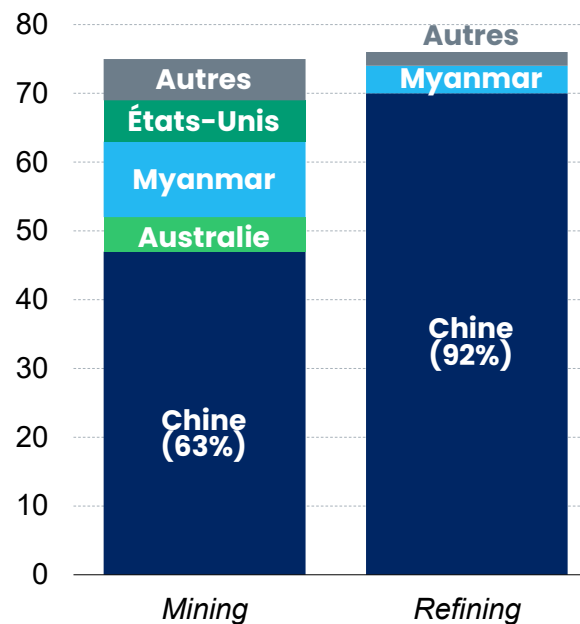
# La Chine a remporté une bataille dans la guerre commerciale qui l'oppose aux États-Unis en conservant un accès aux technologies de pointe...

**Exportations chinoise vers...**  
(milliards de dollars, moyenne mobile sur 2 mois)



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

**Memo. Production de terres rares**  
(milliers de tonnes)



## L'accord de Kuala Lumpur a prolongé la trêve commerciale d'une année

**Droits de douane au titre du fentanyl :** les États-Unis réduisent de 10% les droits de douane au titre du fentanyl ; la Chine supprime les droits de douane de 10 à 15% sur les produits agricoles américains.

**Droits de douane réciproques :** les droits de douane réciproques sont maintenus à 24% (au lieu de 34%) pendant un an.

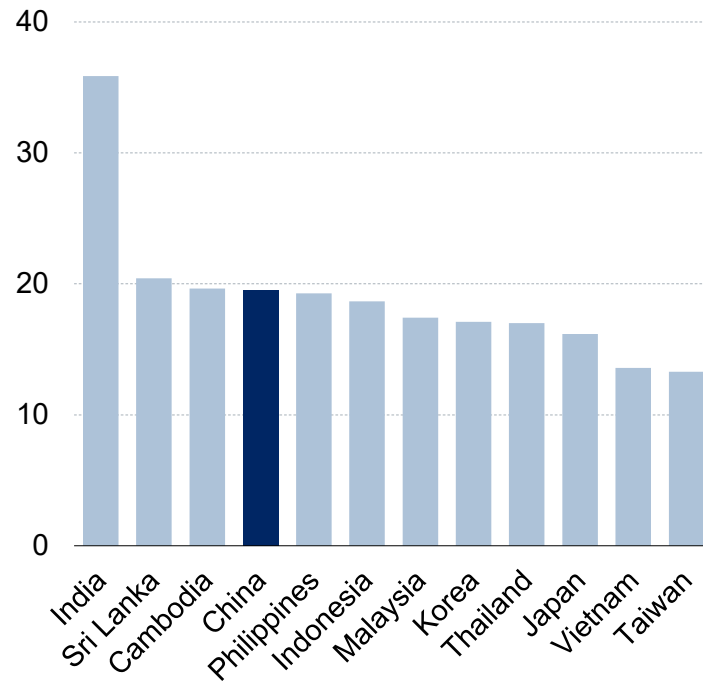
**Contrôles à l'exportation :** les États-Unis suspendront l'application de leur « règle des 50% pour les filiales » pendant un an\*. En contrepartie, la Chine suspend pendant un an l'application des contrôles à l'exportation annoncés le 9 octobre.

(\*) By applying the Affiliates Rule, more than 20,000 Chinese subsidiaries and indirectly owned entities (as against 1,300 today) would have fallen under the same export control restrictions as their listed parent companies.

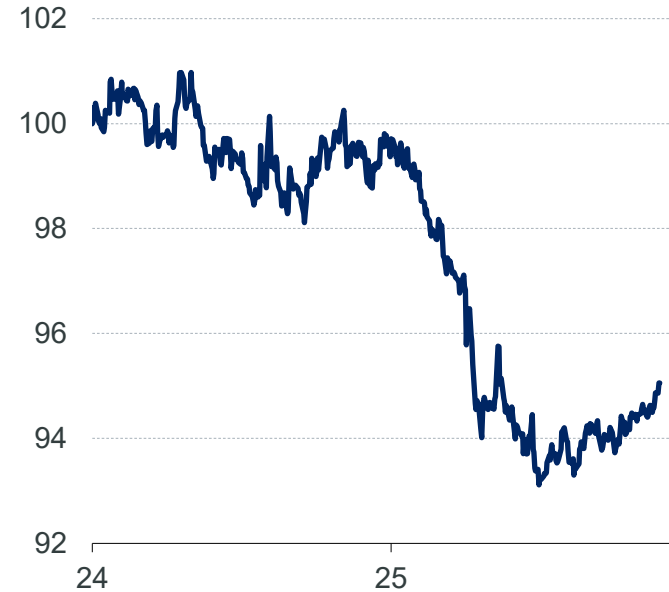


# ... et en obtenant une hausse des droits de douane semblable à celle de ses concurrents asiatiques

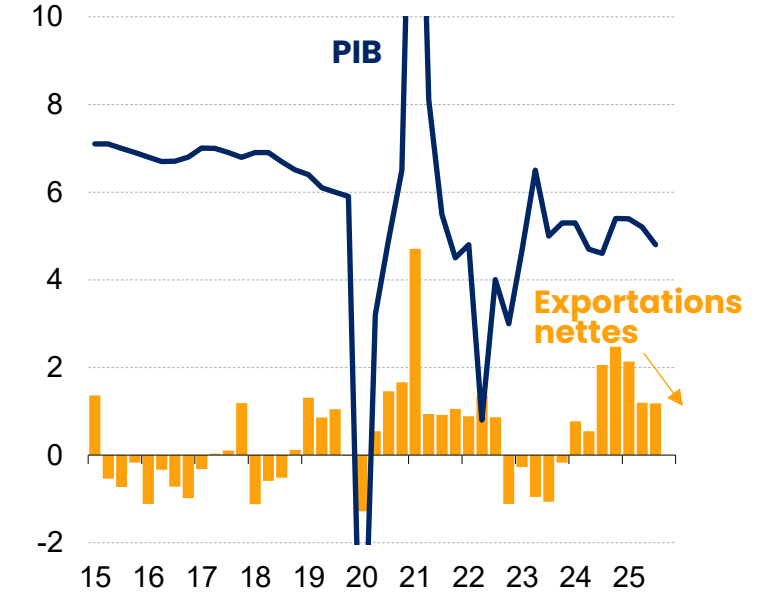
**Augmentation des droits de douane américains (%)**



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



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

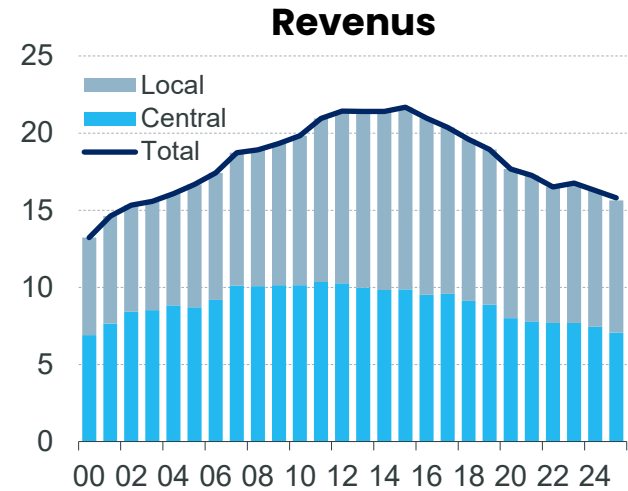


Sources : USITC, LSEG Datastream, Bloomberg, Candriam

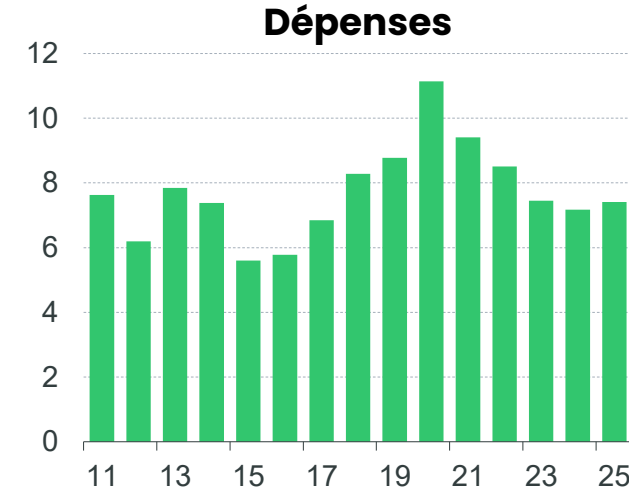
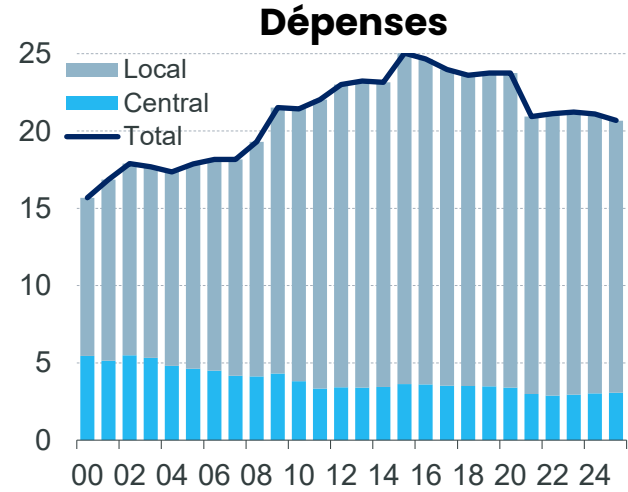
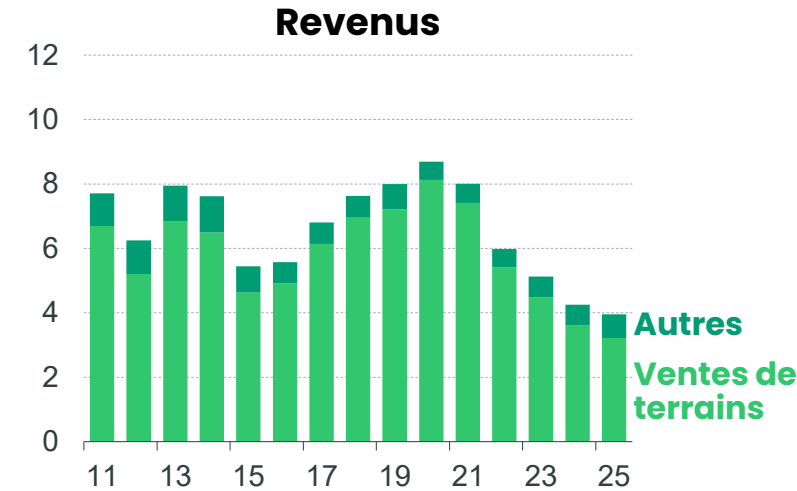


# Les autorités chinoises vont néanmoins devoir continuer de soutenir prudemment leur économie...

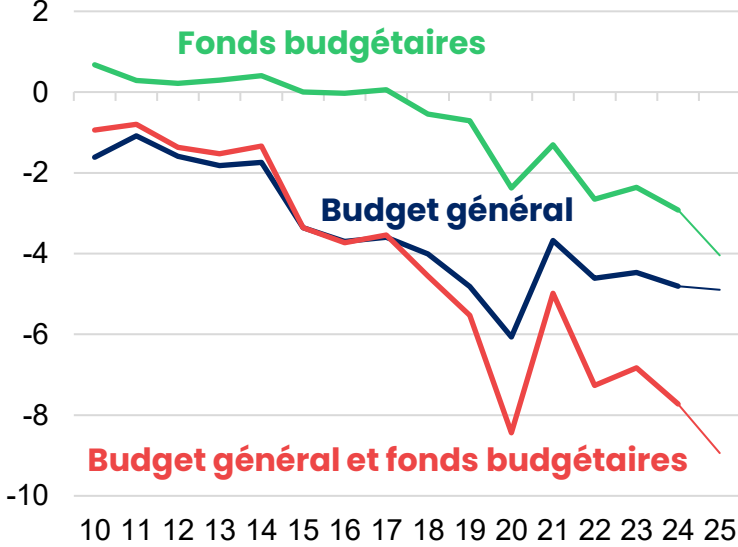
**Budget général**  
(% du PIB)



**Fonds budgétaires**  
(collectivités locales, % du PIB)

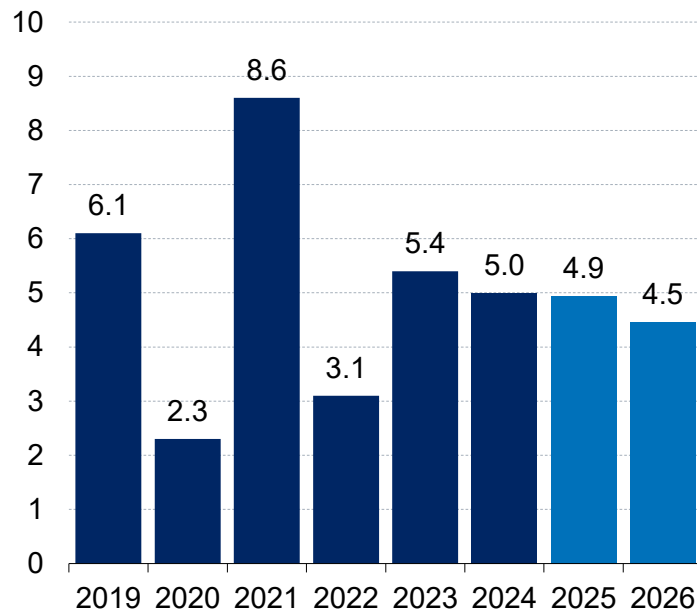


**Solde budgétaire**  
(% du PIB)

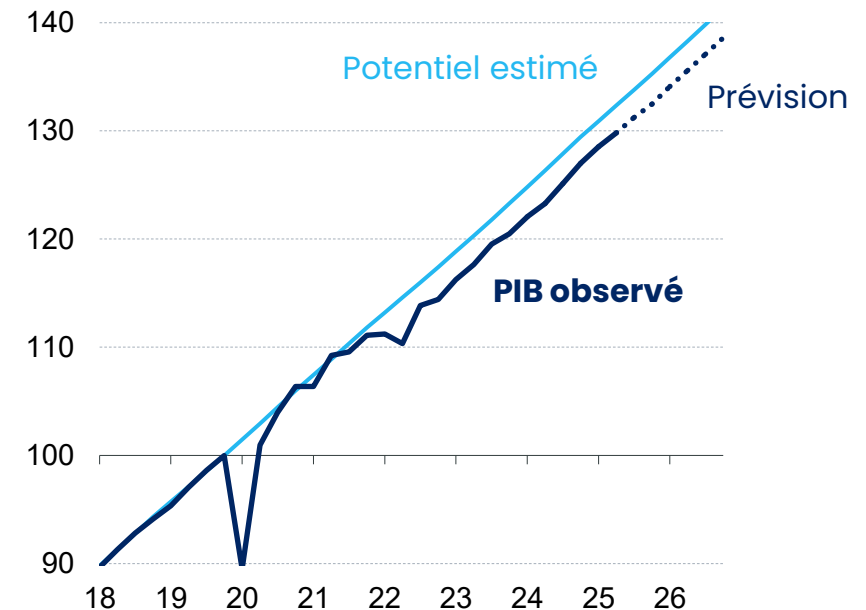


# ... pour maintenir la croissance proche de leur cible

**Croissance du PIB réel**  
(%, moyenne annuelle)

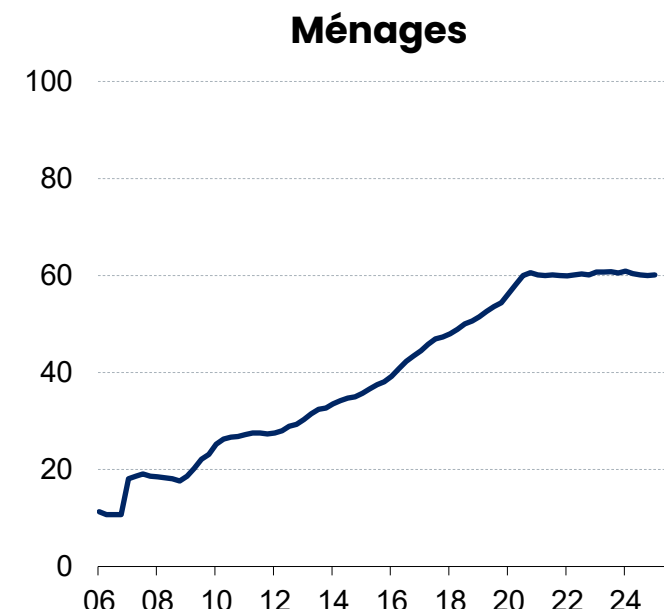
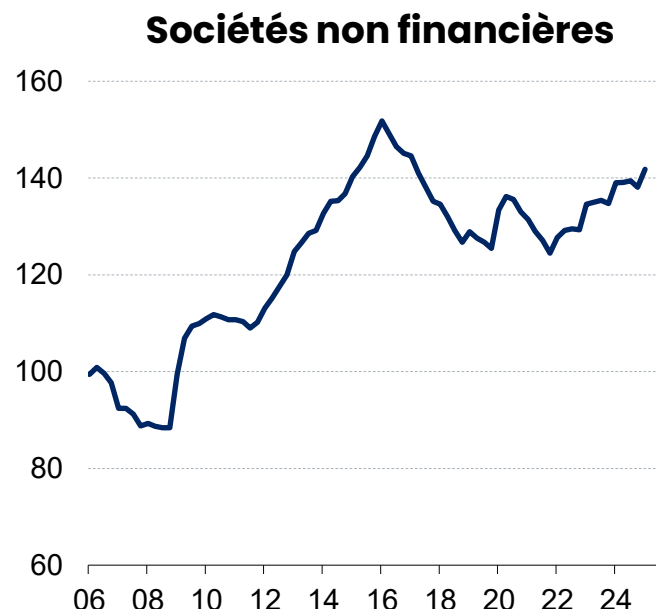
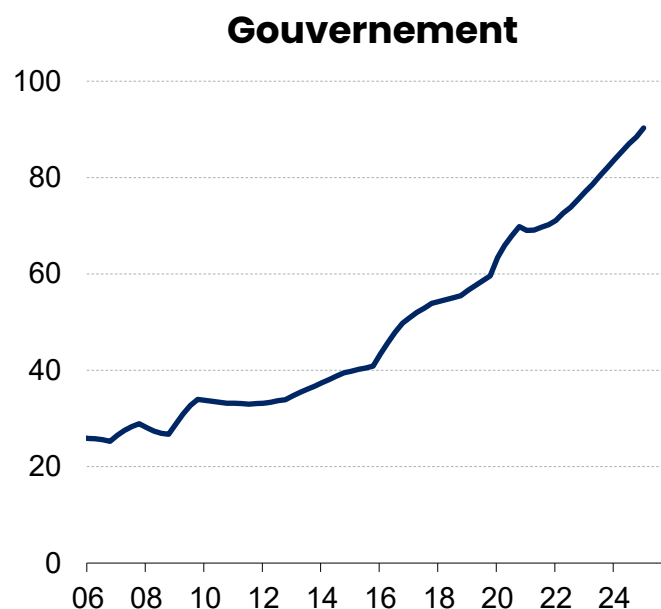


**PIB réel**  
(T4 2019 = 100)



# Memo. Tant que les agents privés continueront de mettre de l'argent de côté, la dette publique chinoise continuera d'augmenter

## Endettement par agent en Chine (% du PIB)

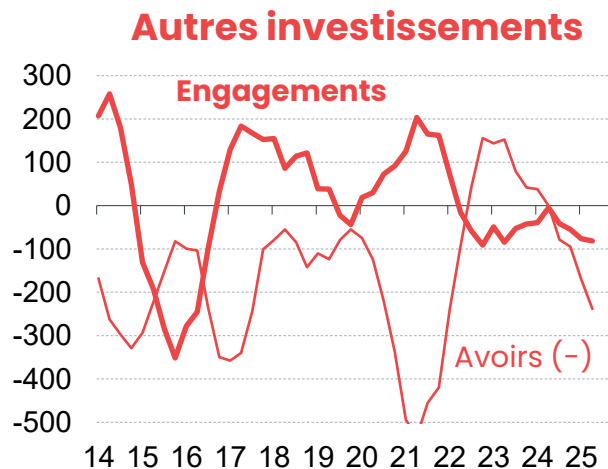
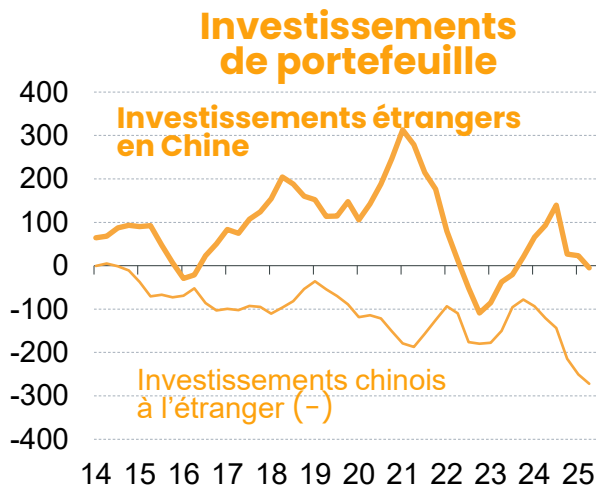
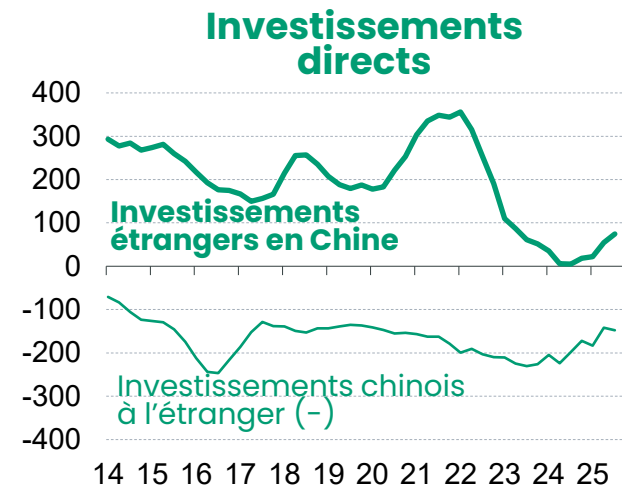
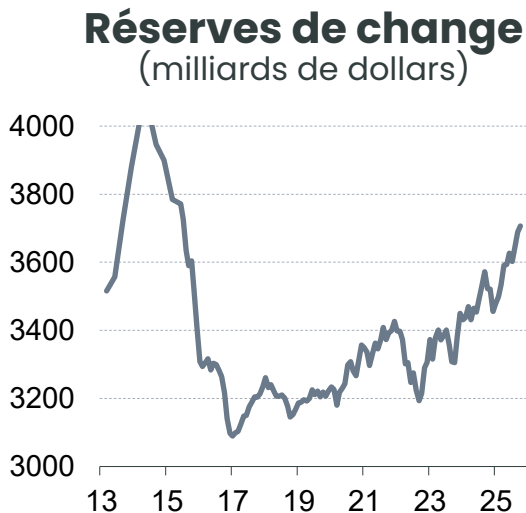
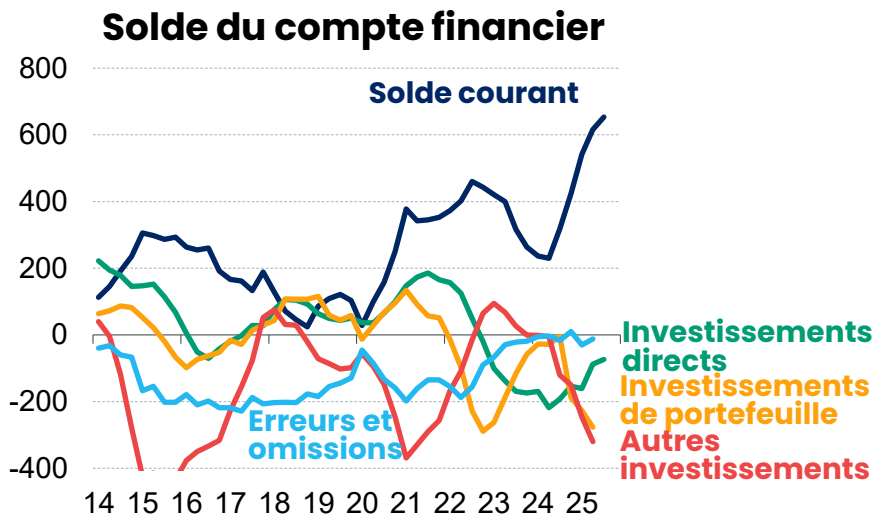
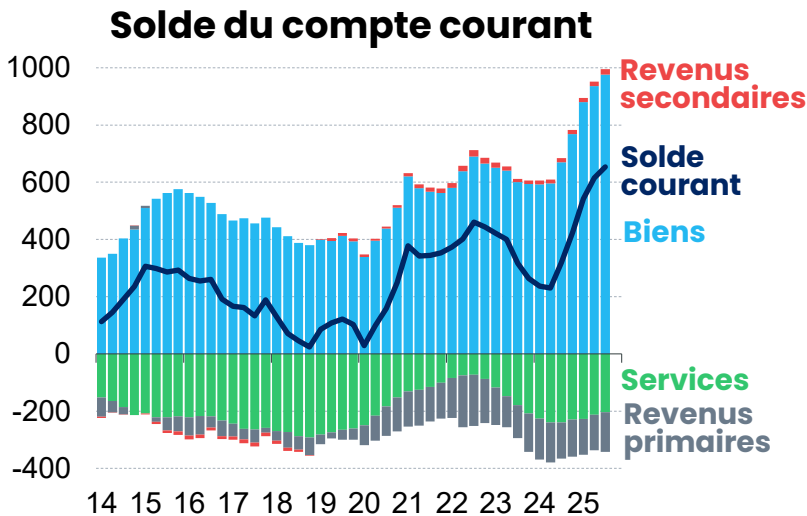


Sources : LSEG Datastream, BRI, Candriam



# Memo. Balance des paiements de la Chine

**Balance des paiements**  
(milliards de dollars, lissage / 1 an, rythme annuel)

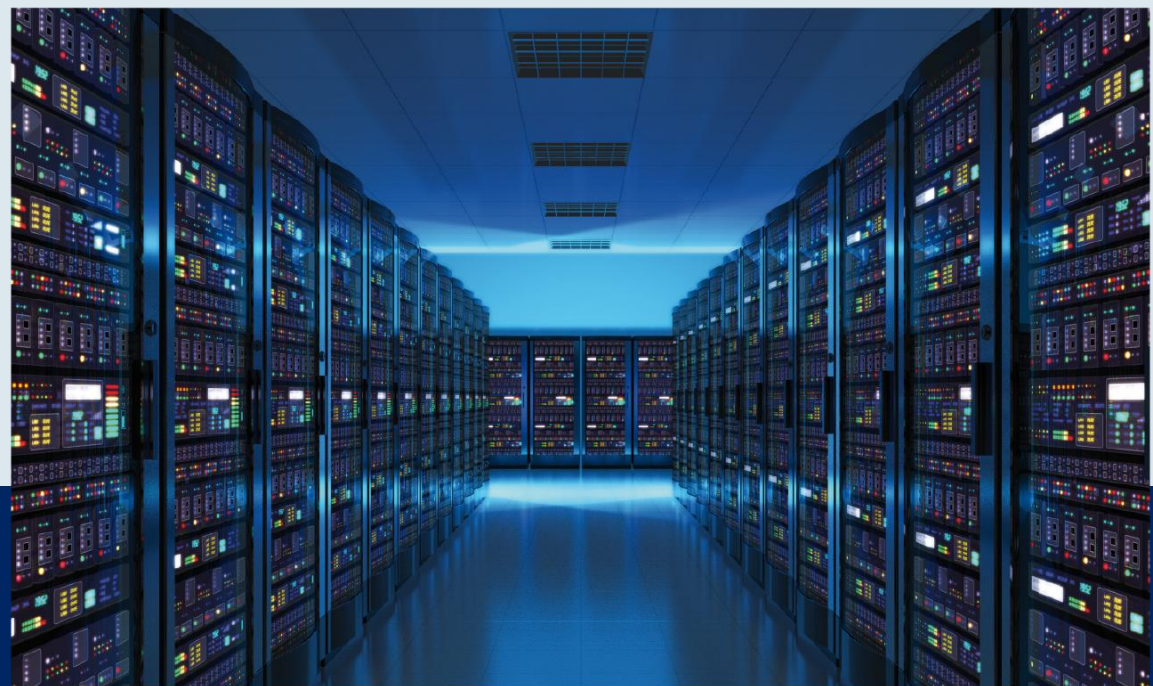


Sources : LSEG Datastream, Candriam



# 3 États-Unis

## Une économie duale...



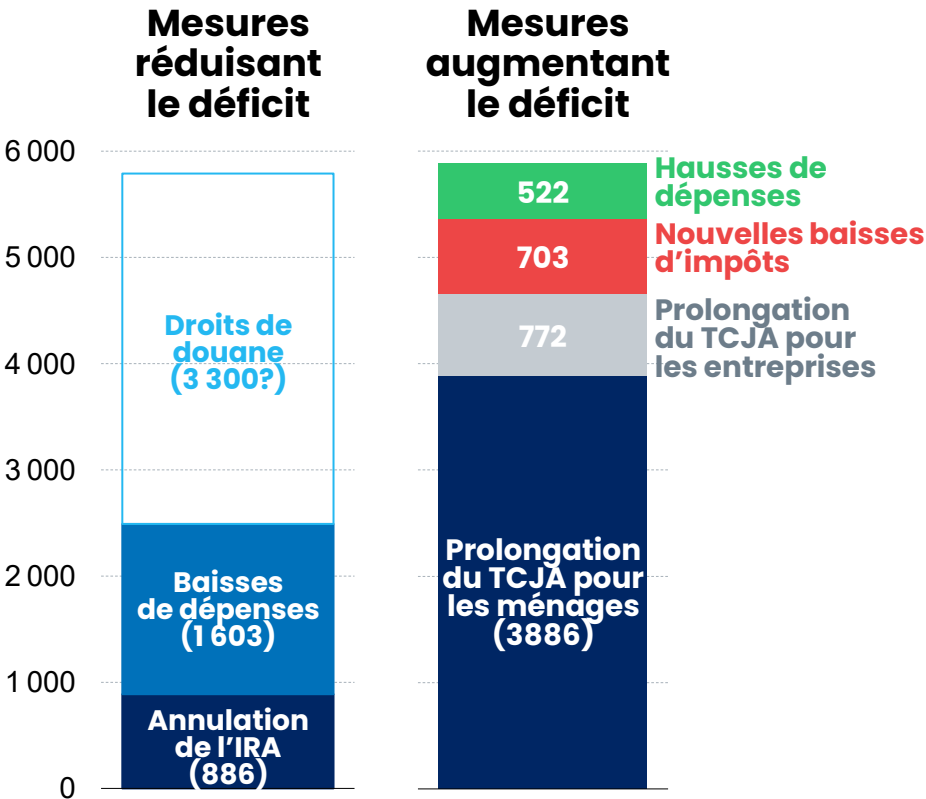
# D. Trump a tenu ses promesses de campagne

## Hausse des droits de douane



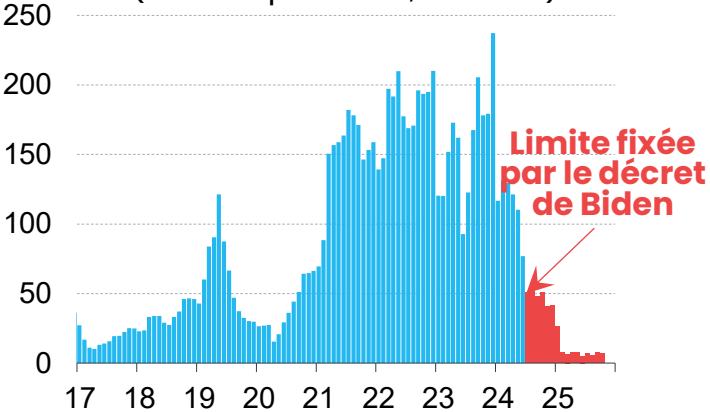
## Baisses d'impôts

Que contient la « Grande et belle loi budgétaire » ?  
(milliards de dollars, en cumul sur 2025-34)

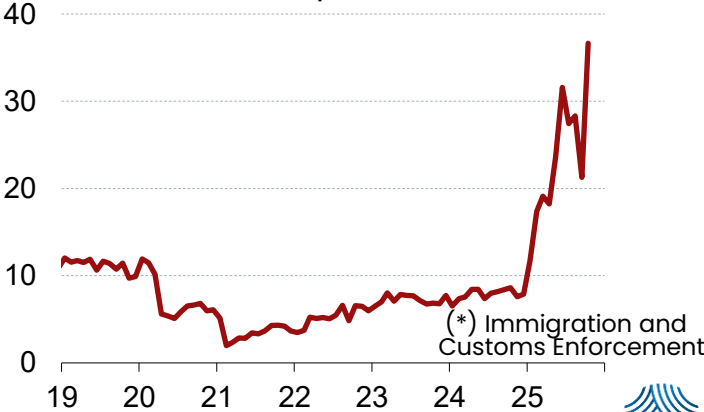


## Immigration

Personnes appréhendées à la frontière Sud-Ouest entre les points d'entrée  
(milliers par mois, adultes)



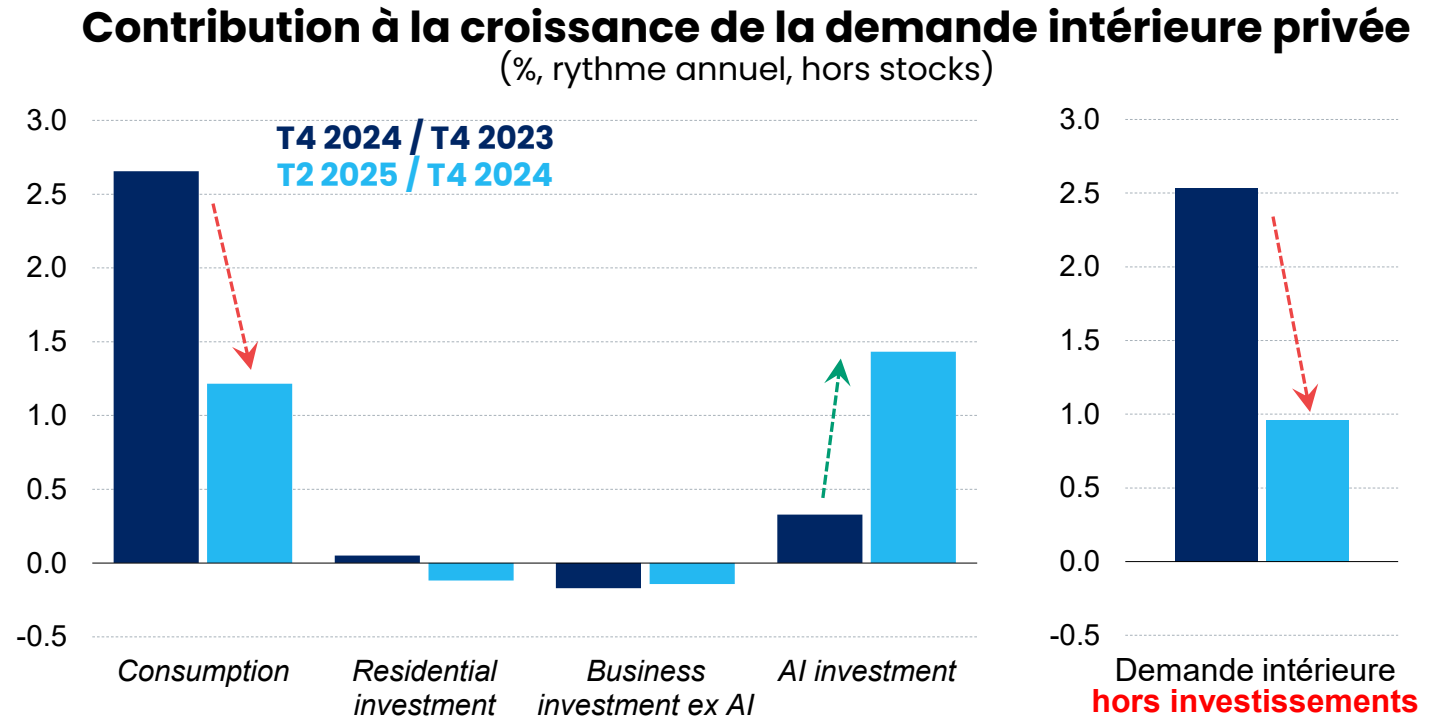
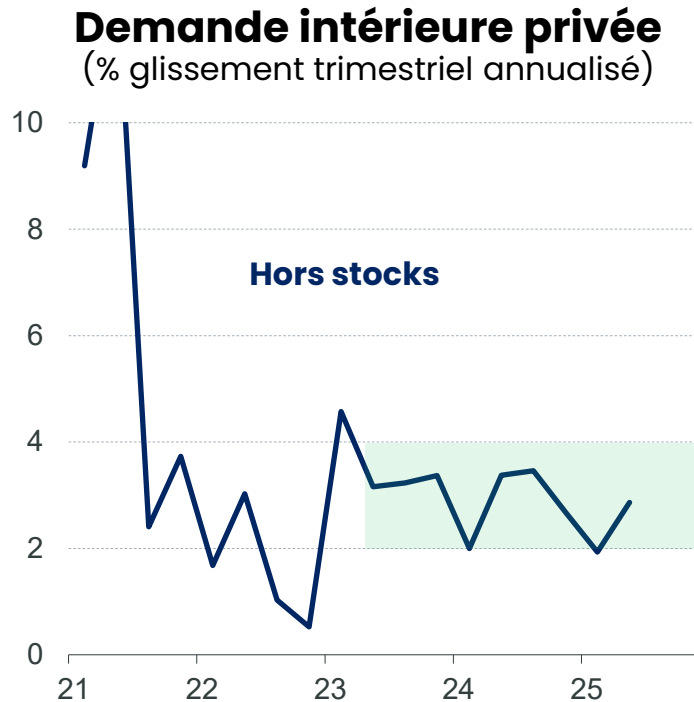
Arrestations de l'ICE\*  
(milliers par mois)



Sources : US Treasury, CRFB, Customs and Border Protection, TRAC Immigration, Candriam



# La demande intérieure privée est restée soutenue au premier semestre 2025... mais ses moteurs ont changé !



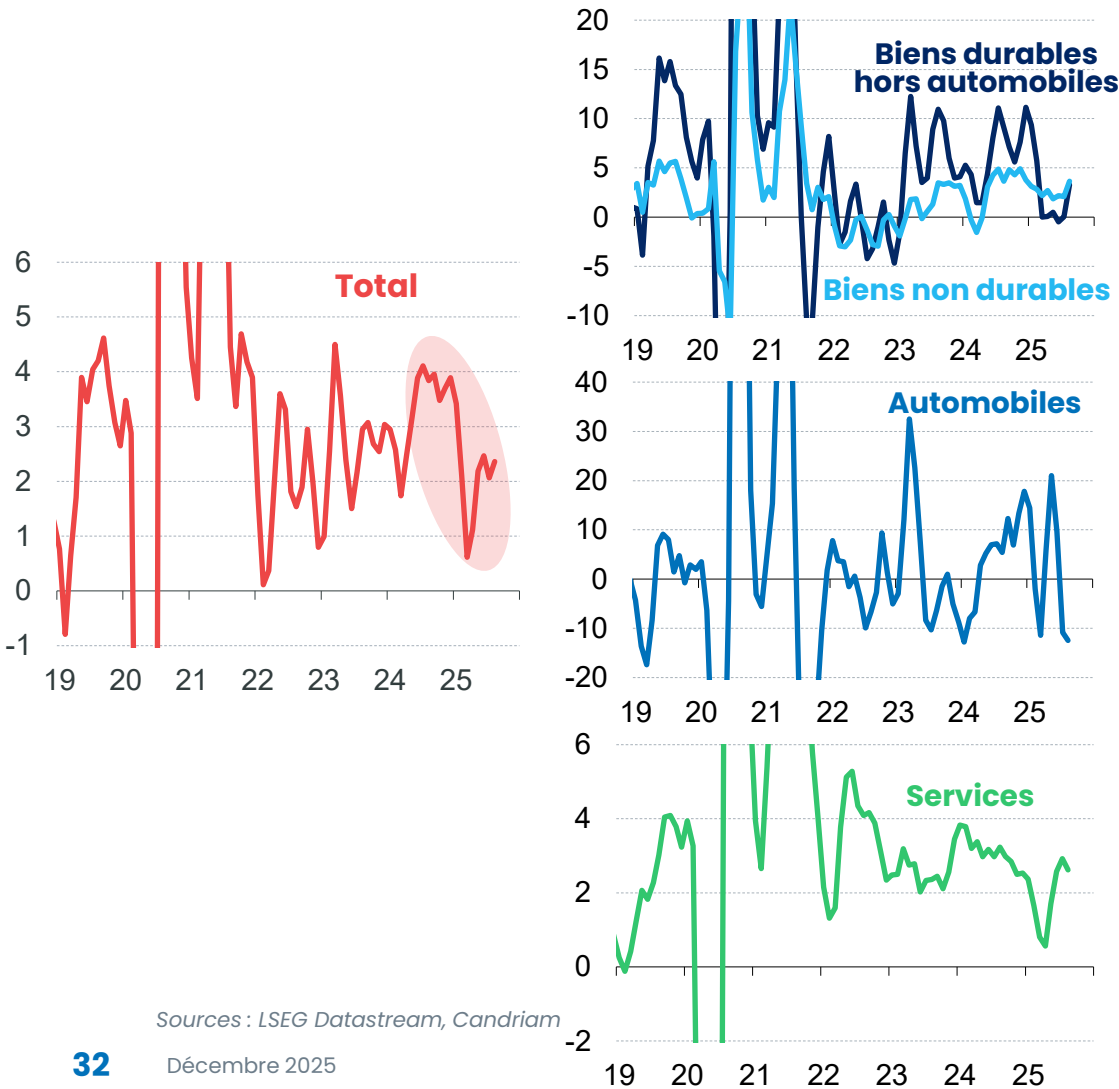
Sources : LSEG Datastream, BEA, Candriam



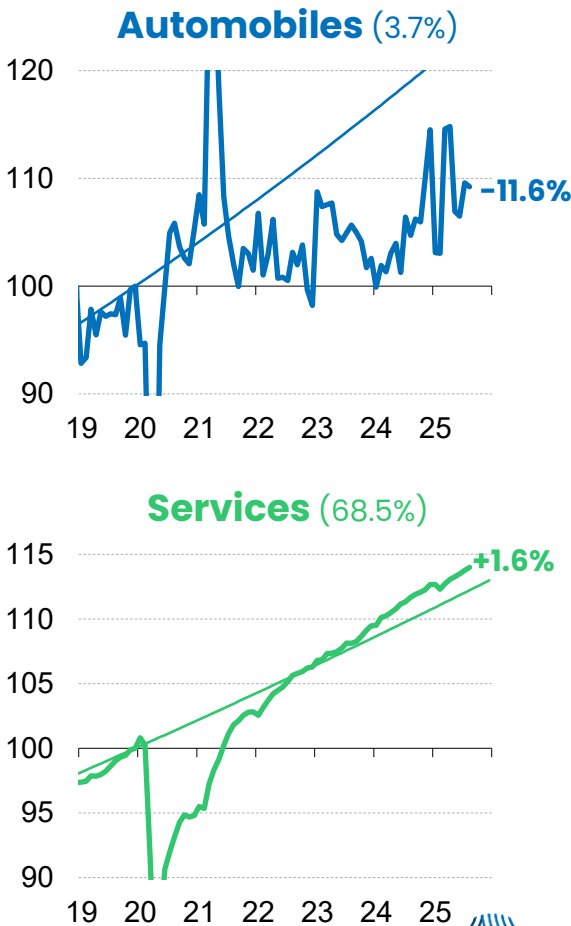
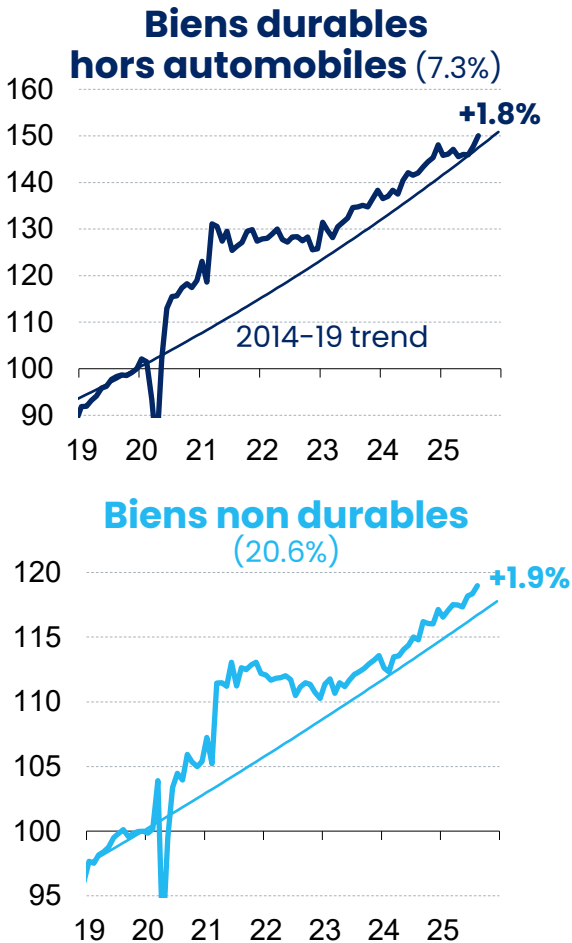
# La consommation des ménages a ralenti

## Consommation réelle

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

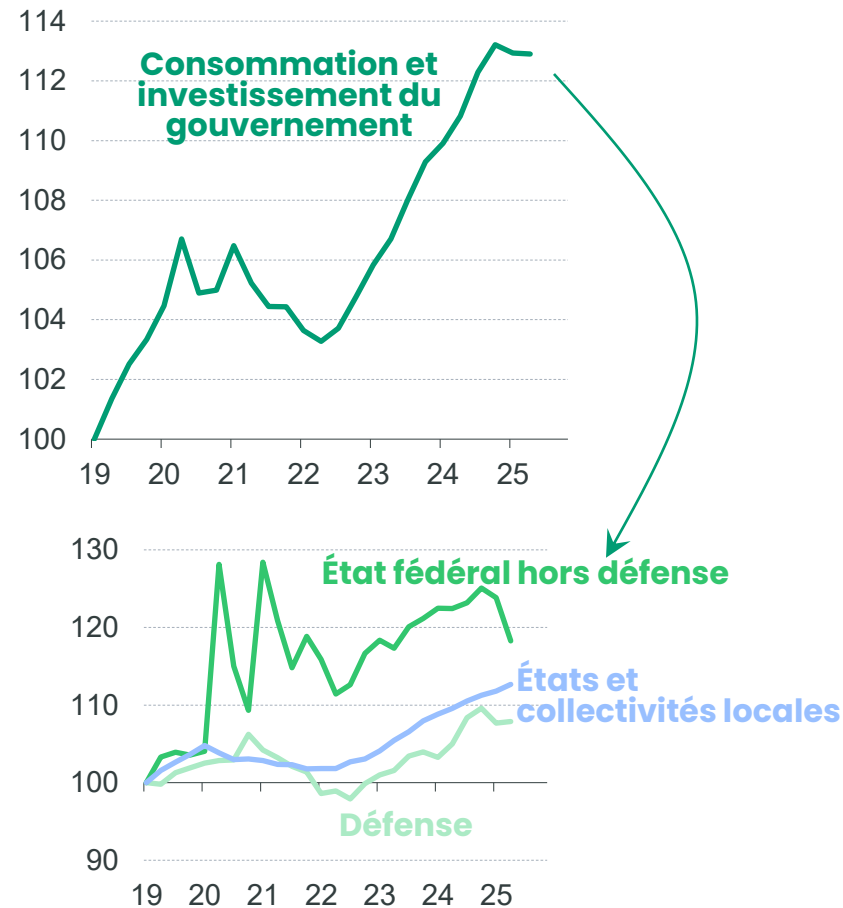
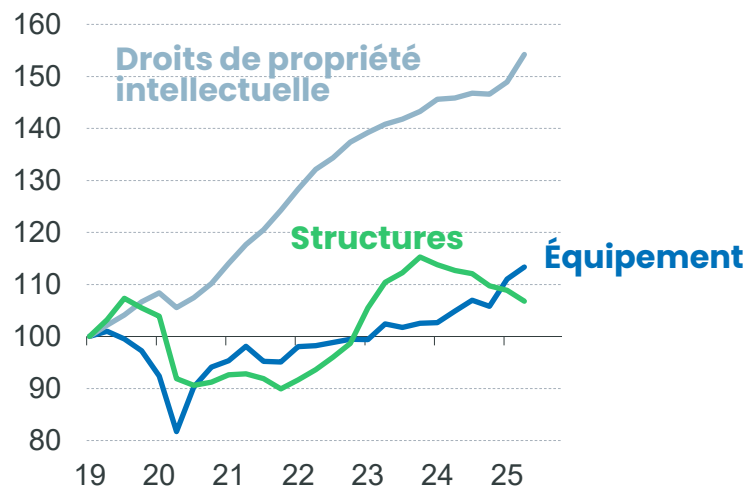
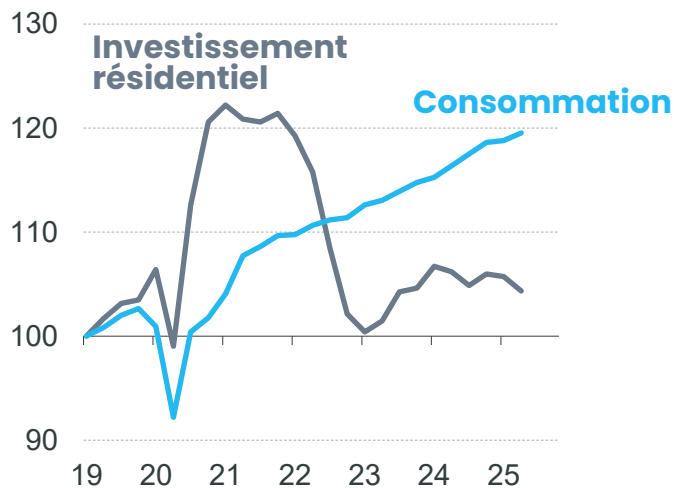


(décembre 2019 = 100)



# Memo. Composantes de la demande intérieure

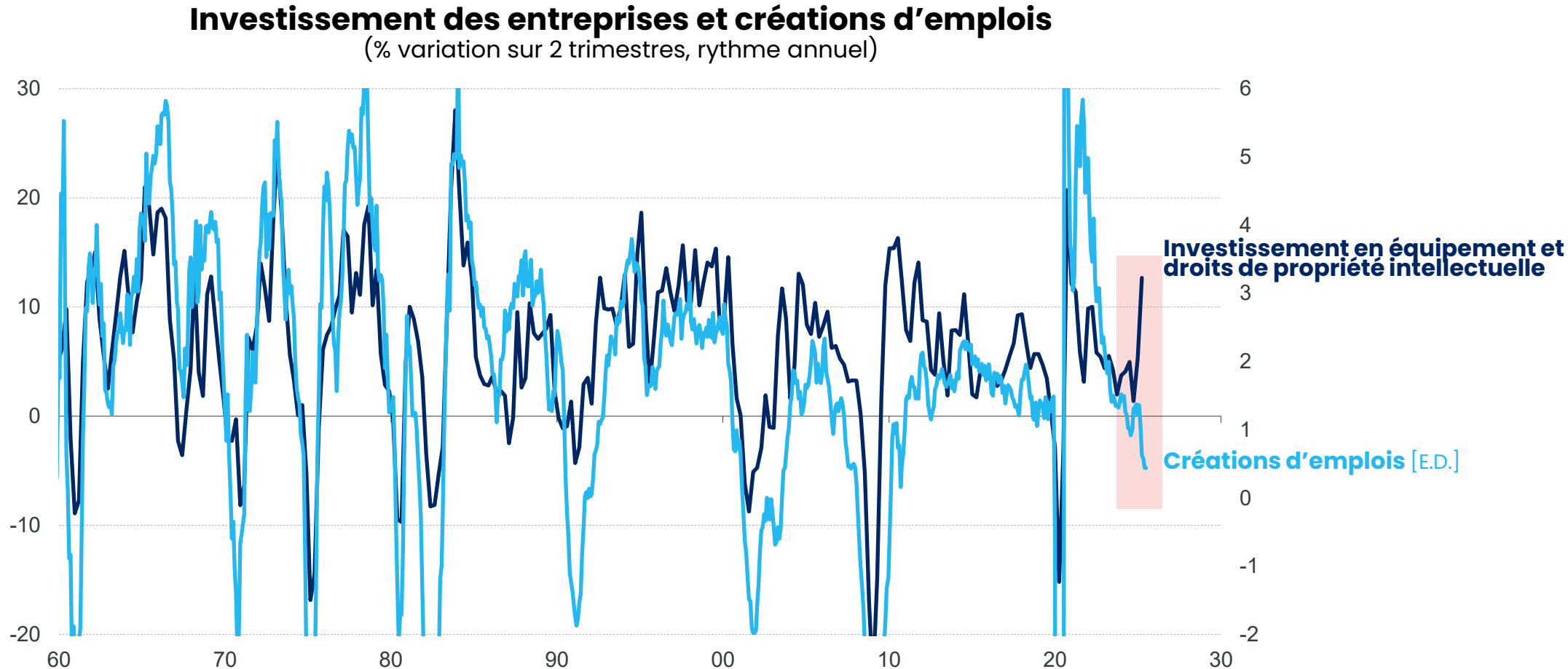
Composantes de la demande intérieure  
(T1 2019 = 100)



Sources : LSEG Datastream, BEA, Candriam



# La juxtaposition d'un investissement dynamique et d'un ralentissement des créations d'emplois est inhabituelle

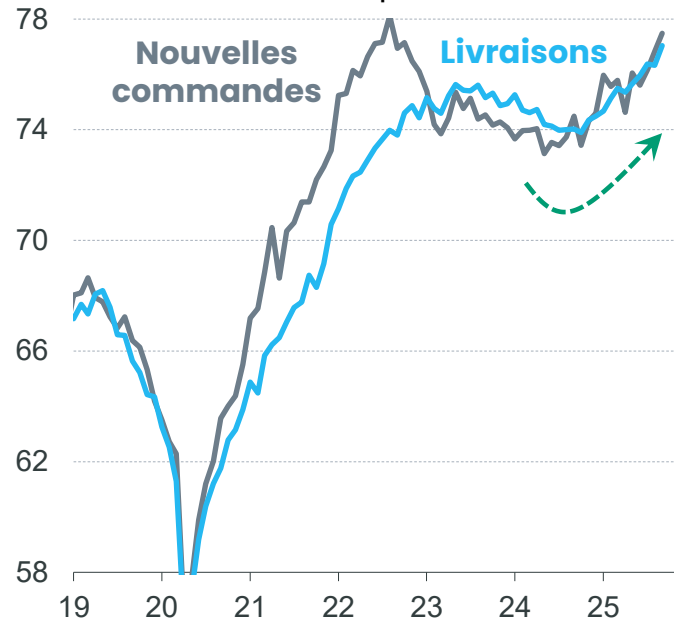


Sources : LSEG Datastream, Candriam

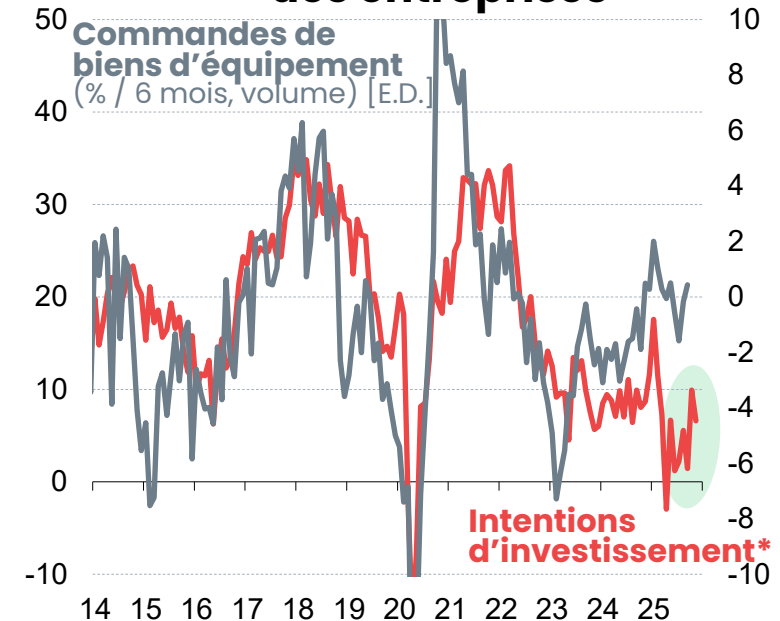


# Malgré l'incertitude, les entreprises ont continué à investir

**Nouvelles commandes et livraisons de biens équipement**  
(hors défense et aéronautique, milliards de dollars)



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

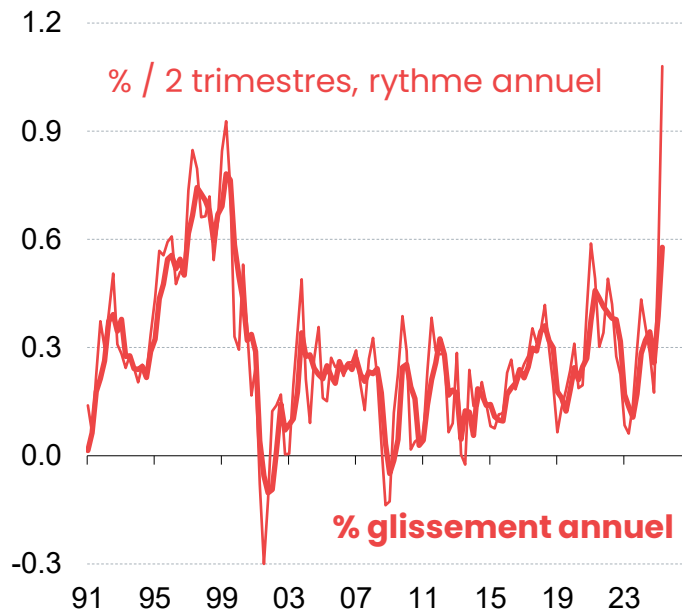


(\*) Moyenne pondérée des enquêtes régionales (New York, Philadelphie, Dallas, Kansas, Richmond).



# La contribution des investissements liés à l'IA est spectaculaire... même si, corrigée des importations, elle est plus modeste

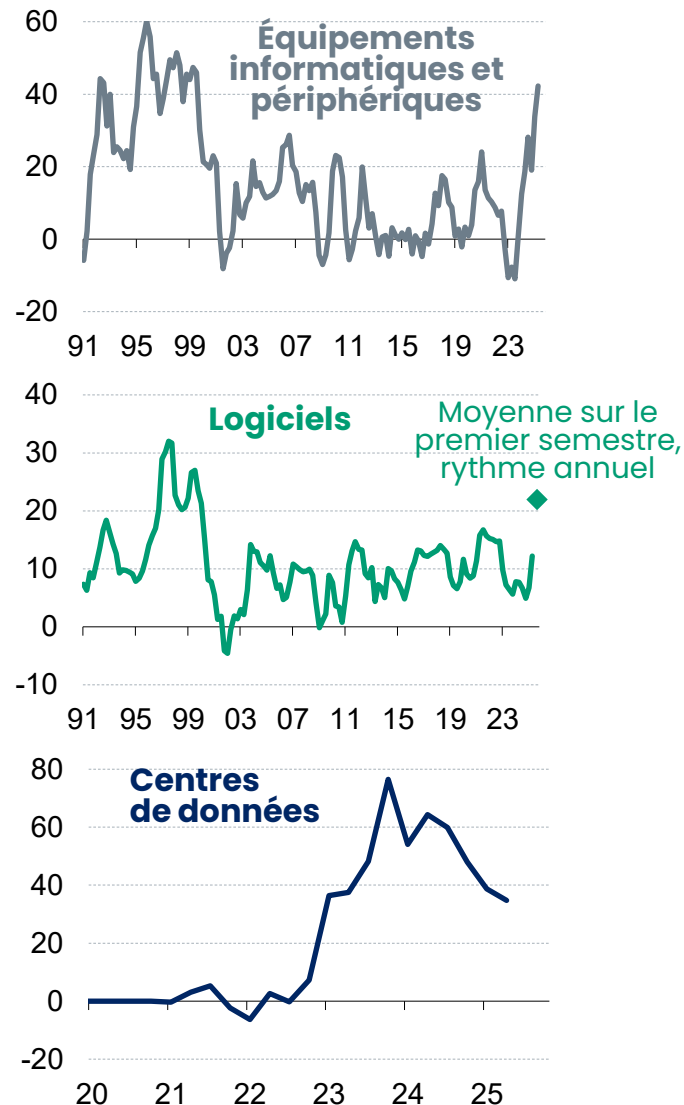
## Contribution *directe* des investissements liés à l'IA à la croissance



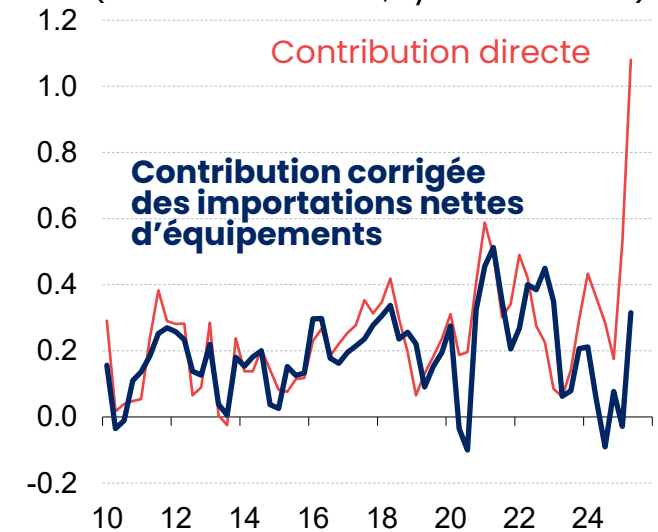
(\*) Centre de données, équipements informatiques et périphériques, logiciels

Sources : LSEG Datastream, BEA, Candriam

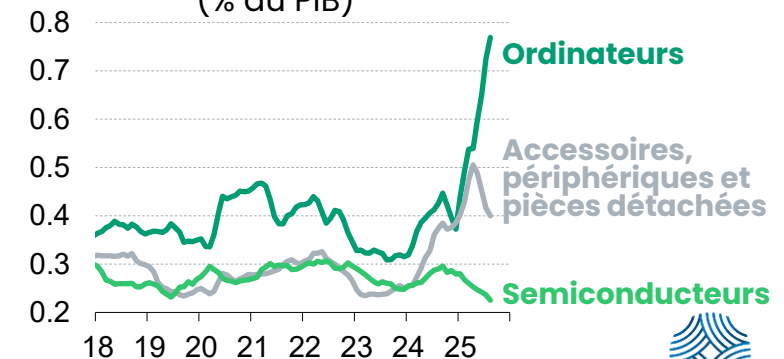
## Investissements liés à l'IA (% glissement annuel, volume)



## Contribution *corrigée* des investissements liés à l'IA à la croissance (% sur 2 trimestres, rythme annuel)



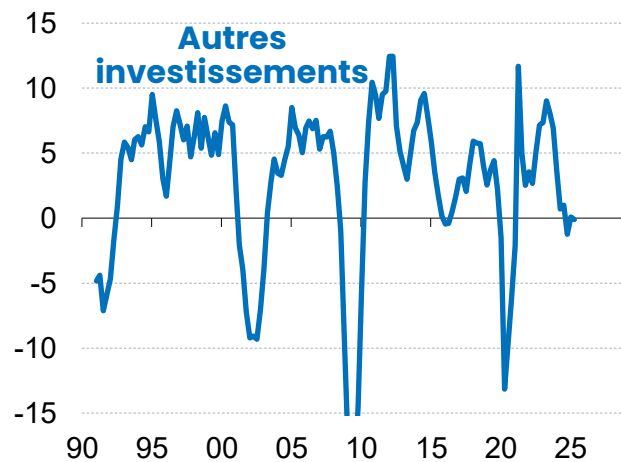
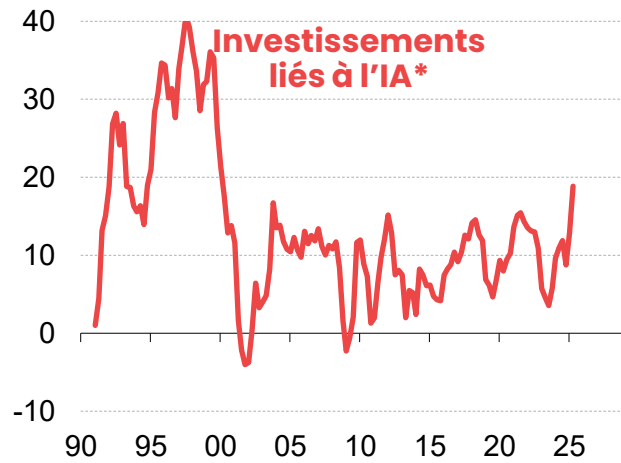
## Importations d'équipements informatiques et périphériques (% du PIB)



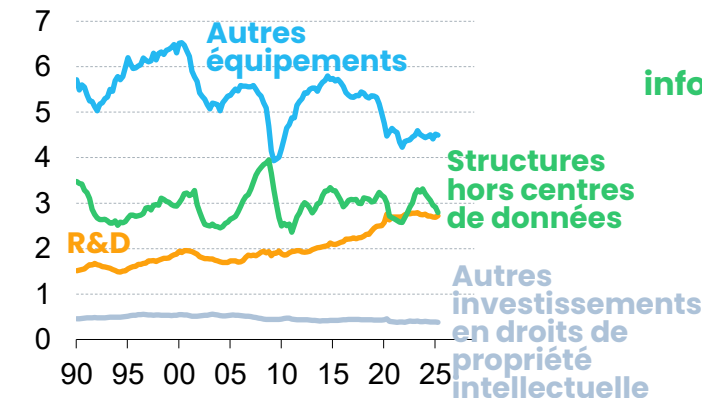
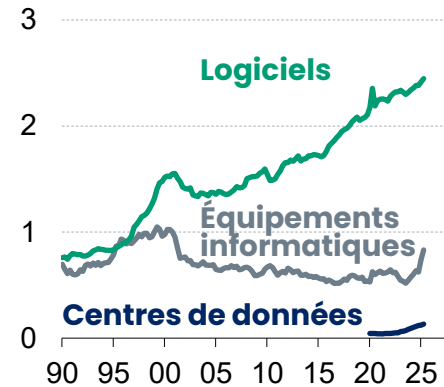
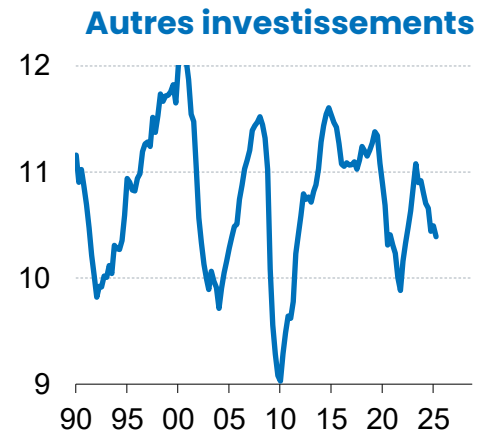
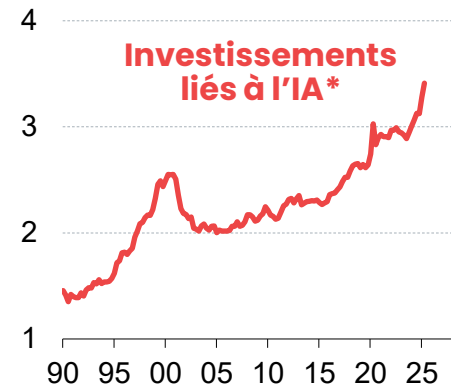
# Si les investissements liés à l'IA ont clairement accéléré, le reste de l'investissement est nettement moins dynamique

## Investissement des entreprises

(% glissement annuel, volume)



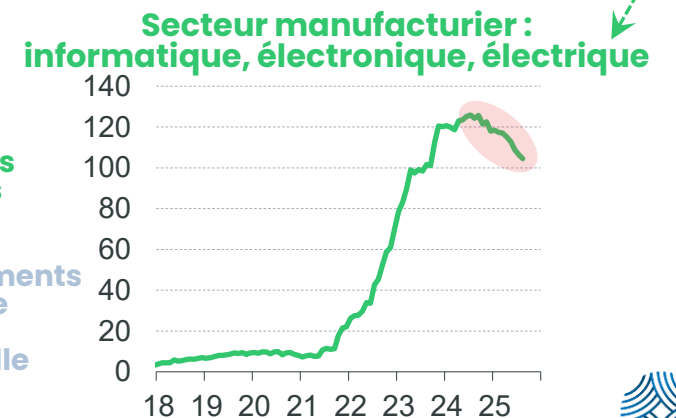
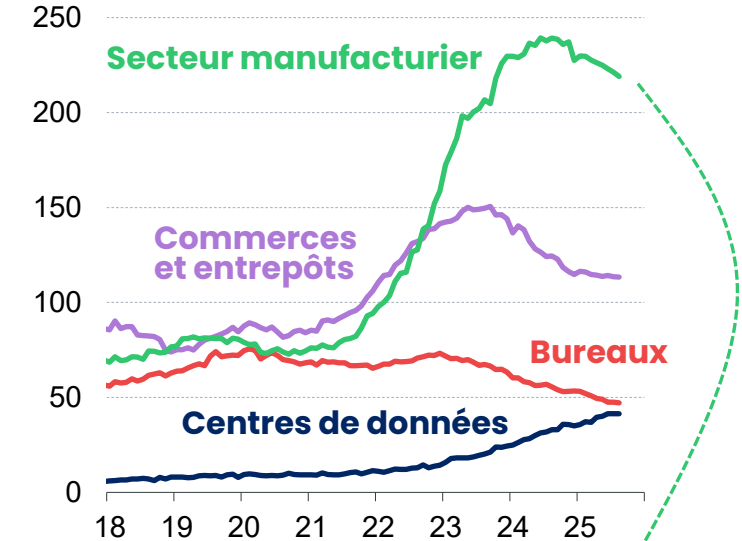
(% du PIB)



Sources : LSEG Datastream, BEA, Census Bureau, Candriam

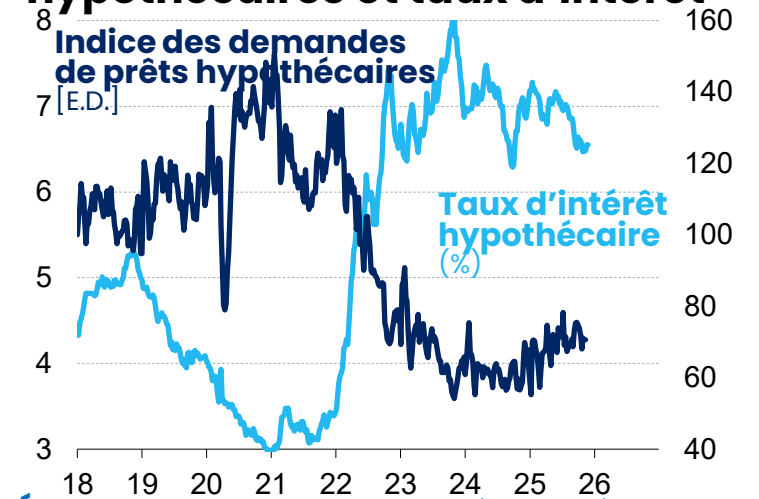
## Investissement privé en construction non résidentielle

(milliards de dollars, nominal, rythme annuel)



# Les taux d'intérêt hypothécaires ont baissé...

## Demandes de prêts hypothécaires et taux d'intérêt



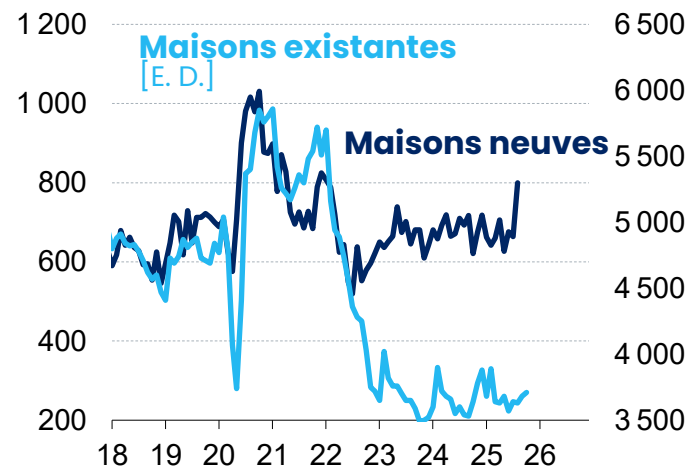
## Écart entre taux hypothécaire à 30 ans et taux du Trésor à 10 ans (points de base)



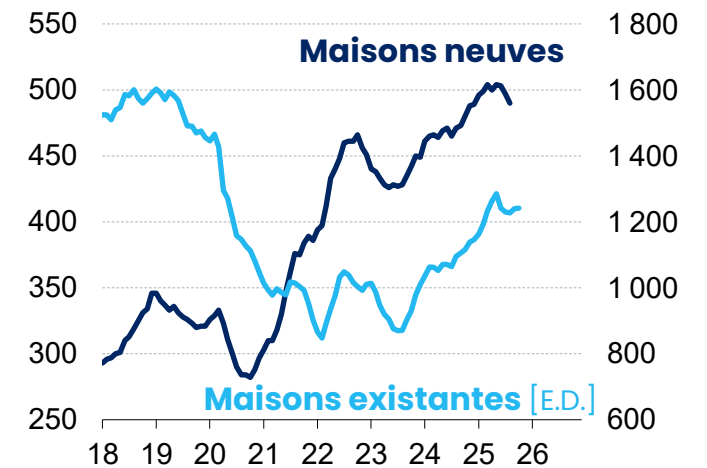
Sources : LSEG Datastream, Candriam

## Ventes de logements neufs et anciens

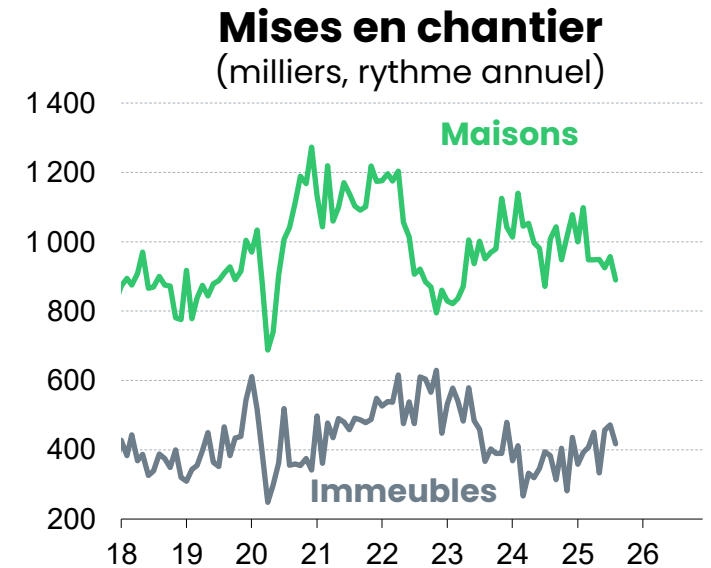
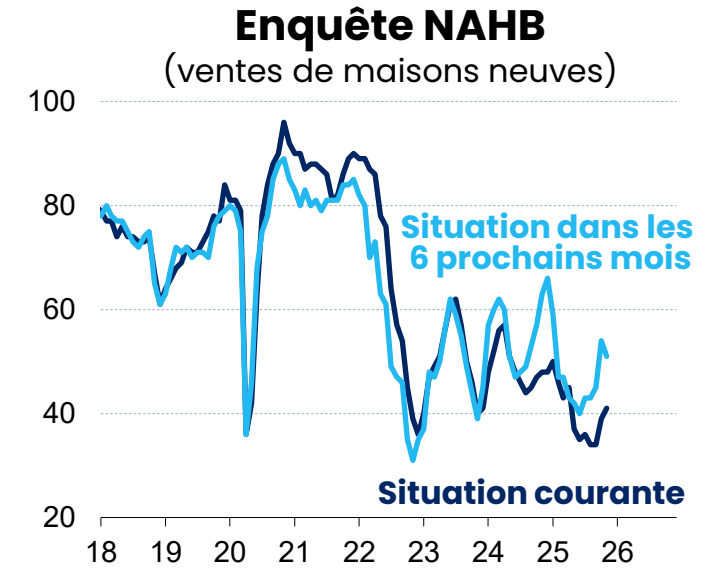
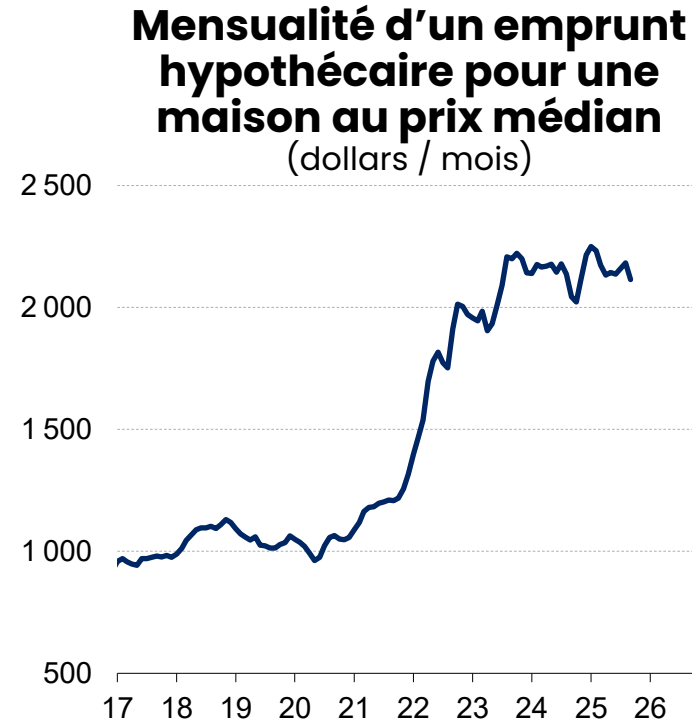
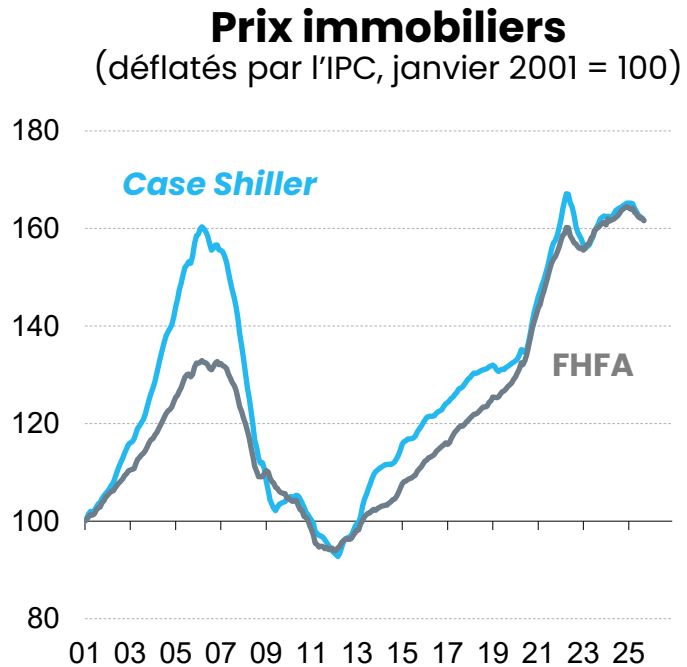
(milliers, rythme annuel)



## Stock de maisons à vendre (milliers)



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



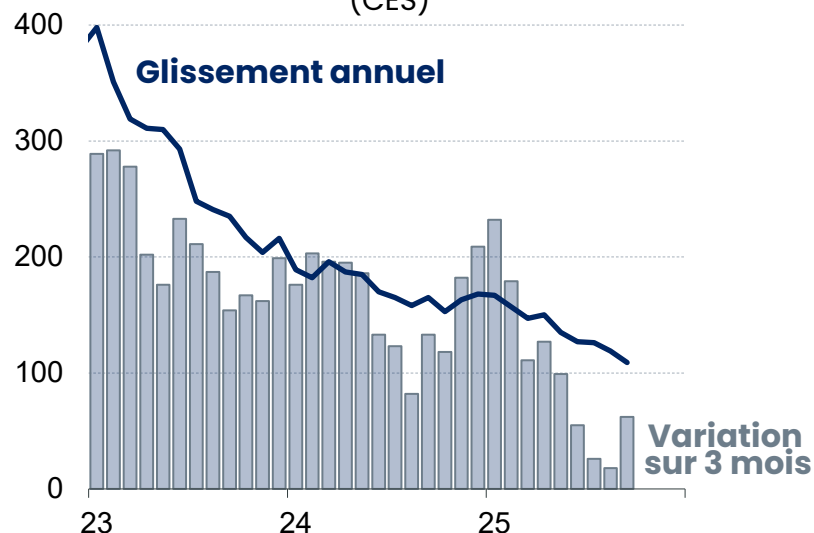
Sources : LSEG Datastream, Candriam



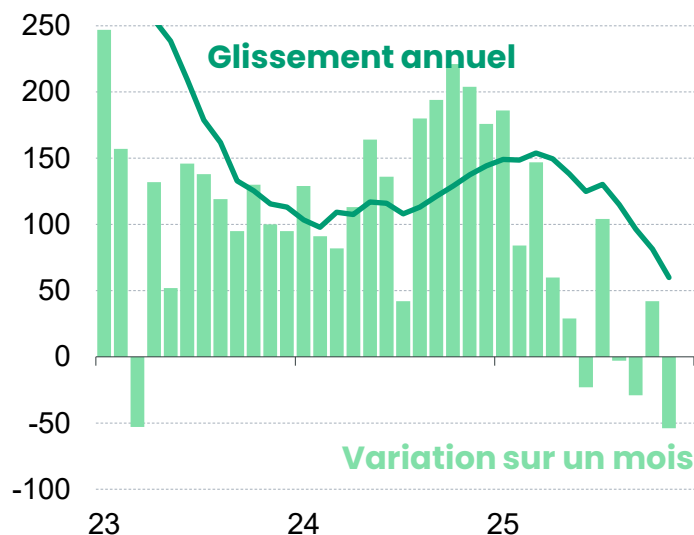
# Les créations d'emplois ont clairement ralenti et le taux de chômage dérive à la hausse

## Créations d'emplois (milliers, rythme mensuel)

### Current Employment Survey (CES)



## Enquête ADP (secteur privé)



## Taux de chômage (%)



(glissement annuel)

CES

QECW\*

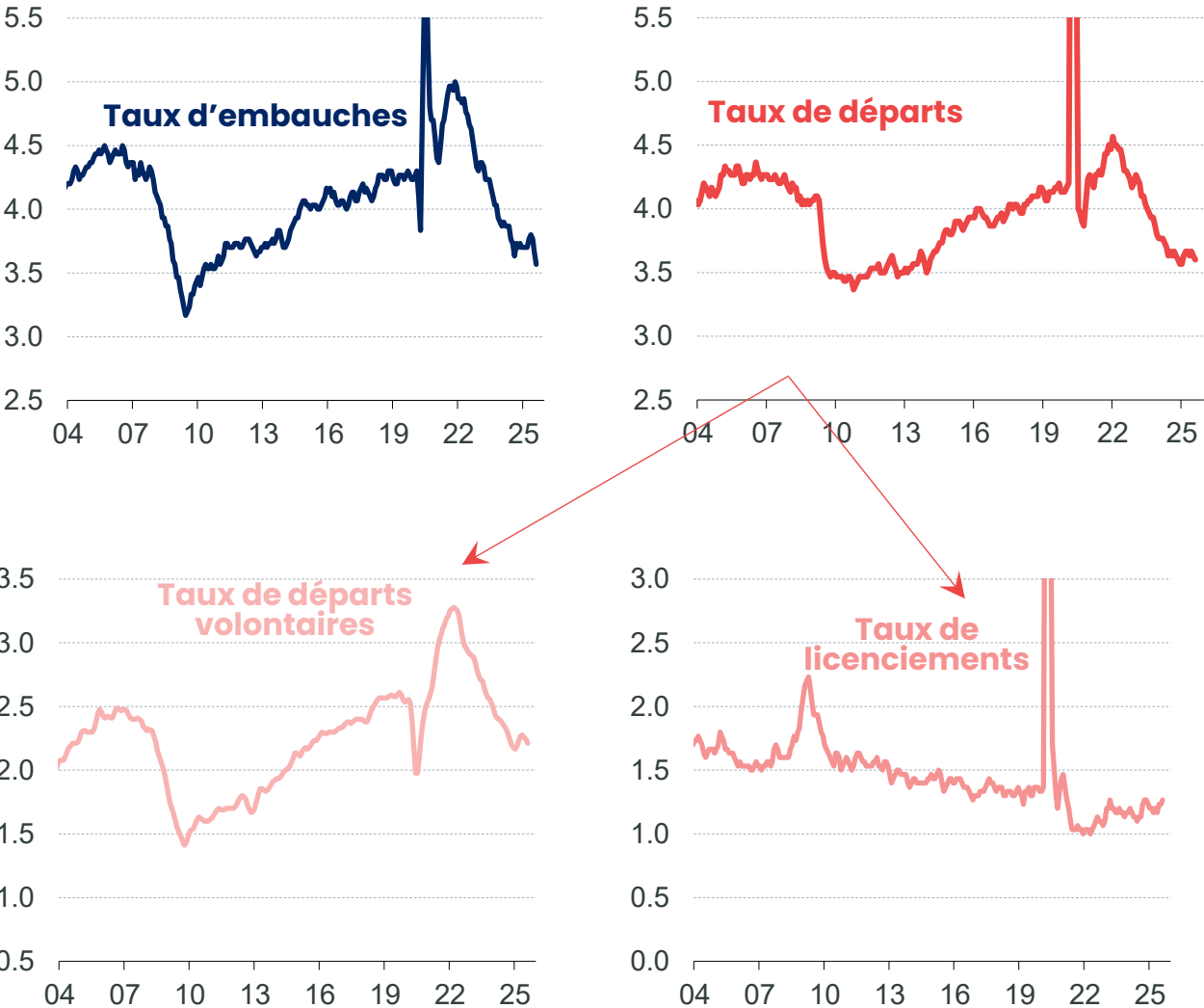
(\*) Quarterly Census of Employment and Wages.  
Cette série sera utilisée lors de la révision annuelle  
de l'emploi dans le secteur non agricole.

Sources : LSEG Datastream, Chicago Fed, Candriam

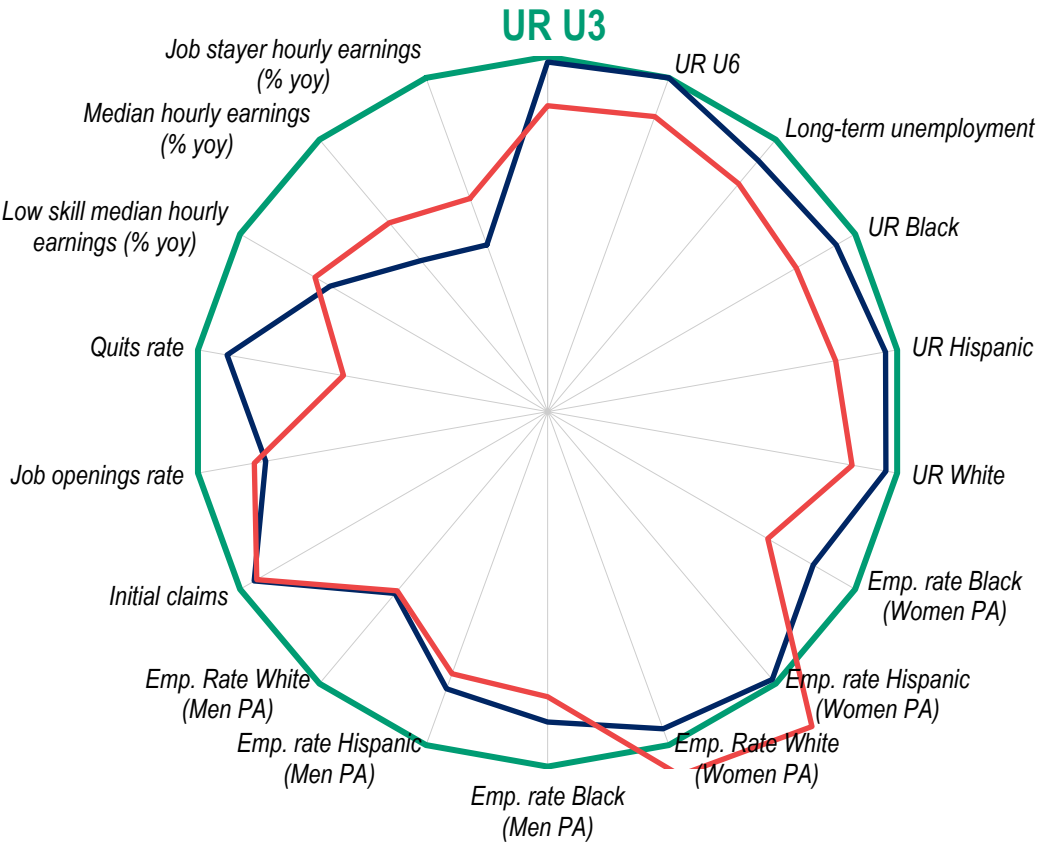


# La détente observée sur le marché du travail...

**Turnover sur le marché du travail**  
(%, secteur privé, lissage / 3 mois)



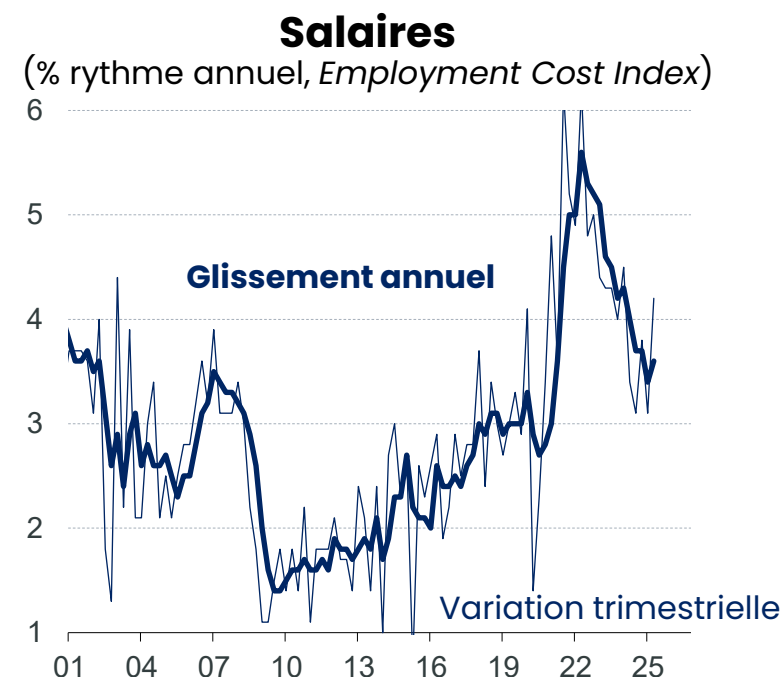
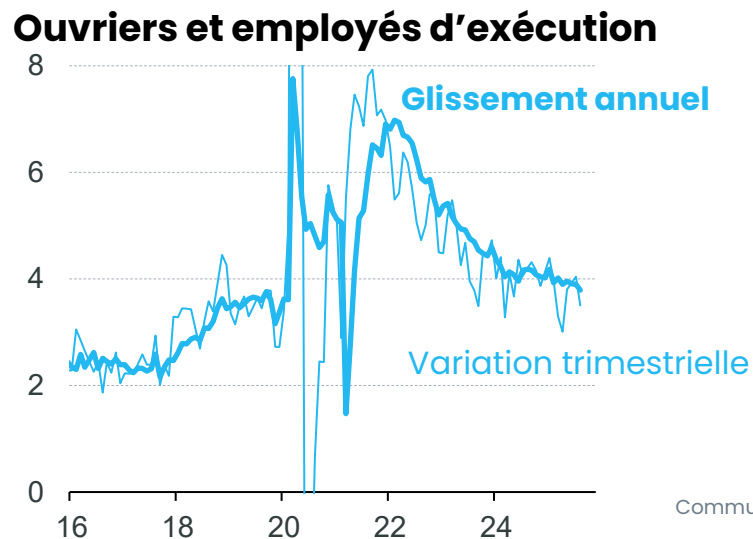
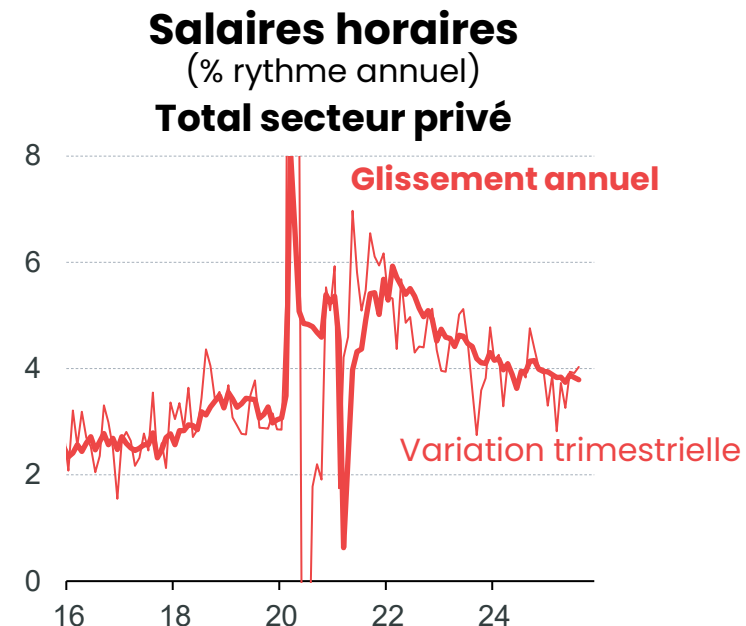
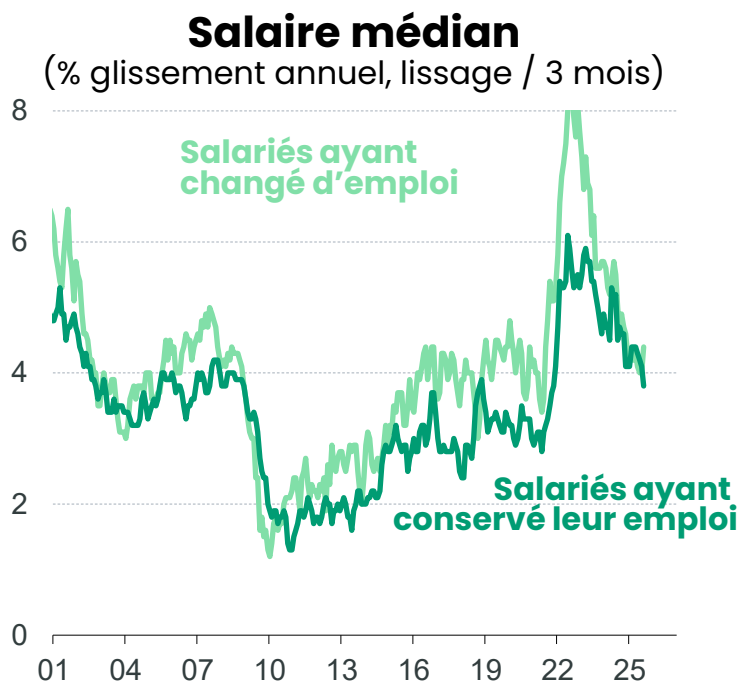
**Distance à « l'emploi maximum »**



**Emploi maximum** Décembre 2019 **Dernières données**



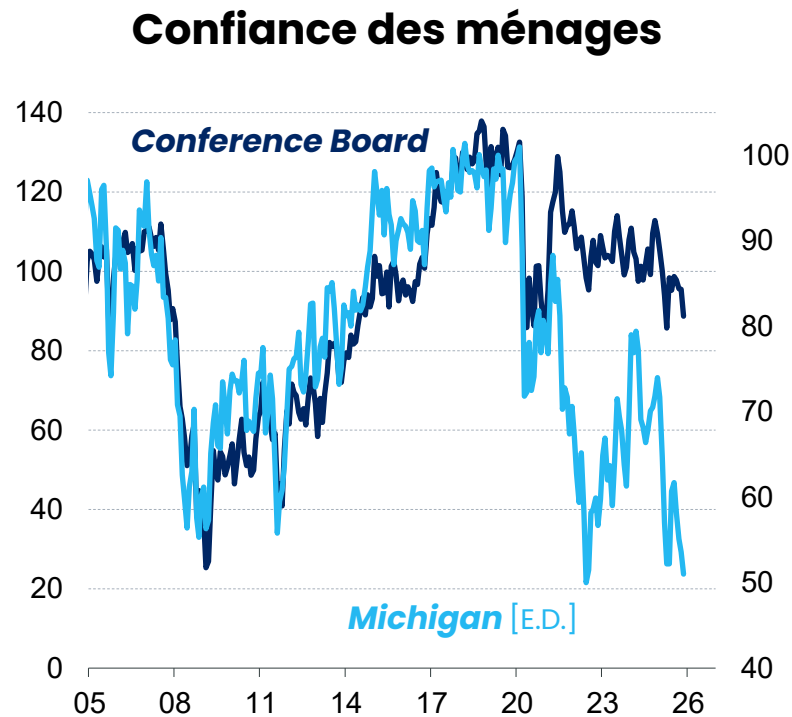
# ... s'accompagne d'un ralentissement des salaires



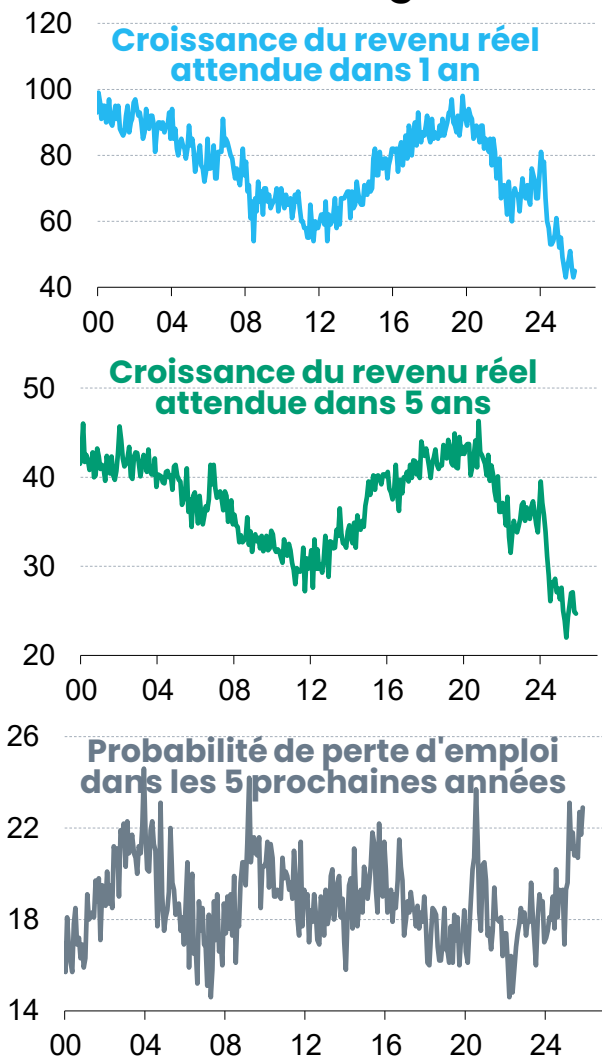
Sources : LSEG Datastream, Candriam



# La confiance des ménages a faibli



## Enquête de l'université du Michigan

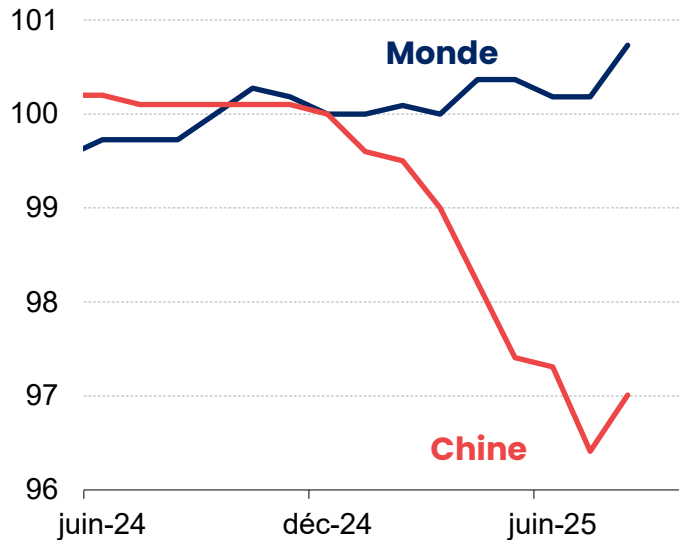


## Confiance des ménages et taux de chômage



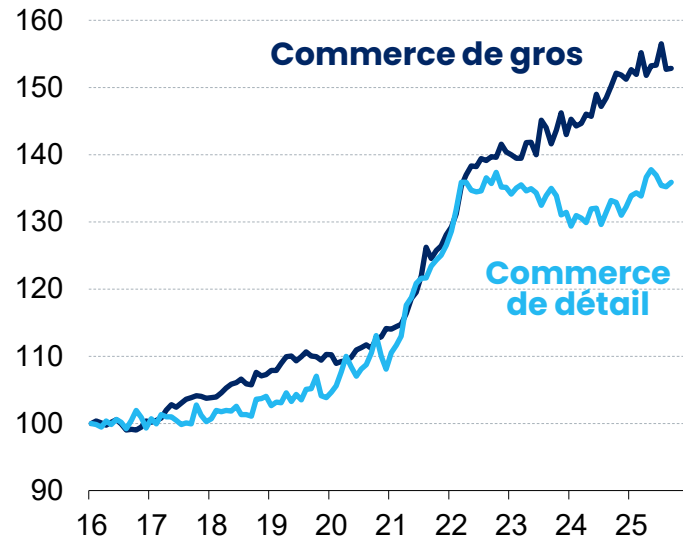
# La hausse des droits de douane va éroder le pouvoir d'achat des ménages (I)

**Prix à l'importation\***  
(Décembre 2024 = 100)



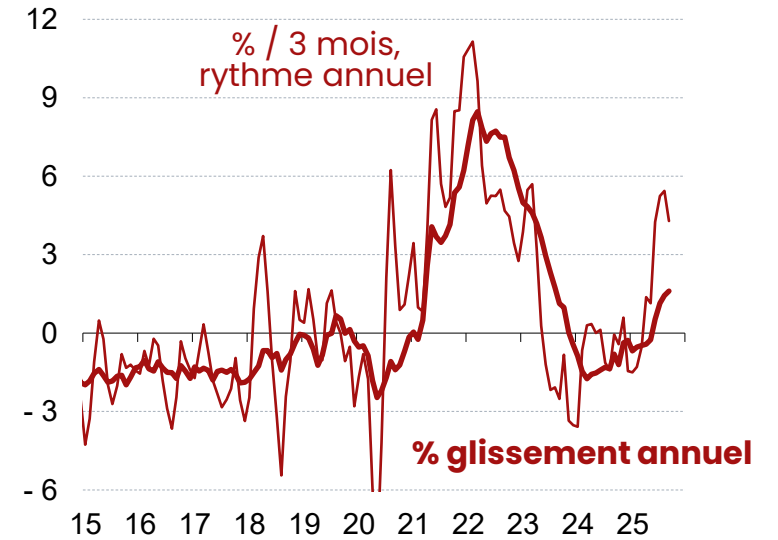
(\*) Les droits de douane ne sont pas inclus dans les prix à l'importation.

**Marges commerciales\***  
(Janvier 2016 = 100)



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

**Prix des biens sensibles aux prix à l'importation**  
(CPI, hors alimentation et énergie)

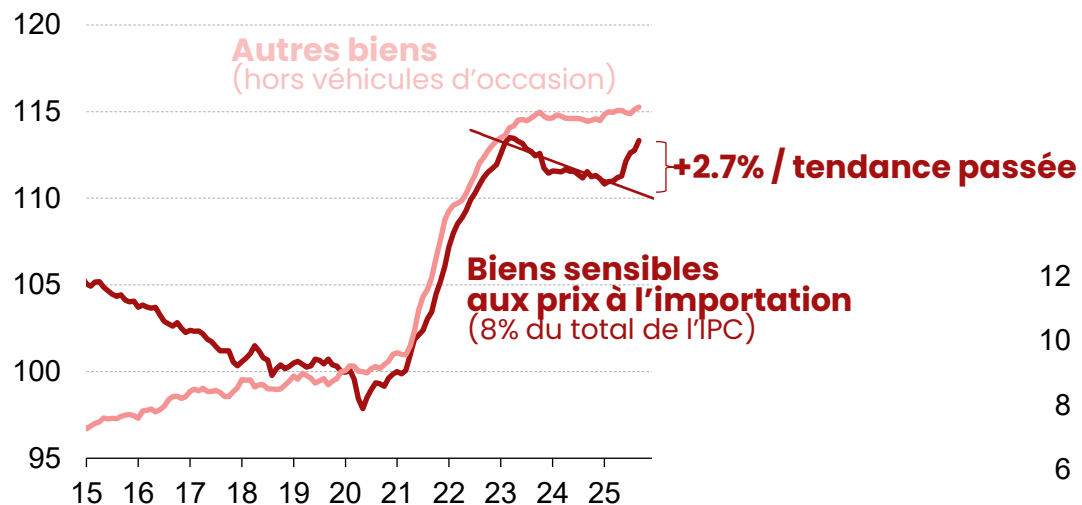


**Sur les trois derniers mois, les biens sensibles aux prix à l'importation ont ajouté 0,5% à l'inflation totale en rythme annuel.**

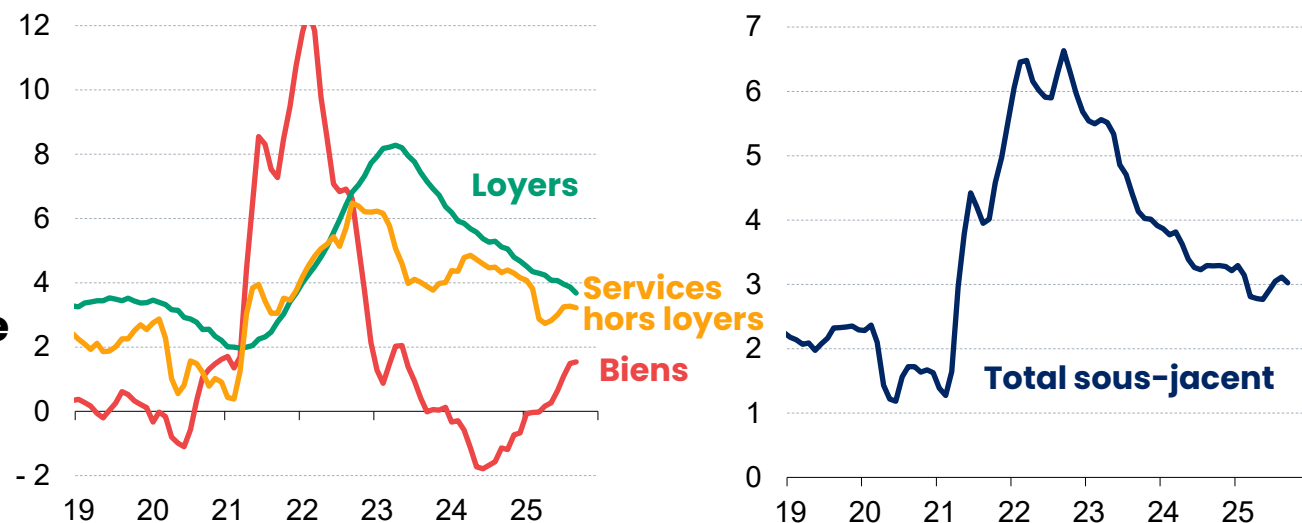


# La hausse des droits de douane va éroder le pouvoir d'achat des ménages (II)

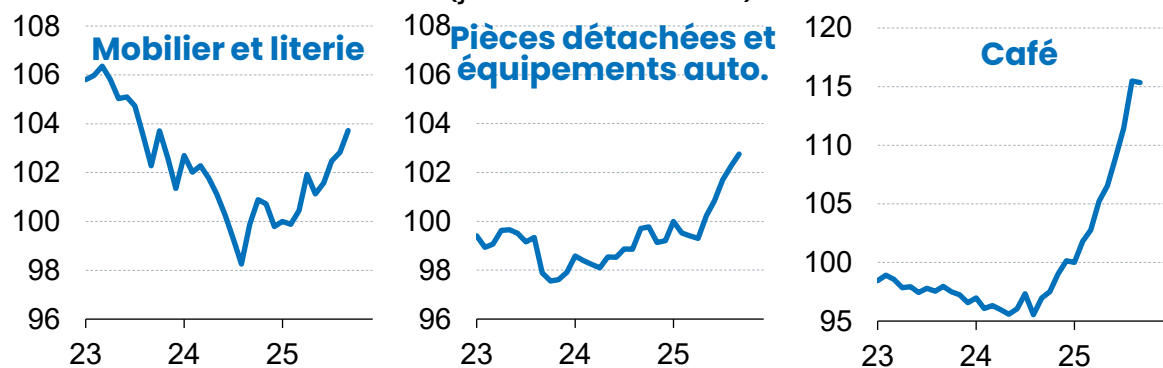
**Prix des biens sous-jacents**  
(décembre 2019 = 100)



**Inflation sous-jacente**  
(indice des prix à la consommation, % glissement annuel)



**Memo. Quelques biens affectés par les droits de douane**  
(janvier 2025 = 100)

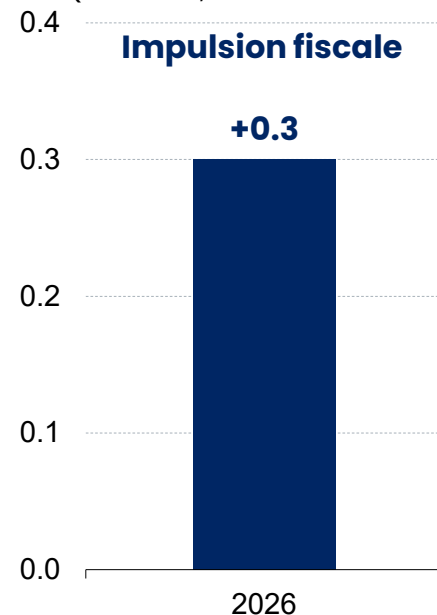


Sources : BLS, LSEG Datastream, Candriam

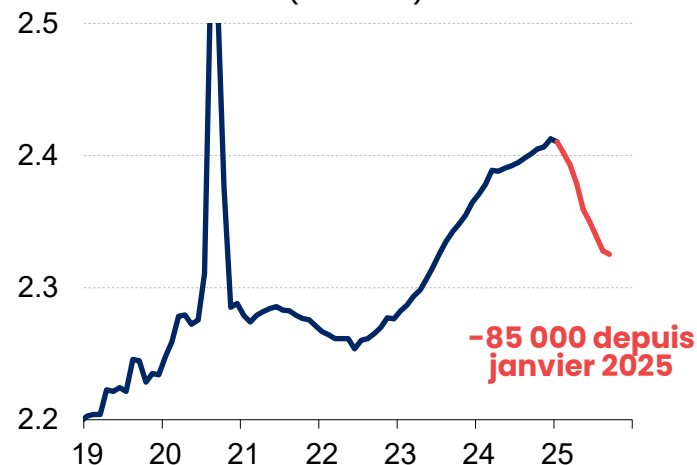


# Le soutien budgétaire sera modeste en 2026

## Effets de la « Grande et belle loi budgétaire » (% du PIB, années fiscales)



## Emploi fédéral hors services postaux (millions)



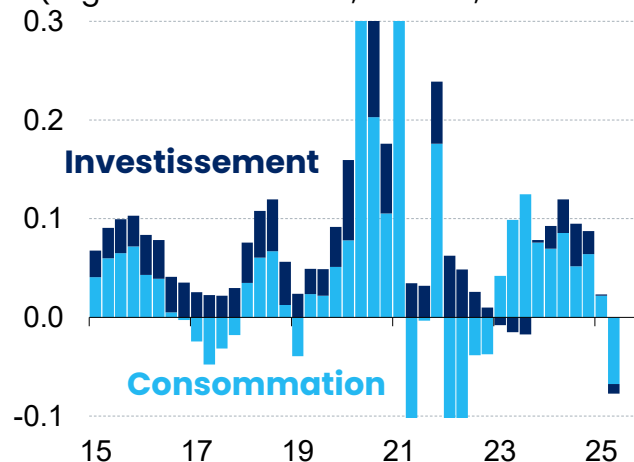
## A continuing resolution has passed... until end of January 2026

Workers who have been terminated during the shutdown will be reinstated, and federal workers will receive back pay.

A new stopgap measure will fund the government through January 30, 2026, while three separate spending bills will cover programs related to agriculture, military construction and legislative agencies for most of 2026.

The deal doesn't extend expiring ACA subsidies. But Senator John Thune, the majority leader, will allow a vote in December on extending the expiring health insurance tax credits for a year.

## Contribution à la croissance du PIB des dépenses du gouvernement de l'État fédéral (% glissement annuel, volume, hors défense)

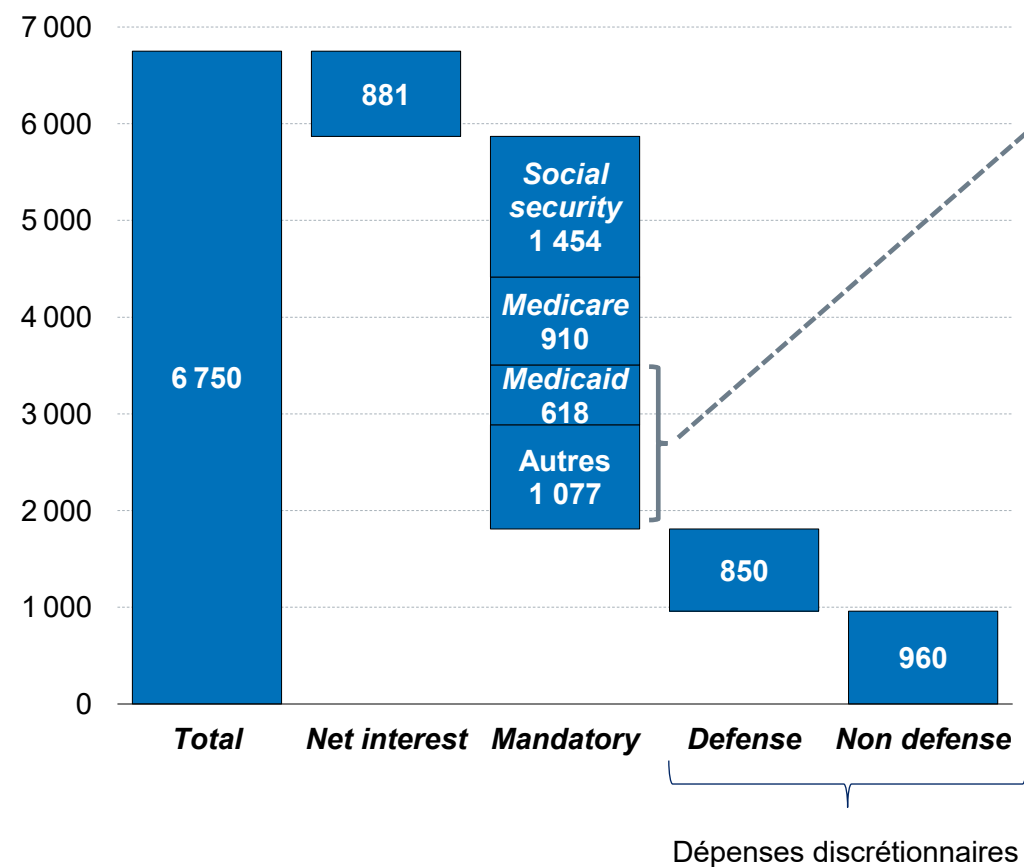


Sources : CBO, BLS, BEA, Candriam



# Les baisses de dépenses vont d'abord peser sur les ménages les plus fragiles...

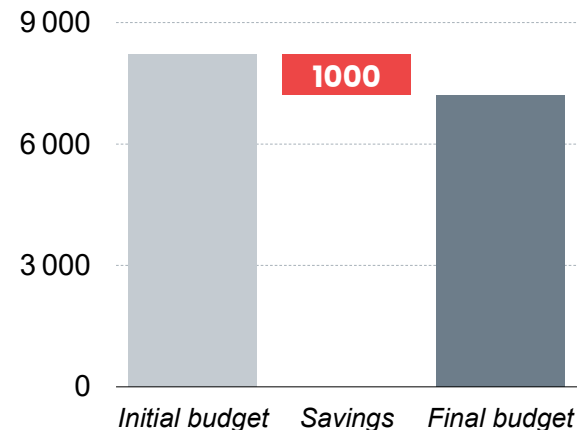
## Dépenses du gouvernement fédéral en 2024 (milliards de dollars, année fiscale)



Sources : CBO, CRFB, Candriam

## Coupes budgétaires de l'OBBBA (milliards de dollars, sur 10 ans)

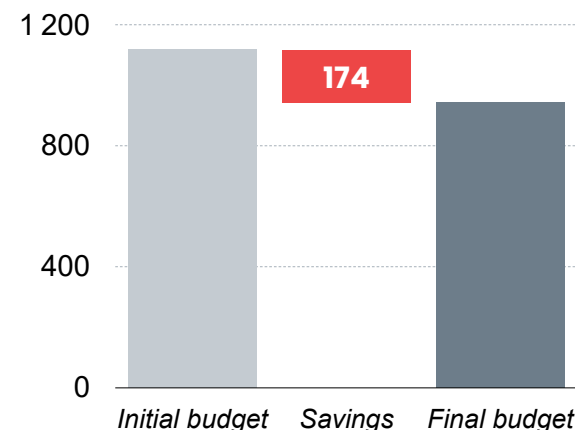
### Medicaid



Selon le *Congressional Budget Office* 10 millions d'Américains devraient perdre leur assurance santé sur la prochaine décennie:

- 7,5 millions de personnes devraient perdre leur couverture Medicaid,
- 2,1 millions de personnes devraient perdre leur couverture au titre de l'*Affordable Care Act*.

### Bons alimentaires\*



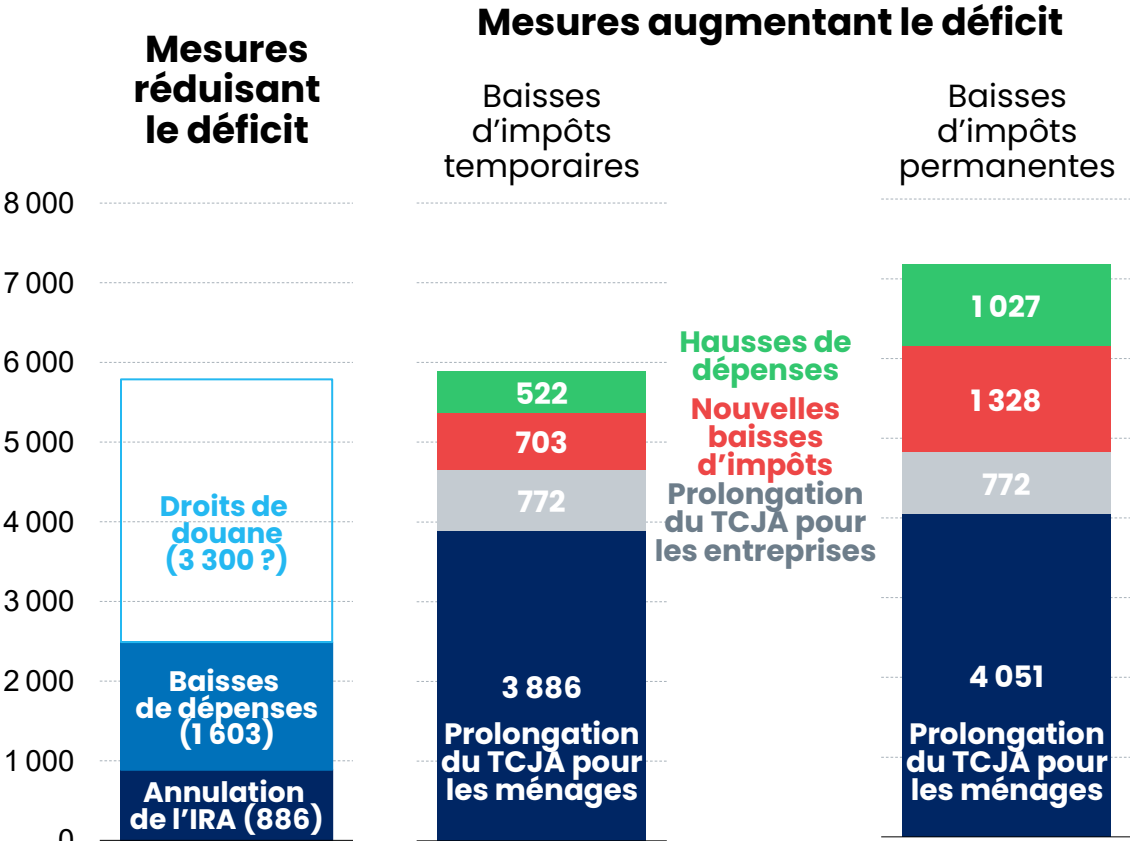
Selon le CBO, en moyenne 2,4 millions de personnes perdraient leur accès à l'aide alimentaire au cours de la période 2025-2034.

(\*) Supplemental Nutrition Assistance Program (ou SNAP)



# ... surtout après les élections de mi-mandat !

## Que contient la « Grande et belle loi budgétaire » ? (milliards de dollars, en cumul sur 2025-34)

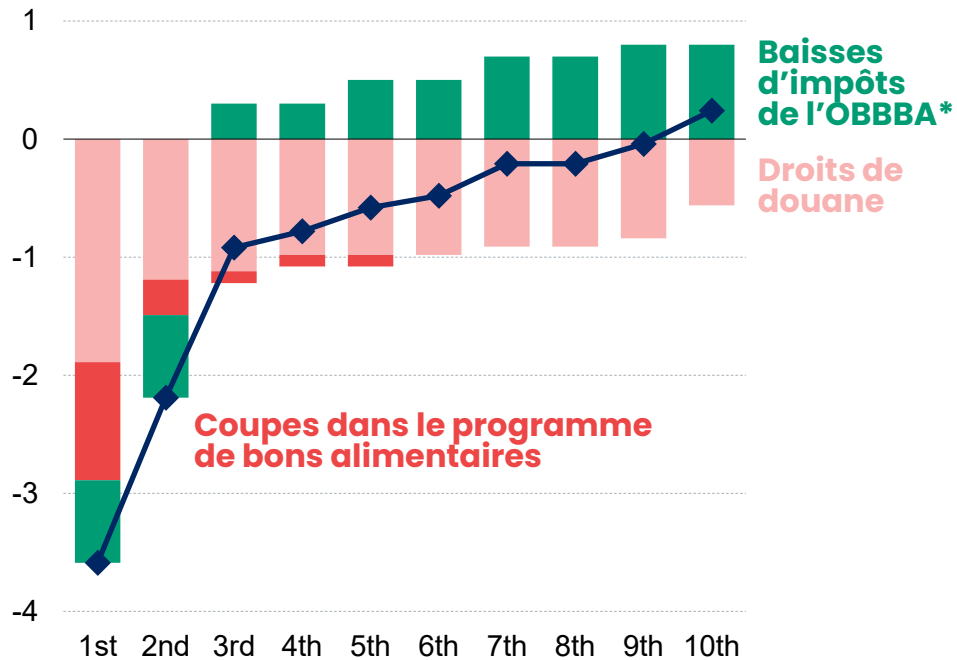


Sources : CRFB, CBO, Candriam

	Loi budgétaire	Baisses d'impôts permanentes
Extend & expand TCJA individual provisions	-3 886	-4 051
Revive TCJA business provisions	-772	-772
New tax cuts	-703	-1 328
<b>Baisses d'impôts</b>	<b>-5 361</b>	<b>-6 151</b>
Repeal and reform IRA credits	540	540
Auction wireless spectrum, lease federal lands...	149	149
Other	197	197
<b>Hausse des recettes</b>	<b>886</b>	<b>886</b>
Immigration and border	-176	-293
Defense	-173	-457
Other	-173	-277
<b>Hausse de dépenses</b>	<b>-522</b>	<b>-1 027</b>
Health care	1 102	1 102
Education	295	295
SNAP, agriculture and other	206	206
<b>Baisses de dépenses</b>	<b>1 603</b>	<b>1 603</b>
<b>Intérêts payés</b>	<b>-718</b>	<b>-836</b>
<b>Effet sur le déficit</b>	<b>-4 112</b>	<b>-5 525</b>
Cut Taxes on Tips through 2028	-32	-84
Cut Taxes on Overtime Through 2028	-90	-227
Increase Senior Standard Deduction through 2028	-93	-222
Deduction for Car Loan Interest through 2028	-31	-97
Health Savings Account Expansions	-11	-11
Establish "MAGA Accounts"	-16	-38
Other Individual Tax Cuts	-145	-147
<b>Baisses d'impôts sur les ménages</b>	<b>-418</b>	<b>-826</b>
Allow Expensing of Factories through 2028	-141	-304
Other Business & Related Tax Cuts	-144	-198
<b>Baisses d'impôts sur les entreprises</b>	<b>-285</b>	<b>-502</b>

# La politique de D. Trump va amputer le pouvoir d'achat des plus modestes

**Effets des politiques de D. Trump sur le revenu, par décile de revenu**  
(%, 2026)

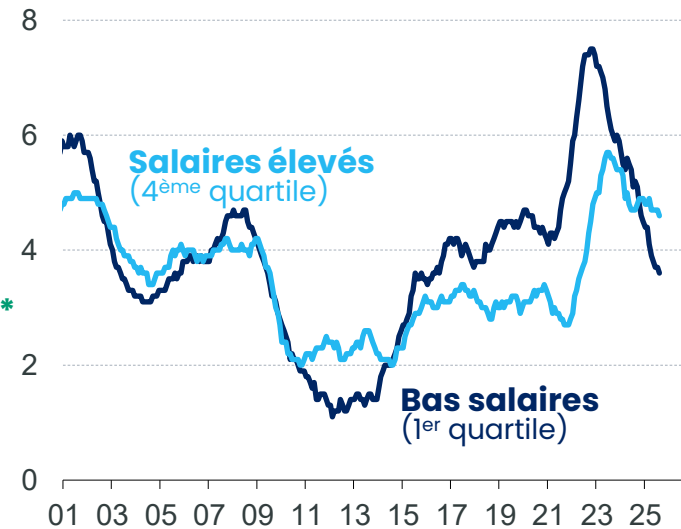


(\*) One Big Beautiful Bill Act, la « Grande et belle loi budgétaire »

Sources : JCT, LSEG Datastream, Recovery Database Network, Candriam

## Salaires

(% glissement annuel, lissage / 12 mois)



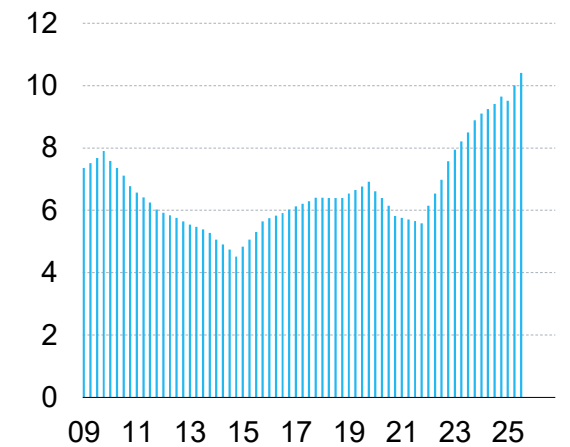
## Taux de chômage des noirs

(%)



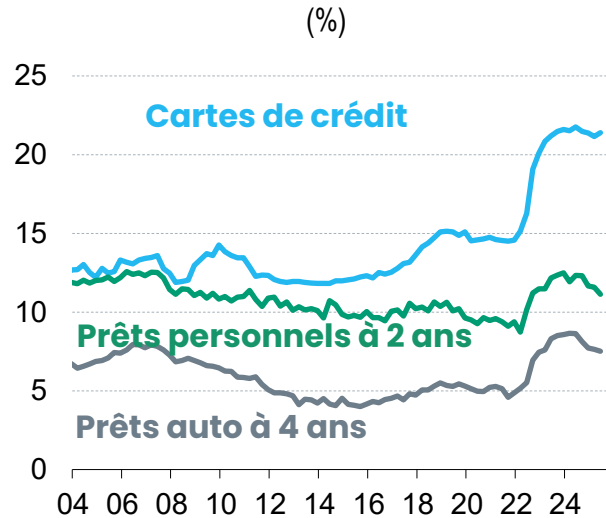
## Nombre de demandes de saisies de voitures

(millions, rythme annuel)

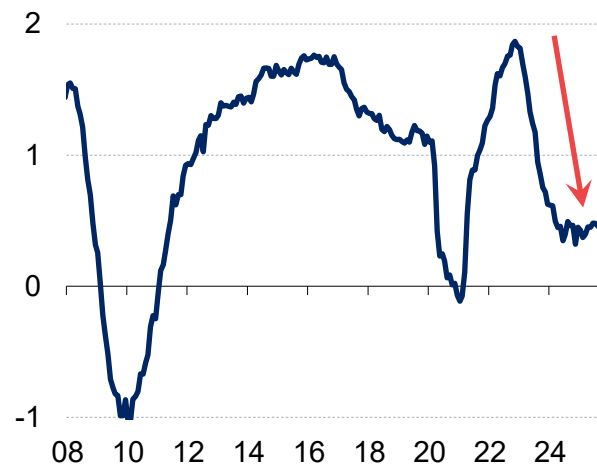


# Les taux de défauts sur les prêts étudiants et les prêts automobiles *subprime* vont continuer de monter

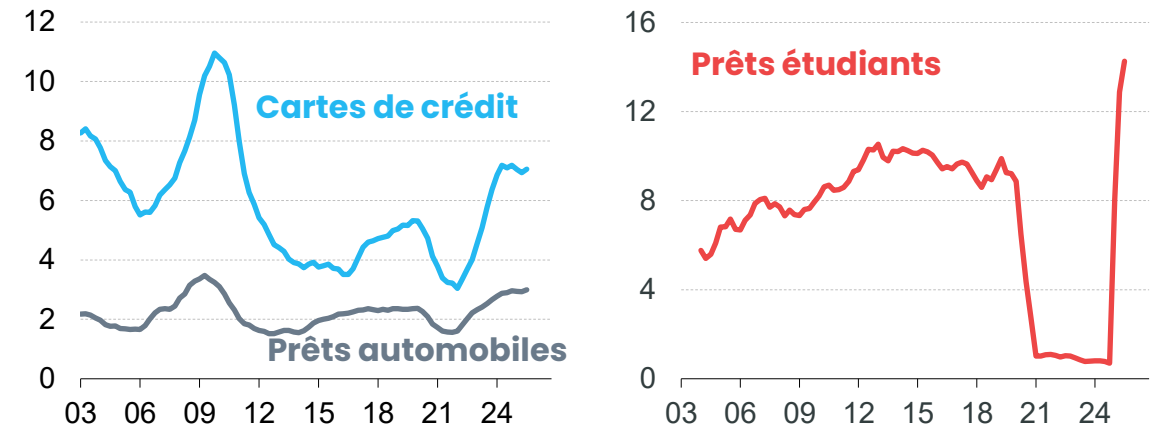
## Taux d'intérêt sur le crédit à la consommation (%)



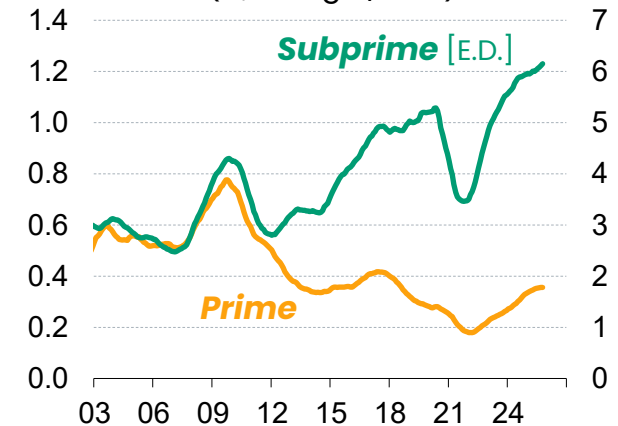
## Crédit à la consommation (% du revenu disponible, variation / 1 an)



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



## Défauts de plus de 60 jours sur les prêts automobiles (% , lissage / 1 an)



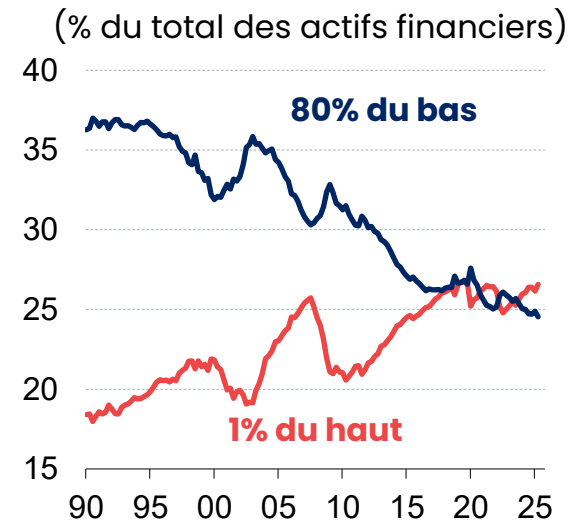
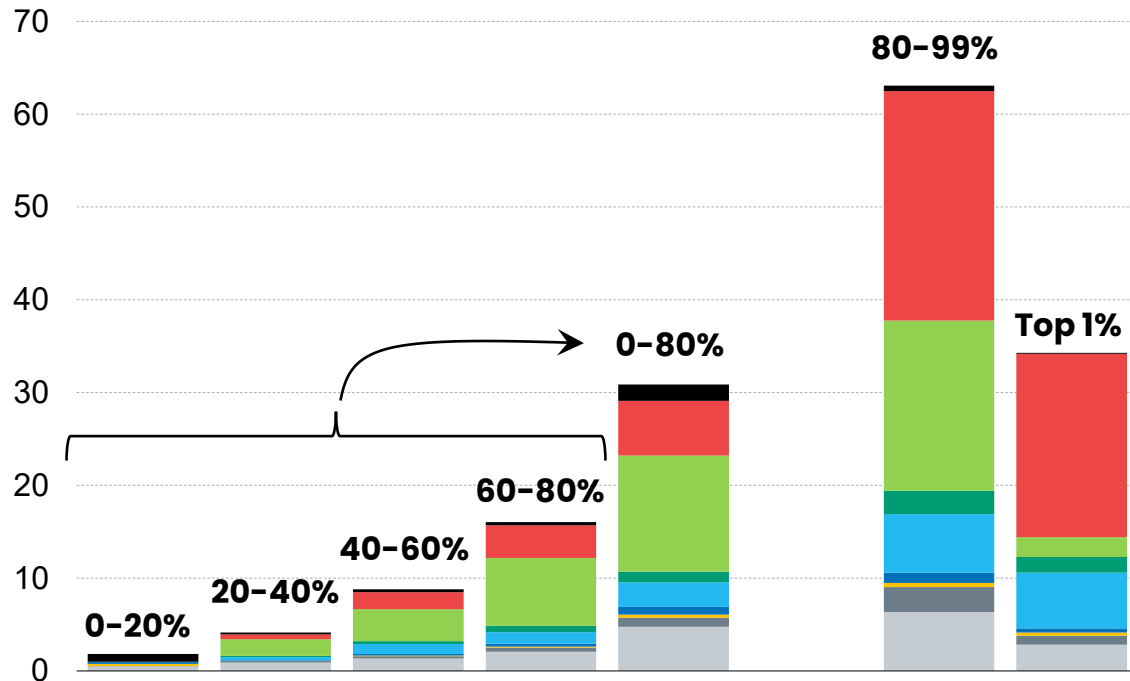
Sources : LSEG Datastream, FRBNY, Réserve fédérale, Fitch, Candriam



# Pour les ménages à hauts revenus, les effets de richesse ont été très favorables

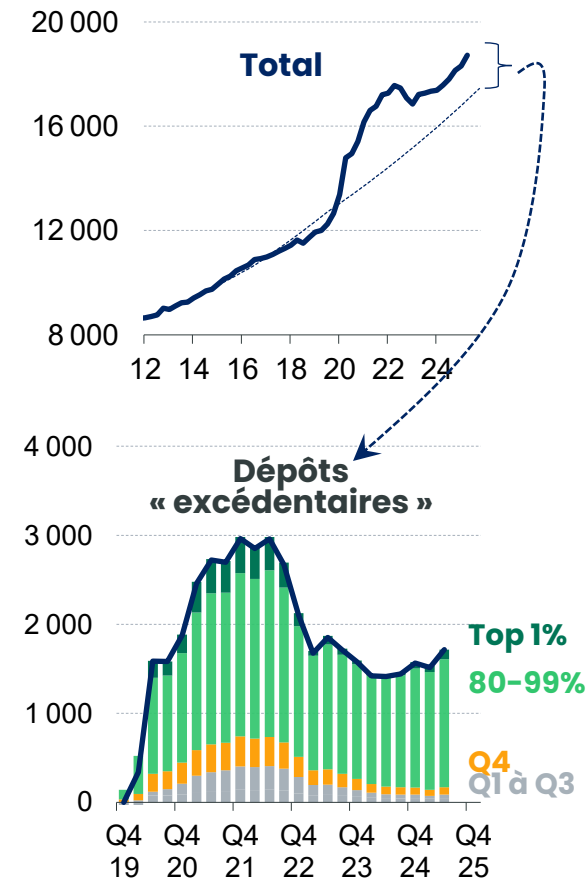
## Richesse financière des ménages par quintile de revenu

(trillions de dollars, T2 2025)



## Dépôts et parts de fonds monétaires détenus par les ménages

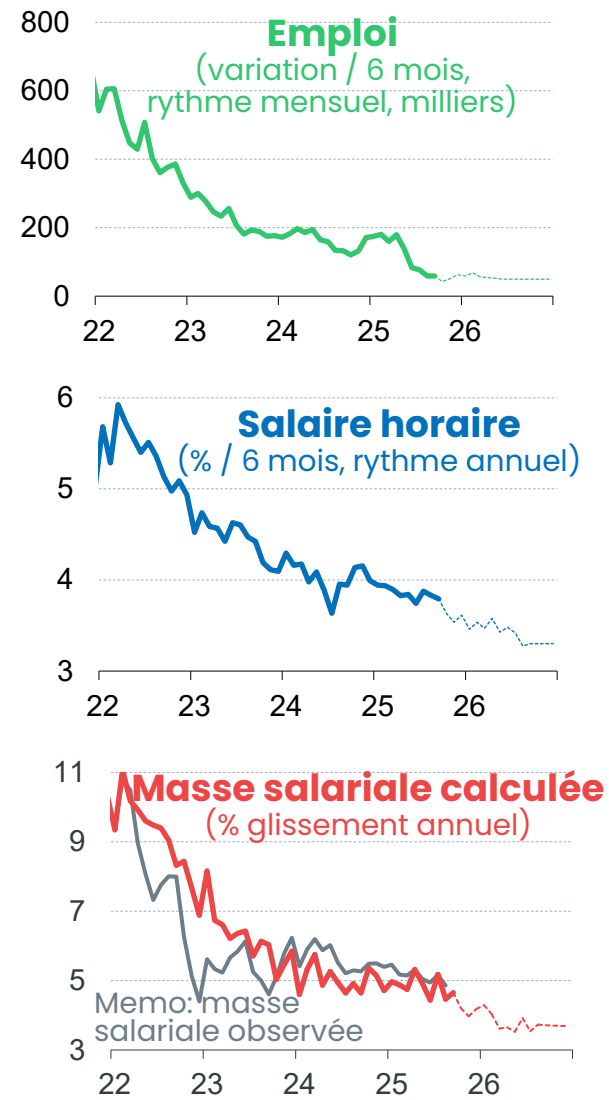
(milliards de dollars)



Sources : Réserve fédérale, Candriam

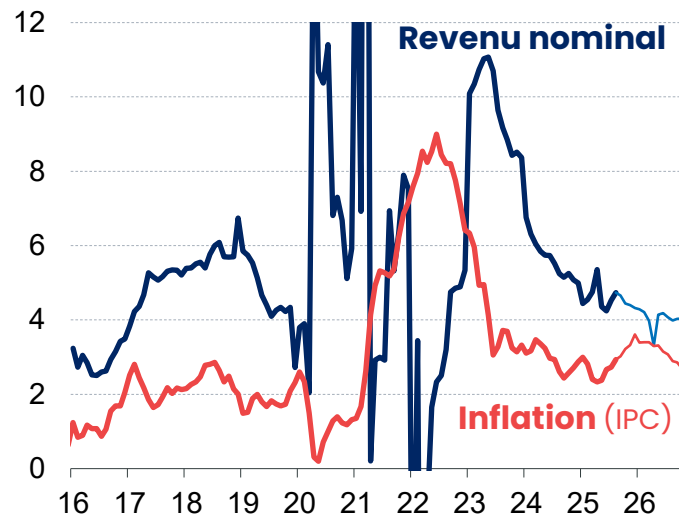


# Au total, la consommation devrait ralentir... sans toutefois s'arrêter

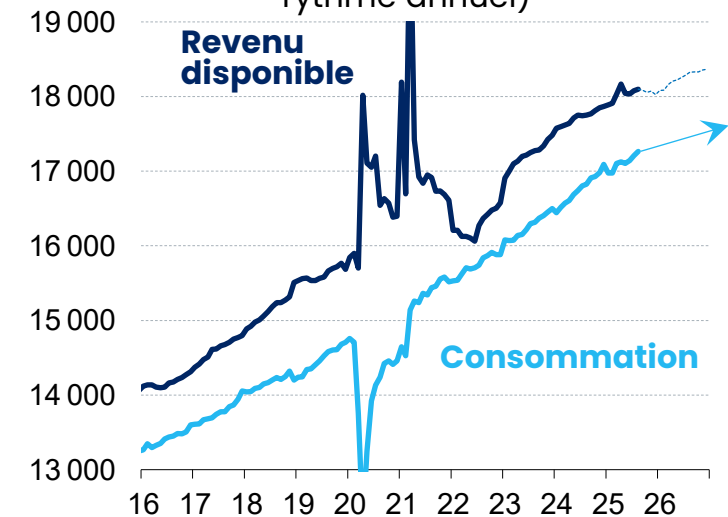


Sources : LSEG Datastream, BLS, BEA, Candriam

## Revenu disponible et inflation (% glissement annuel)



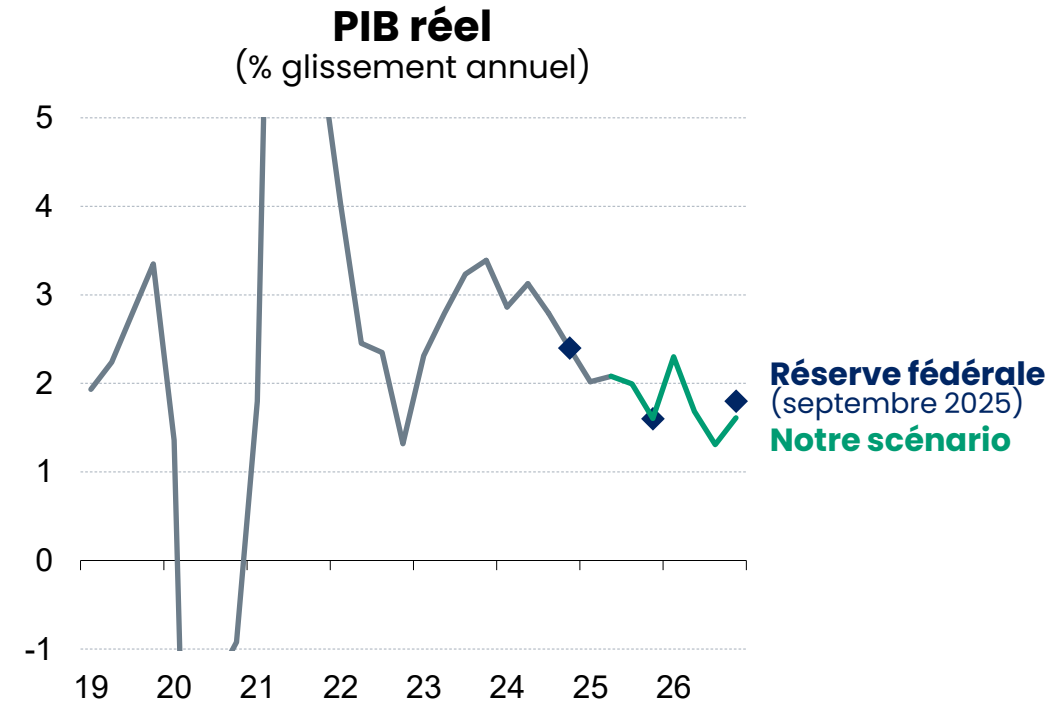
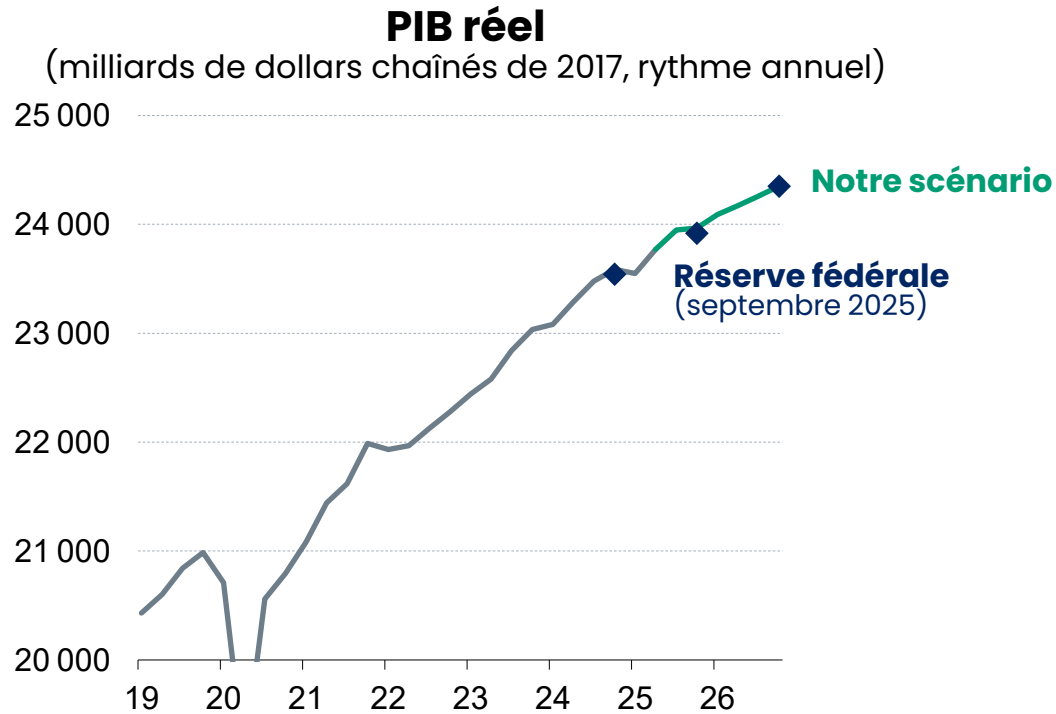
## Revenu disponible et consommation des ménages (milliards de dollars chaînés de 2017, rythme annuel)



## Memo. Taux d'épargne des ménages (%)



# En 2026, l'activité décélèrerait un peu... mais la récession serait évitée

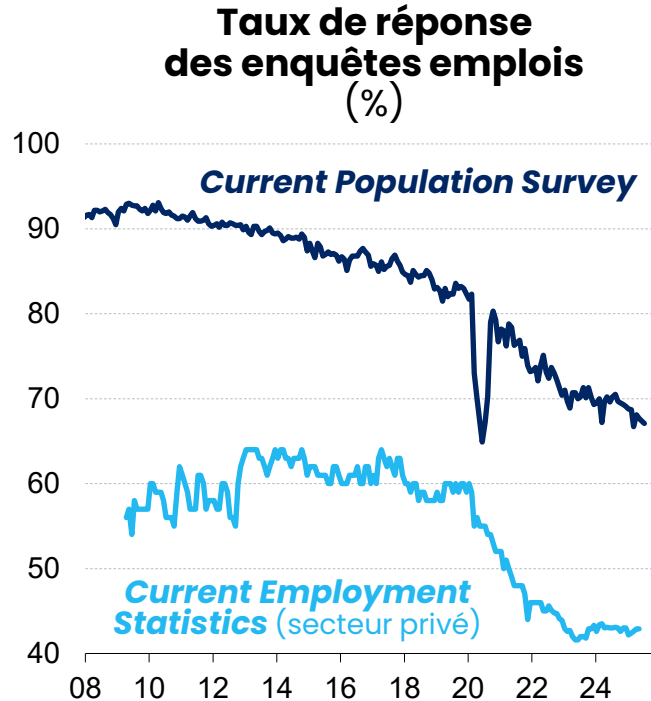


Sources : LSEG Datastream, Réserve fédérale, Candriam



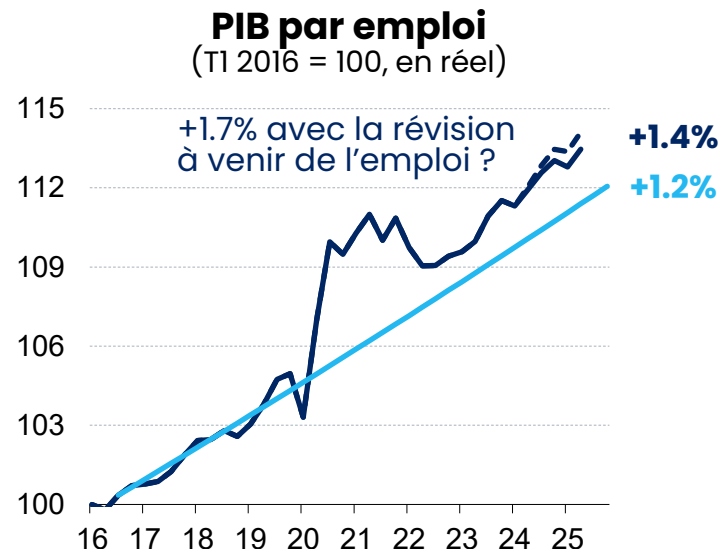
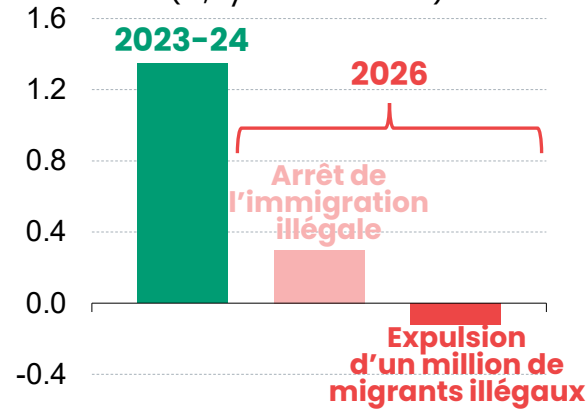
# La tâche de la Réserve fédérale est loin d'être facile

## Qualité des données



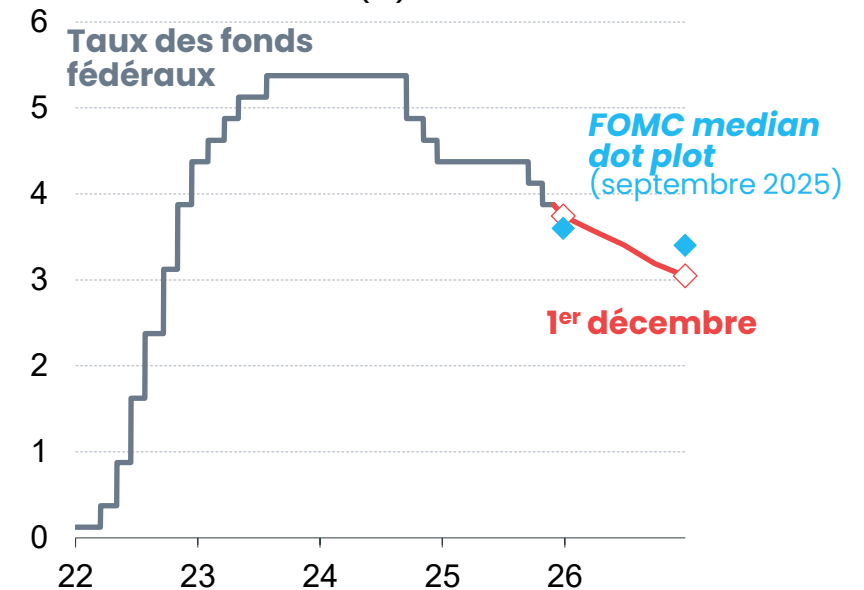
## Vitesse de croisière

### Croissance de la population active en 2026 en fonction de la politique d'immigration (%, rythme annuel)



## Pressions politiques

### Taux des fonds fédéraux et anticipations (%)

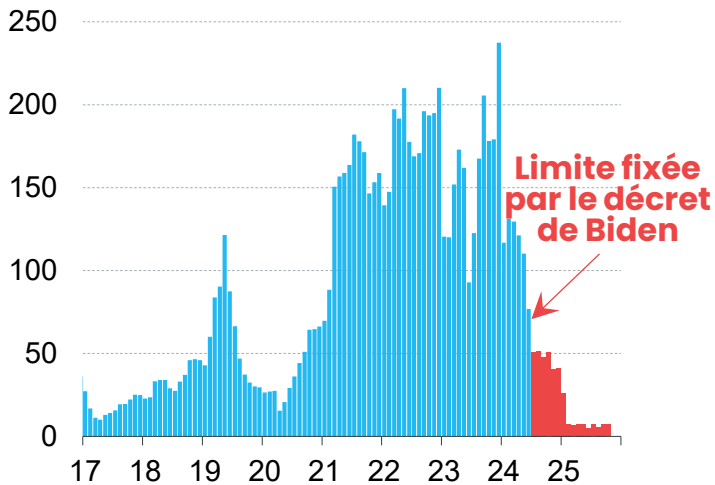


Sources : BLS, LSEG Datastream, Candriam



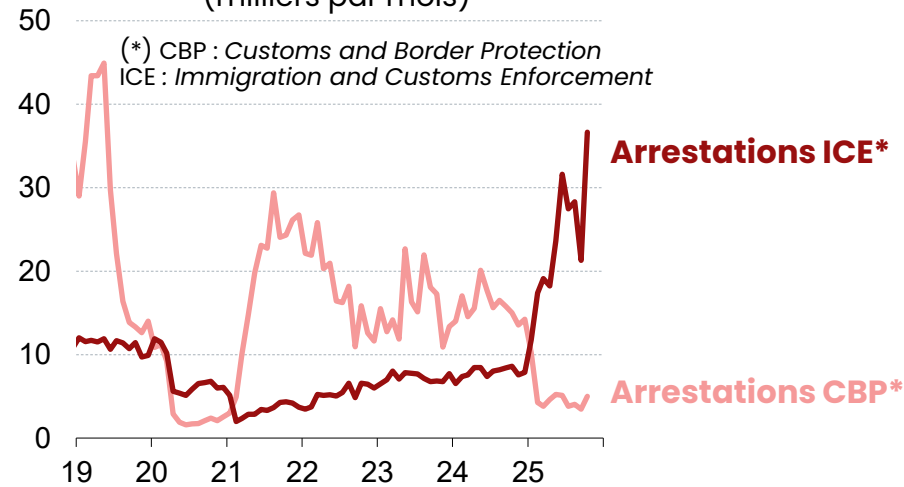
# Le durcissement de la politique migratoire...

## Personnes appréhendées à la frontière Sud-Ouest entre les points d'entrée (milliers par mois, adultes)

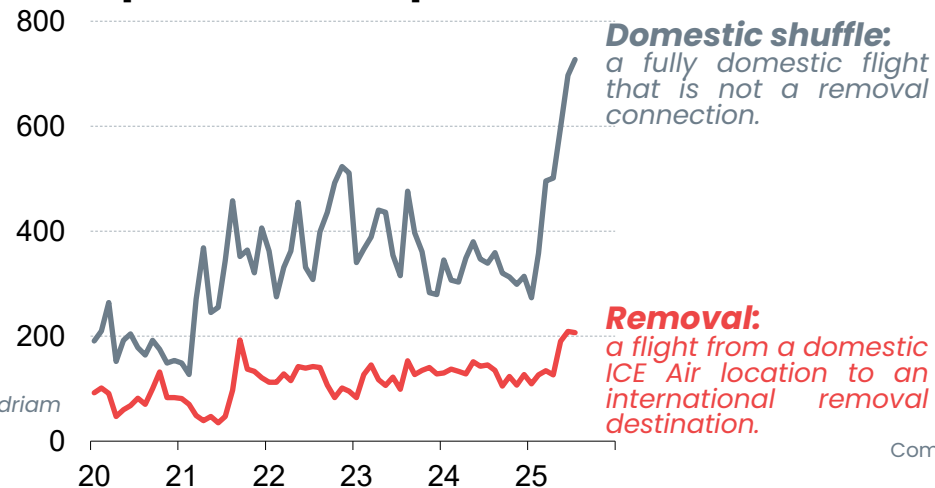


Sources : Customs and Border Protection, TRAC Immigration, Witness at the Border, CBO, Candriam

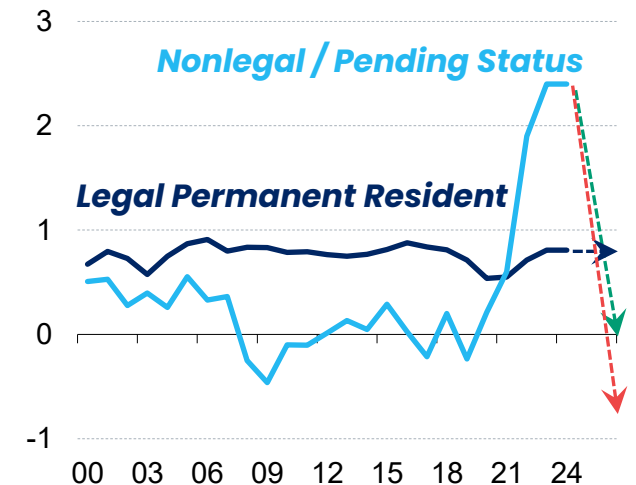
## Arrestations de migrants sans papiers (milliers par mois)



## Nombre de vols affrétés par l'ICE chaque mois



## Immigration nette par catégorie (glissement annuel, millions)



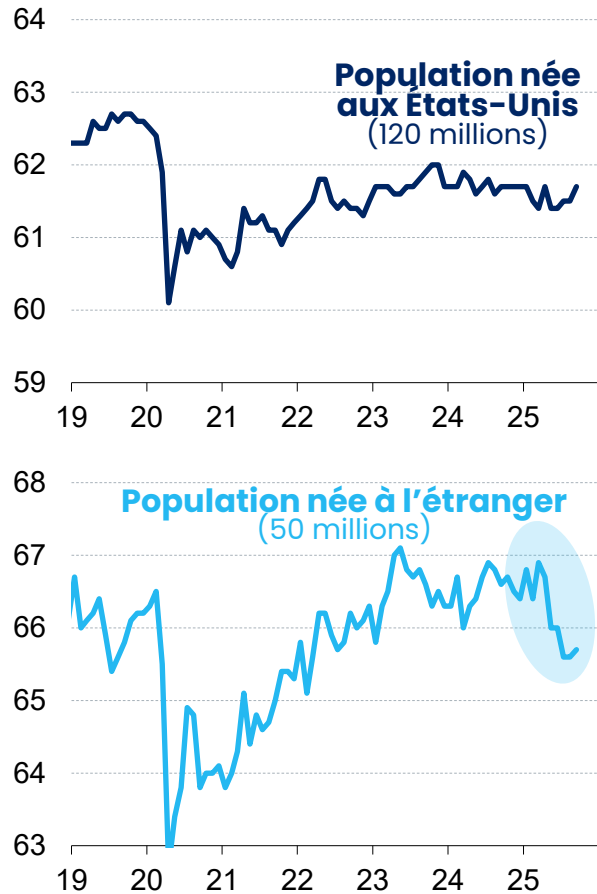
Si l'immigration clandestine est arrêtée, la croissance de la population en âge de travailler sera de 0,6% par an (contre un rythme de progression moyen de 1,1% entre 2022 et 2024).

L'expulsion de 1 million de migrants illégaux ferait tomber la croissance de la population en âge de travailler à 0,2%.



# ... freine la progression de la population active

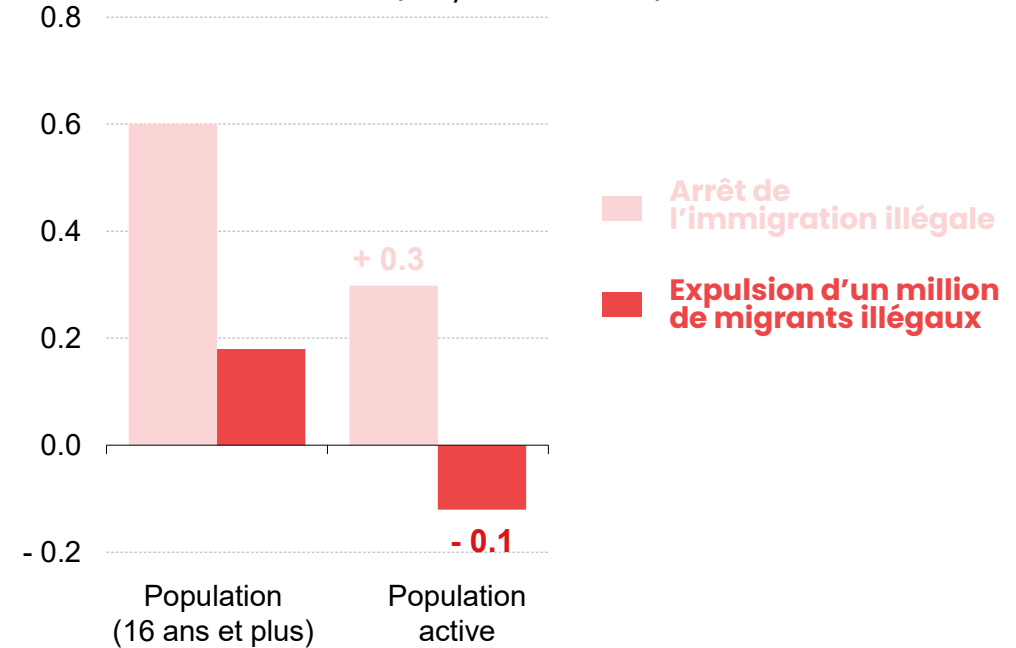
## Taux de participation (%)



## Taux de participation (16 ans et plus, %)



## Croissance de la population active en 2026 en fonction de la politique d'immigration (% rythme annuel)



**Pour stabiliser le taux de chômage, l'emploi doit :**

→ Augmenter de 40 000 par mois si l'immigration illégale est arrêtée.

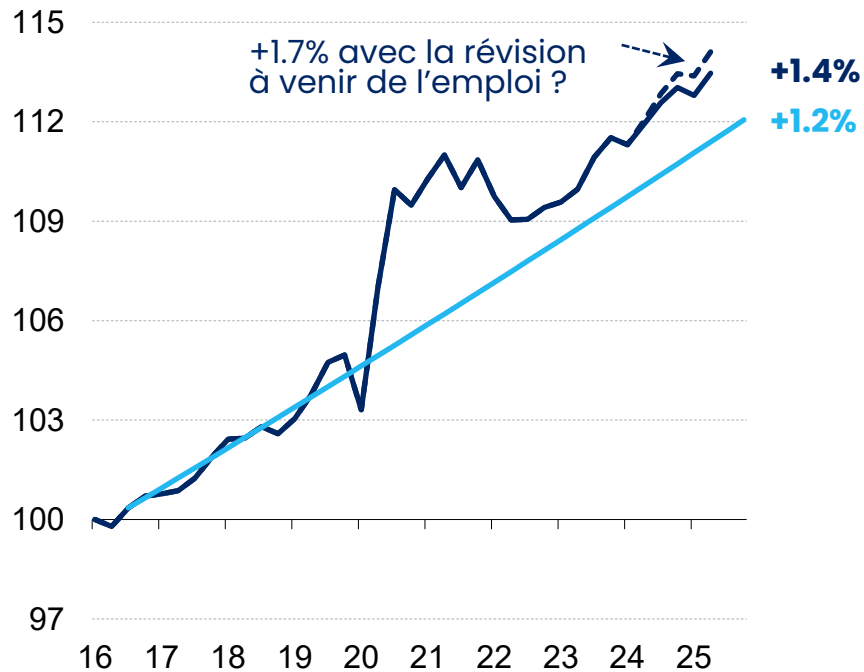
→ Baisser de 15 000 par mois si 1 million de migrants illégaux sont expulsés.

Sources : BLS, Candriam

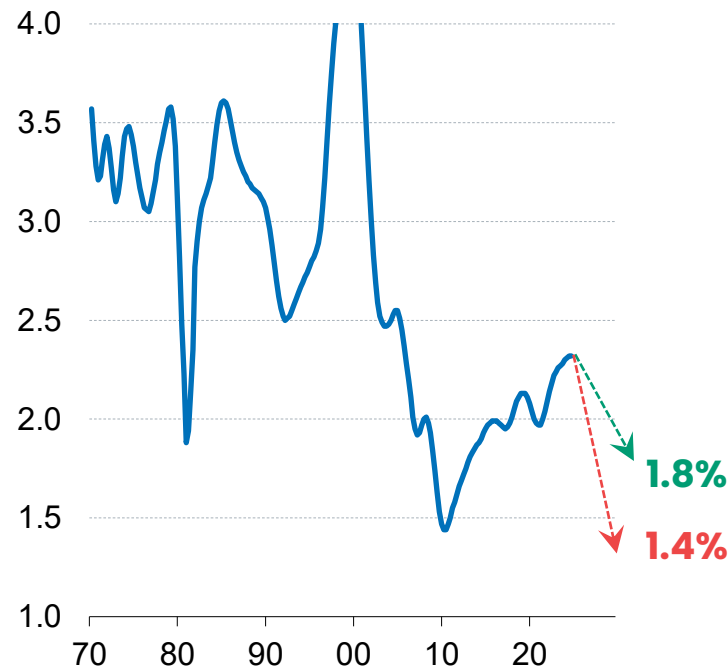


# L'ampleur de l'accélération des gains de productivité est incertaine

**PIB par emploi**  
(T1 2016 = 100, en réel)



**Croissance potentielle**  
(%, CBO)



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

$$0.3\% + 1.4 / 1.7\% = 1.7 / 2.0\%$$

Population active	PIB par emploi	Croissance potentielle

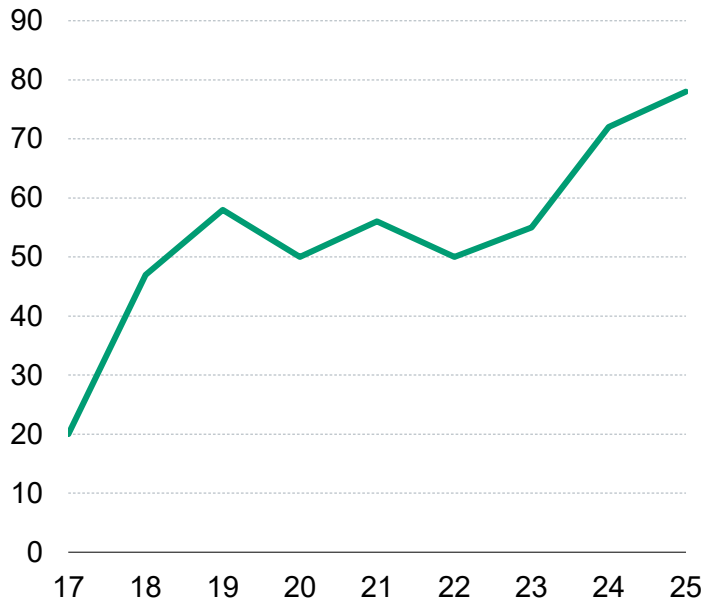
L'expulsion d'un million de migrants illégaux par an pousserait la croissance potentielle en-deçà de 1,5%

$$-0.1\% + 1.4 / 1.7\% = 1.3 / 1.6\%$$



# Memo. Une accélération marquée des gains de productivité dès 2026 est peu probable

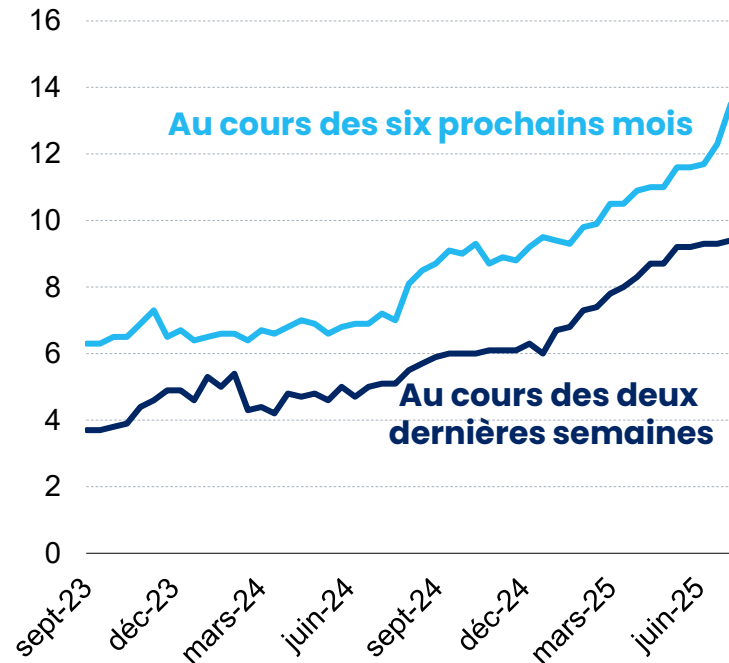
## Entreprises ayant adopté l'IA dans au moins un métier (% des entreprises interrogées)



(\*) L'enquête de Mc Kinsey est réalisée au niveau mondial et comprend surtout des grandes entreprises. Seuls 8% des personnes interrogées déclarent avoir adopté l'IA dans 5 métiers ou plus.

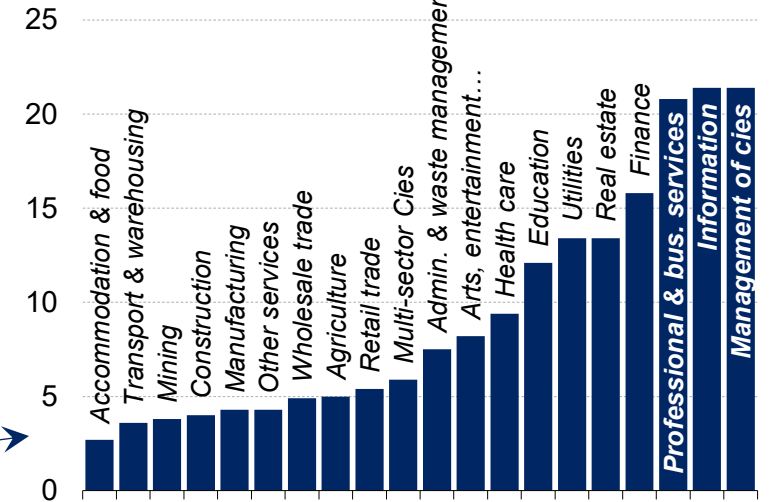
Sources : Mc Kinsey, Census Bureau, Candriam

## Votre entreprise a-t-elle utilisé ou utilisera-t-elle l'intelligence artificielle (IA) dans la production de biens ou de services ?\*\* (%)

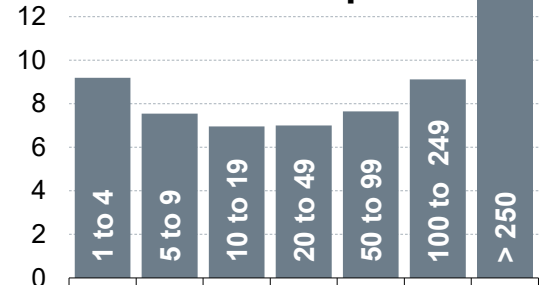


(\*\*) Exemples d'IA : apprentissage automatique, traitement du langage naturel, reconnaissance vocale, etc.

## Par secteur

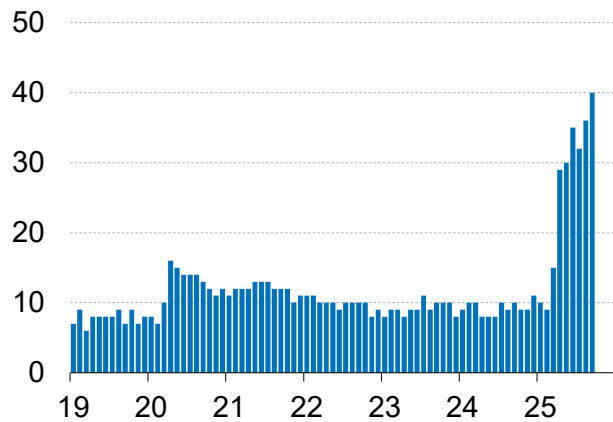


## En fonction du nombre d'employés dans l'entreprise



# La détérioration de la qualité des statistiques américaines vient également compliquer la tâche de la Réserve fédérale

**Part des imputations dans l'enquête sur les prix à la consommation (%)**

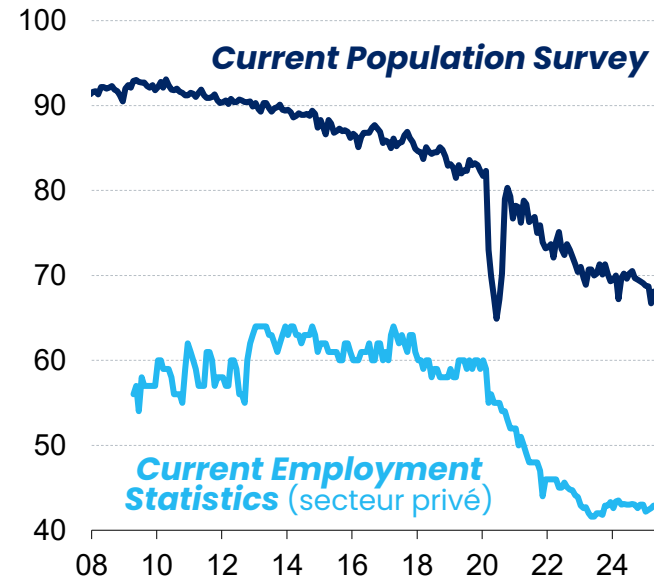


*BLS has reduced sample collection in areas across the country as current resources can no longer support the collection effort. The number of imputed items increased in April due to these actions. The impact on total CPI will be minimal, but this may increase the volatility of subnational or item-specific indexes.*

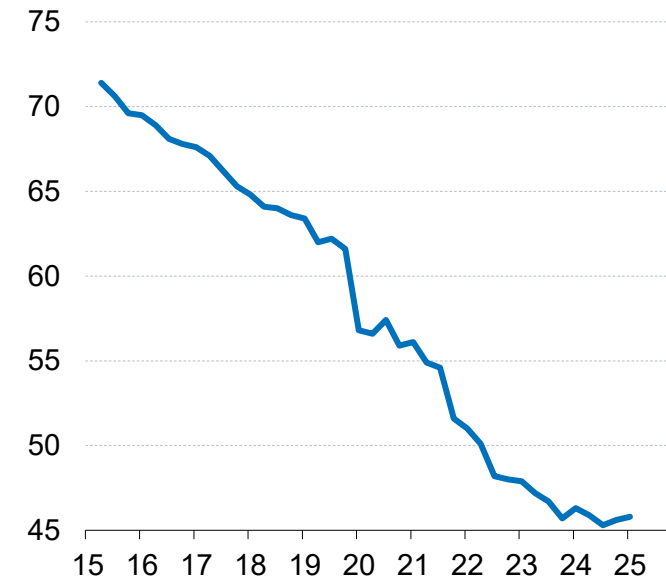
**Taux de réponse de l'enquête sur les prix à la consommation (%)**



**Taux de réponse des enquêtes emplois (%)**



**Taux de réponse de l'enquête sur le coût du travail (% ECI)**



# Si le comité de politique monétaire était remanié, la Fed pourrait baisser plus profondément ses taux d'intérêt !

## Membres du FOMC

**Miran** → Nommé en remplacement de Kugler, son mandat s'arrête en janvier 2026... mais il peut être renommé

**Cook** → D. Trump essaie de la faire partir

**Powell (Chair)** → Son mandat de président du *Board* expire en mai 2026, mais son mandat de membre du *Board* court jusqu'en janvier 2028

**Waller** → Son mandat actuel expire en janvier 2030, il peut être reconduit dans ses fonctions après cette date

**Bowman**  
**Jefferson** (Vice Chair)  
**Barr**

**Williams** New York

**Collins** Boston

**Goolsbee** Chicago

**Schmid** Kansas

**Musalem** St Louis

La Cour suprême a temporairement suspendu la décision de D. Trump de licencier Lisa Cook. L'audience finale aura lieu en janvier 2026.

Le président quitte généralement le *Board* à la fin de son mandat... mais ce n'est pas une obligation

Si Lisa Cook est démise de ses fonctions avant février 2026, D. Trump pourrait être tenté de révoquer certains présidents régionaux de la Fed afin de prendre le contrôle du FOMC.

Si Jerome Powell décide de quitter la Fed en mai, D. Trump aura le contrôle du conseil des gouverneurs de la Fed.

Si D. Trump parvient à remanier le Conseil, certains des 12 présidents régionaux de la Fed risquent de ne pas être reconduits dans leurs fonctions par le Conseil des gouverneurs en février 2026.

Sous réserve de l'approbation du *Board*, le président est nommé par les administrateurs de classe B et C de la banque régionale.

**Président de la Fed de NY**  
(membre permanent)

**Présidents des Fed régionales**  
(membres en alternance)

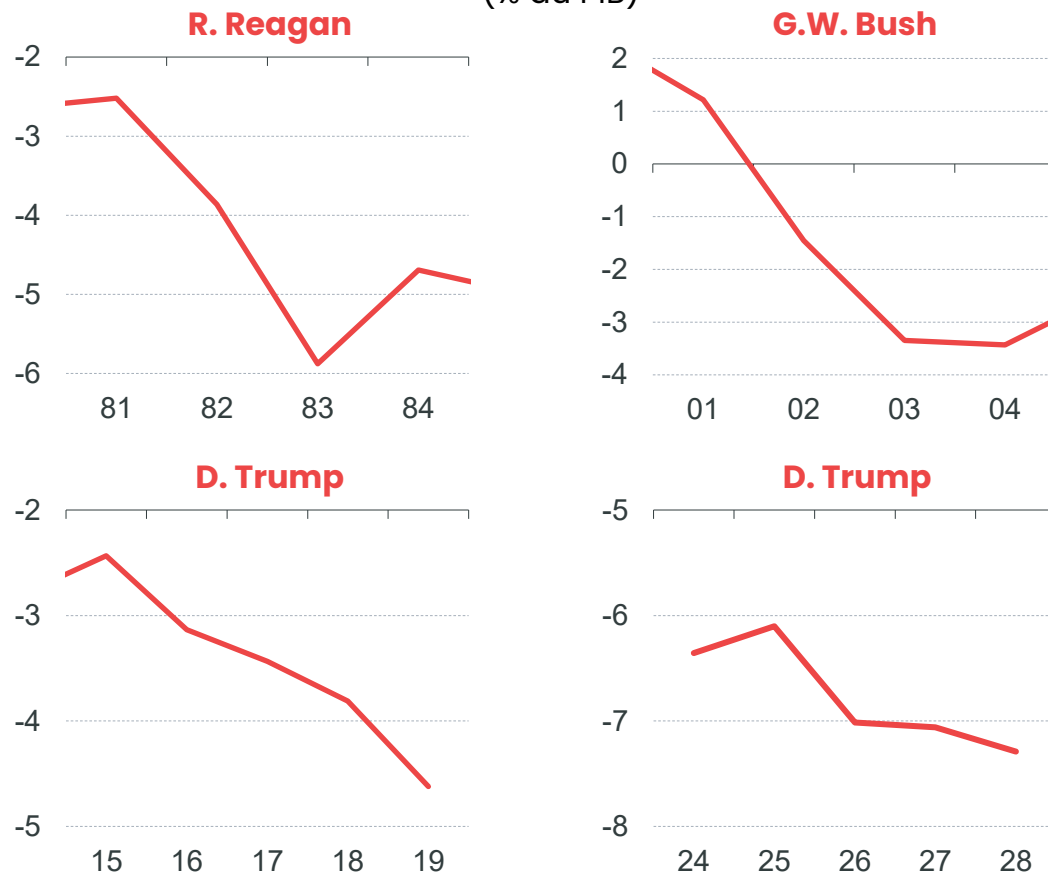


# Les projections économiques et budgétaires de la Maison Blanche sont très optimistes !

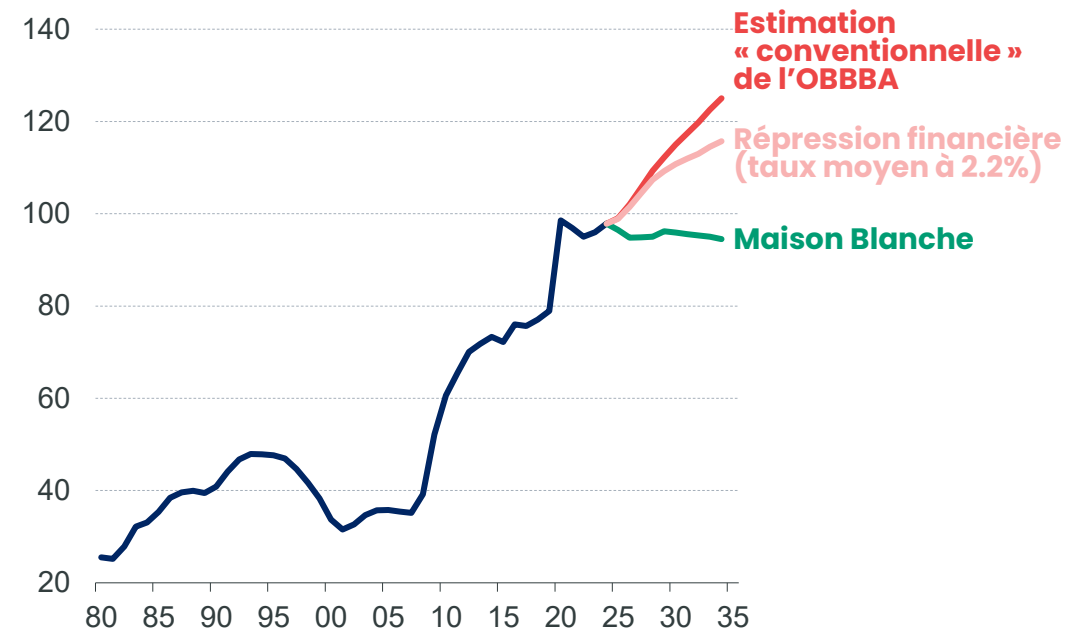
**Les baisses d'impôts s'autofinancent rarement...**

**Solde budgétaire de l'État fédéral lors de différents épisodes de baisses d'impôts**

(% du PIB)



**Trajectoires de la dette de l'État fédéral**  
(% du PIB)



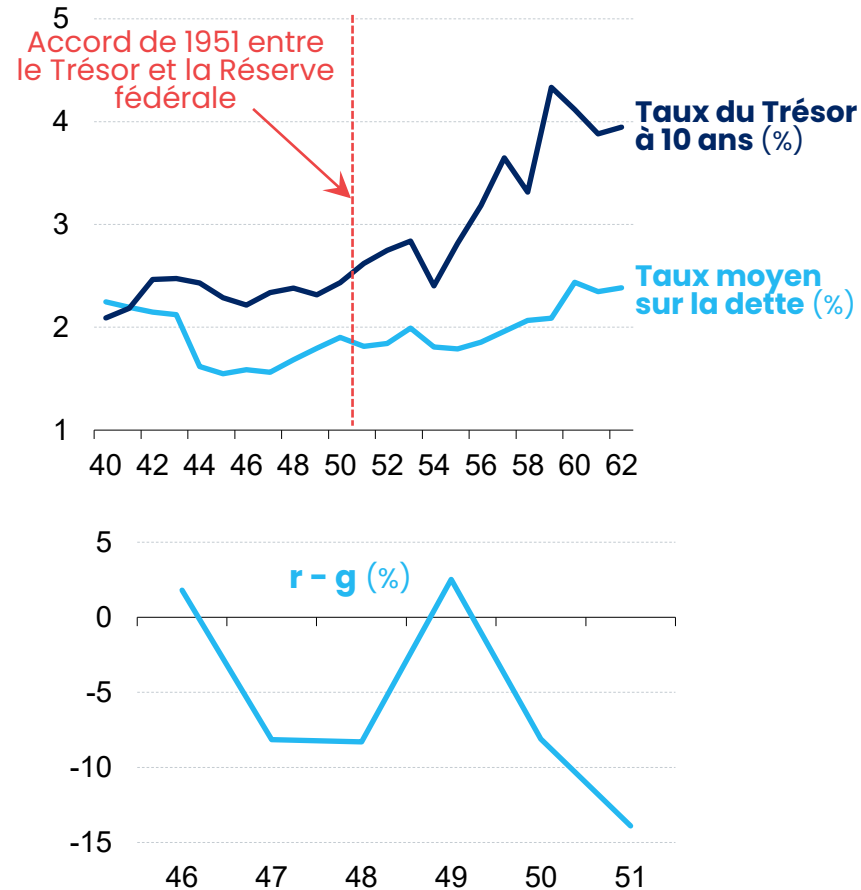
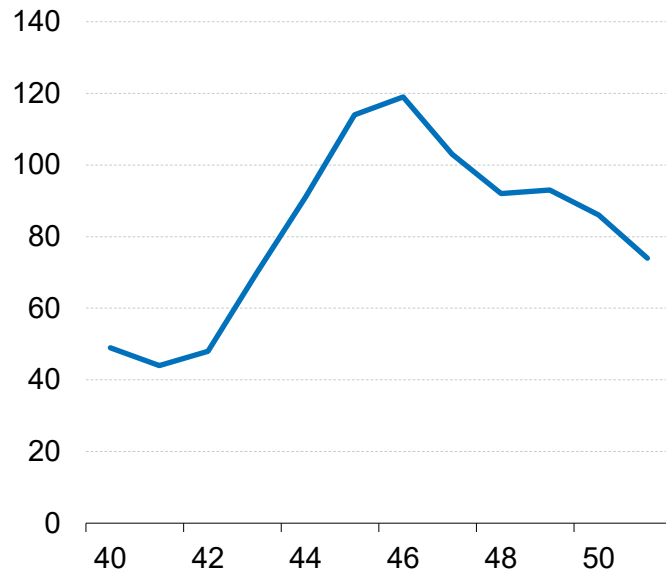
Sources : CBO, Council of Economic Advisers, Candriam



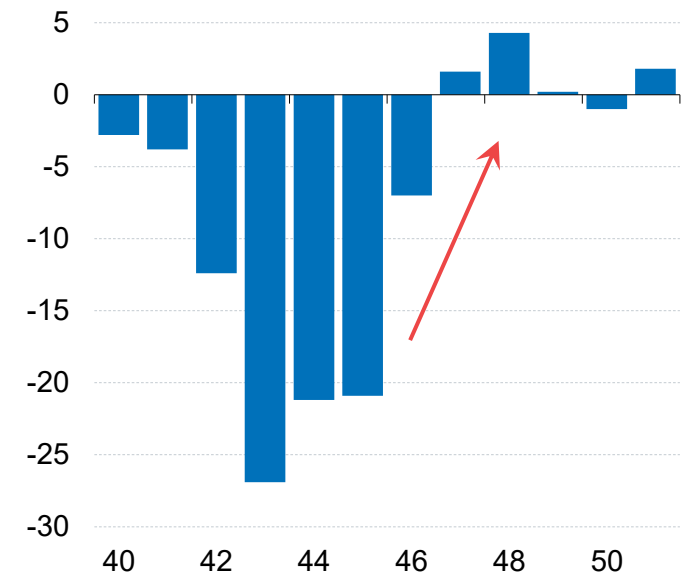
# Un régime de « répression financière » pourrait infléchir la hausse du poids de la dette... mais l'épisode des années 1940 attire l'attention sur la nécessité de rééquilibrer le déficit public

## Yield Curve Control : 1942 – 1951

**Dette de l'État fédéral**  
(% du PIB, 1940-1951)



**Solde budgétaire de l'État fédéral**  
(% du PIB, 1940-1951)

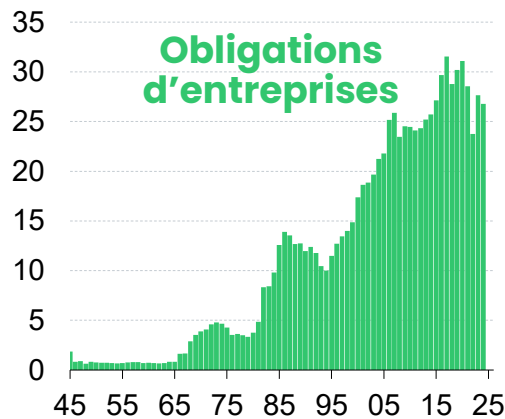
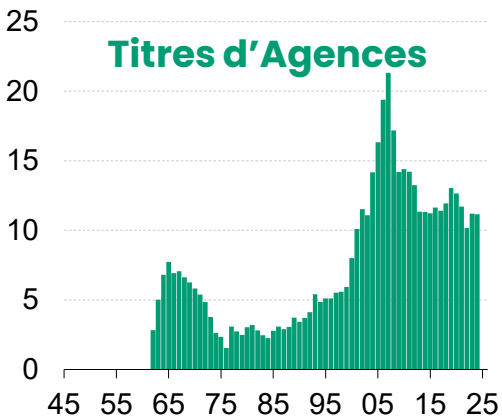
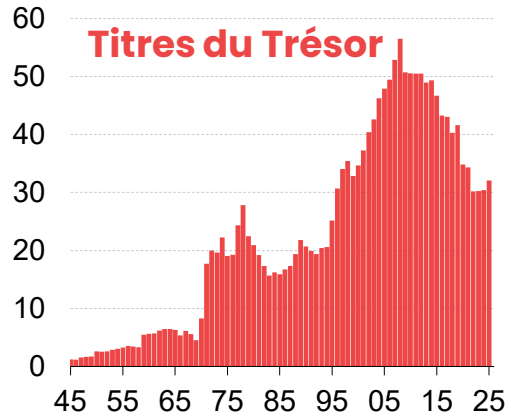


Sources : US Treasury, Candriam

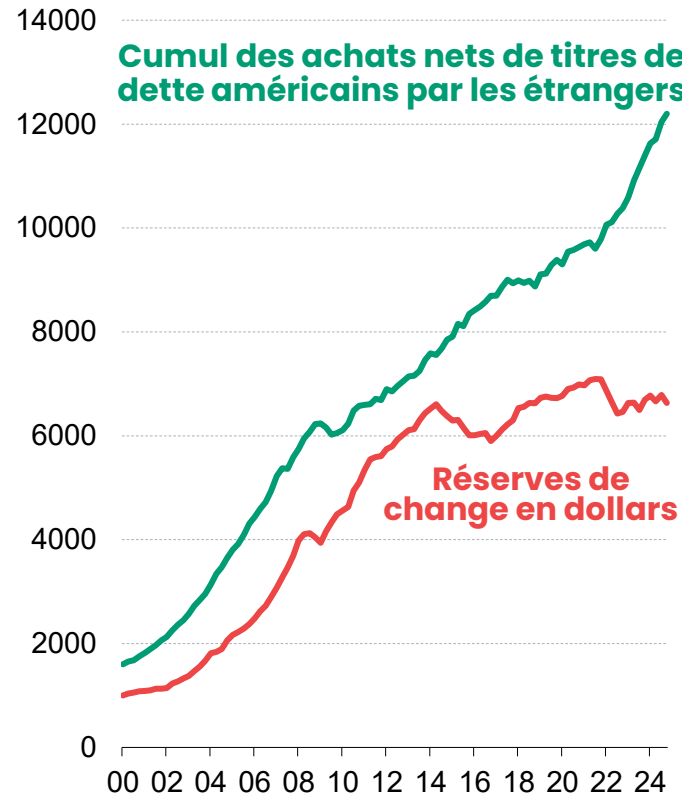


# De plus, dans les années 1940, la dette était dans sa quasi-totalité détenue par des agents domestiques

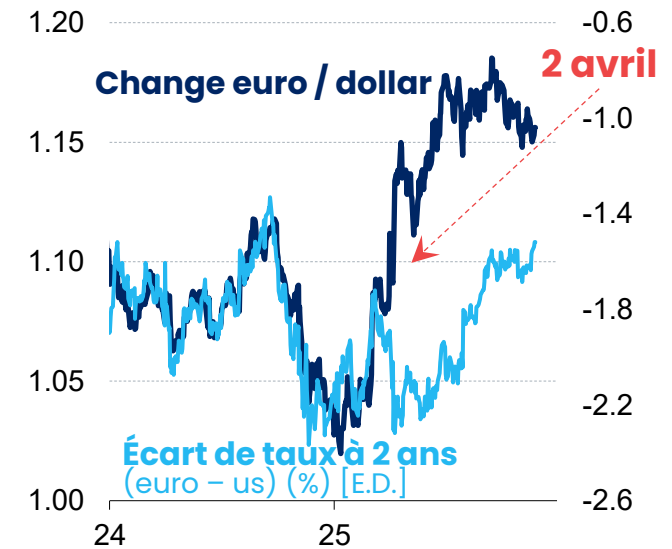
**Part des titres de dette détenus par l'étranger depuis 1945 (%)**



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



**Écart de taux anticipés et change de l'euro / dollar**

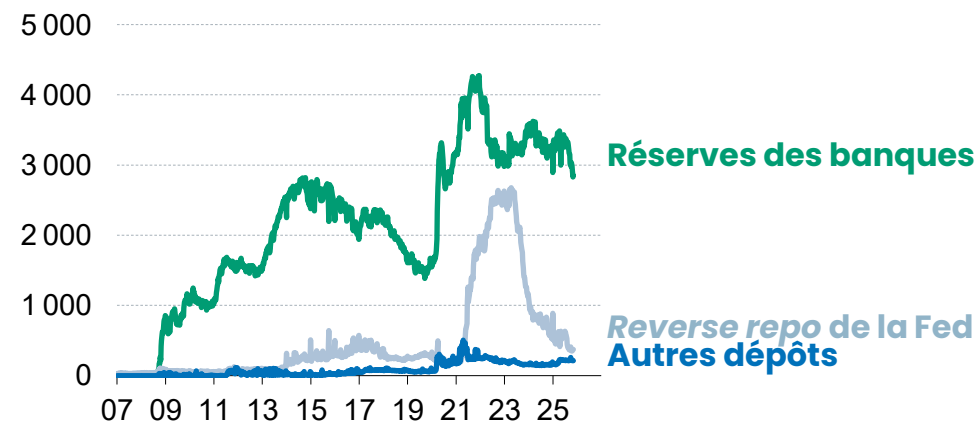
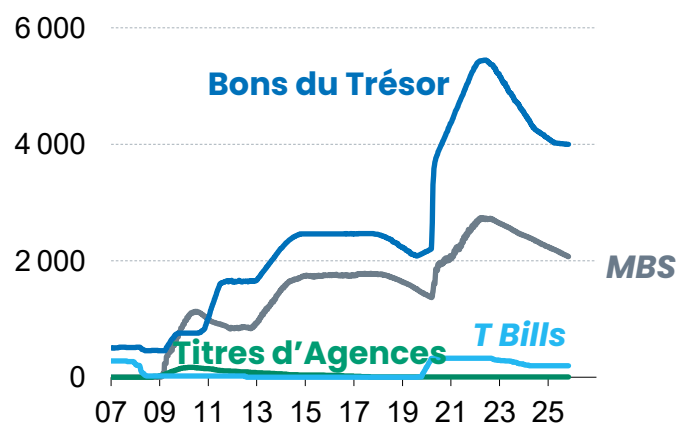
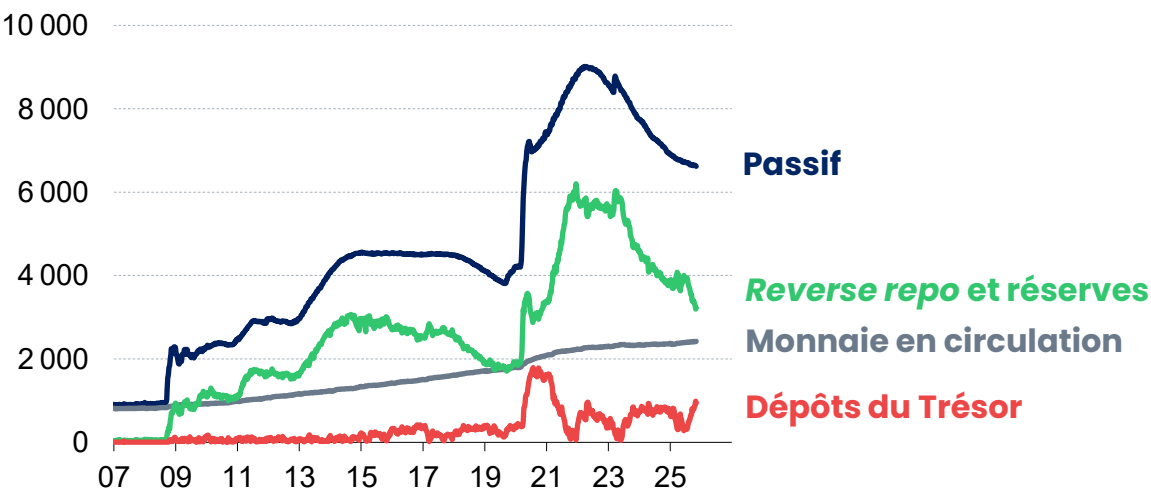
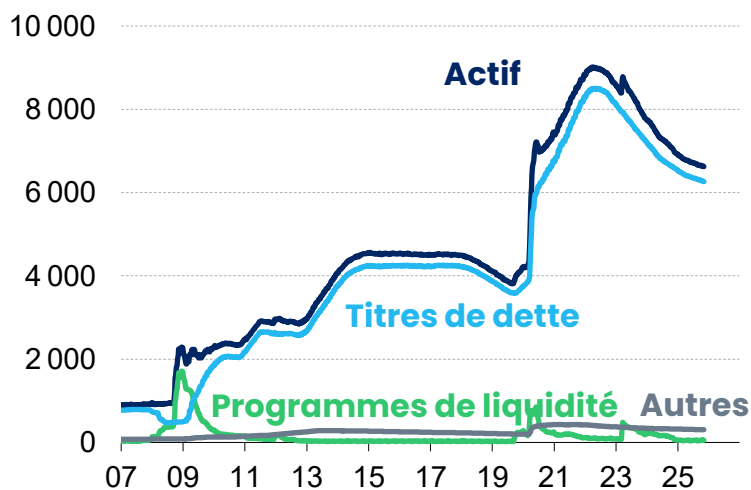


Sources : Réserve fédérale, LSEG Datastream, Candriam



# Memo. Bilan de la Réserve fédérale

**Bilan de la Réserve fédérale**  
(milliards de dollars)



Sources : LSEG Datastream, Réserve fédérale, Candriam



# Memo. Marché monétaire

## Liquidités injectées par la Réserve fédérale

(milliards de dollars)

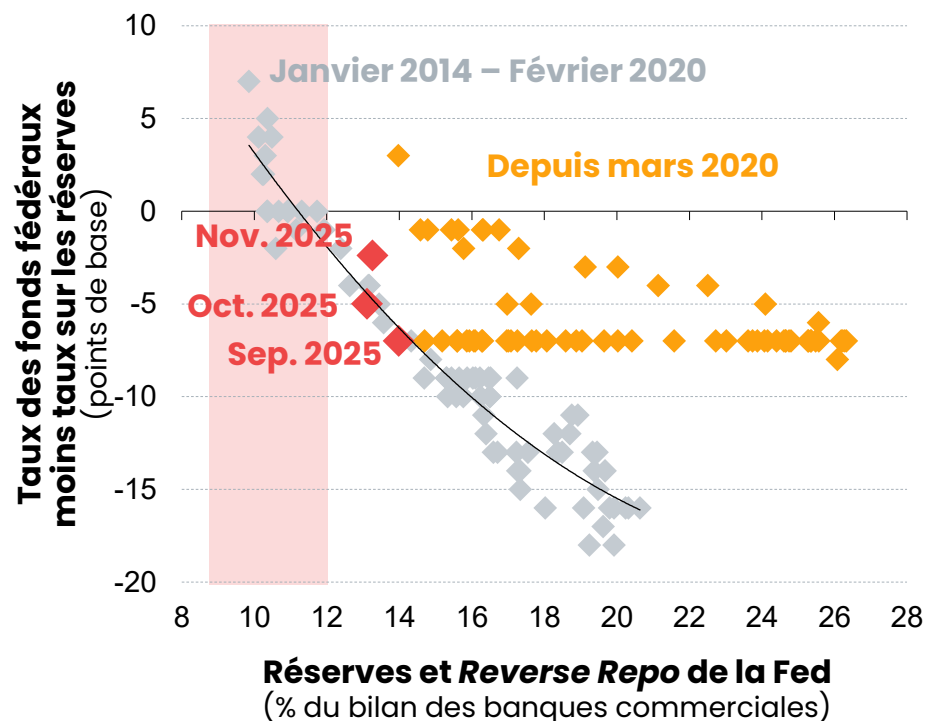


(% du bilan des banques commerciales)



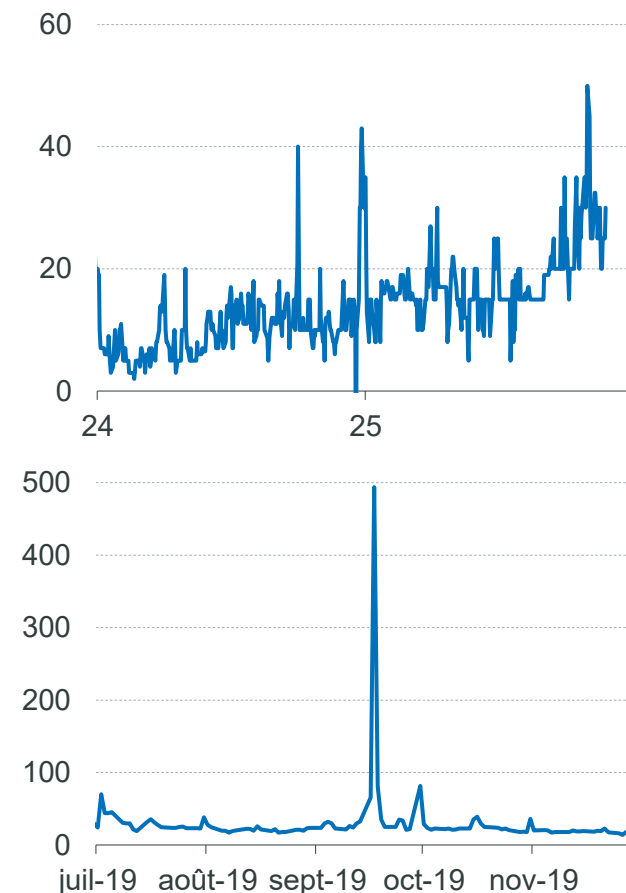
Sources : LSEG Datastream, Réserve fédérale, Candriam

## Liquidités et tensions sur le taux des fonds fédéraux



## Tensions sur le marché du repo

O/N General Collateral Repo Rate  
moins taux des Reverse Repo de la Fed  
(points de base)



# Memo. Le Président dispose de plusieurs moyens pour augmenter les droits de douanes

## Moyens à la disposition du Président

Possible Action	Description	
Sec 201 of Trade Act of 1974	Safeguard measures permit temporary tariffs or quotas on products if <b>domestic industry is seriously and substantially injured/threatened by a surge of imports</b>	Solar cells and modules Large residential washing machines
Sec 337 of Tariff Act of 1930	ITC-led investigations typically are used with <b>IP-related issues</b> ; 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	<b>Easy to use</b> , 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 <b>forced labor</b> .	
Sec 232 of Trade Expansion Act of 1962	Commerce Secretary can determine if imports pose a <b>threat to "national security,"</b> and president can decide to impose tariffs or quotas on such imports.	<b>Requires detailed investigations except for steel &amp; aluminum</b> 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 <b>temporary (up to 150 days) tariffs and/or quotas of as much as 15%</b>	<b>Could be utilized as a means to quickly impose universal tariffs on a temporary basis</b>
Section 301 of Trade Act of 1974	Provides wide authority for USTR to respond to <b>unfair trade practices</b> by imposing tariffs and quotas.	<b>Requires detailed investigations except for China</b>
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 <b>at war</b>	
Int'l Emergency Economic Powers Act of 1977	President may use IEEPA to regulate commerce and freeze/seize foreign assets, given <b>"unusual or extraordinary" international threats</b>	<b>The easiest and broadest</b> <b>Unlimited duration</b>
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	

## Moyens à la disposition du Congrès

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



# Memo. Section 122 of the Trade Act of 1974

***Under the Section 122 of the Trade Act of 1974, the President can increase tariffs up to 15% (for up to 150 days, unless extended by Congress)***

***Product coverage must be “broad and uniform”.***

*Section 122 says any import-restricting action “shall be of broad and uniform application with respect to product coverage,” with only narrow carve-outs (e.g., necessary raw materials, goods in transit, binding contracts). It also forbids tailoring the measure to protect particular industries.*

***Country coverage is generally nondiscriminatory.***

*But the President may target one or more countries with large or persistent balance-of-payments surpluses and exempt others. If used against, say, Japan under that clause, the surcharge would still have to be uniform across products (aside from the limited exceptions noted above).*



# 4 **Zone euro**

Prise en étau entre les États-Unis et la Chine...

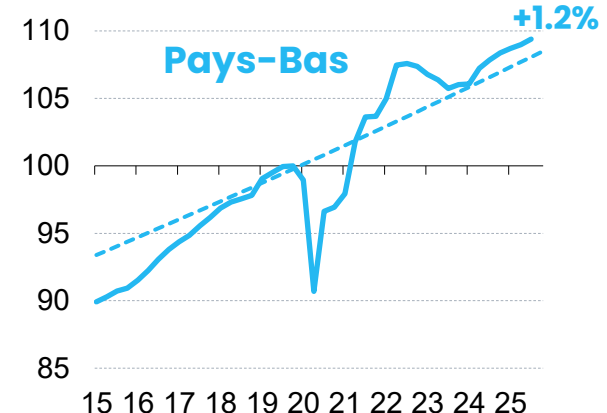
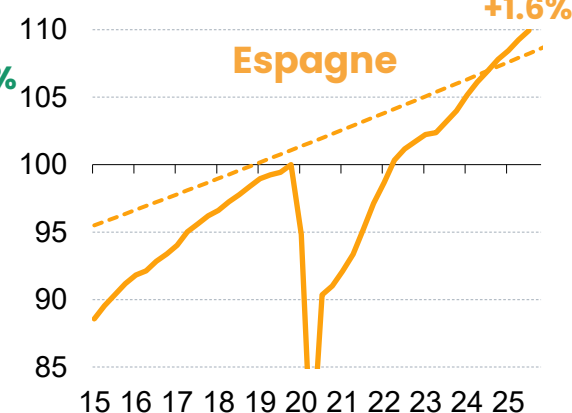
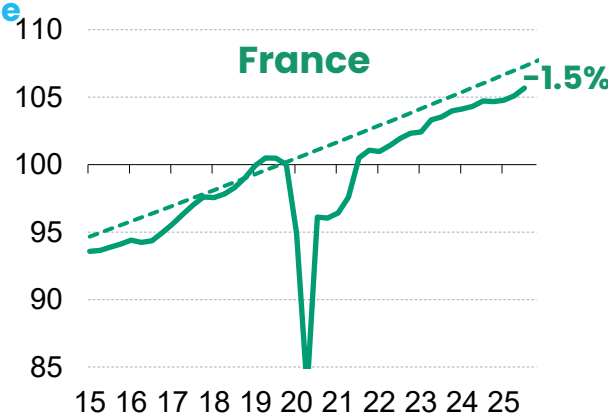
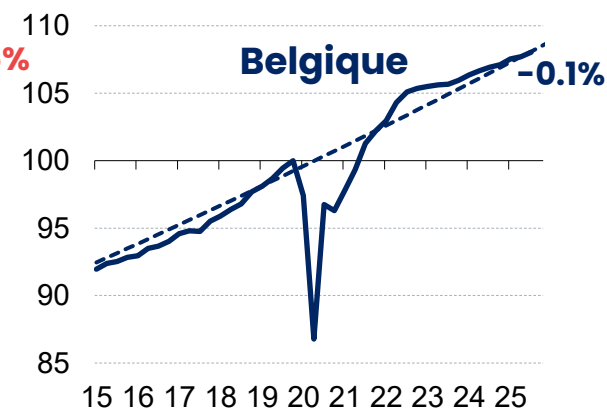
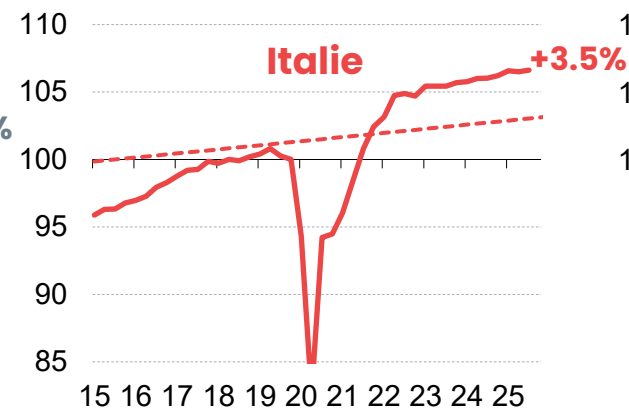
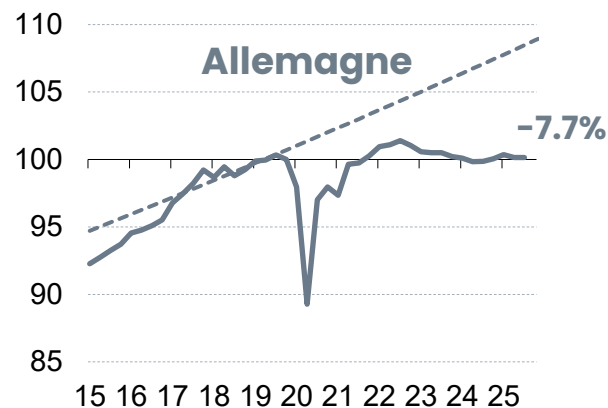
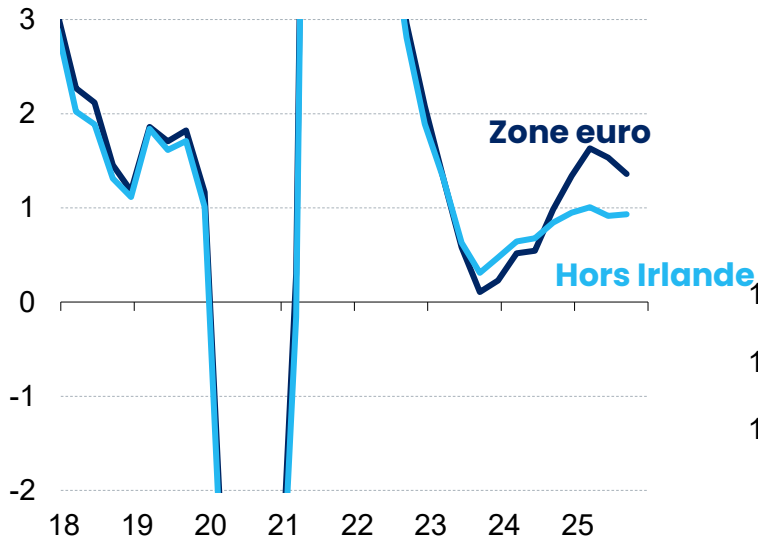


# Depuis le début de l'année, le PIB de la zone euro progresse... modérément !

## PIB réel

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

### Croissance du PIB (% glissement annuel)



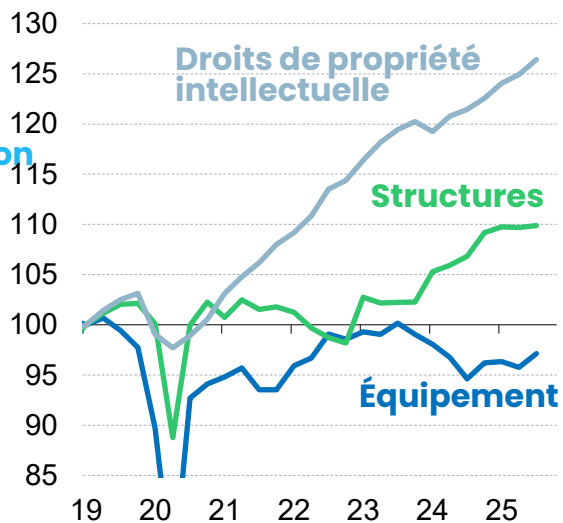
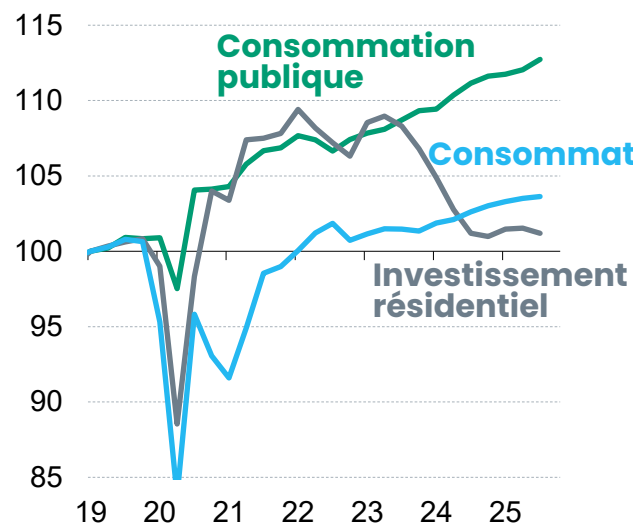
Sources : LSEG Datastream, Candriam



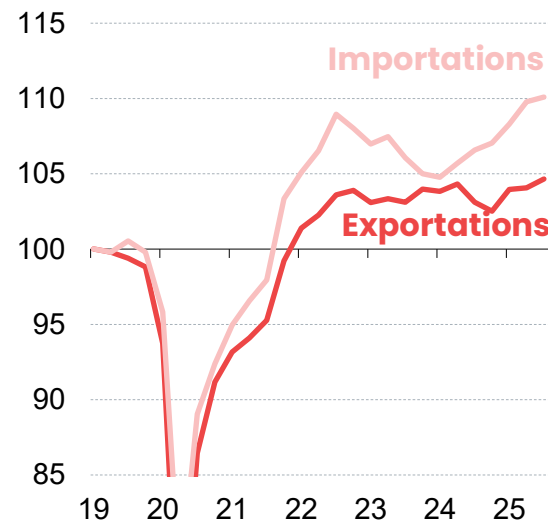
# La demande intérieure n'est pas très vigoureuse

## Composantes du PIB des quatre plus grandes économies de la zone euro\*

(T1 2019 = 100, volume)

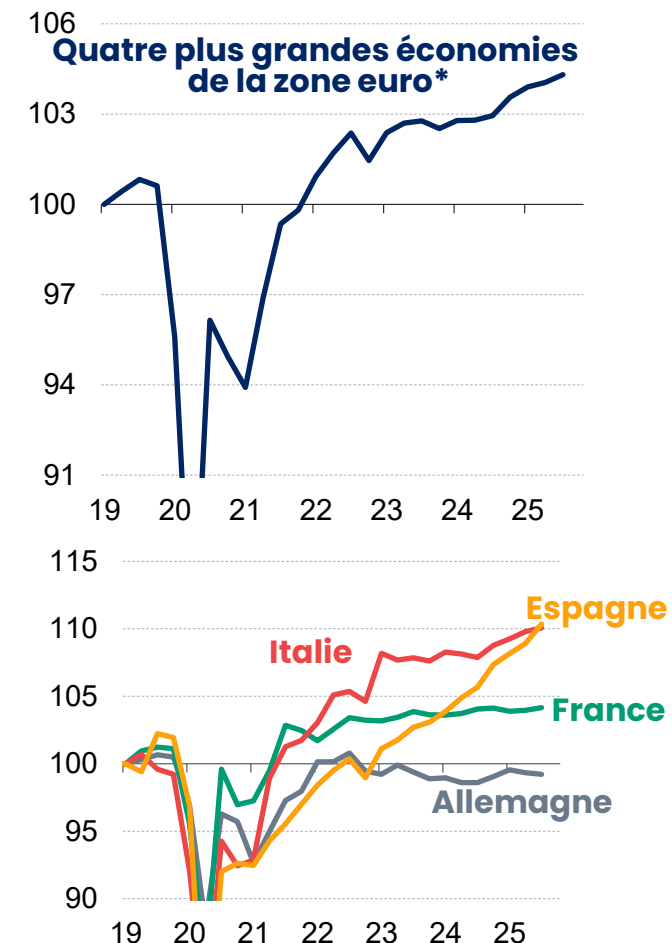


(\*) Allemagne, France, Italie et Espagne



## Demande intérieure

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



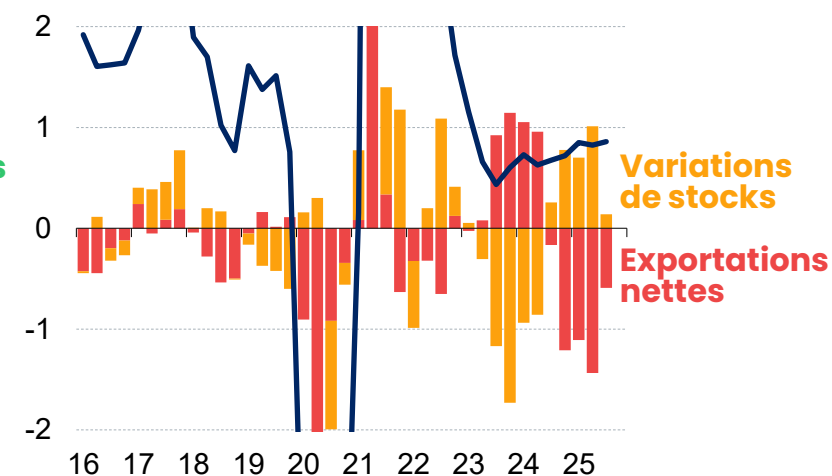
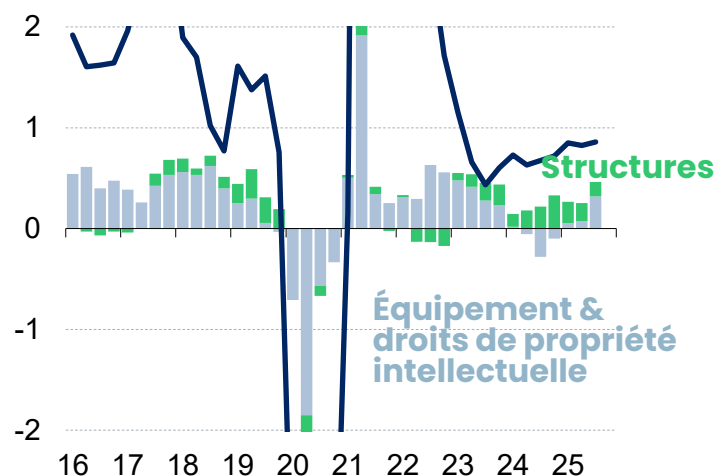
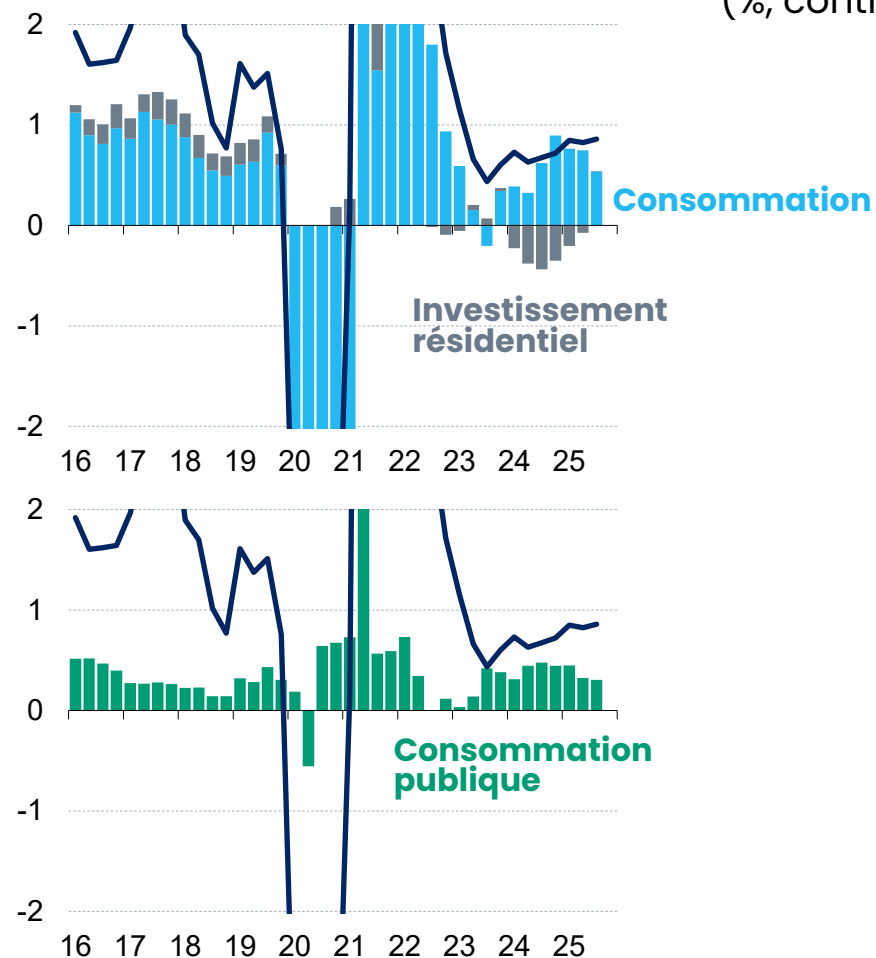
Sources : LSEG Datastream, Candriam



# Memo. Composantes de la croissance

## Composantes du PIB des quatre plus grandes économies de la zone euro\*

(%, contribution en glissement annuel, volume)



(\*) Allemagne, France, Italie et Espagne

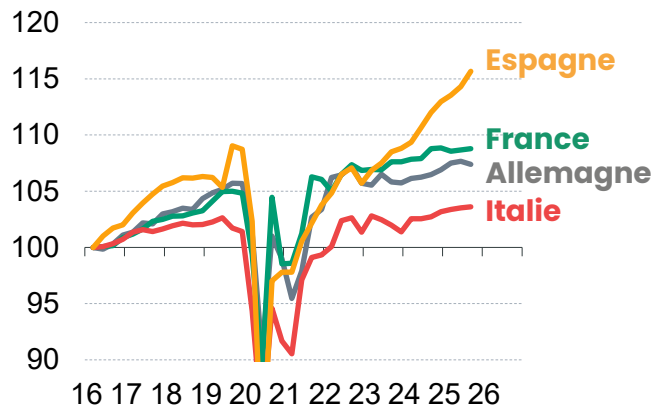
Sources : LSEG Datastream, Candriam



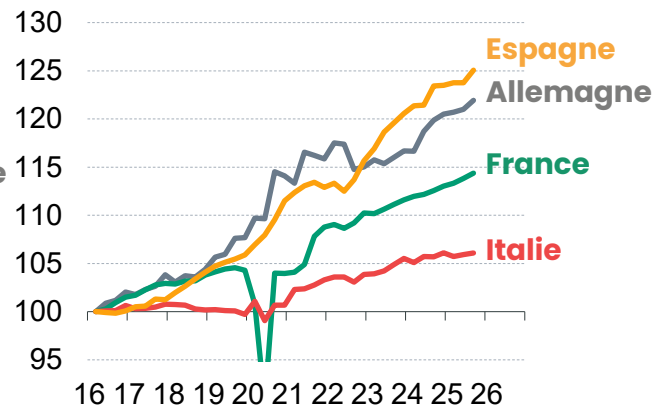
# Les composantes du PIB ont suivi des trajectoires contrastées selon les pays

(T1 2016 = 100, volume)

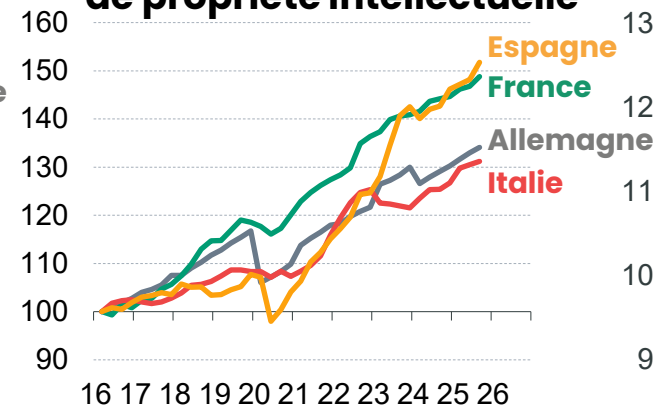
## Consommation privée



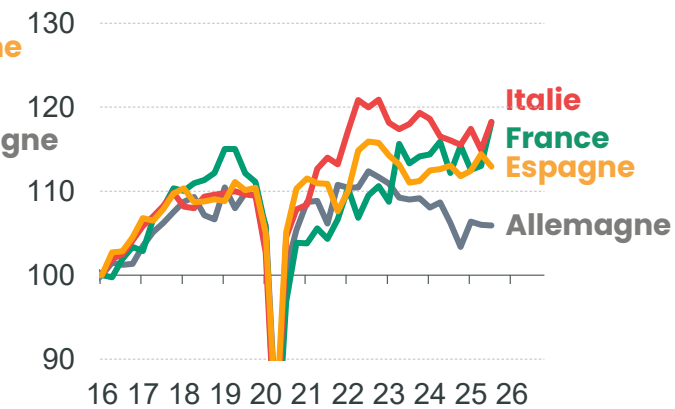
## Consommation publique



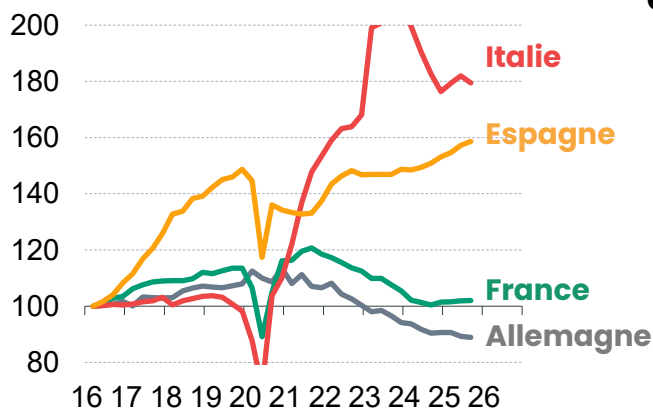
## Investissement en droits de propriété intellectuelle



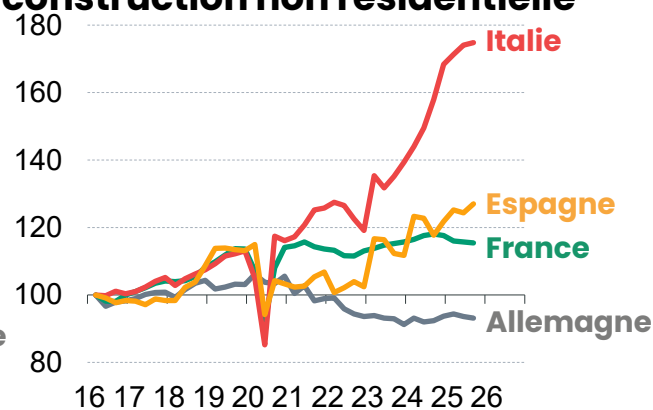
## Exportations de biens



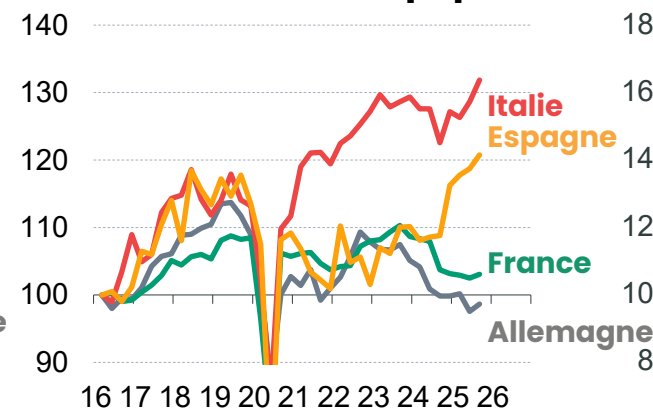
## Investissement résidentiel



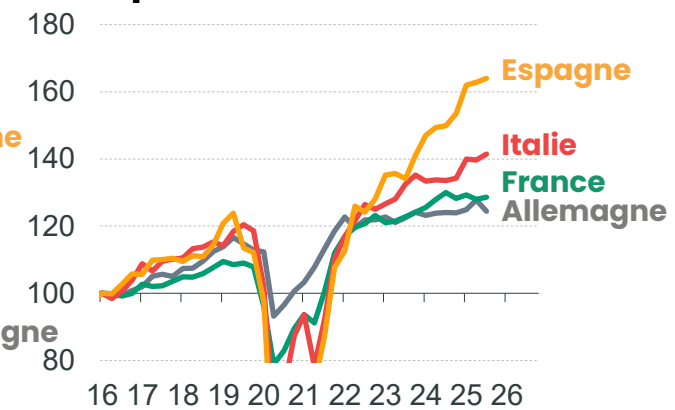
## Investissement en construction non résidentielle



## Investissement en équipement



## Exportations de services

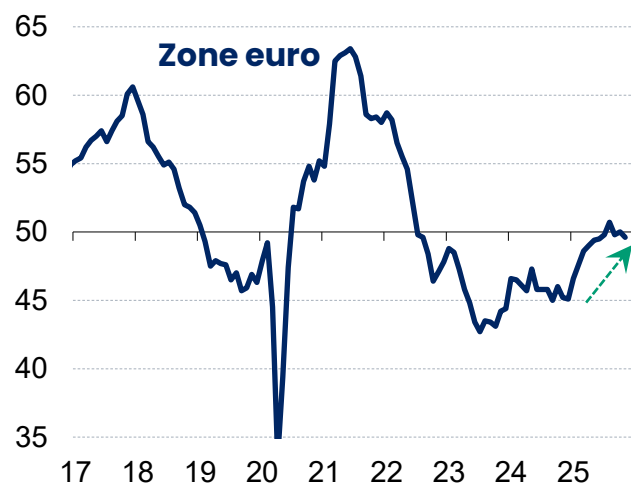


Sources : LSEG Datastream, Candriam

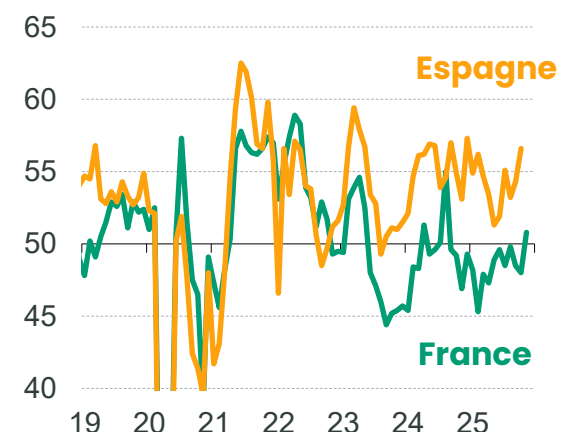
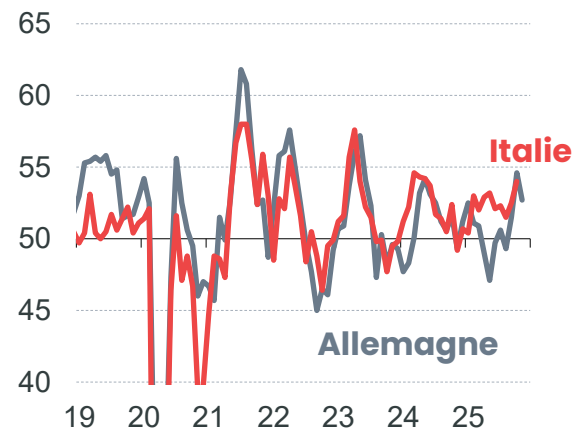
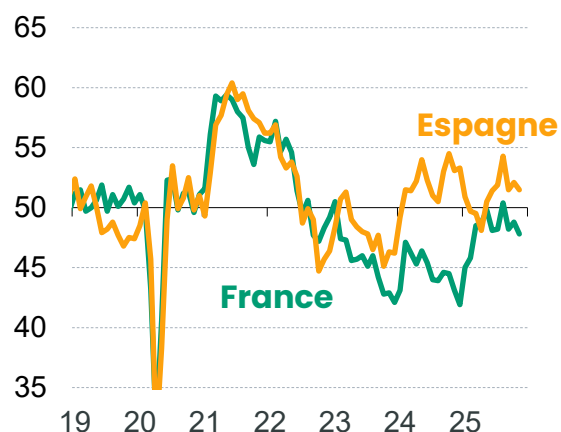
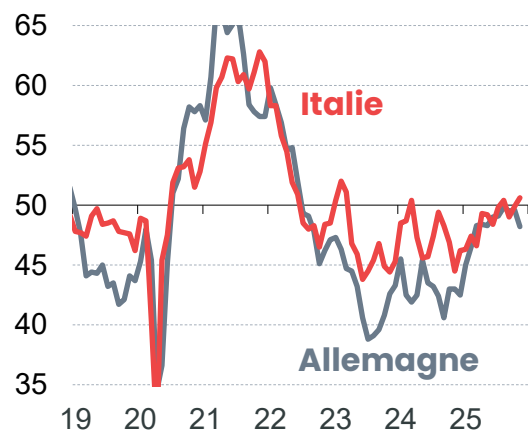
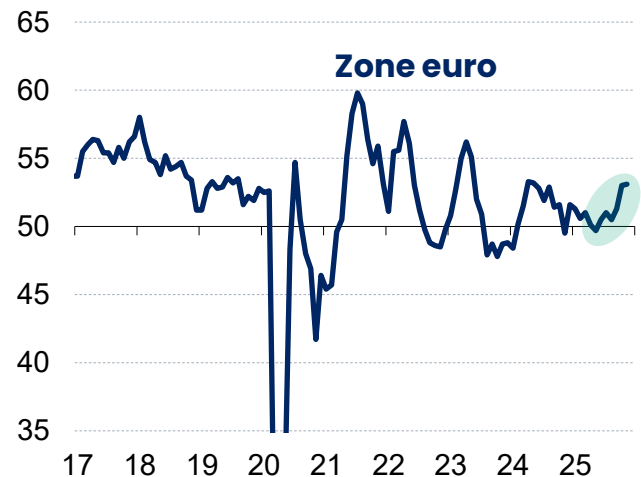


# Les indices PMI semblent mieux orientés

## Indices PMI du secteur manufacturier



## Indices PMI du secteur des services

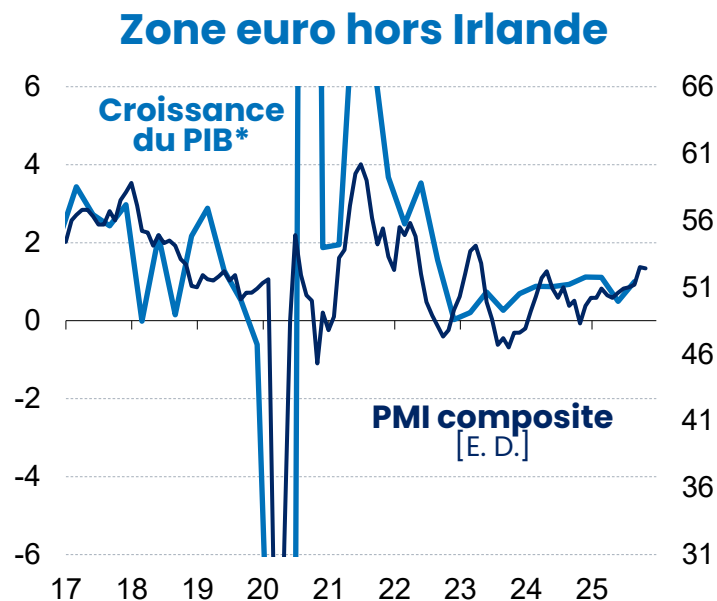


Sources : Bloomberg, Candriam

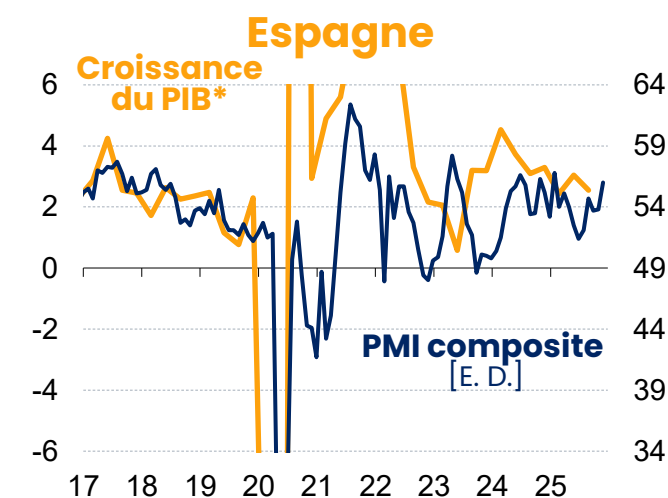
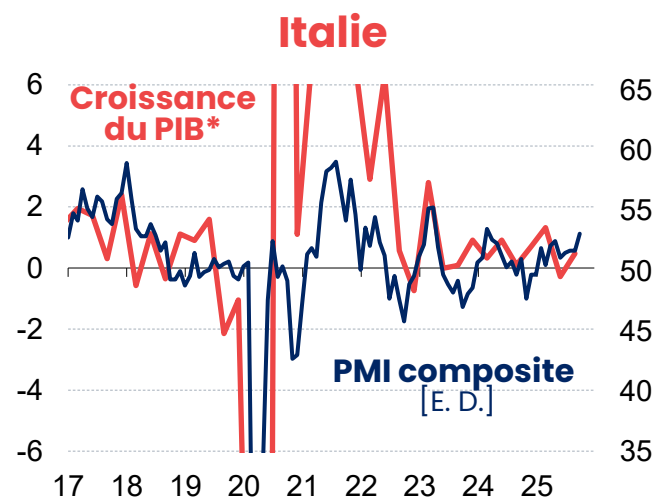
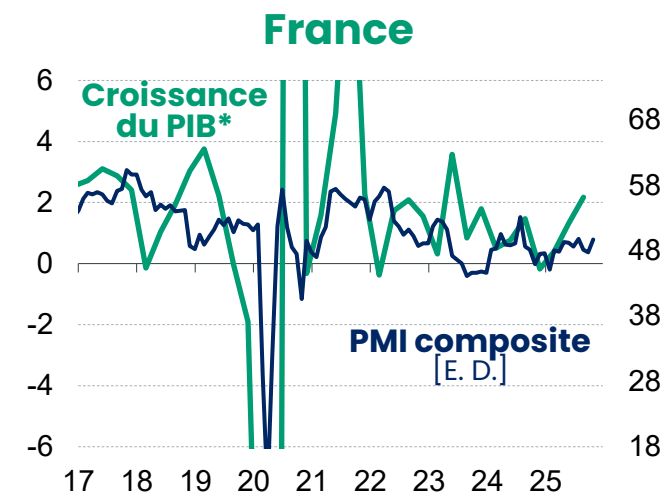
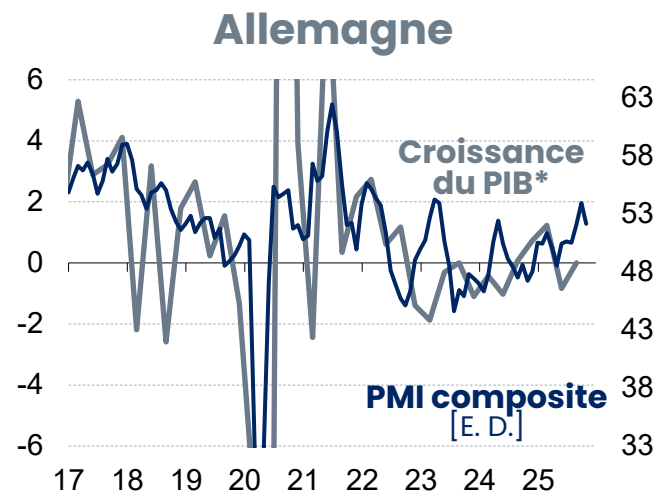


# Ils laissent attendre une accélération de l'activité... en Allemagne en particulier

## PMI composite et croissance



(\*) %, glissement trimestriel annualisé

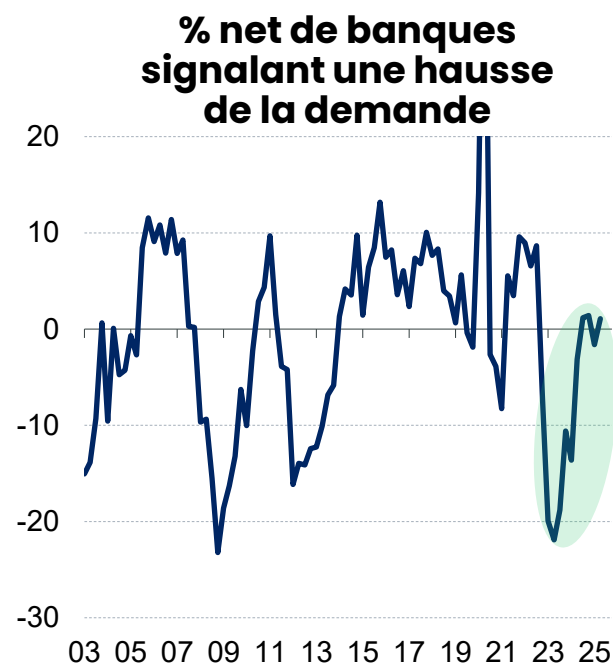
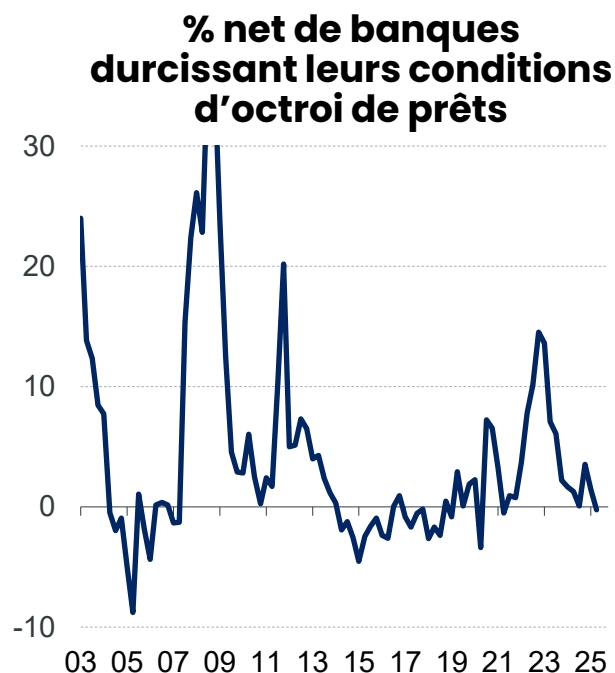


Sources : Bloomberg, Candriam



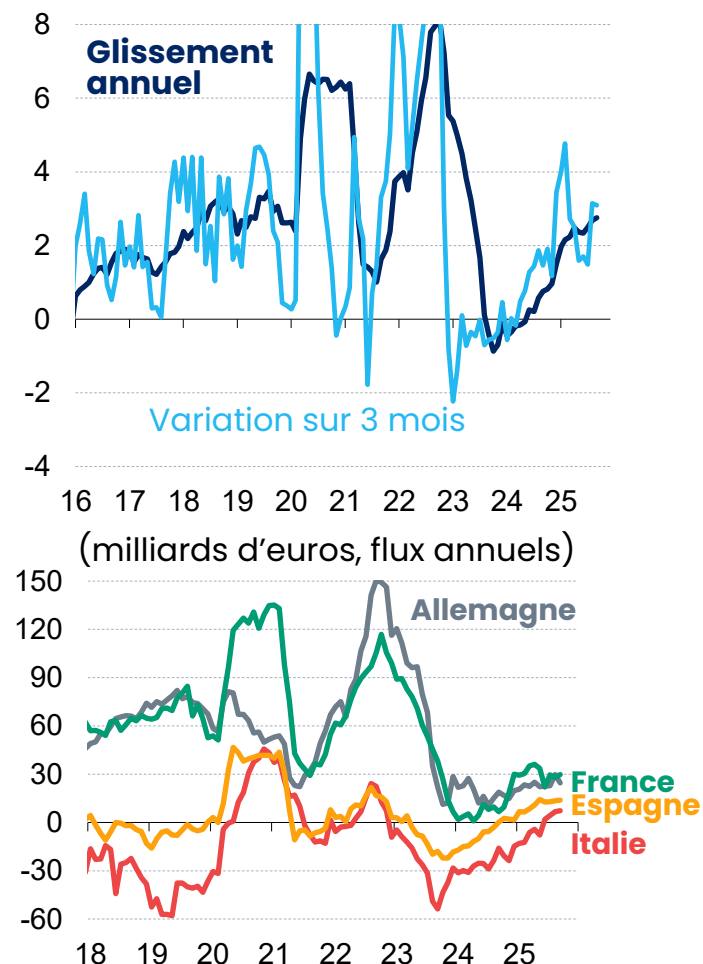
# Les prêts aux entreprises ont redémarré

## Enquête sur les conditions de crédit aux entreprises



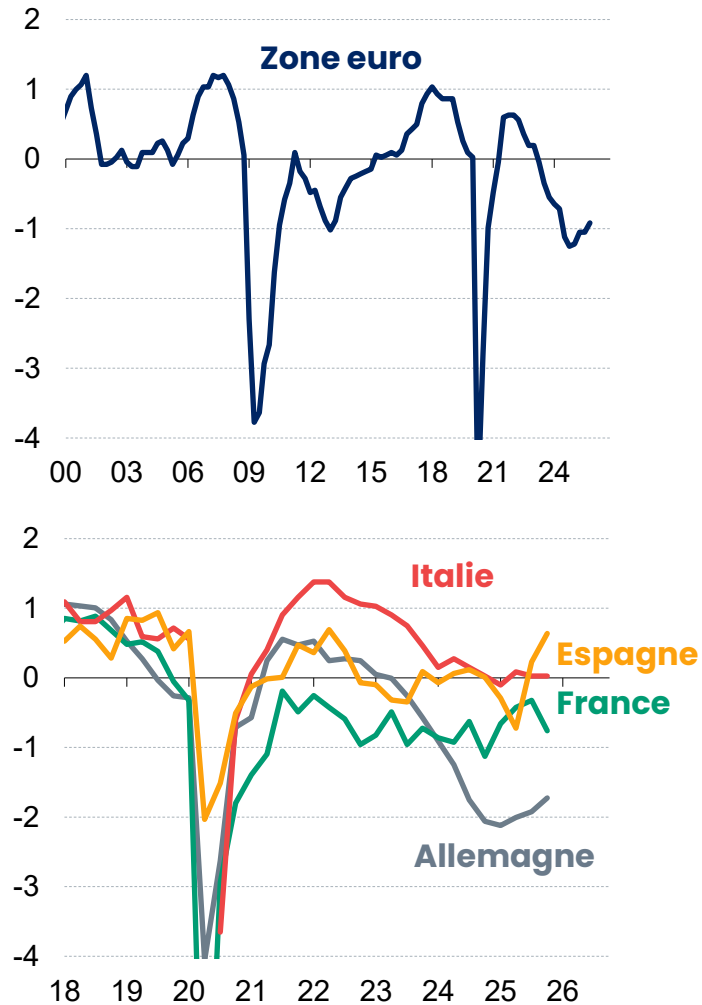
Sources : LSEG Datastream, Candriam

## Prêts aux sociétés non financières (%, rythme annuel)



# L'investissement productif a toutefois peu de raisons d'être très dynamique (I)

Taux d'utilisation des capacités  
(Z-scores)



Investissement des entreprises\*  
et demande perçue



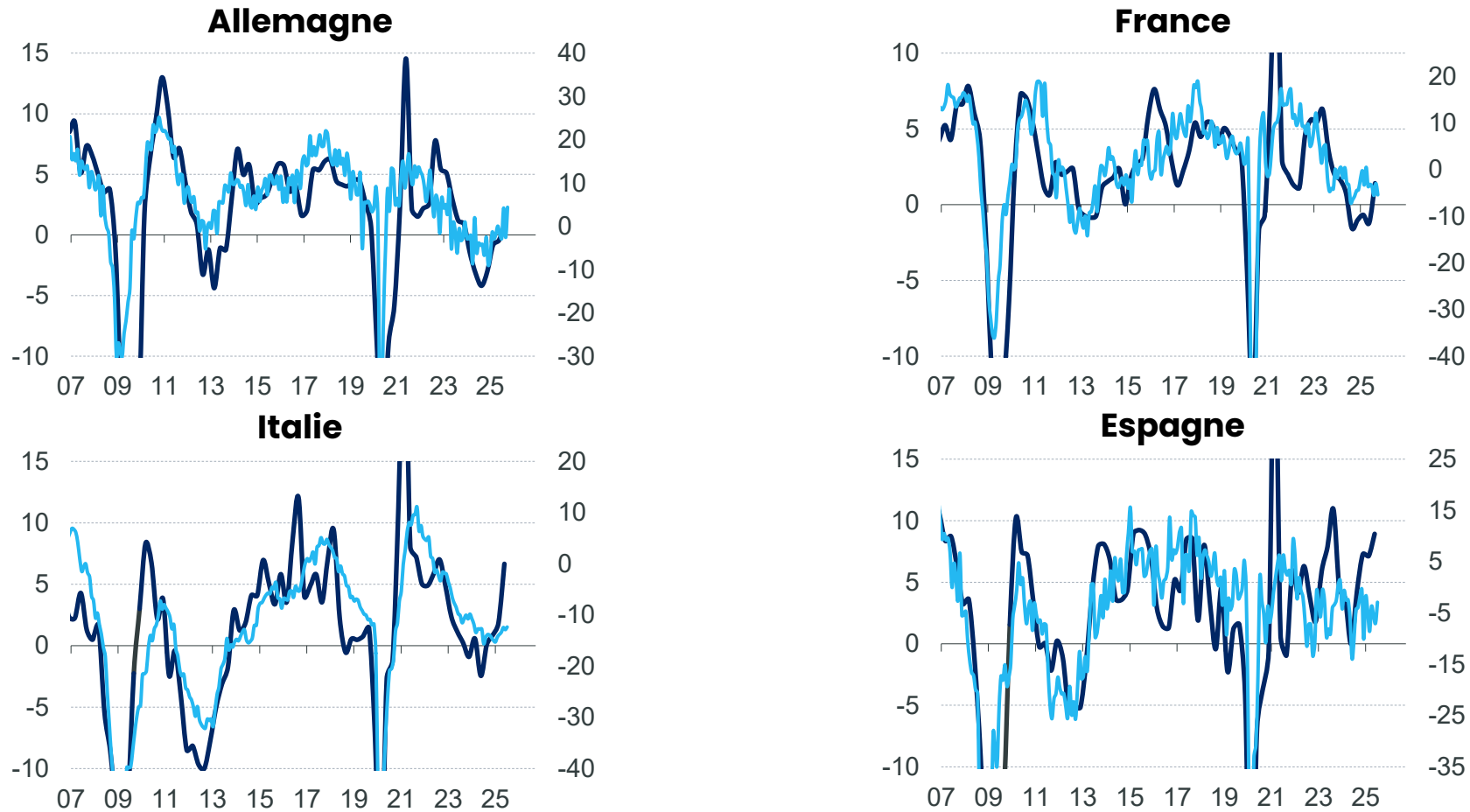
(\*) Investissement en équipement et droits de propriété intellectuelle de l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne

Sources : LSEG Datastream, Candriam



# L'investissement productif a toutefois peu de raisons d'être très dynamique (II)

## Investissement en équipement\* et demande perçue



— Investissement en équipement (% glissement annuel) — Demande perçue [E.D.]

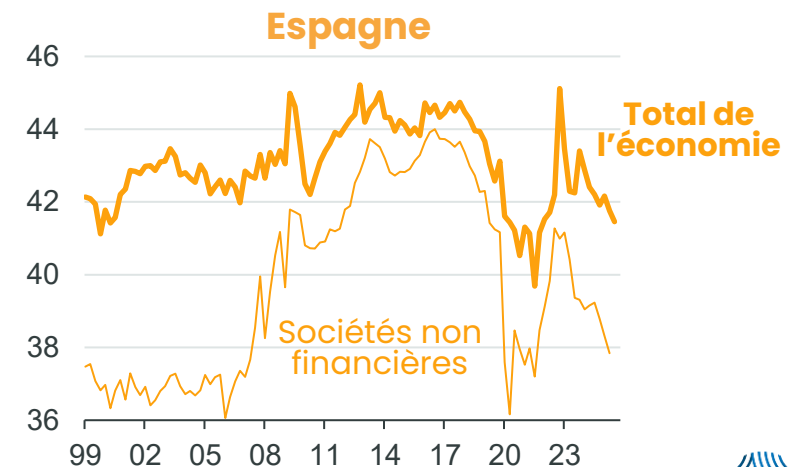
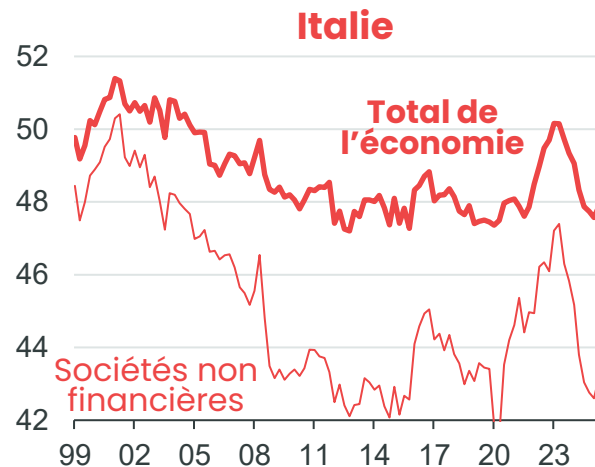
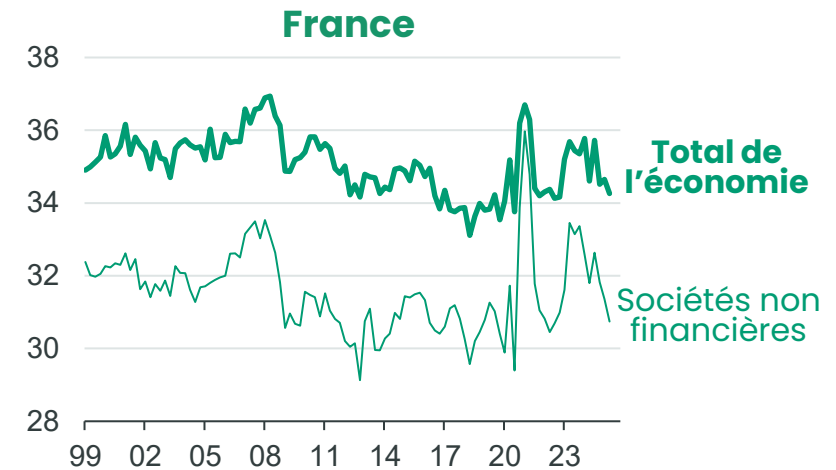
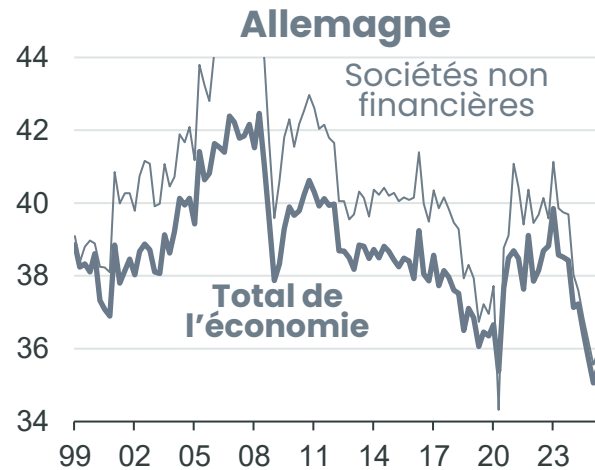
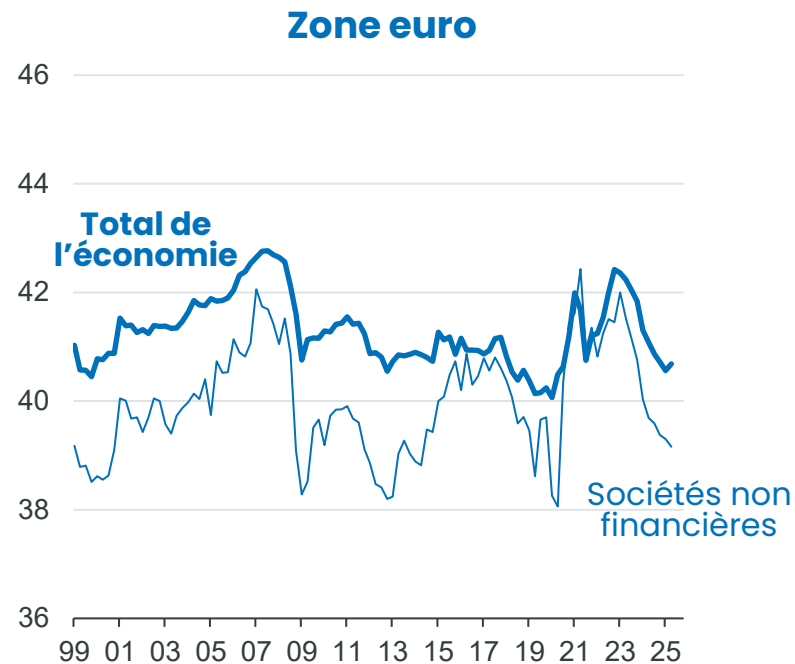
(\*) Investissement en équipement et droits de propriété intellectuelle

Sources : LSEG Datastream, Candriam



# Les marges opérationnelles des entreprises ont baissé

## Excédent brut d'exploitation (% de la valeur ajoutée)



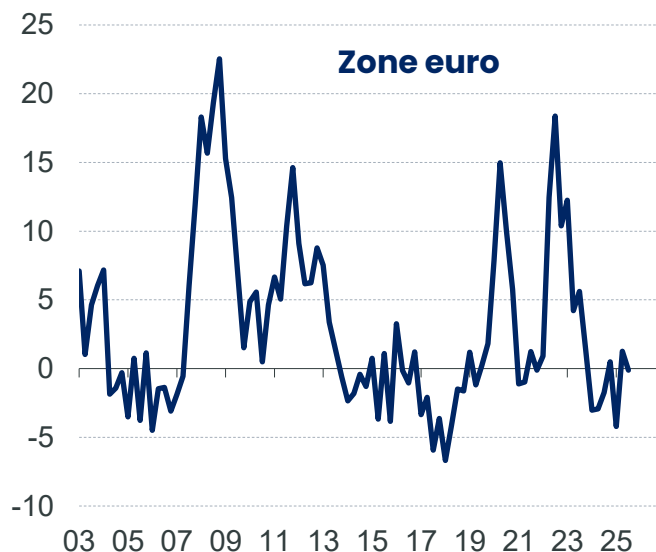
Sources : LSEG Datastream, Candriam



# La demande de crédit hypothécaire est repartie

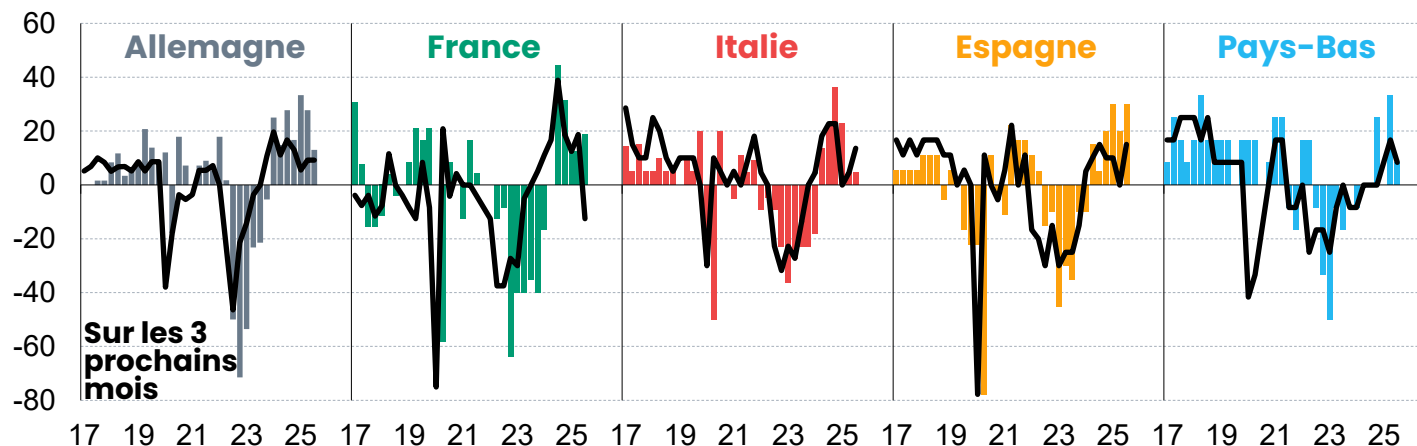
## Enquête sur les conditions de crédit hypothécaire

(% 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)



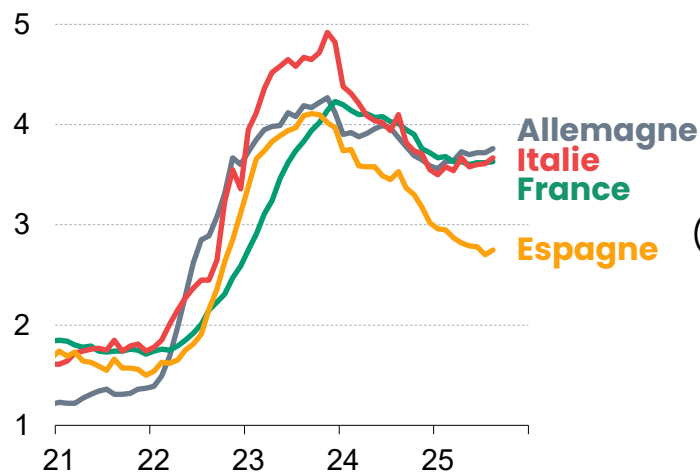
Sources : LSEG Datastream, Candriam



# L'investissement résidentiel devrait se redresser

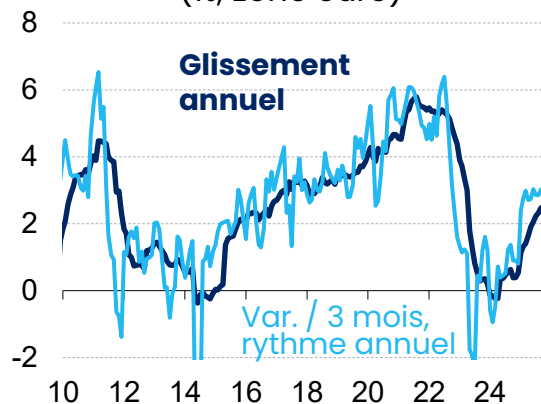
## Taux hypothécaires

(%, nouveaux prêts)



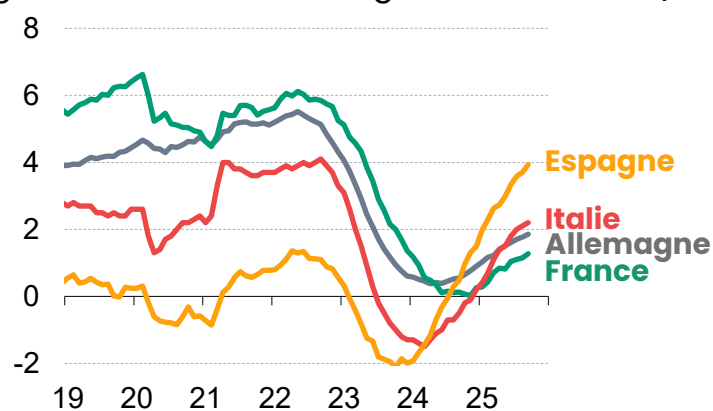
## Encours de prêts hypothécaires

(%, zone euro)



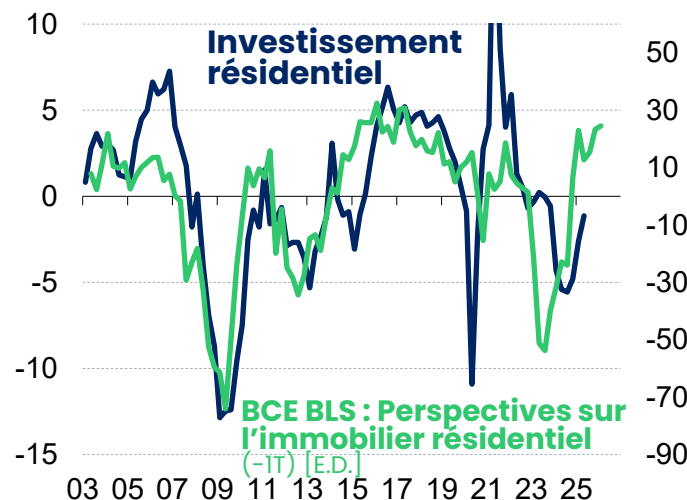
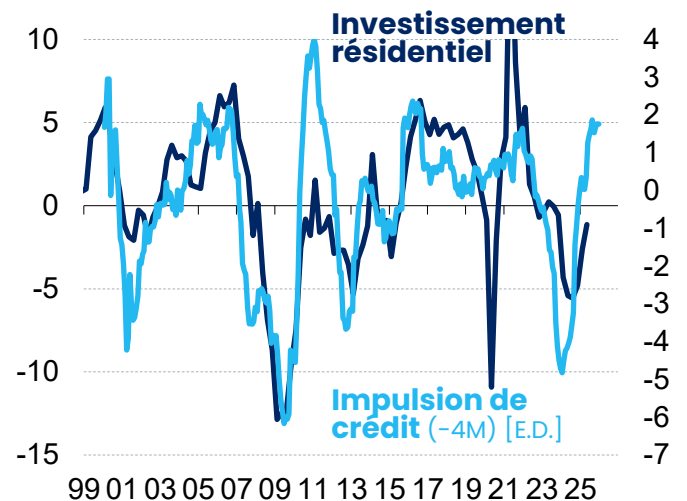
## Encours de prêts aux ménages

(% glissement annuel, corrigé de la titrisation)



## Investissement résidentiel

(% glissement annuel, volume, zone euro)

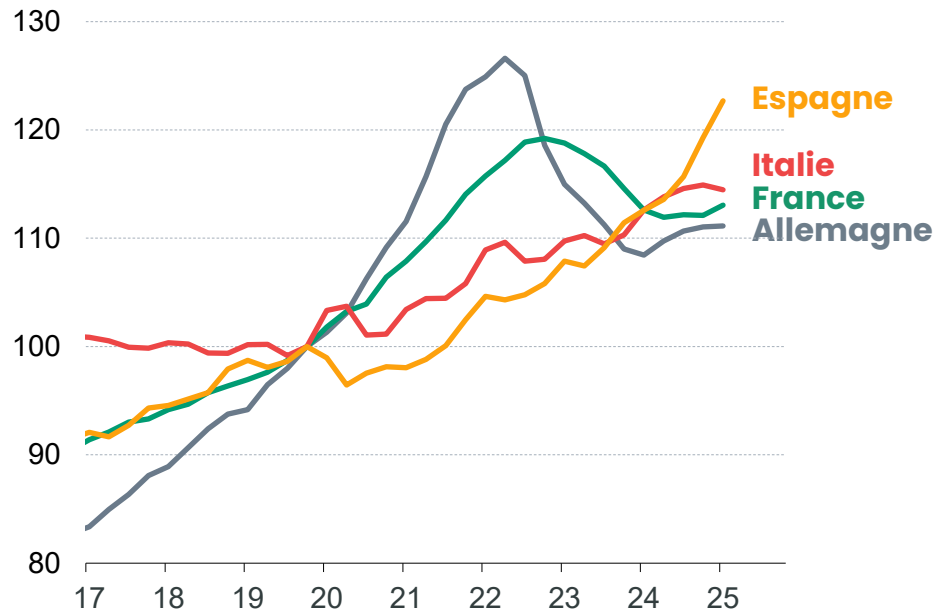


Sources : LSEG Datastream, BCE, Candriam

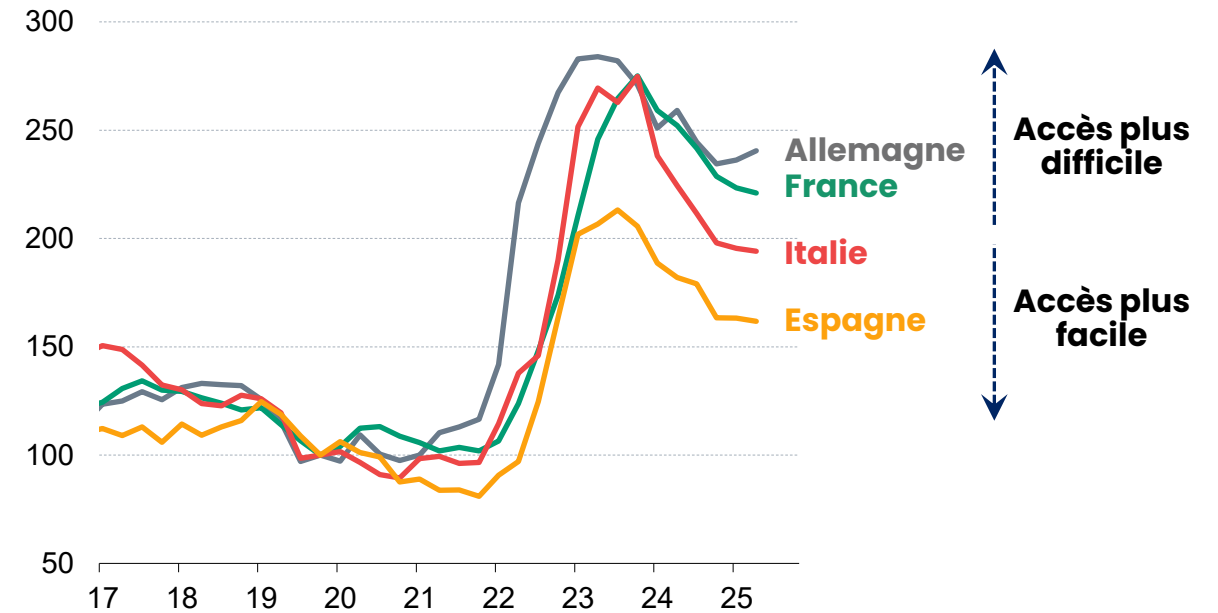


# Le niveau élevé des prix immobiliers va toutefois freiner la reprise de la construction résidentielle

**Prix des logements**  
(T4 2019 = 100)

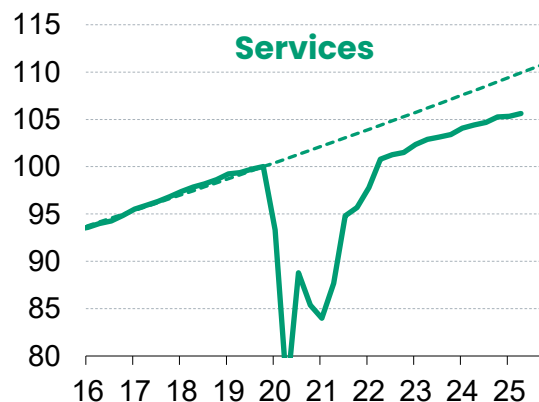
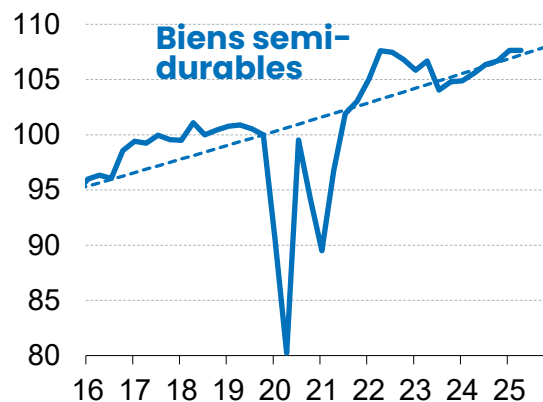
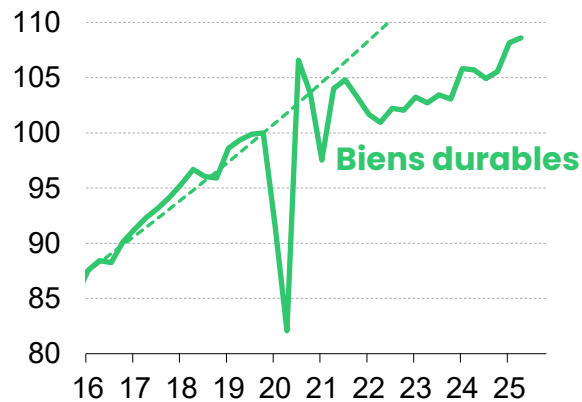
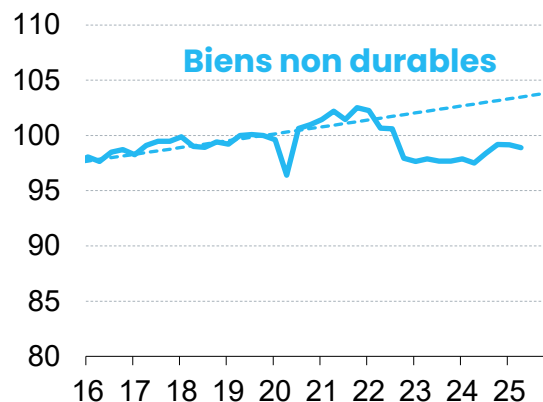


**Indice d'accessibilité**  
(T4 2019 = 100)

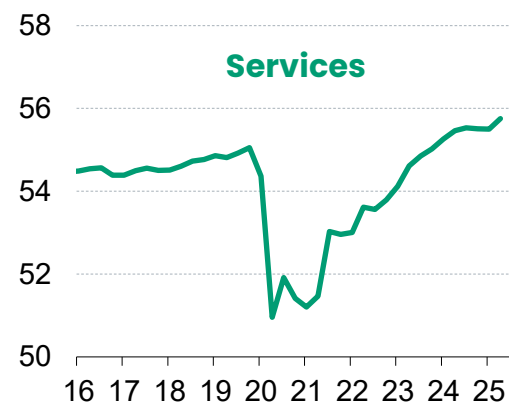
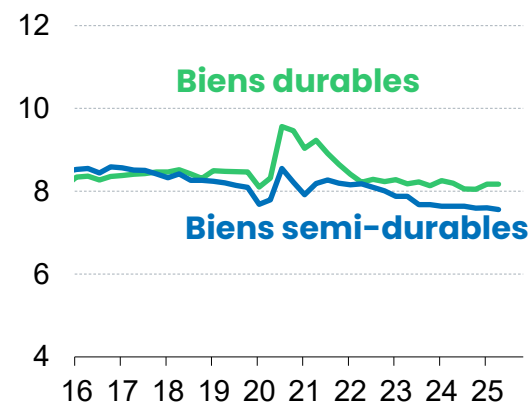
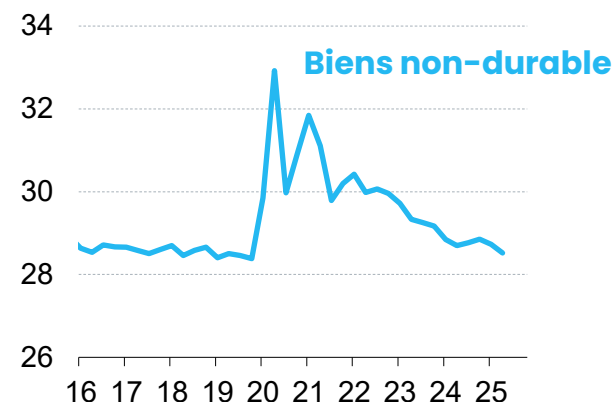


# La consommation des ménages est loin d'être revenue à la normale

**Consommation réelle**  
(T1 2019 = 100)



**Part dans la consommation nominale**  
(%)

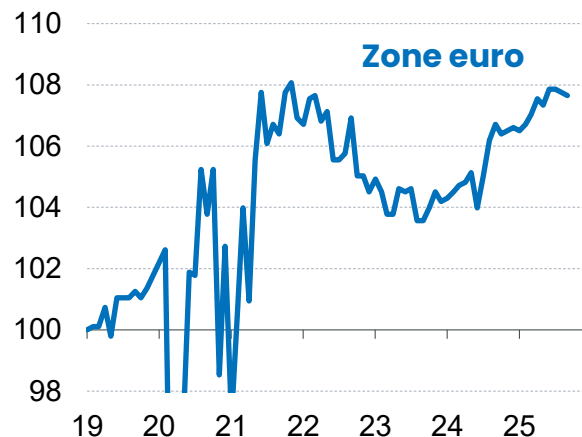


Sources : Eurostat, Candriam

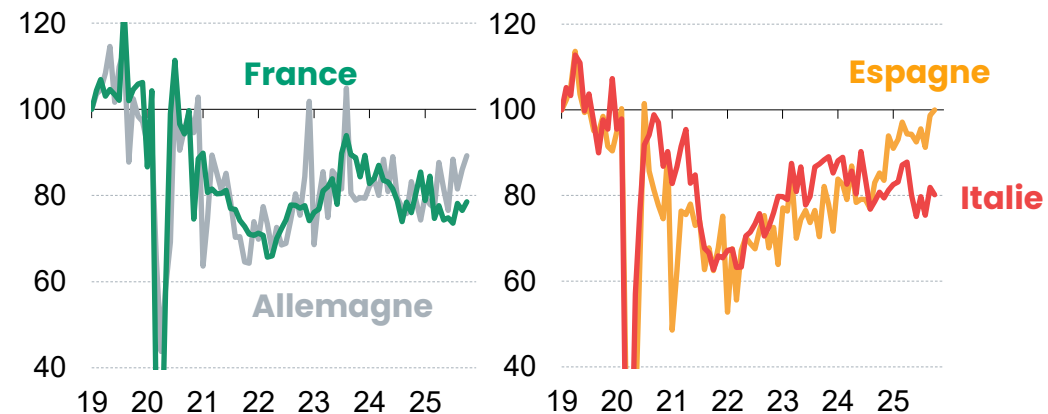
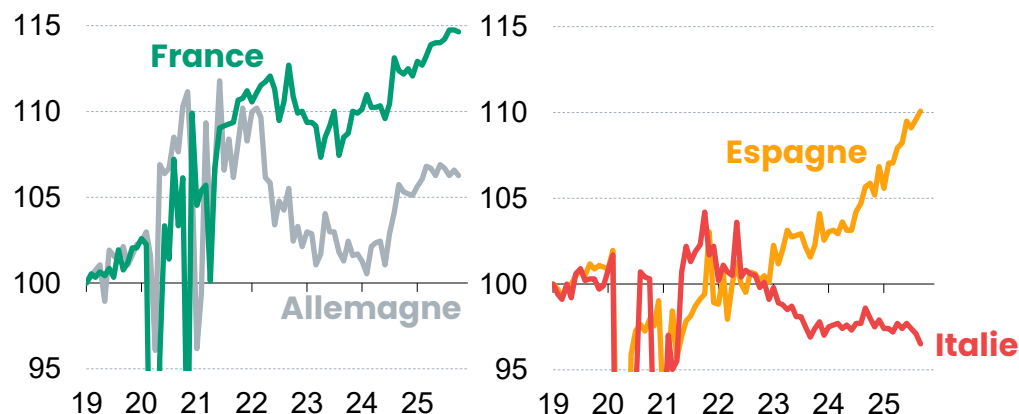


# Depuis quelques mois, les ventes au détail stagnent

**Ventes au détail en zone euro**  
(janvier 2019 = 100, hors ventes de voitures, volume)



**Nouvelles immatriculations**  
(janvier 2019 = 100)



Sources : Eurostat, LSEG Datastream, Candriam

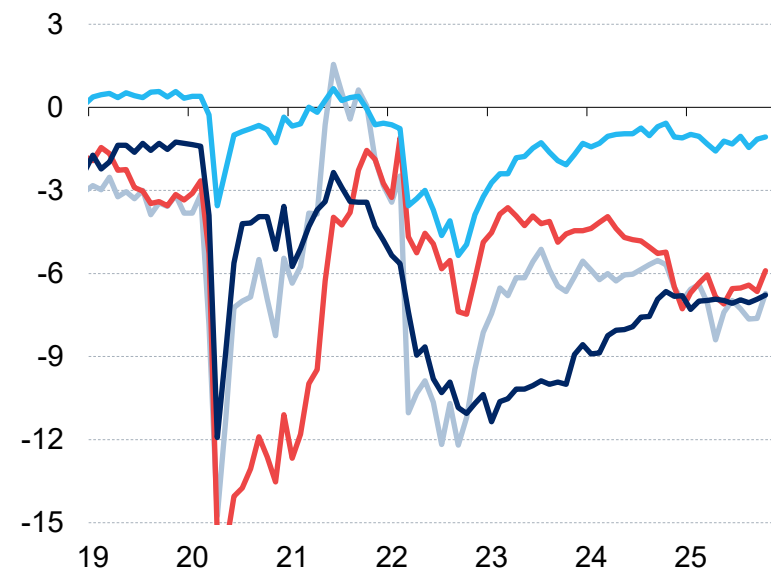


# La confiance des ménages est toujours faible

## Confiance des ménages en zone euro



— Indice de confiance



- Situation financière \*
- Opportunité de faire des achats importants
- Situation économique\*
- Perspectives d'évolution du chômage\*

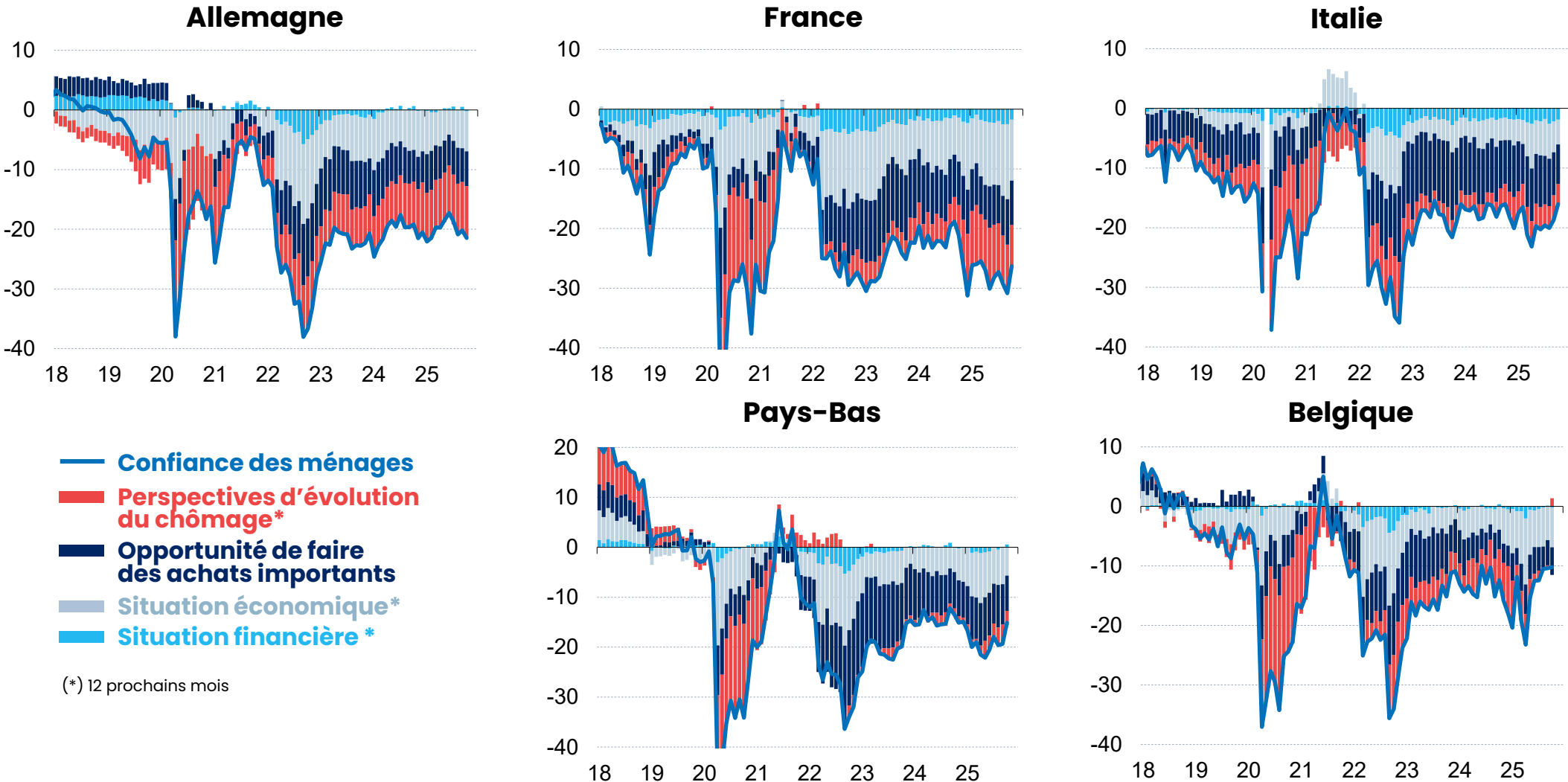
(\*) 12 prochains mois

Sources : LSEG Datastream, Candriam



# Memo. Confiance des ménages par pays

## Confiance des ménages par pays



Sources : LSEG Datastream, Candriam



# Les taux d'épargne restent élevés

**Taux d'épargne**  
(% du revenu disponible)

**Zone euro**



**Allemagne**



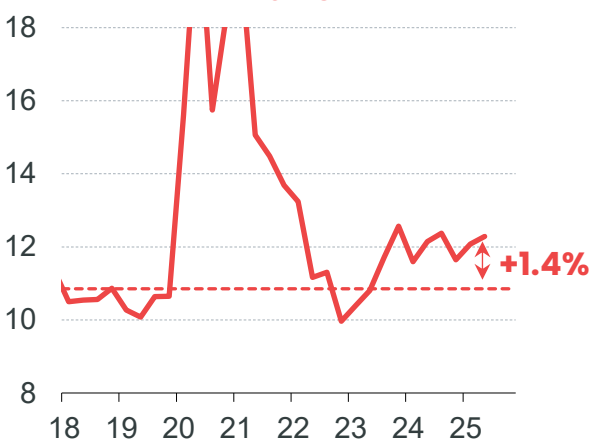
**France**



**Pays-Bas**



**Italie**



**Espagne**



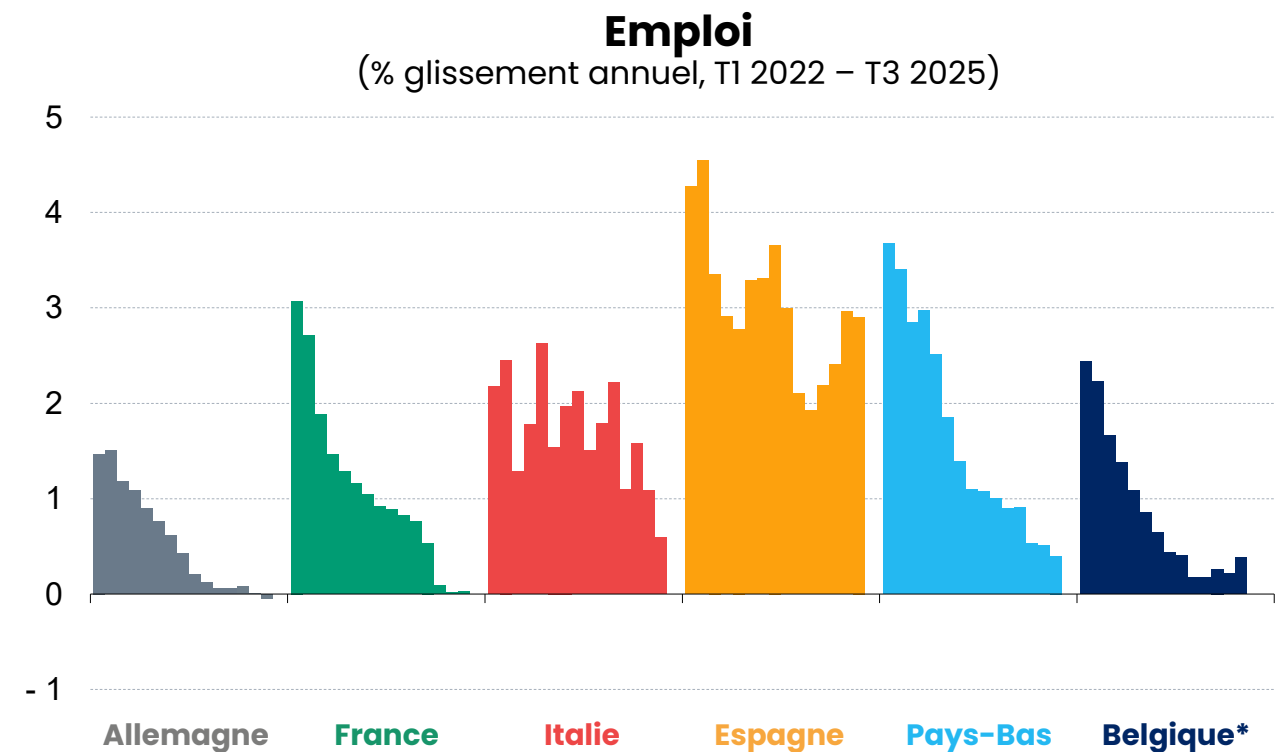
**Belgique**



Sources : LSEG Datastream, Candriam

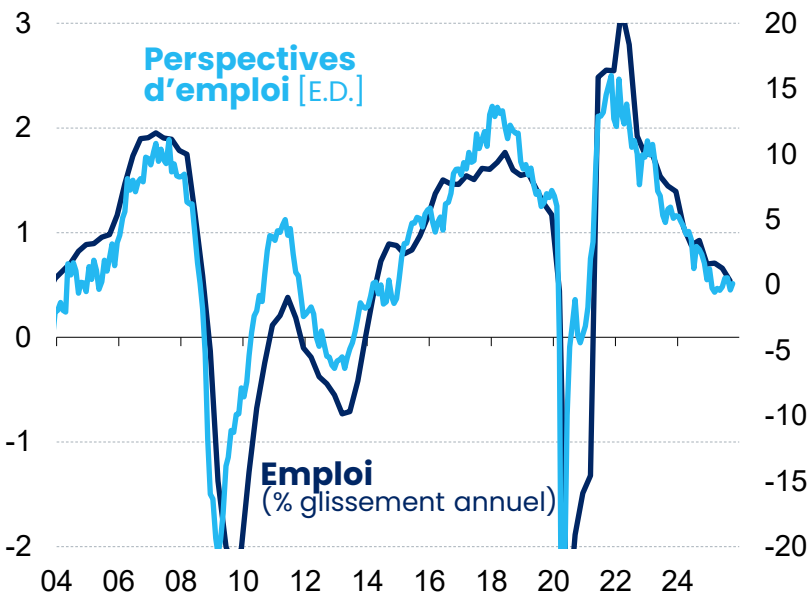


# Les créations d'emplois ont ralenti



(\*) dernières données : T2 2025

**Perspectives d'emploi dans la zone euro**  
(enquête de la Commission européenne auprès des entreprises)



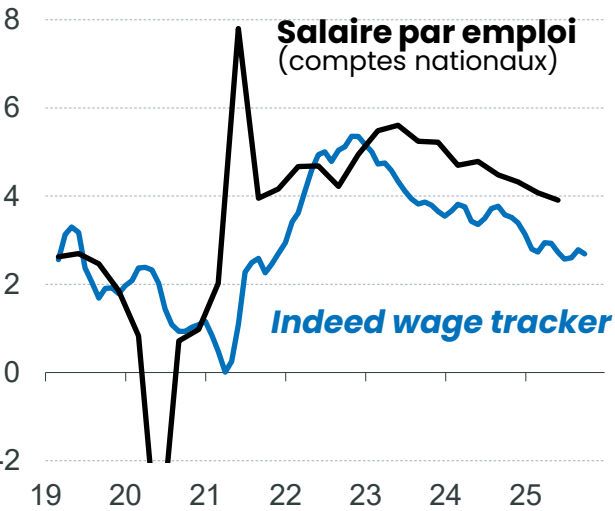
Sources : LSEG Datastream, Candriam



# Les salaires ont décéléré...

**Salaire par emploi**  
(% glissement annuel)

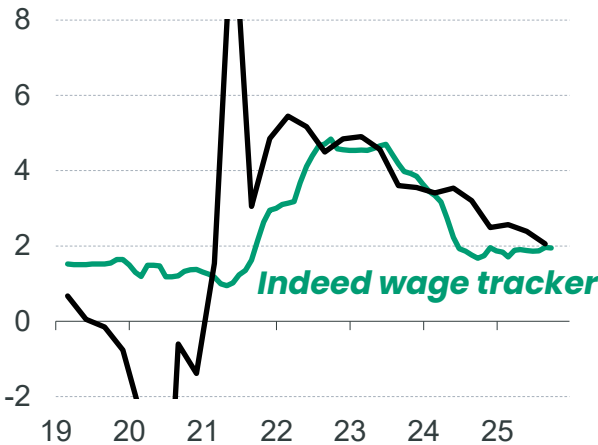
## Zone euro



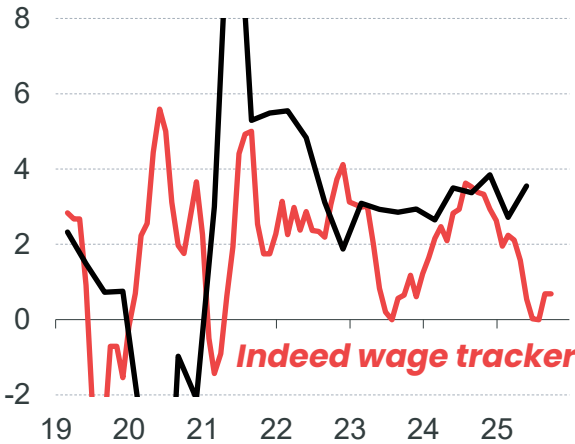
## Allemagne



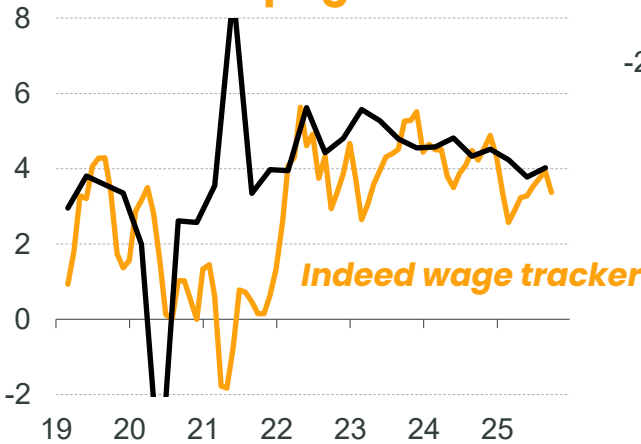
## France



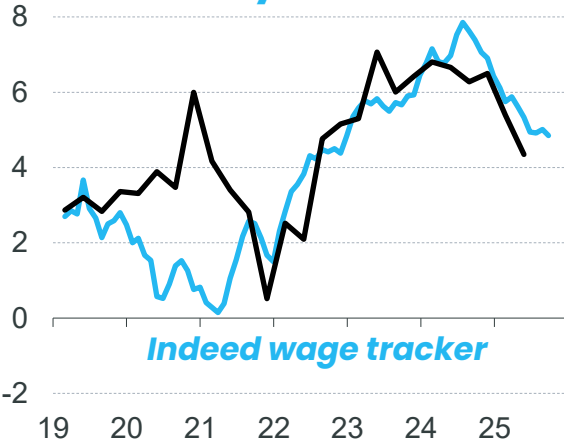
## Italie



## Espagne



## Pays-Bas

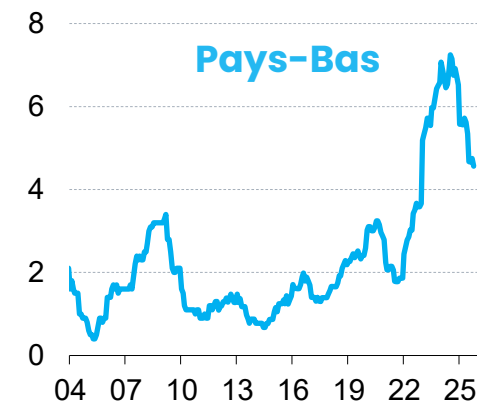
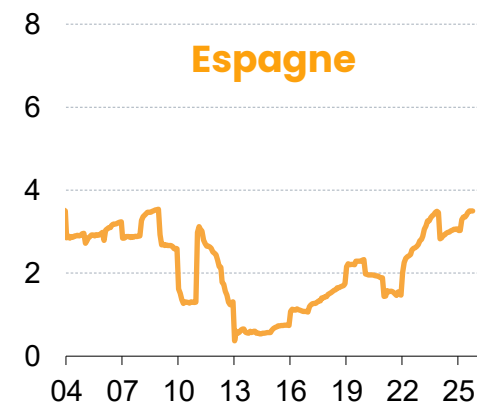
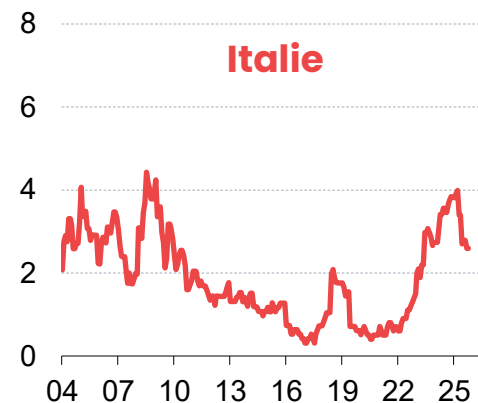
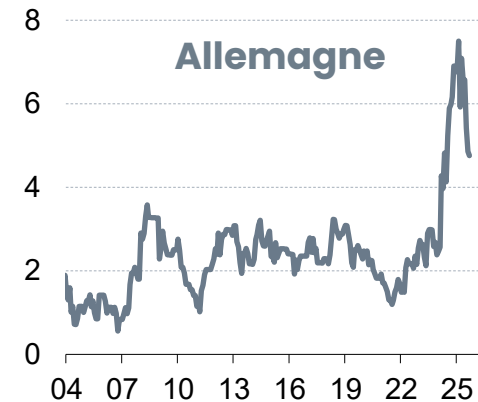
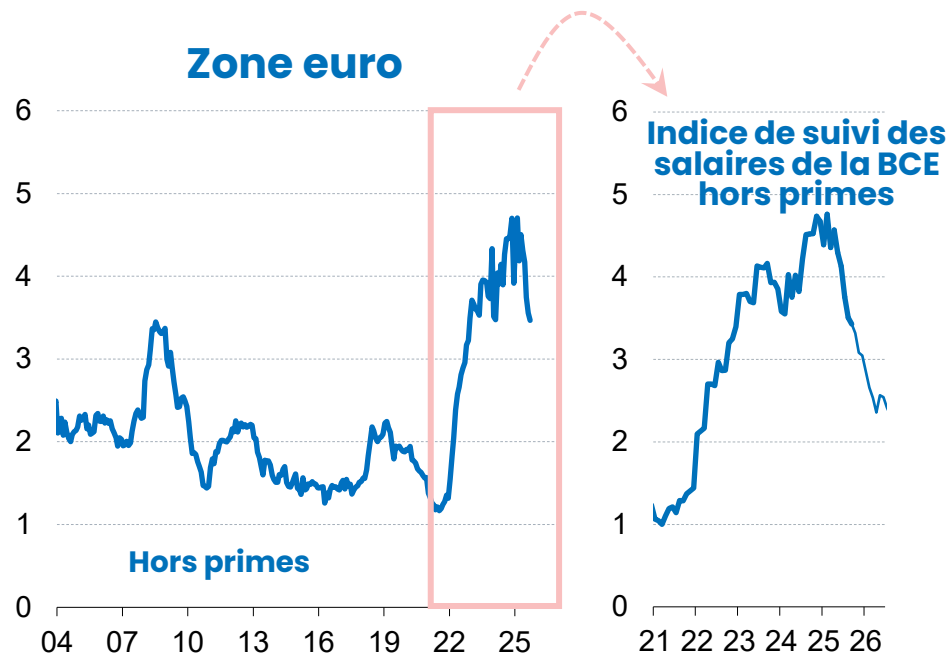


Sources : LSEG Datastream, Indeed, Candriam



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

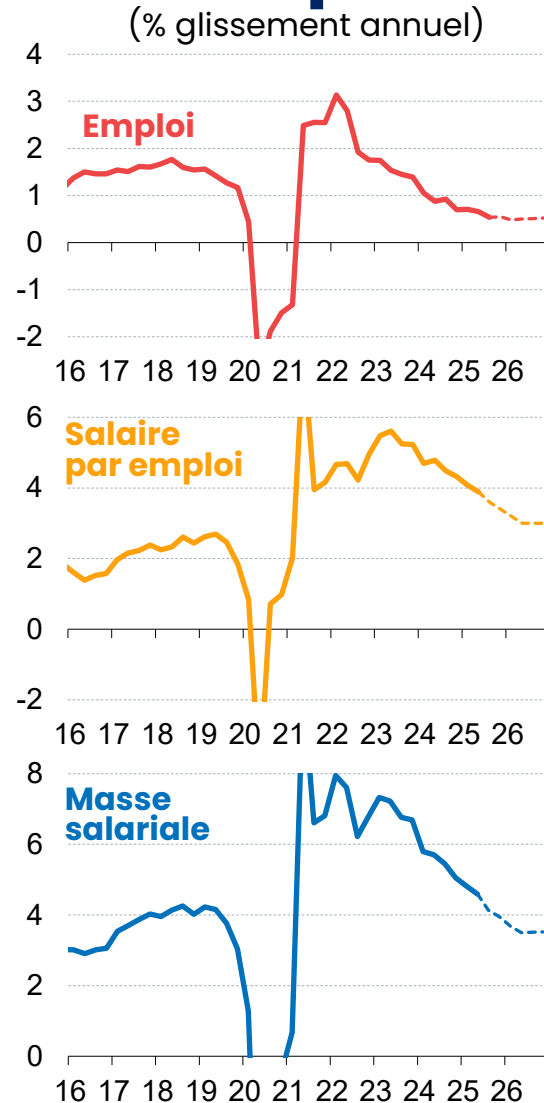
## Salaires négociés (% glissement annuel)



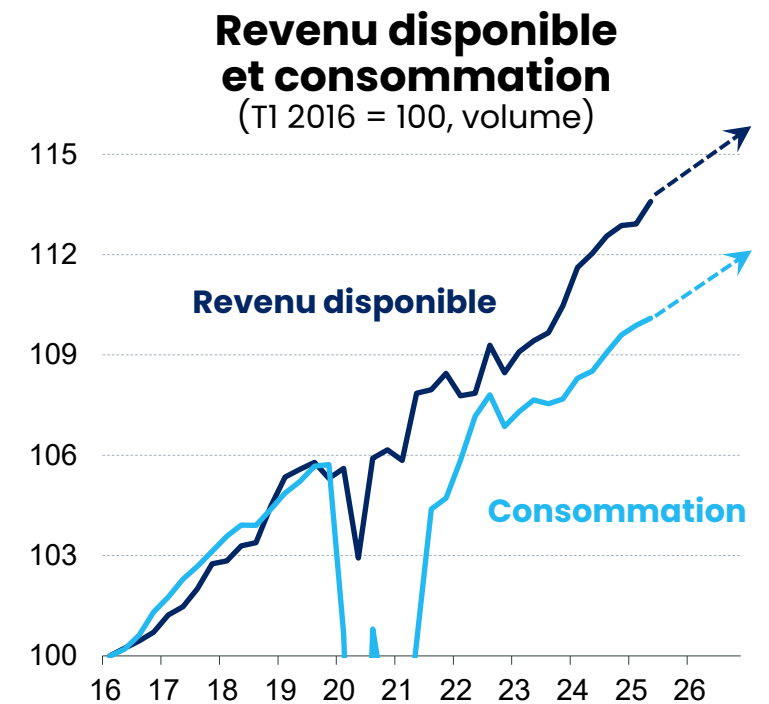
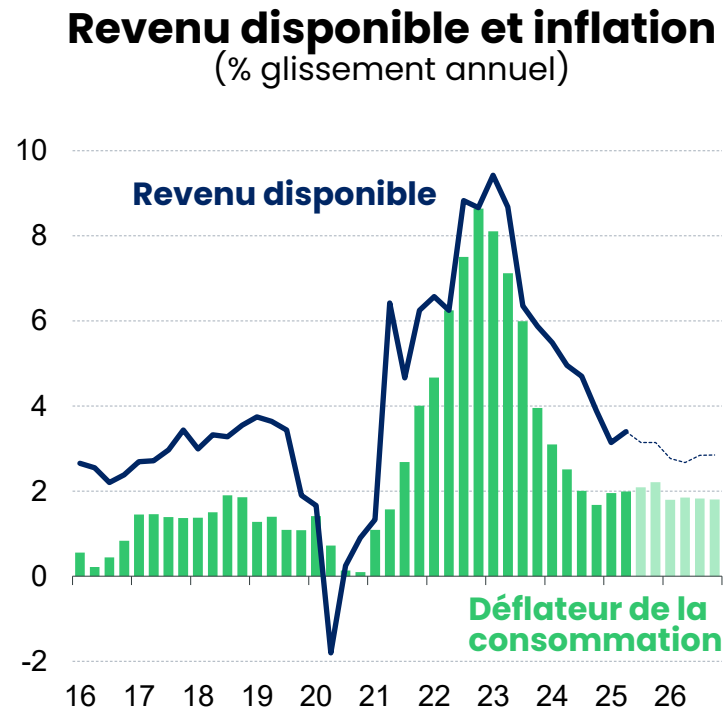
Sources : LSEG Datastream, Candriam



# La progression modérée du revenu en termes réels devrait toutefois permettre à la consommation de croître à 1%

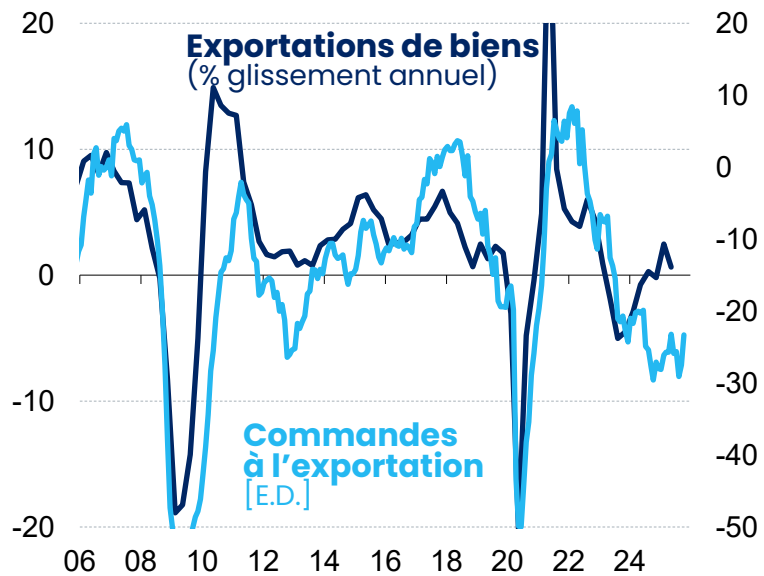


Sources : LSEG Datastream, Candriam

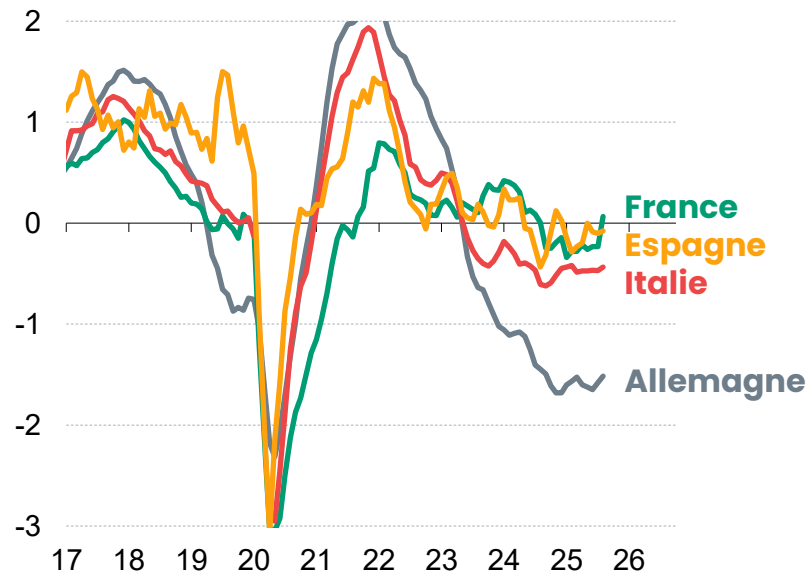


# Le commerce extérieur ne va guère soutenir l'activité

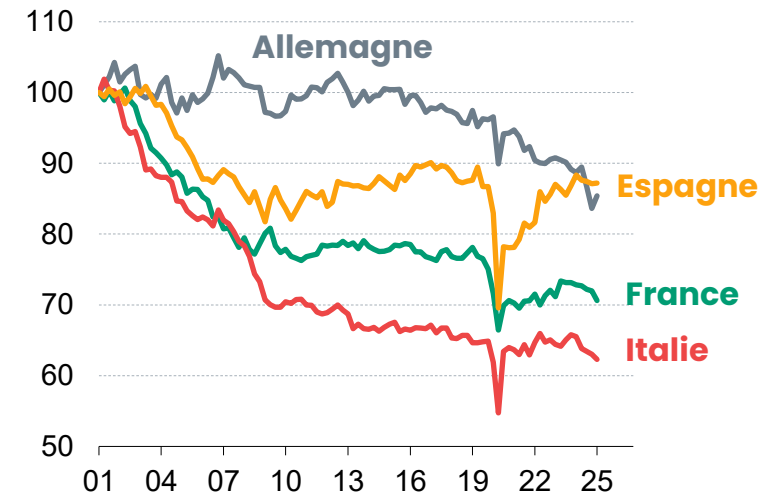
## Exportations de biens et commandes à l'exportation



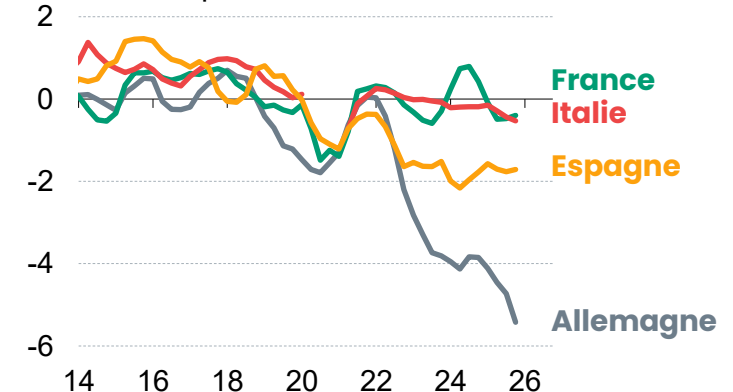
## Commandes à l'exportation (enquête de la CE, Z-scores)



## Indice de parts de marché à l'exportation (T1 2001 = 100)



## Compétitivité en dehors de l'UE (enquête de la CE, Z-scores)

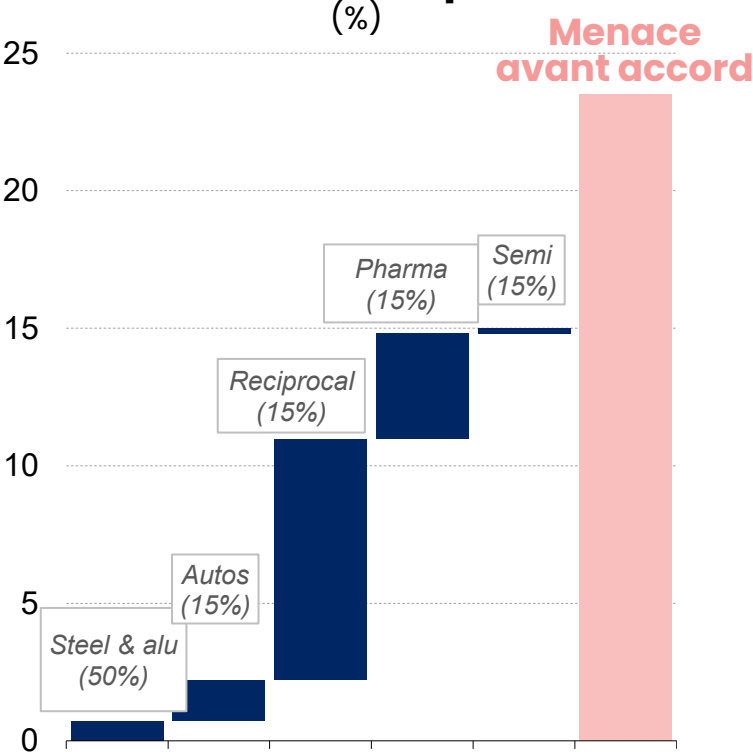


Sources : LSEG Datastream, Candriam

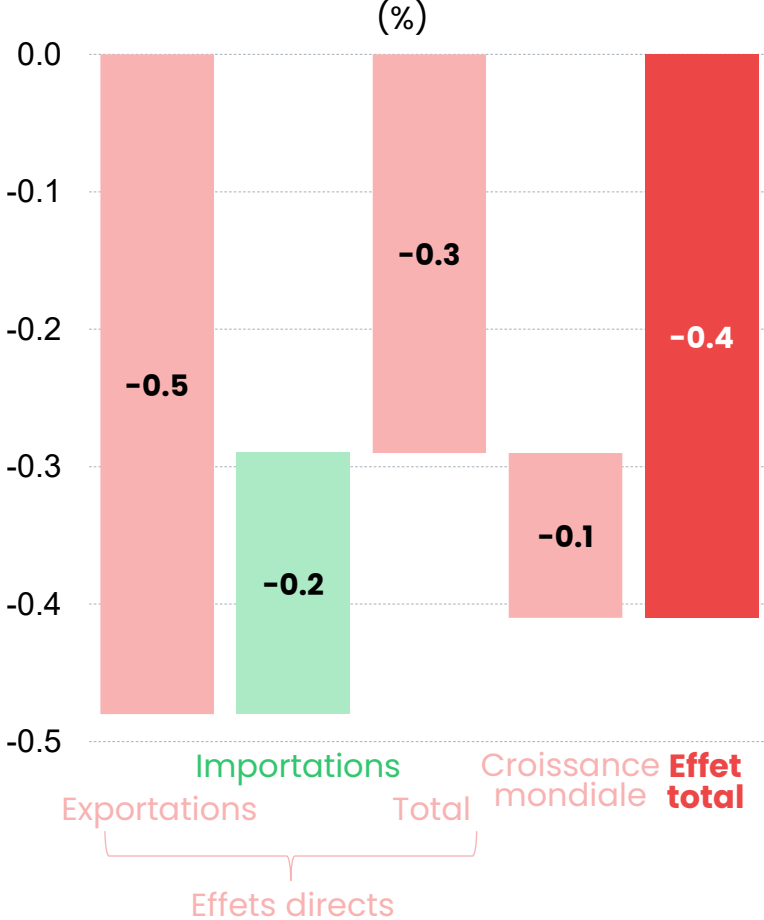


# Malgré un accord commercial, la hausse des droits de douane américains est conséquente

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



Effet sur le PIB de la zone euro d'une hausse de 15% des droits de douane américains (%)

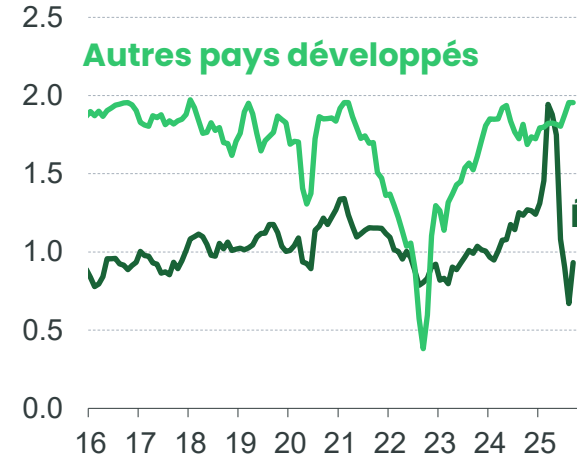
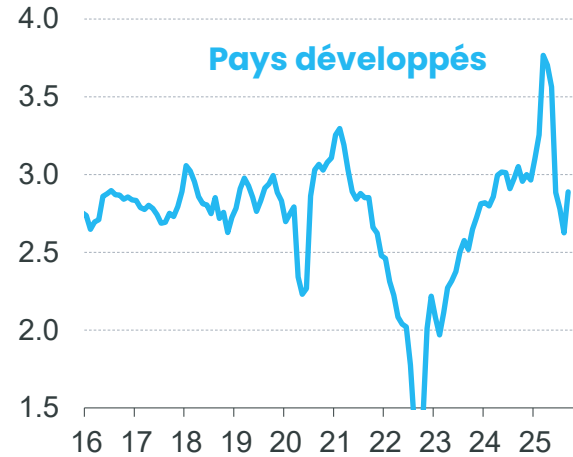


Sources : Census Bureau, Candriam

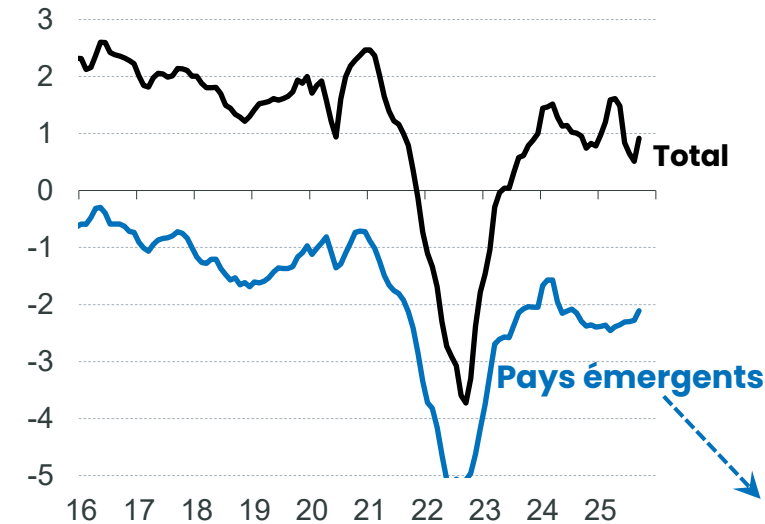


# Depuis 2019, le solde commercial de la zone euro s'est dégradé avec les pays émergents... et plus particulièrement la Chine !

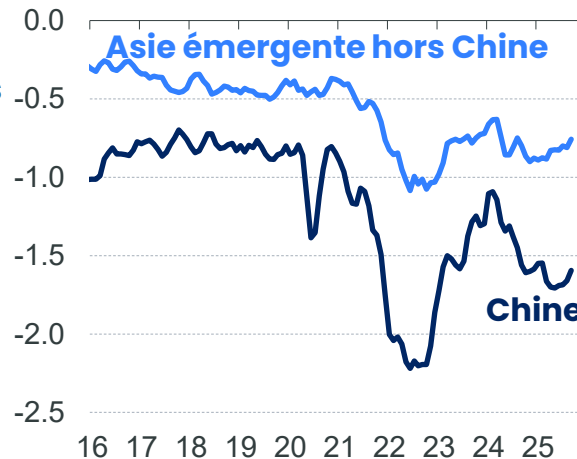
**Solde commercial de la zone euro**  
(% du PIB, lissage / 3 mois)



**États-Unis**

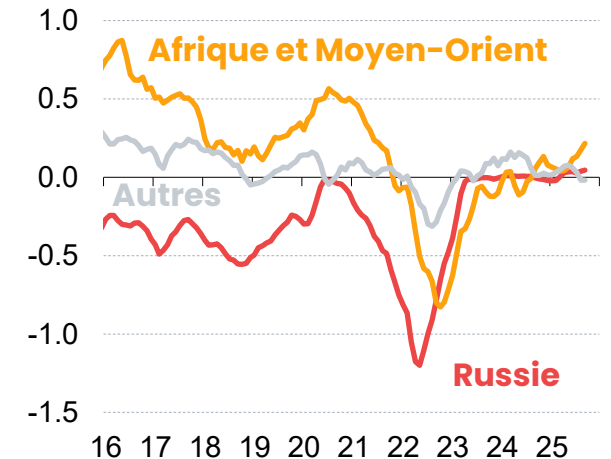
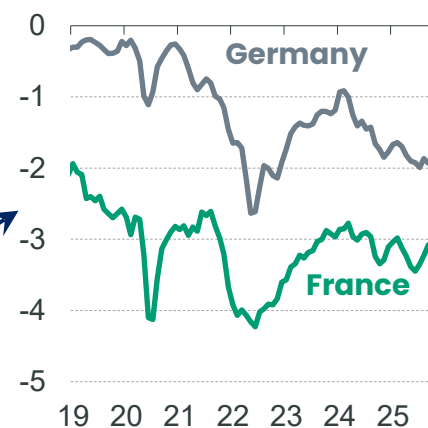


**Pays émergents**



**Chine**

**Solde bilatéral avec la Chine**



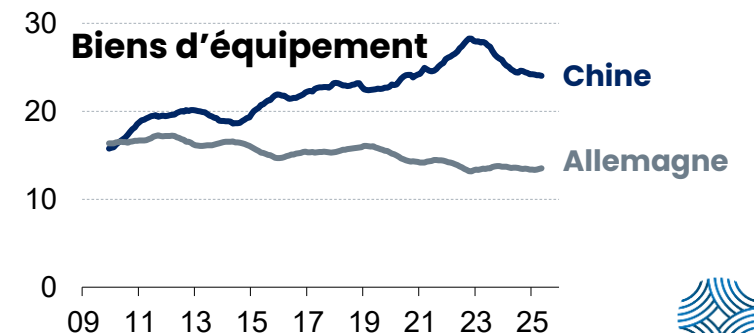
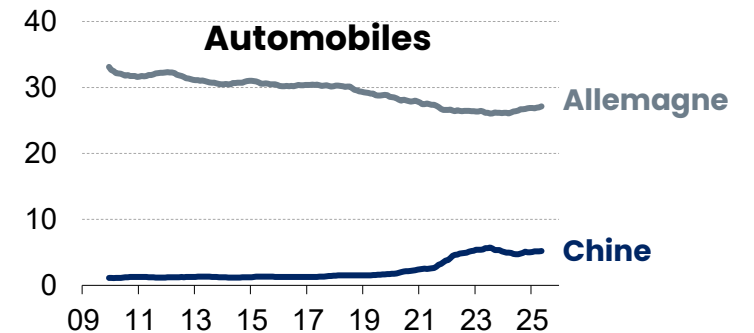
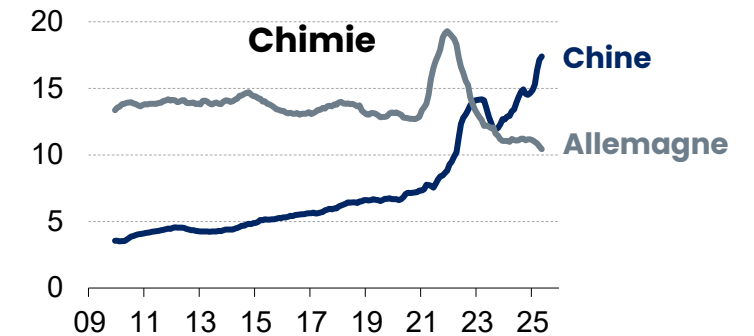
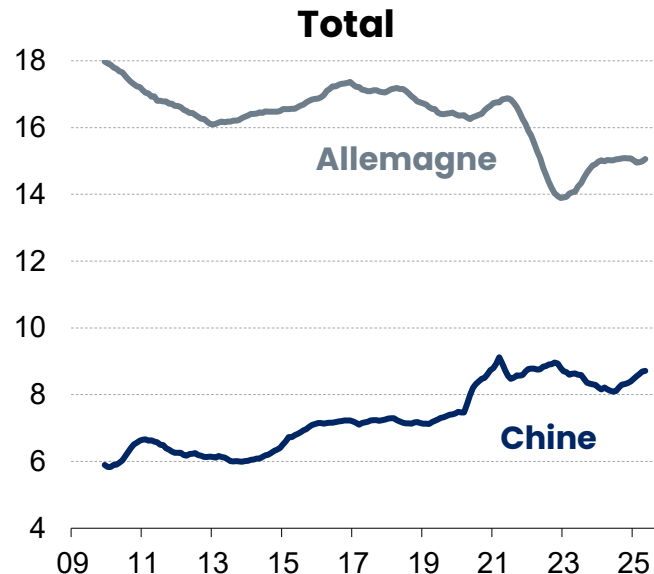
Sources : LSEG Datastream, Eurostat, Candriam



# L'Europe – l'Allemagne en premier lieu – souffre de la concurrence chinoise, y compris sur son marché intérieur

**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)

**Part de la Chine dans les exportations et importations de la zone euro (%)**



Sources : Eurostat, Candriam



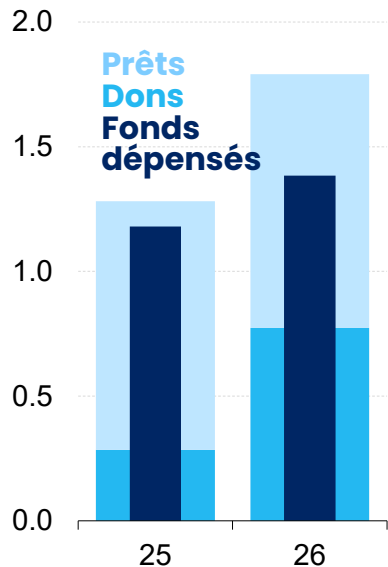
# La Facilité pour la Reprise et la Résilience permettra toutefois de compenser en partie le choc extérieur en 2026

## Investissement et transferts en capital des gouvernements (% du PIB du pays ou de la région)

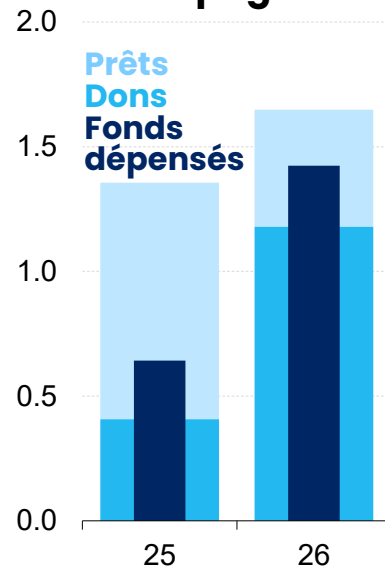
### Facilité pour la Reprise et la Résilience (FRR)

(% du PIB de 2024 du pays ou de la région)

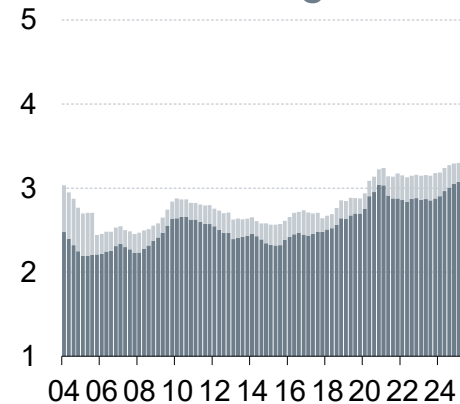
#### Italie



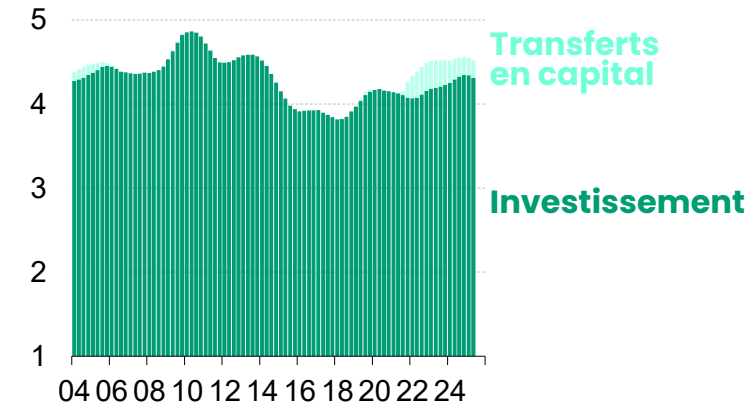
#### Espagne



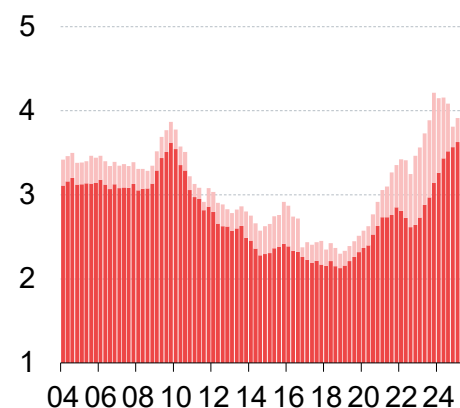
#### Allemagne



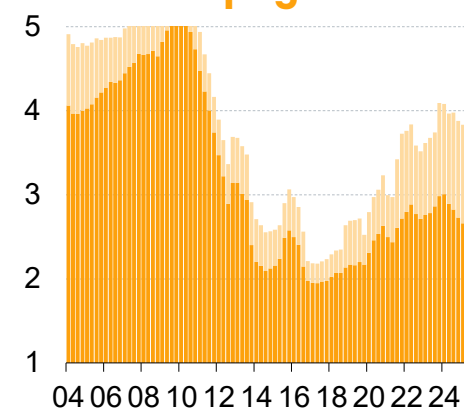
#### France



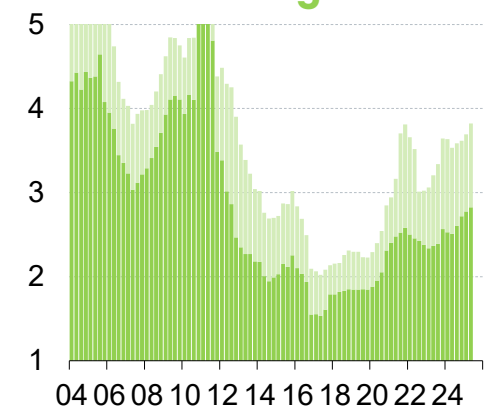
#### Italie



#### Espagne



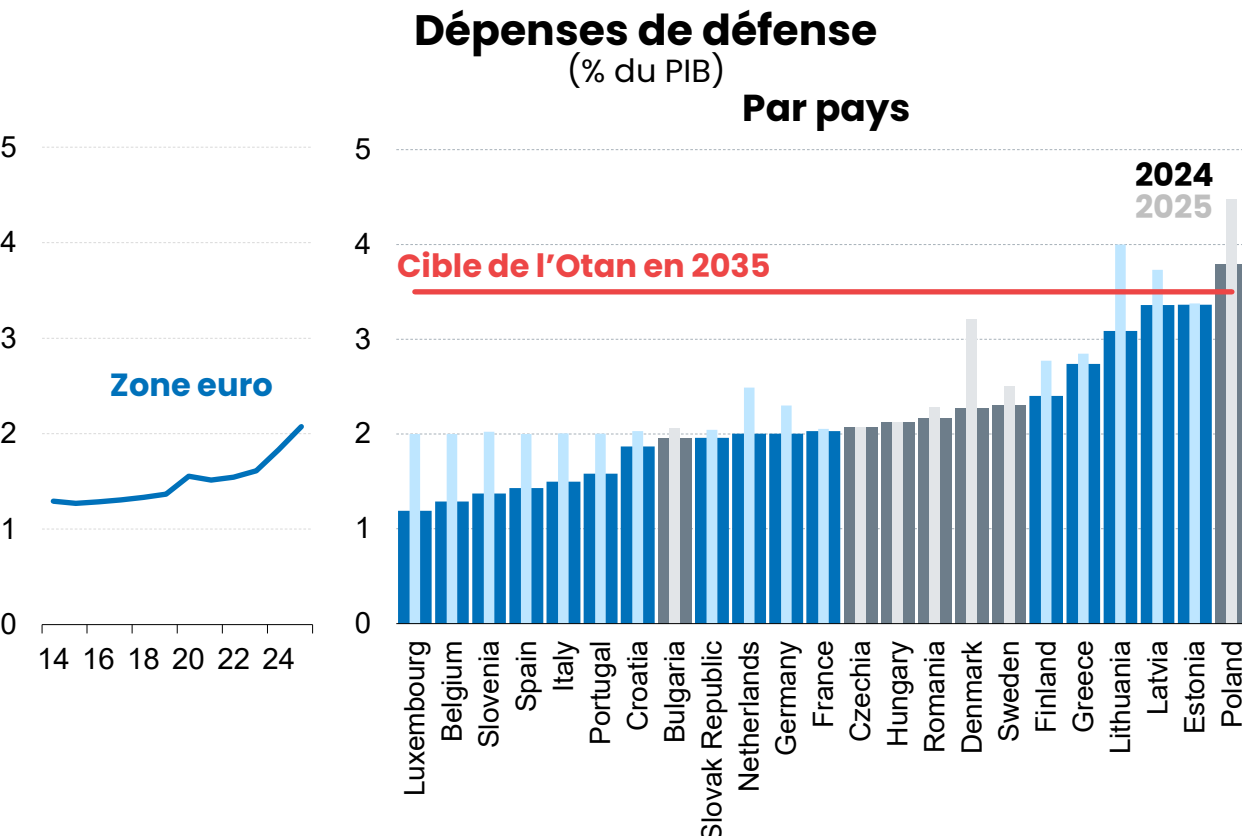
#### Portugal



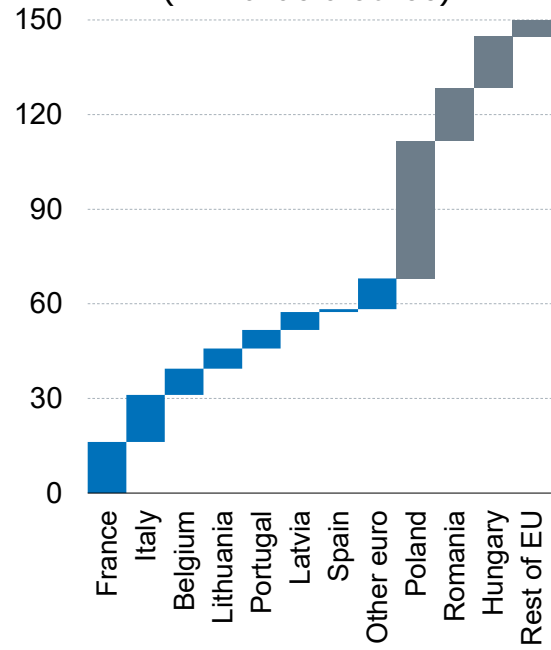
Sources : Goldman Sachs, Eurostat, Candriam



# L'activation de la clause dérogatoire nationale et les prêts du SAFE devraient aider les États à augmenter leurs dépenses de défense



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



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

J. Nagel, 4 novembre 2025

Début novembre, 16 pays ont activé la clause dérogatoire nationale afin de soustraire les nouvelles dépenses de défense à leur déficit (avec un plafond de 1,5% du PIB). Si aucune demande officielle n'a encore été formulée, l'Italie envisage d'y recourir. Parmi les grands pays de l'UE, la France, l'Espagne et les Pays-Bas sont les seuls à s'être abstenus de demander l'activation de cette clause.

En 2026, la quasi-totalité de l'augmentation des dépenses de défense (à l'exception de l'Allemagne et des Pays-Bas) sera financée par la dette de l'UE. Si les prêts SAFE permettront de réduire le besoin d'émissions des États, ils viendront bien augmenter leurs déficits et dettes.

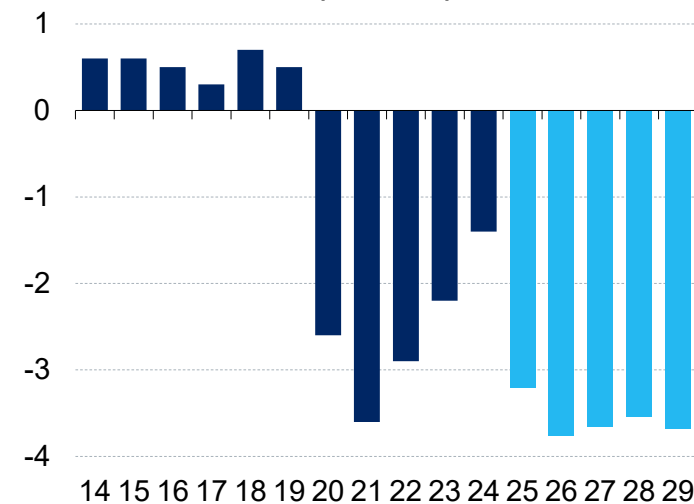
Sources : Commission européenne, NATO, Candriam



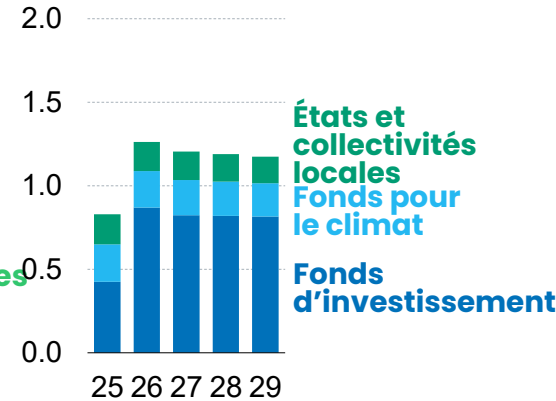
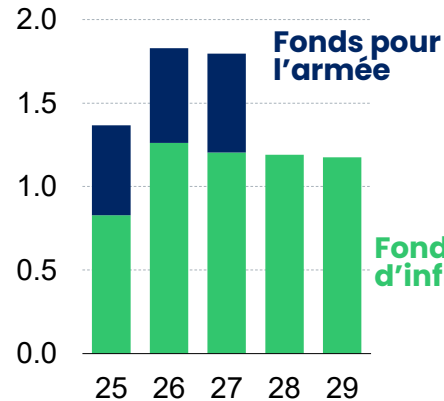
# Le plan allemand devrait également soutenir l'activité... mais probablement pas aussi rapidement qu'espéré

## Budget fédéral de l'Allemagne

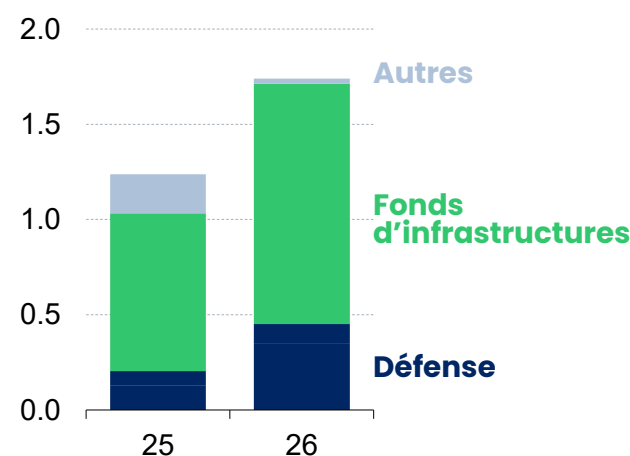
**Solde budgétaire de l'État fédéral**  
(% du PIB)



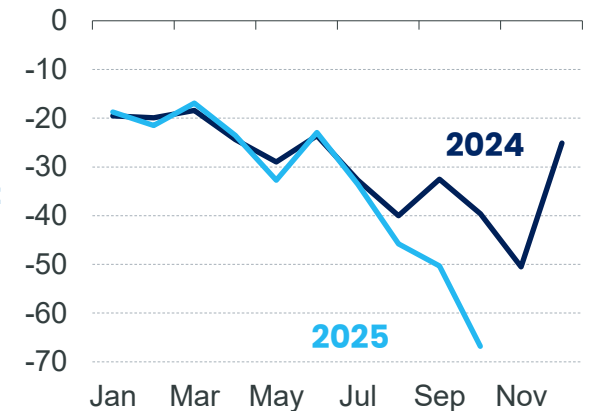
**Fonds spéciaux**  
(% du PIB)



**Hausse des dépenses prévues**  
(% du PIB, par rapport à 2024)



**Solde budgétaire de l'État fédéral**  
(milliards d'euros, en cumul depuis janvier de chaque année)



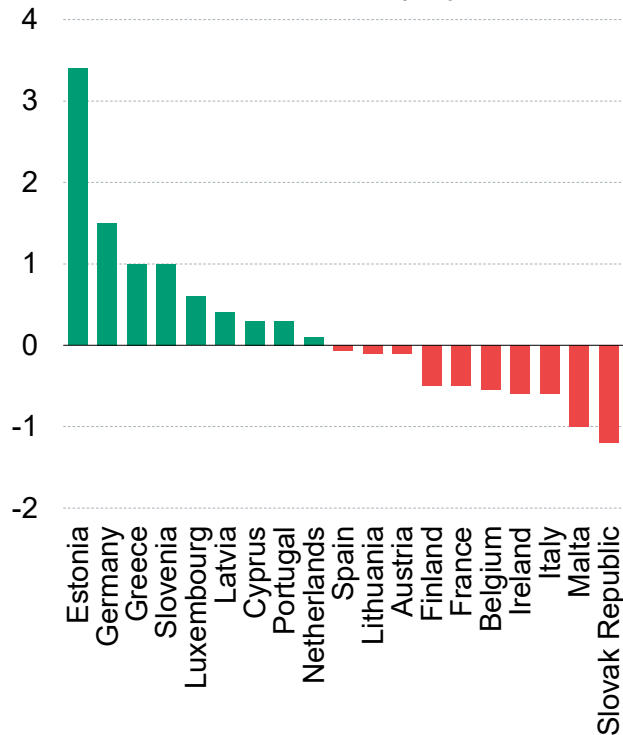
Le déficit fédéral allemand s'est creusé en septembre et octobre, mais cela s'explique principalement par des transactions financières plutôt que par une hausse des dépenses d'infrastructures ou de défense.



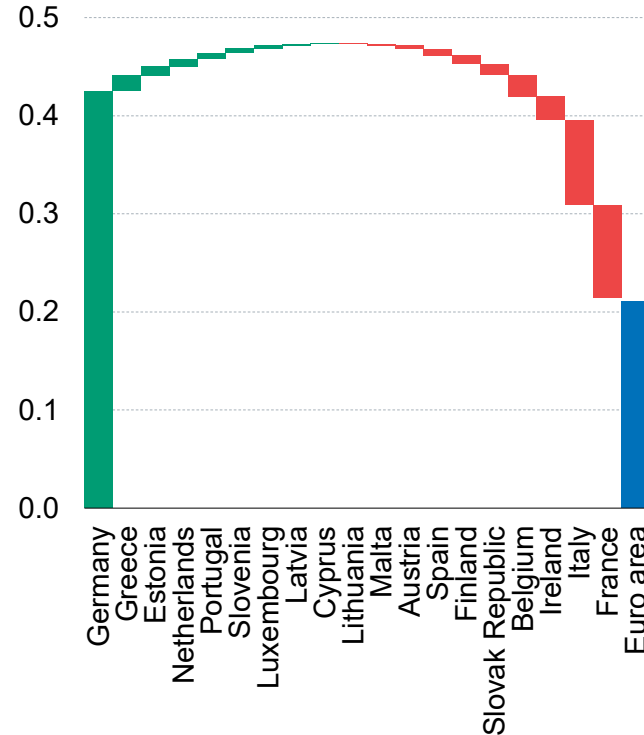
# Malgré le plan allemand, la politique budgétaire ne devrait pas beaucoup soutenir l'activité de la zone euro

## Impulsion budgétaire en 2026

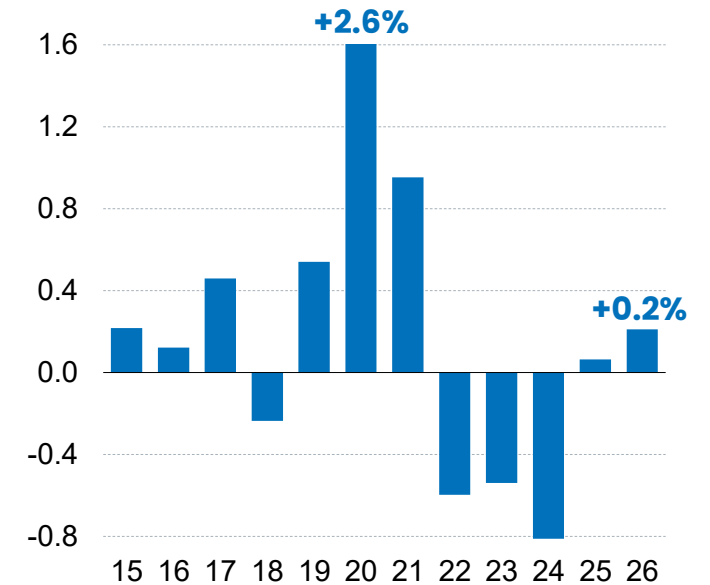
(% du PIB du pays)



(% du PIB de la zone euro)



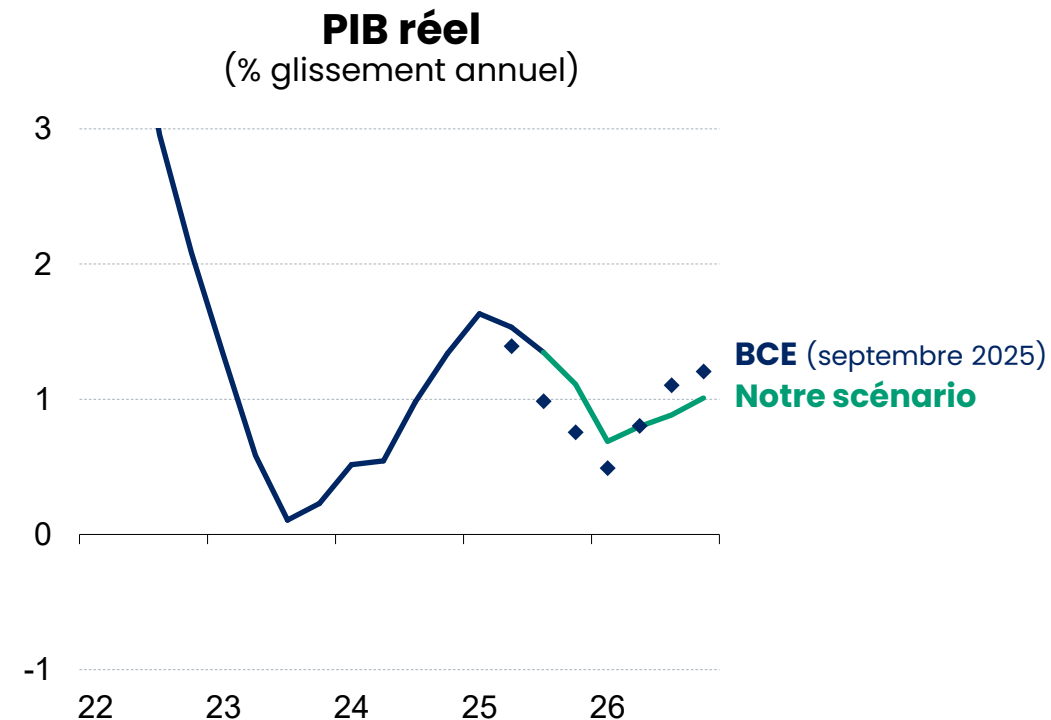
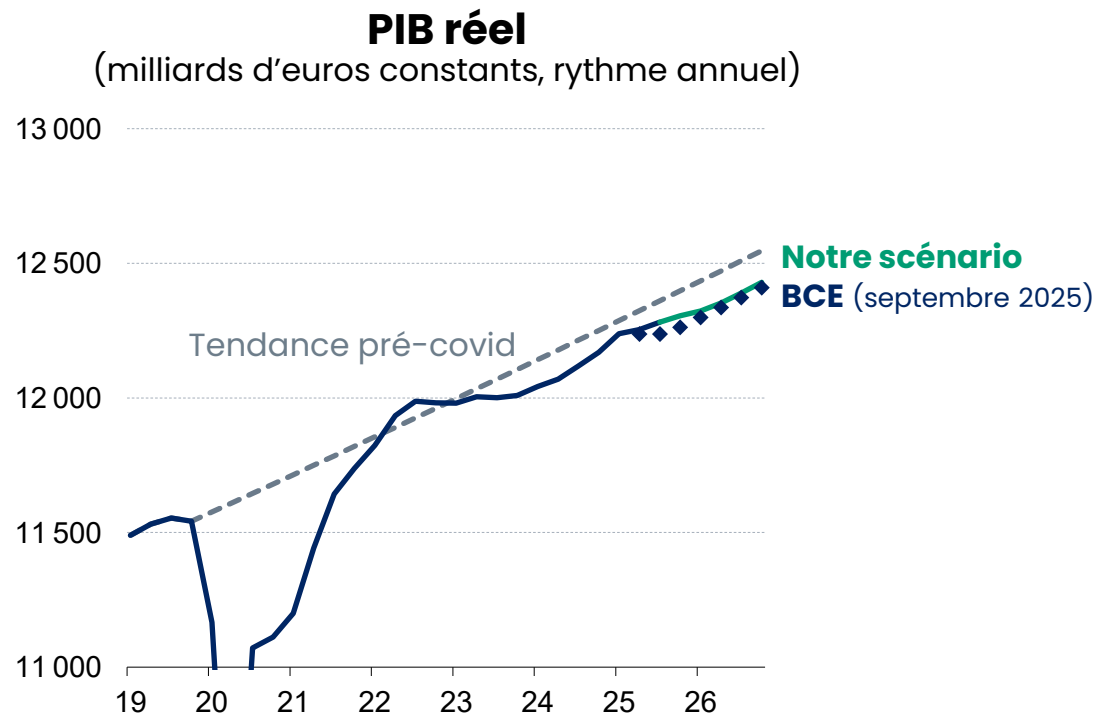
## Impulsion budgétaire pour la zone euro (% du PIB)



Sources : Commission européenne, Candriam



# Après un ralentissement, la croissance réaccélérerait un peu en 2026

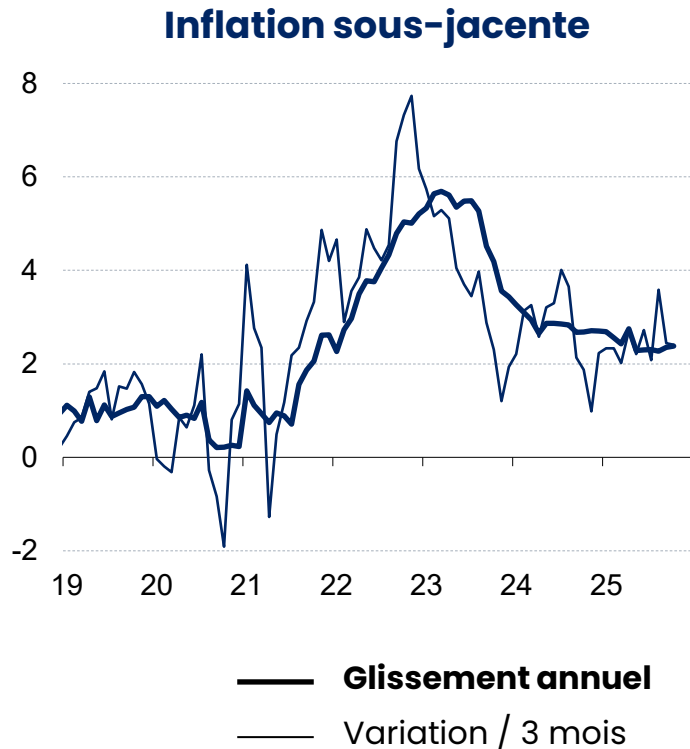


Sources : LSEG Datastream, BCE, Candriam



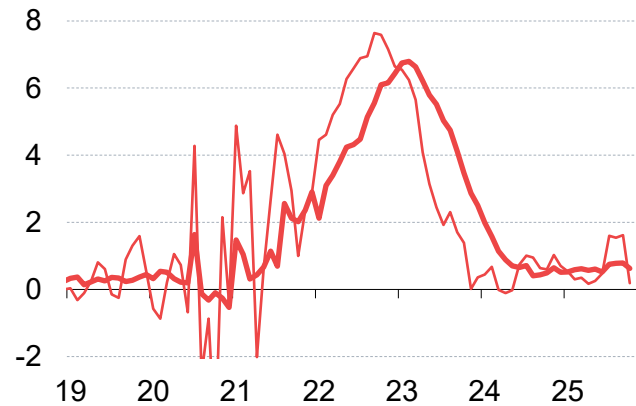
# Les pressions inflationnistes se sont nettement atténuées

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

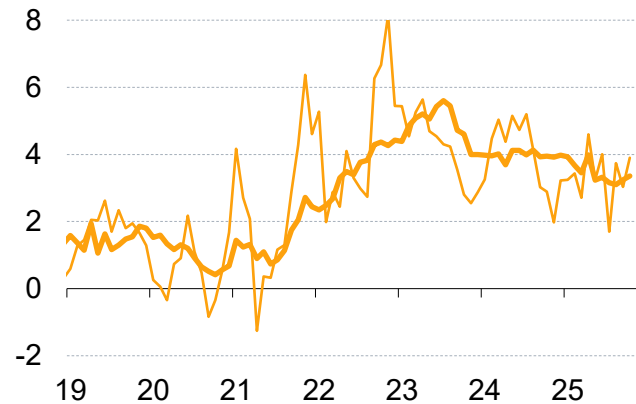


Sources : Eurostat, LSEG Datastream, Candriam

### Biens

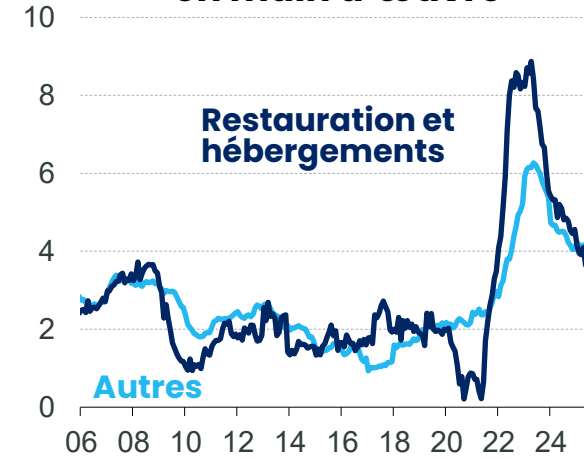


### Services

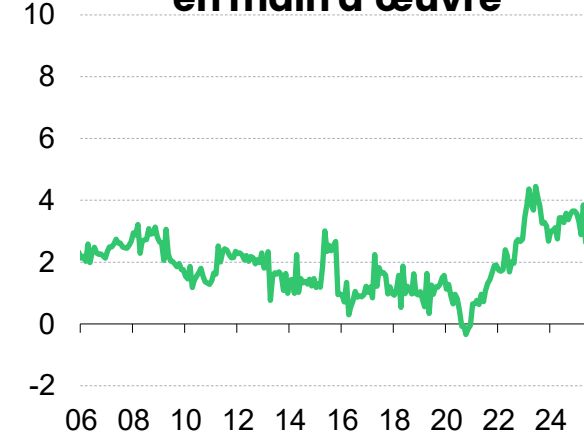


## Inflation sous-jacente dans les services (% glissement annuel)

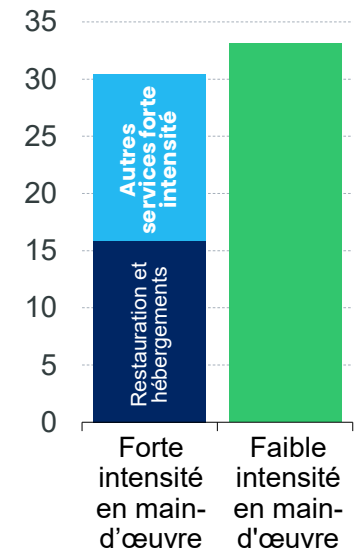
### Services à forte intensité en main d'œuvre



### Services à faible intensité en main d'œuvre

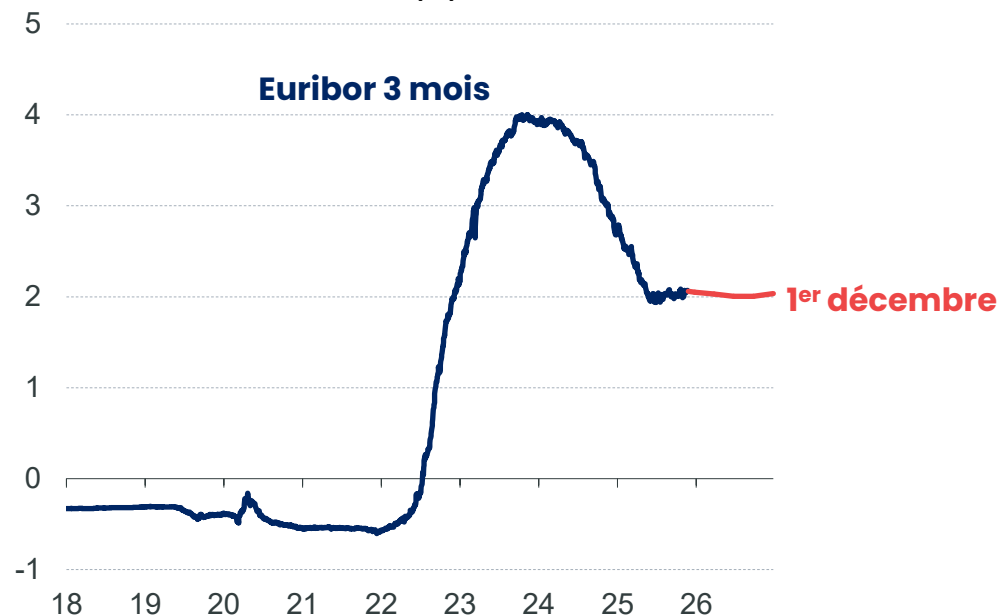


(%, poids dans  
l'inflation sous-jacente)

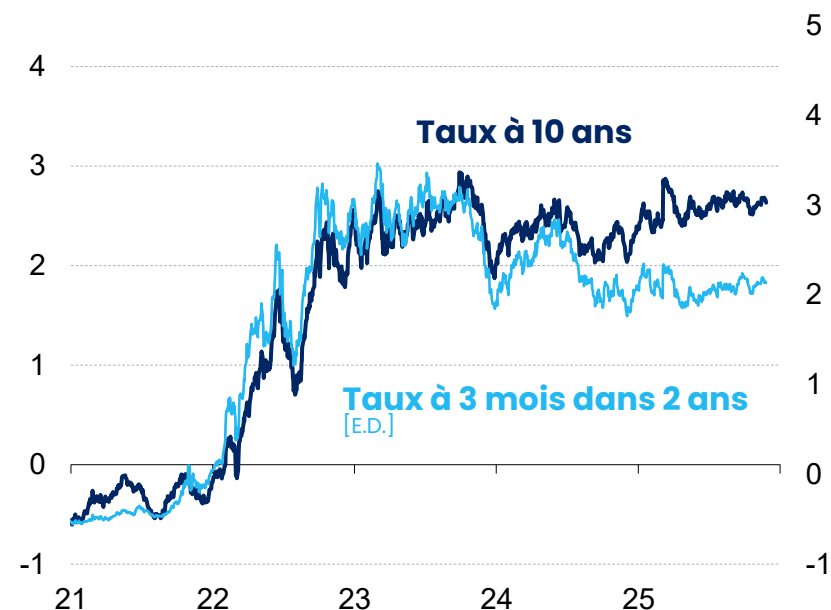


# La normalisation de la politique monétaire est arrivée à son terme

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



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

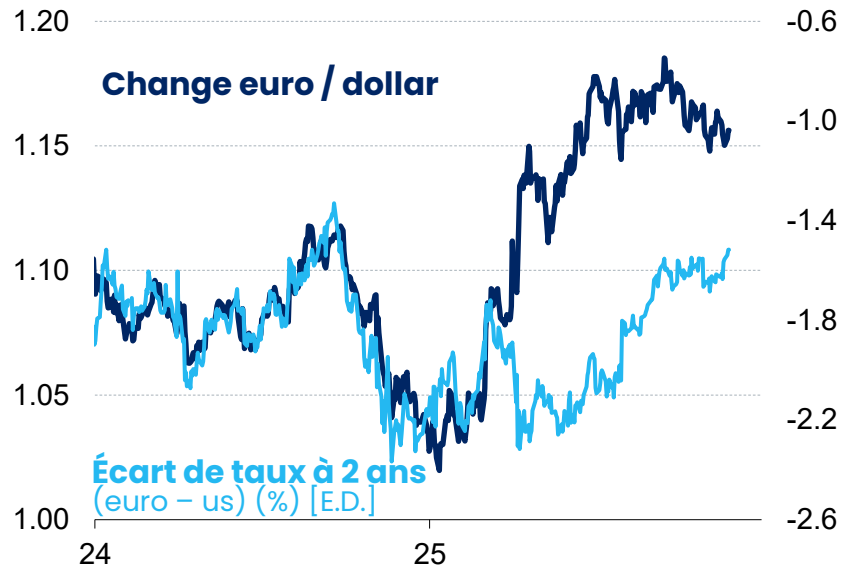


Sources : LSEG Datastream, Candriam

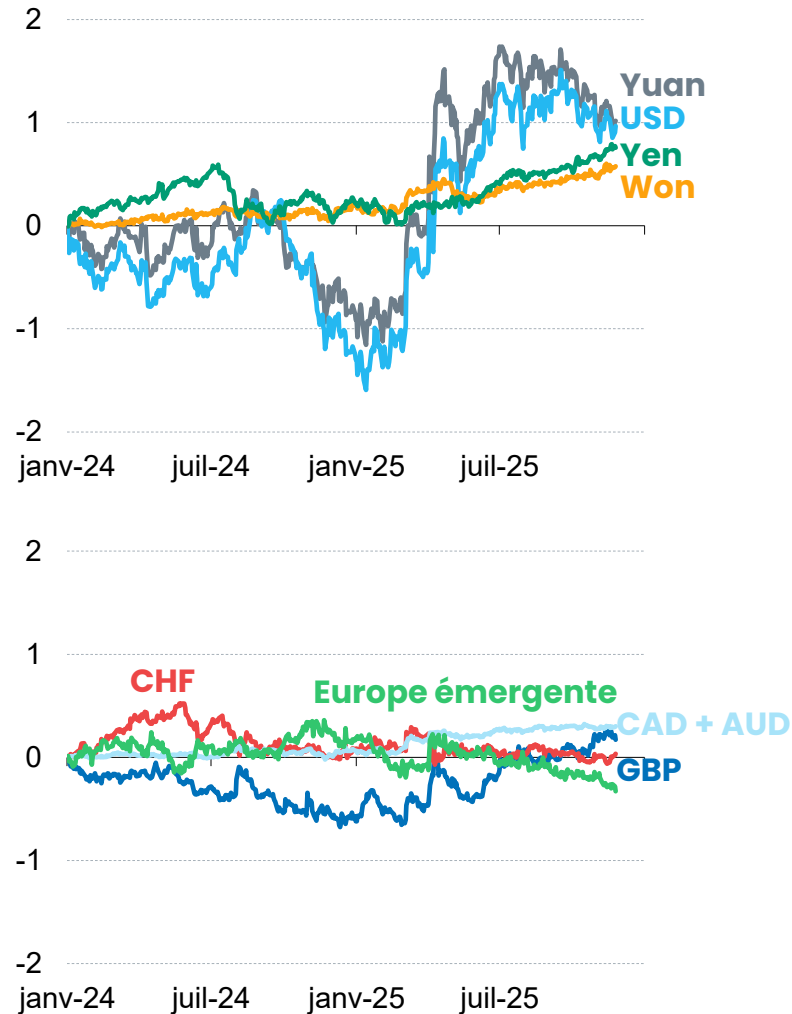


# Memo. Taux de change de l'euro

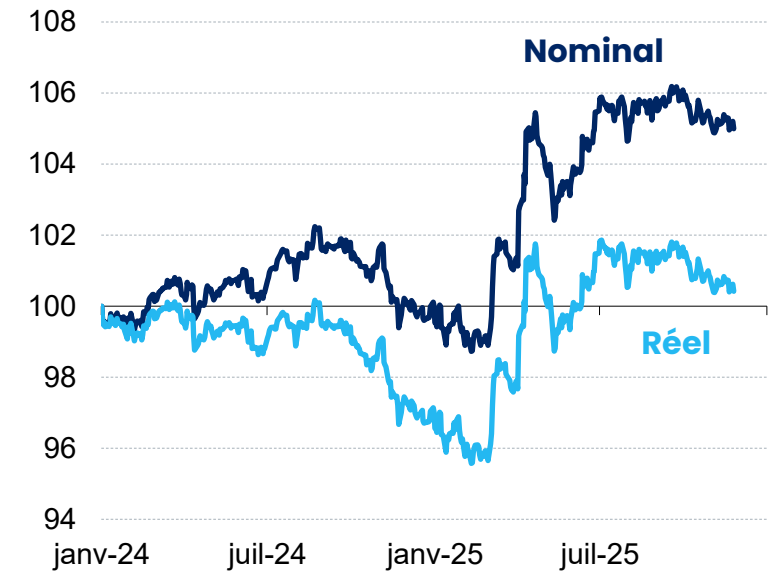
## Écarts de taux anticipés et change de l'euro / dollar



## Contribution au taux de change effectif nominal de l'euro (%, en cumul depuis janvier 2024)



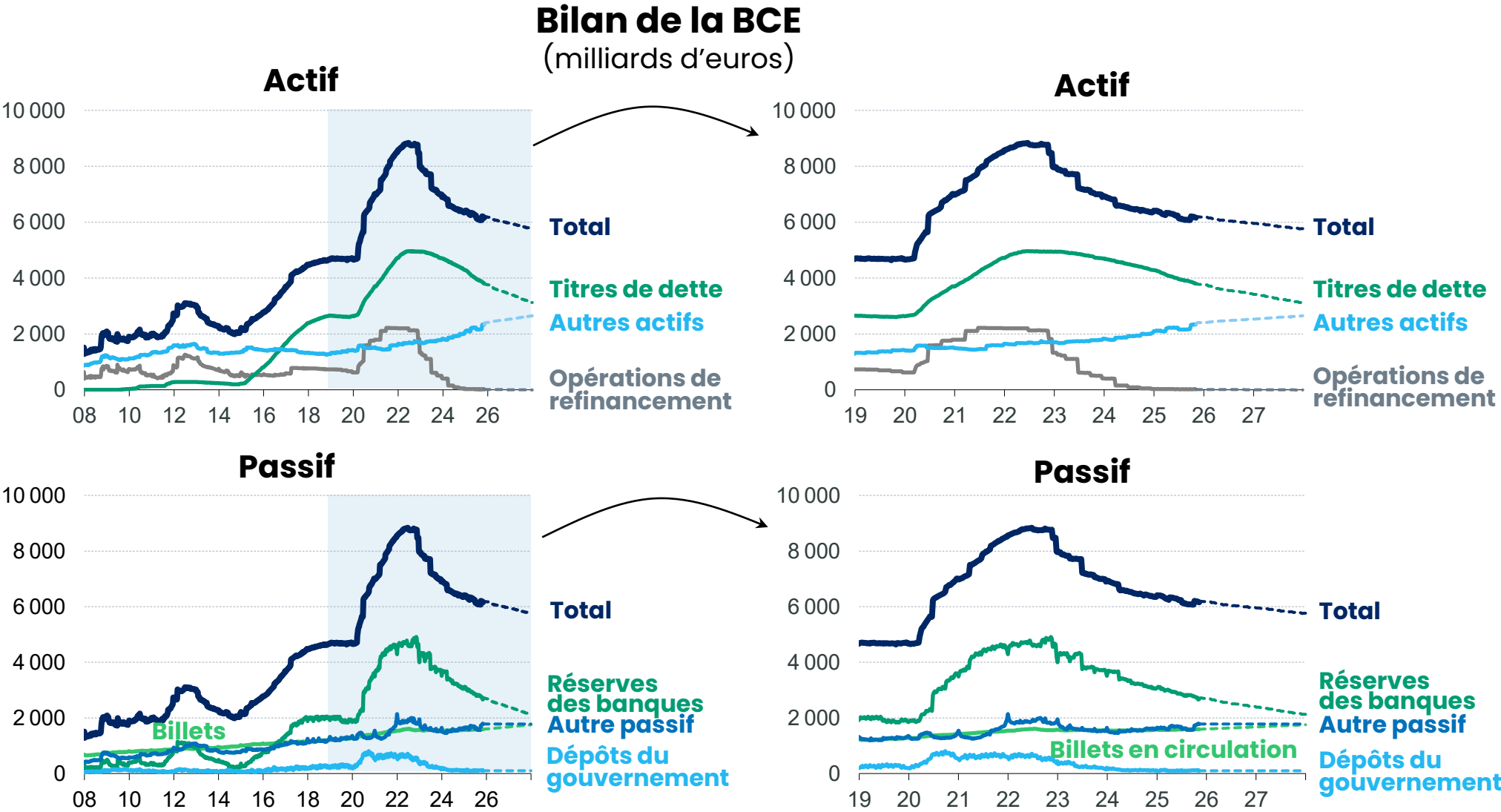
## Taux de change effectif (zone euro, janvier 2024 = 100)



Sources : LSEG Datastream, Candriam



# Memo. Bilan de la BCE



Sources : LSEG Datastream, BCE, Candriam



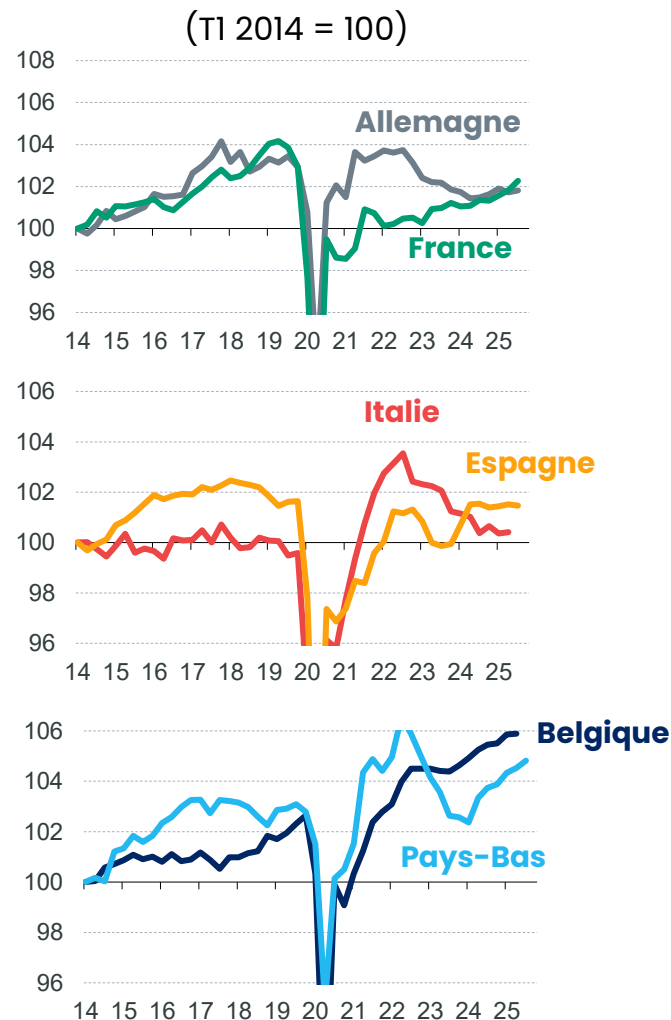
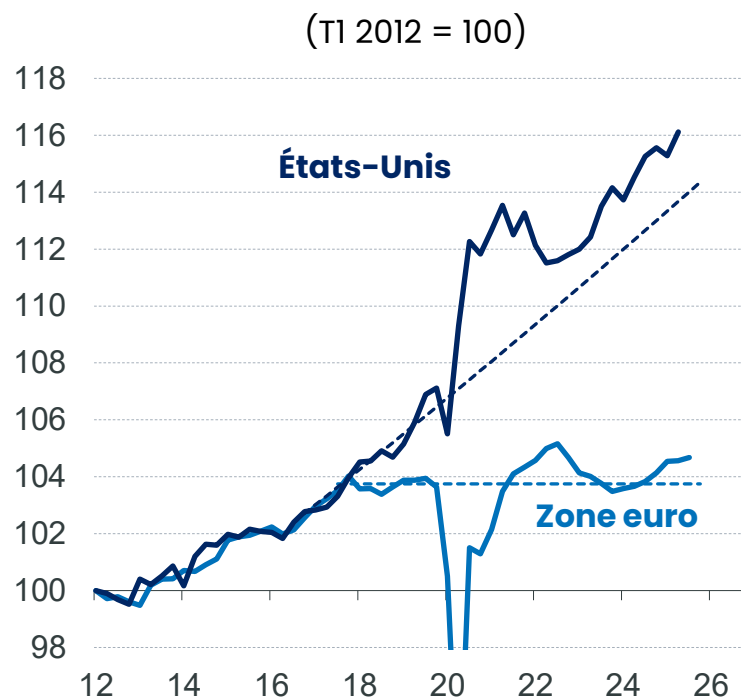


**Focus. L'Europe accumule du retard...**



# Les écarts de productivité continuent de se creuser de part et d'autre de l'Atlantique

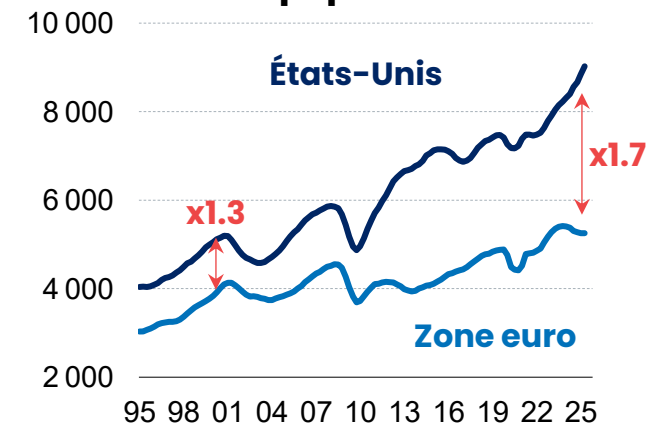
## PIB par emploi



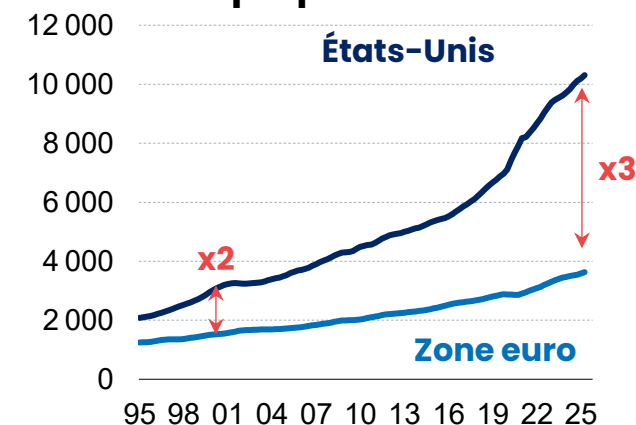
## Investissement par emploi

(volume, en euros, 1€ = 1.2\$)

### Équipement



## Droits de propriété intellectuelle



Sources : LSEG Datastream, Eurostat, Candriam

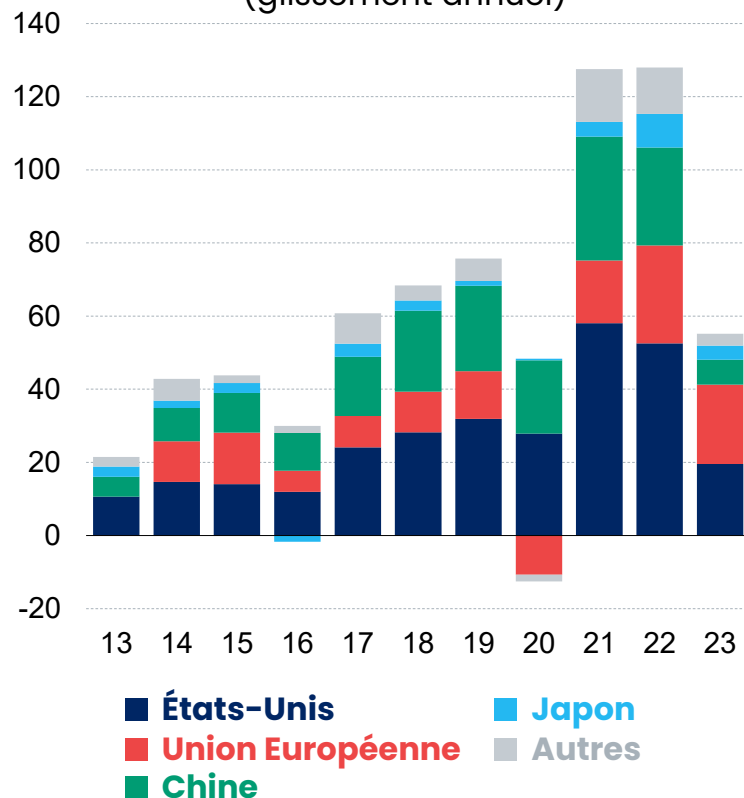


# L'effort d'investissement est nettement plus modeste en Europe... surtout dans les nouvelles technologies

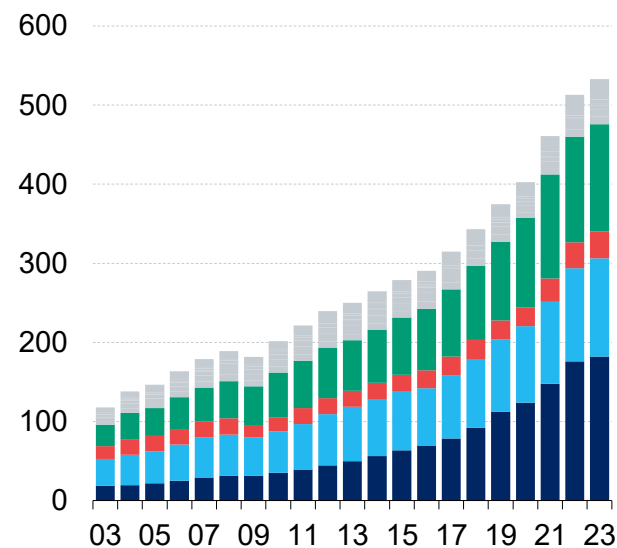
## Investissement en recherche et développement

(milliards d'euros de 2023, enquête de la CE auprès des 2 000 plus grands investisseurs en R&D)

### Par région (glissement annuel)

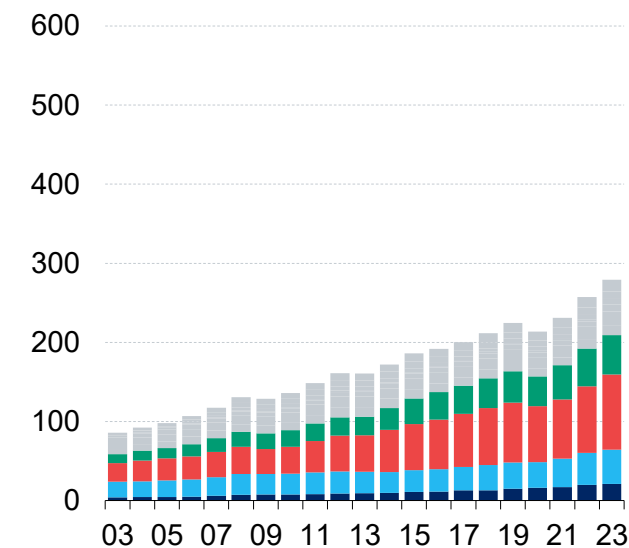


### États-Unis



■ TIC - services  
■ TIC - producteurs  
■ Automobiles

### Union Européenne



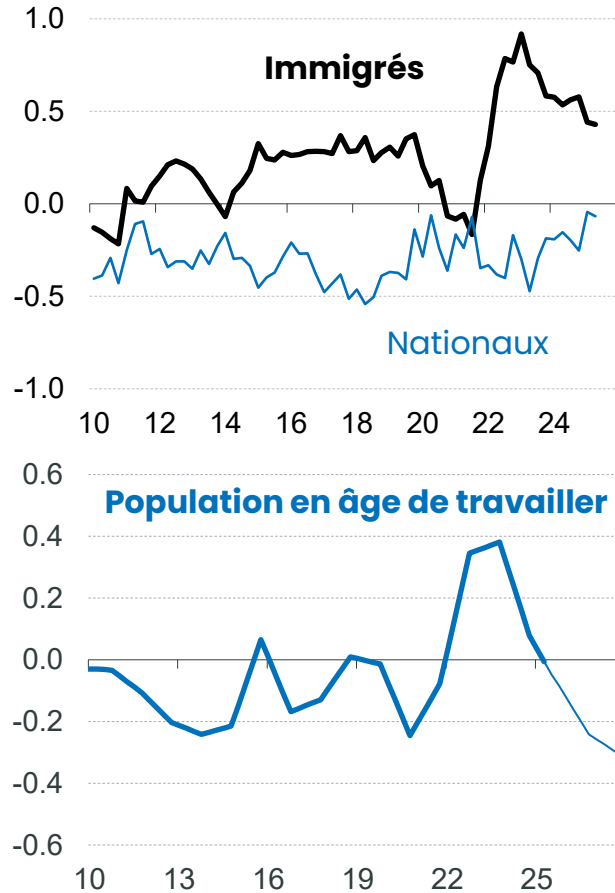
■ Santé  
■ Autres

Sources : Commission européenne, Candriam

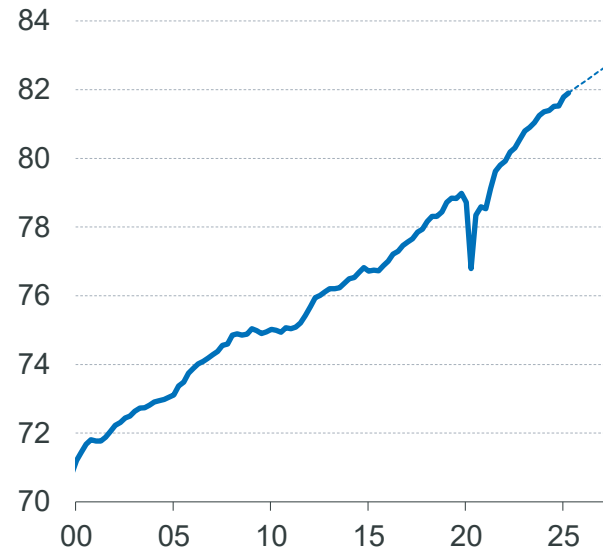


# La population active devrait au mieux croître de 0,5% l'an

**Population en âge de travailler**  
(%, contribution en glissement annuel)



**Taux de participation**  
(%, 15-64 ans)



**Population active**  
(% glissement annuel)



Sources : LSEG Datastream, Eusotat, Candriam

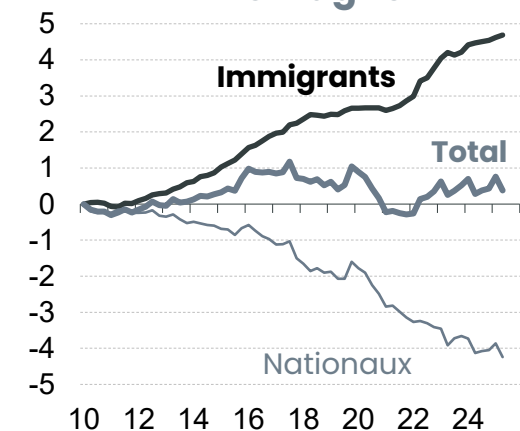


# Memo. Population en âge de travailler et taux de participation dans quelques pays de la zone euro

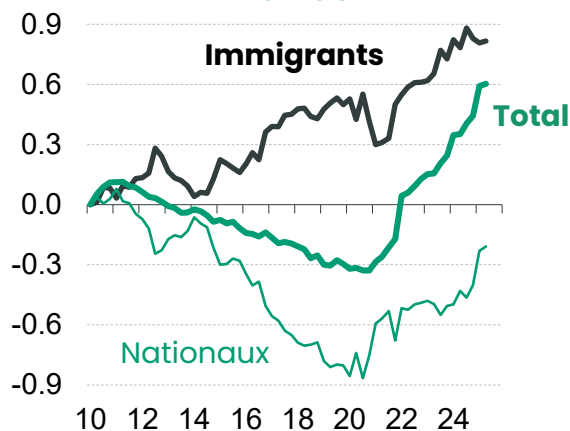
**Population en âge de travailler**  
(variation cumulée depuis 2010, en millions de personnes)

**Taux de participation**  
(%, population âgée de 15 à 64 ans)

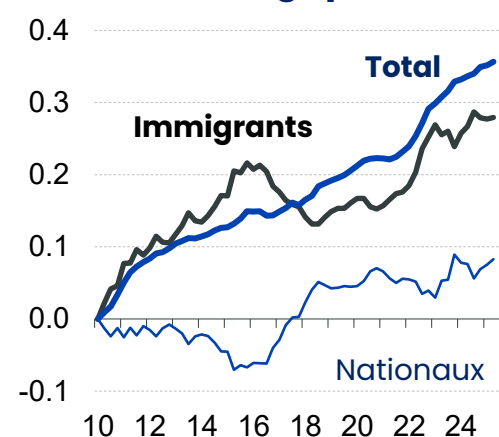
**Allemagne**



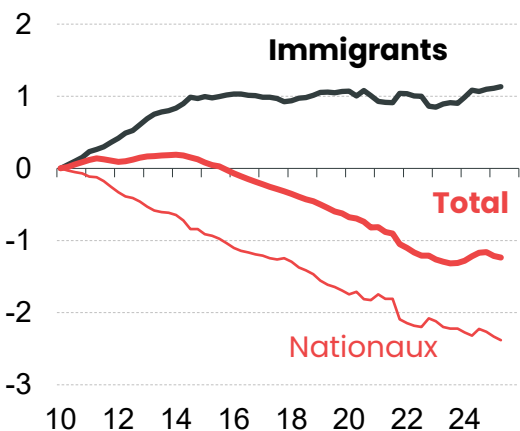
**France**



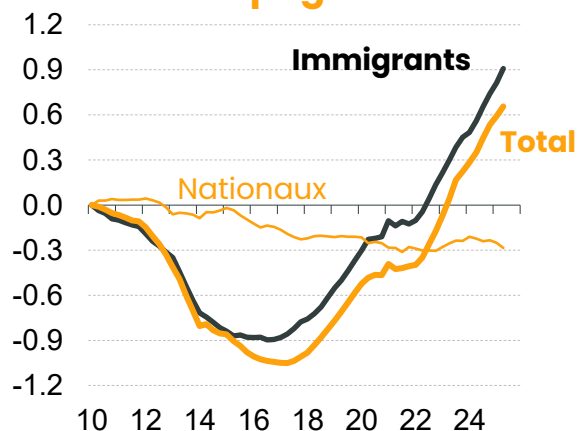
**Belgique**



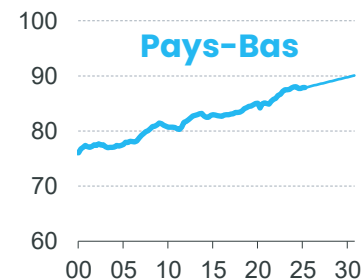
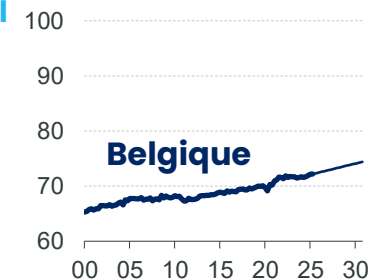
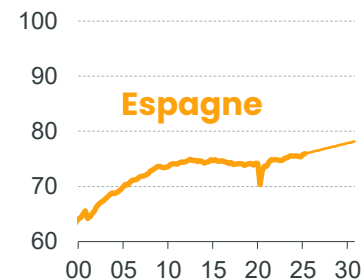
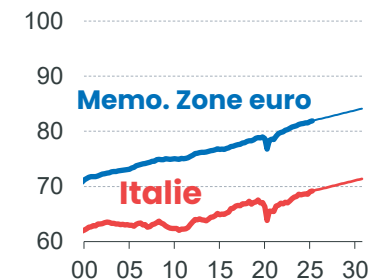
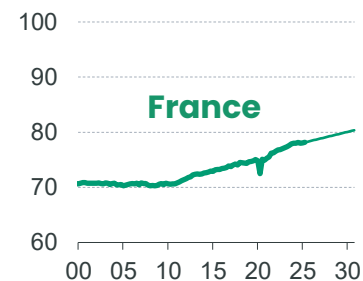
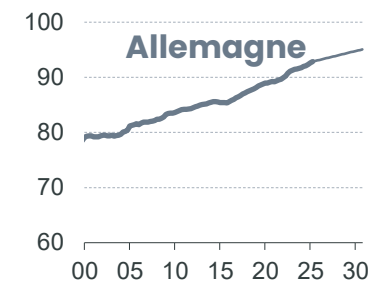
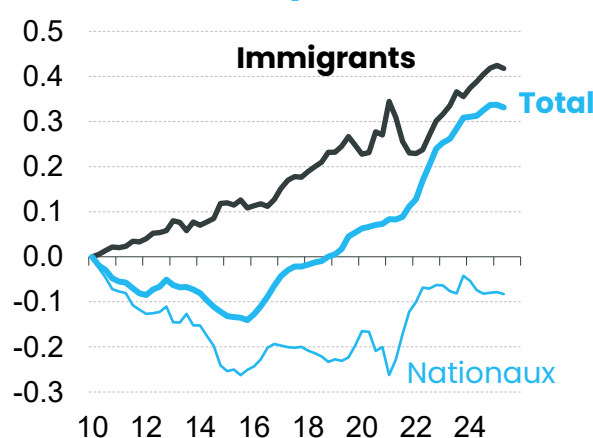
**Italie**



**Espagne**



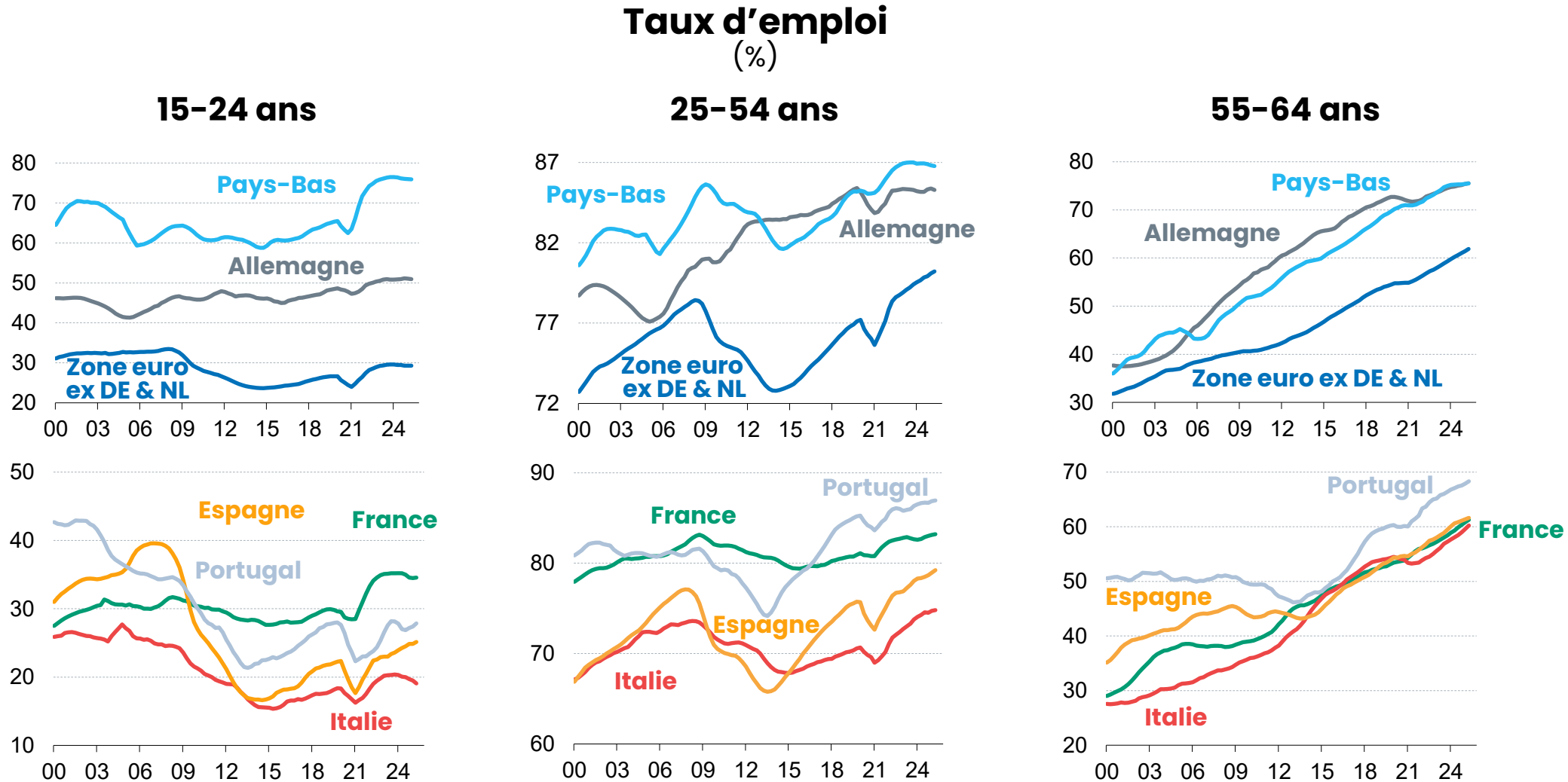
**Pays-Bas**



Sources : LSEG Datastream, Eurostat, Candriam



# Memo. Taux d'emploi



Sources : Eurostat, Candriam

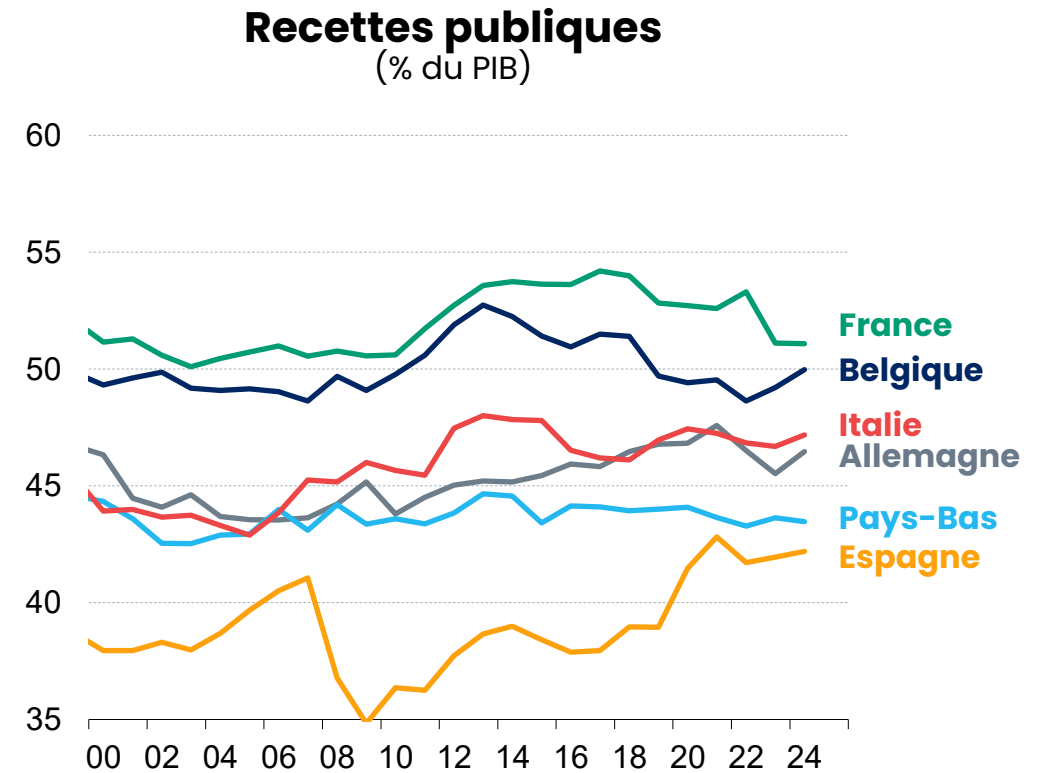
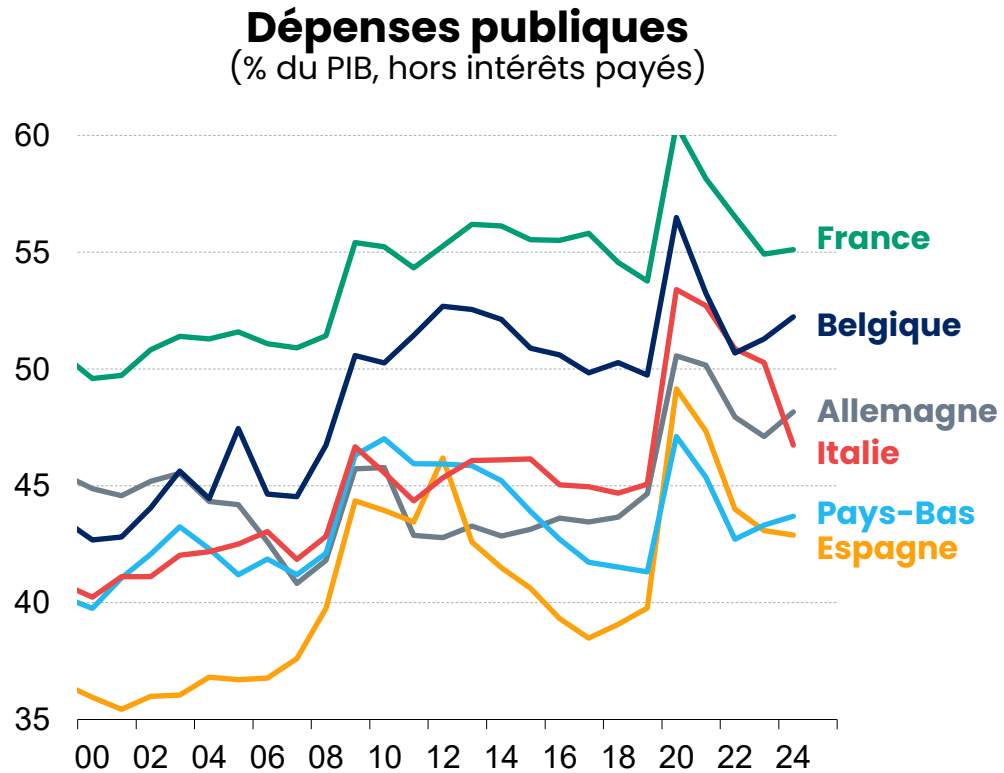




## **Focus. Quelles trajectoires pour les dettes publiques ?**



# Dépenses et recettes budgétaires

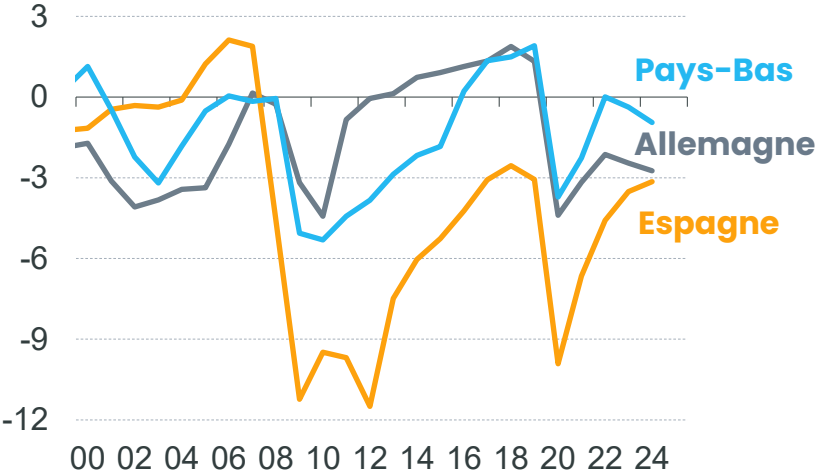


Sources : Eurostat, Candriam

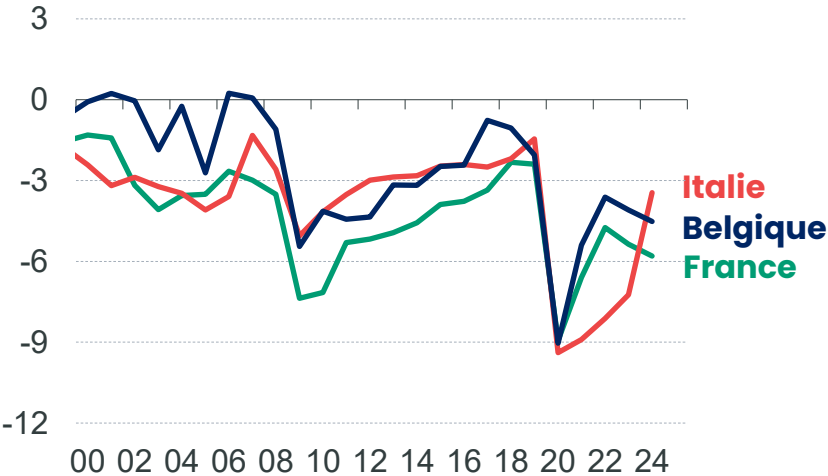
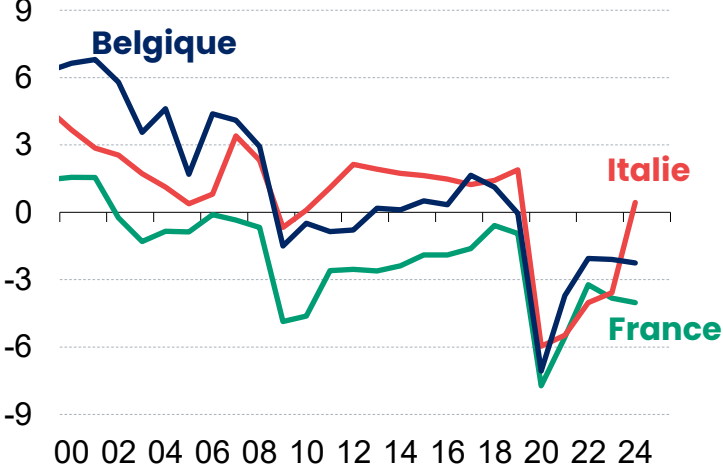
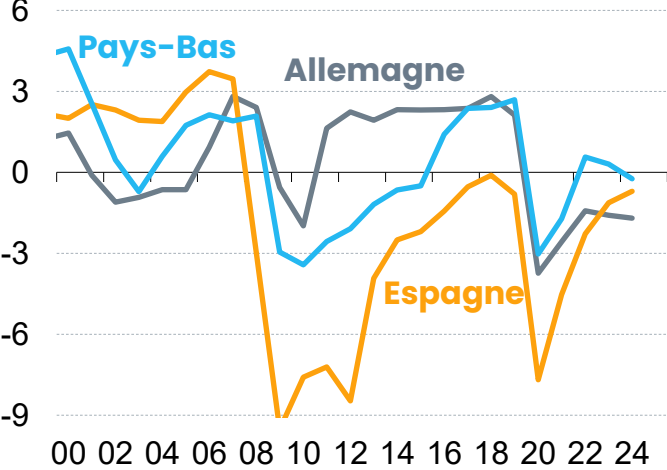


# Soldes budgétaires

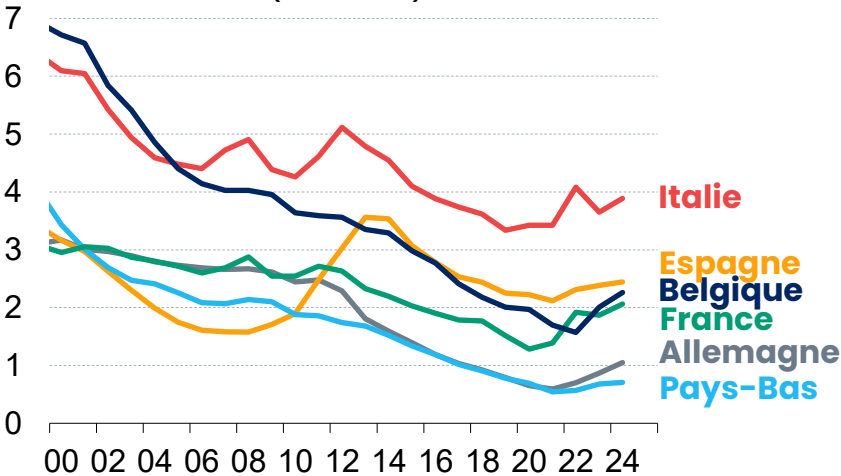
**Solde budgétaire**  
(% du PIB)



**Solde budgétaire primaire**  
(% du PIB)



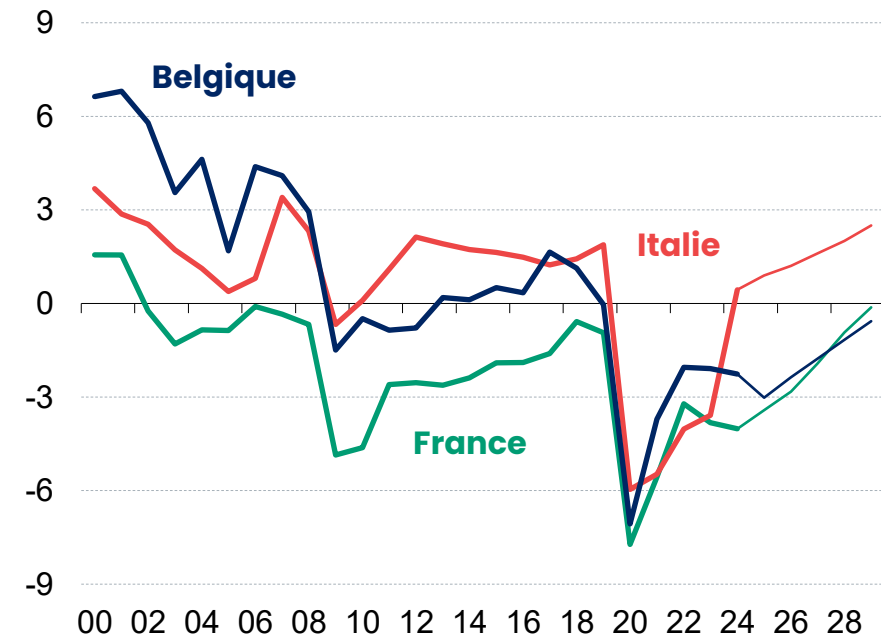
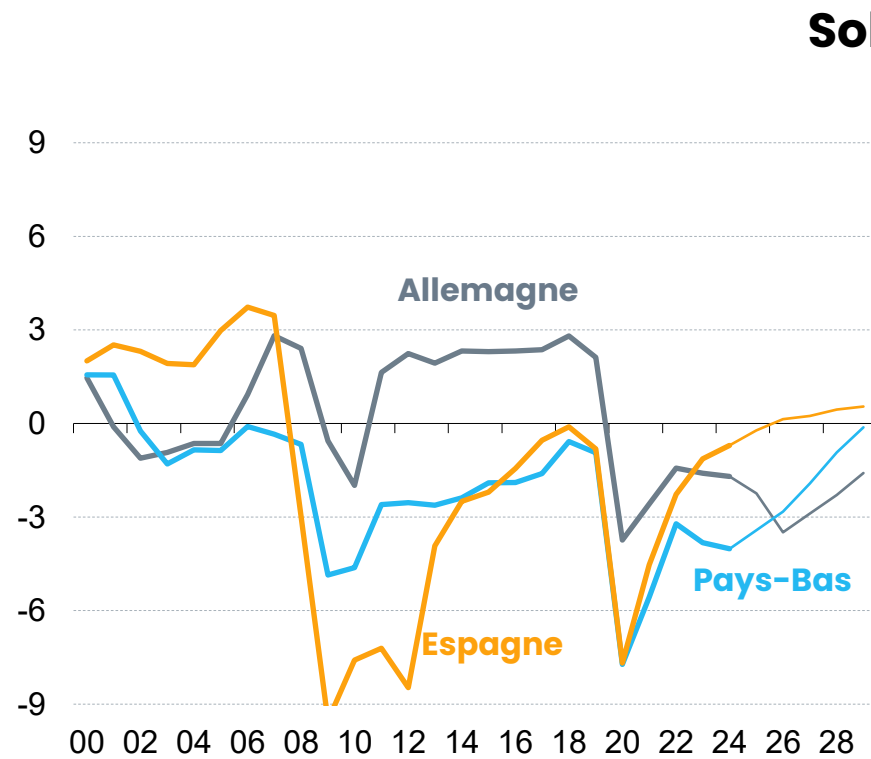
**Paielements d'intérêts**  
(% du PIB)



Sources : Eurostat, Candriam



# Prévisions de soldes primaires dans les programmes européens

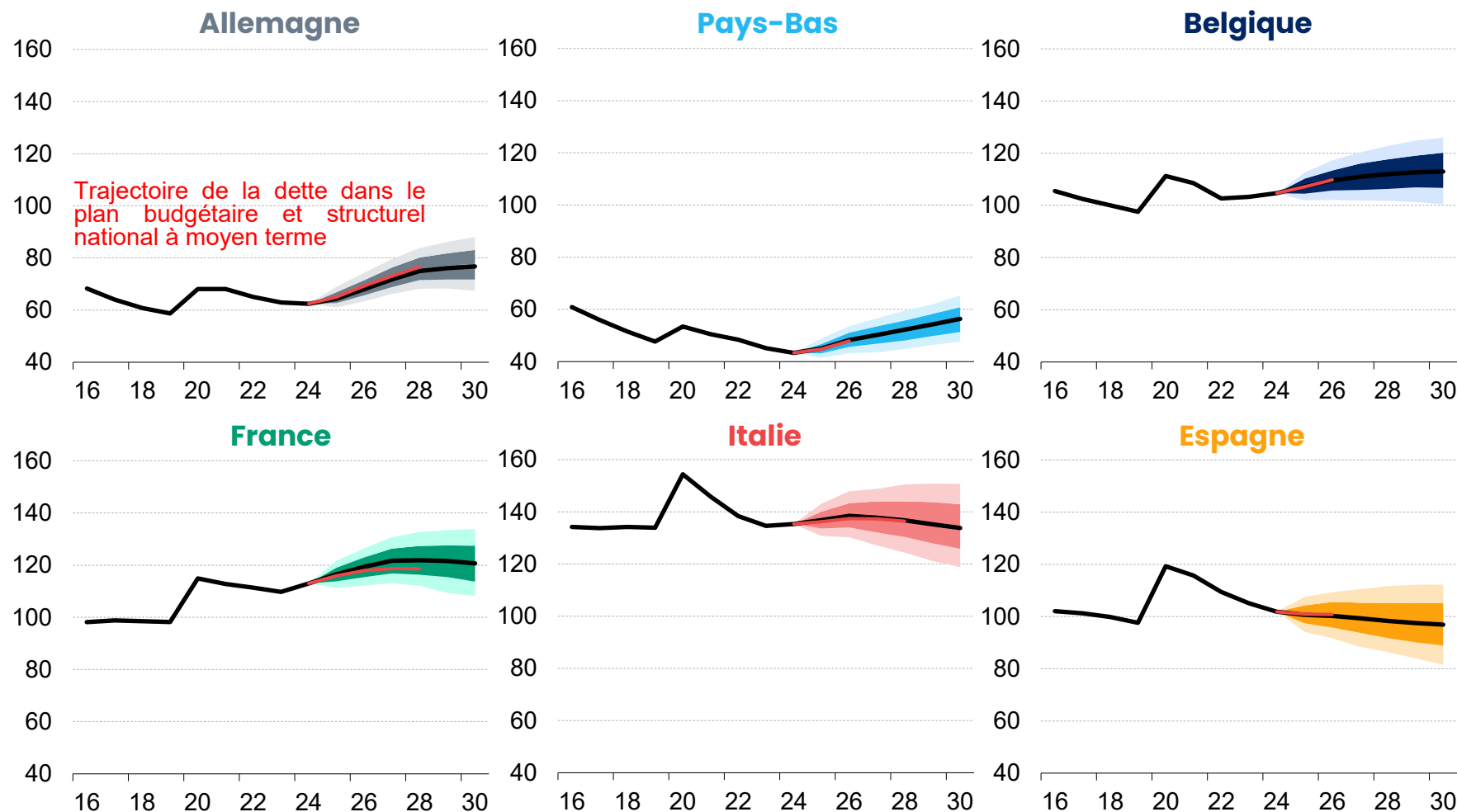


Sources : Eurostat, European Commission, Candriam



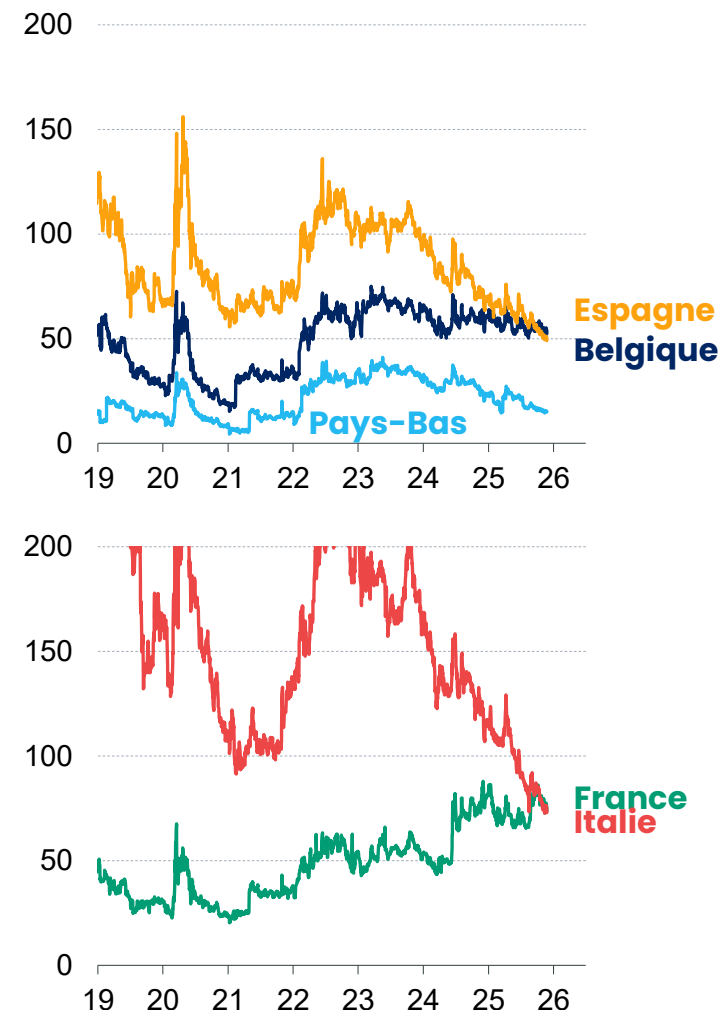
# Trajectoires des dettes publiques

## Trajectoires de dettes publiques (% du PIB)



Sources : LSEG Datastream, Eurostat, Candriam

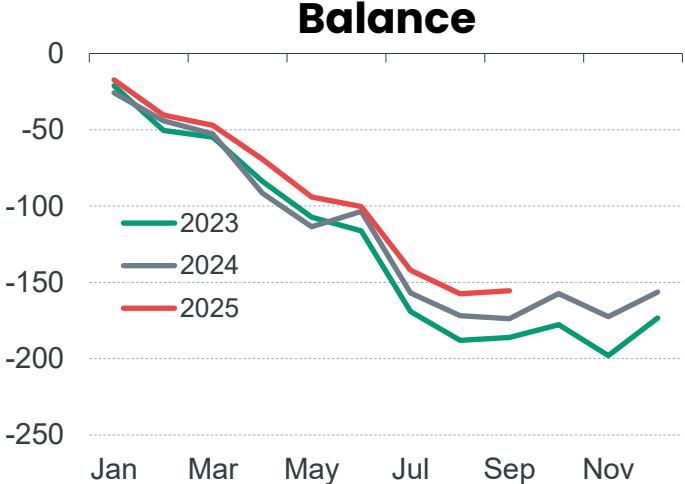
## Écarts de taux souverains à 10 ans avec l'Allemagne (points de base)



# Évolution du solde budgétaire de la France

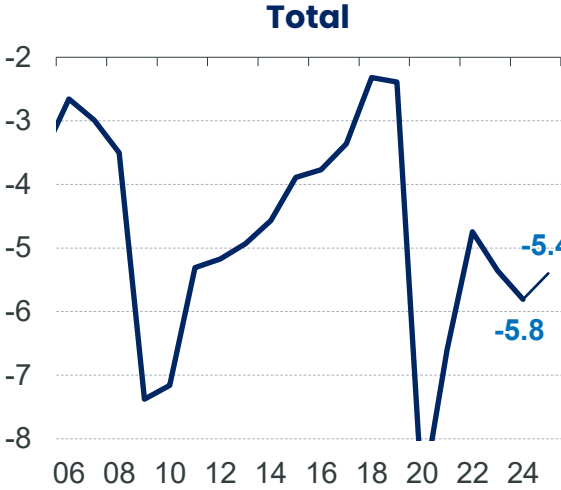
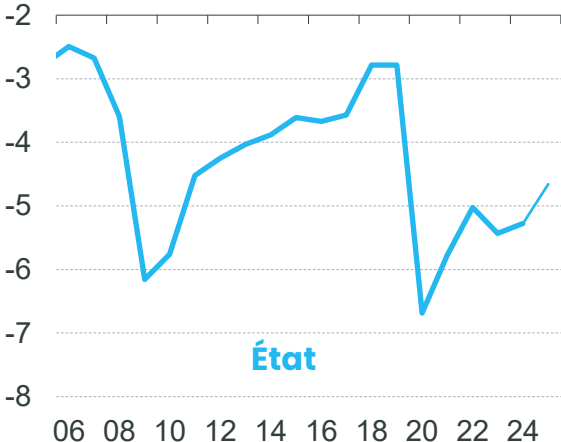
## Budget de l'État

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

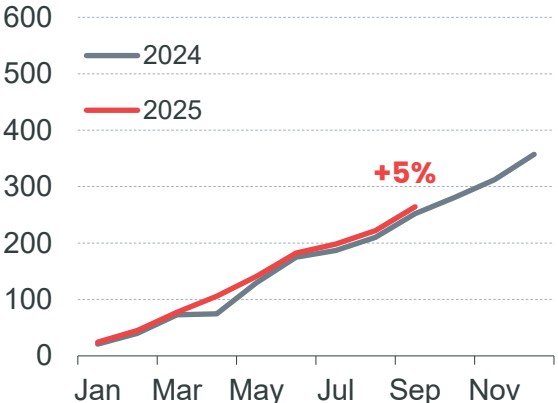


## Solde budgétaire total

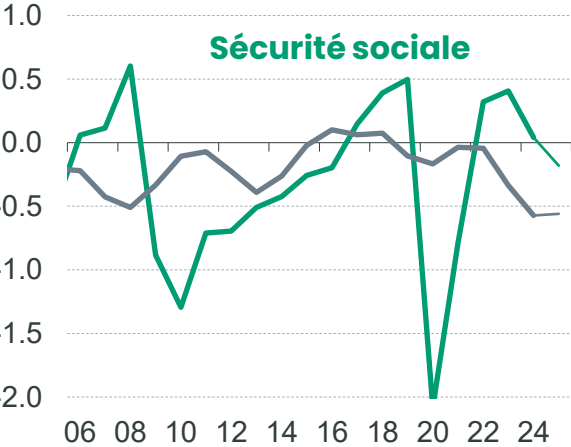
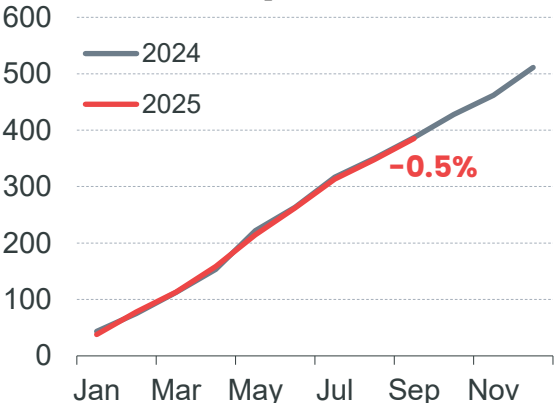
(% du PIB)



## Revenus



## Dépenses

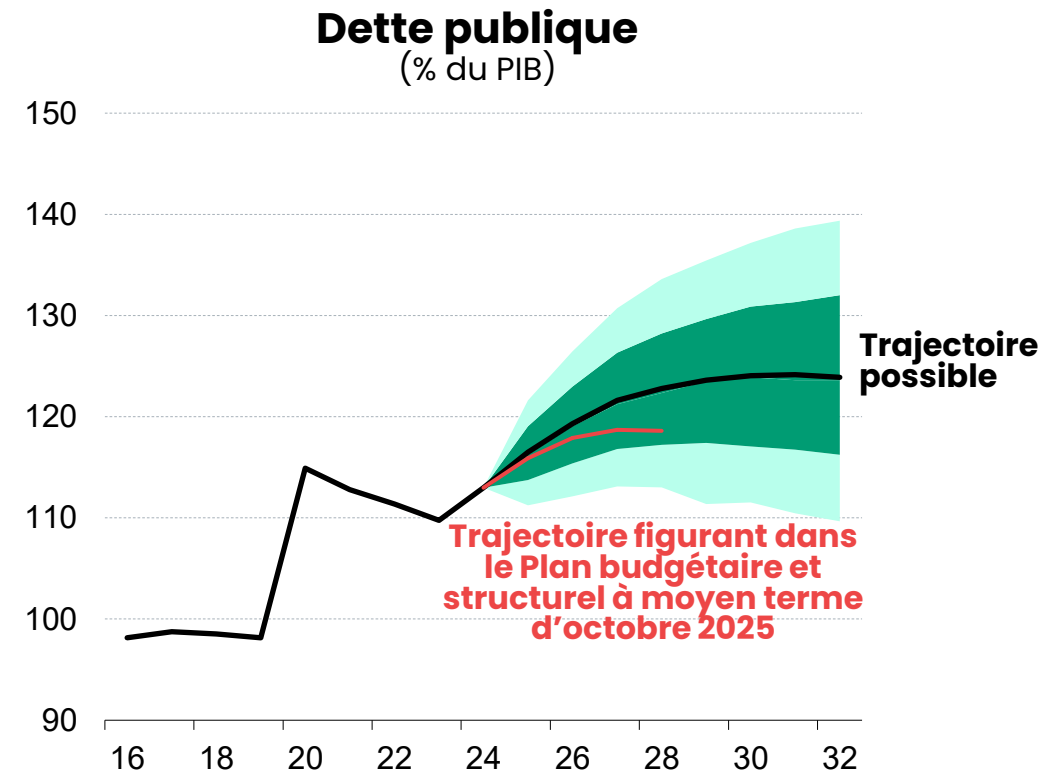
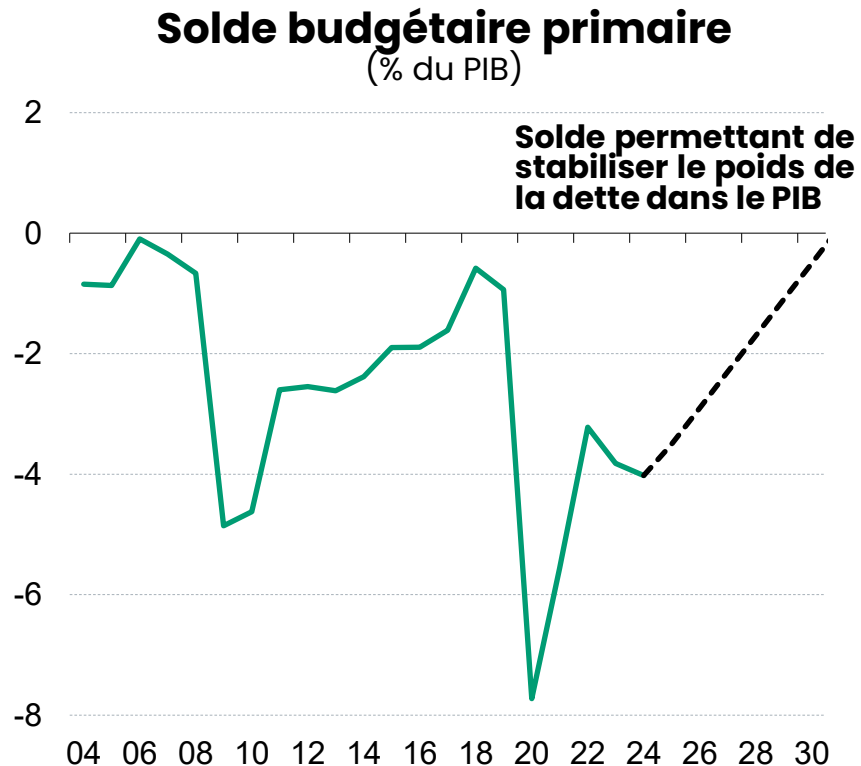


### Collectivités locales



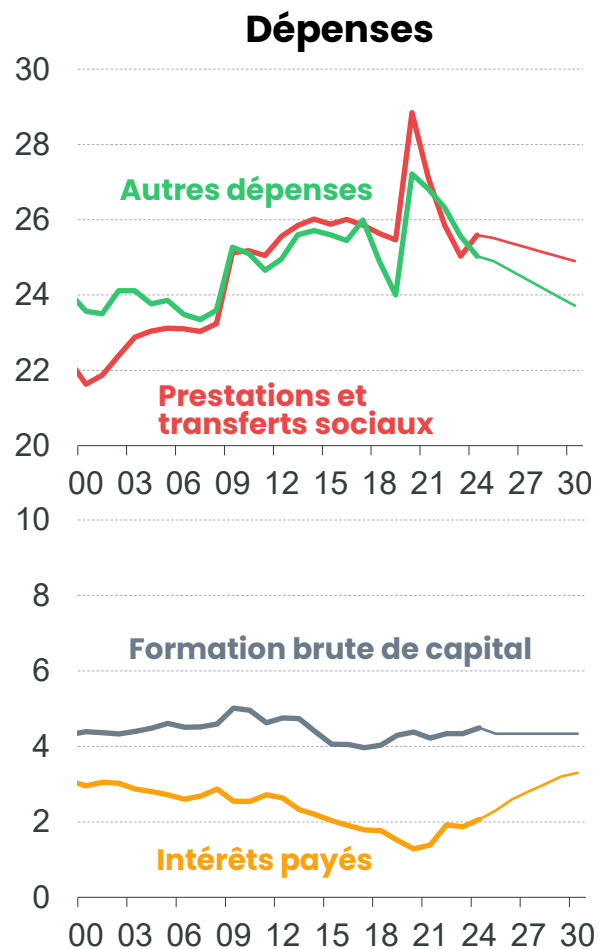
# Stabiliser le poids de la dette publique dans le PIB en France nécessite de poursuivre les efforts pendant plusieurs années

## Trajectoire possible pour stabiliser le poids de la dette dans le PIB

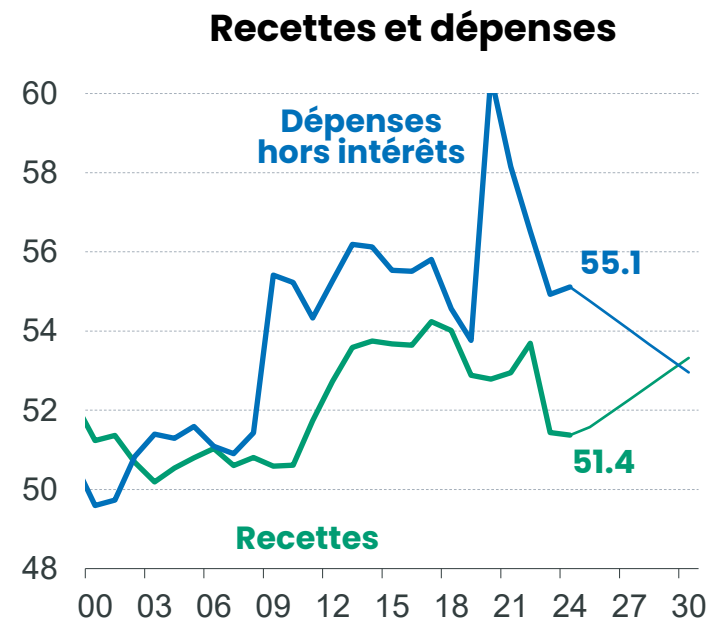


# Cet effort de rééquilibrage peut difficilement passer par la seule réduction du poids des dépenses

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



Sources : Eurostat, Candriam

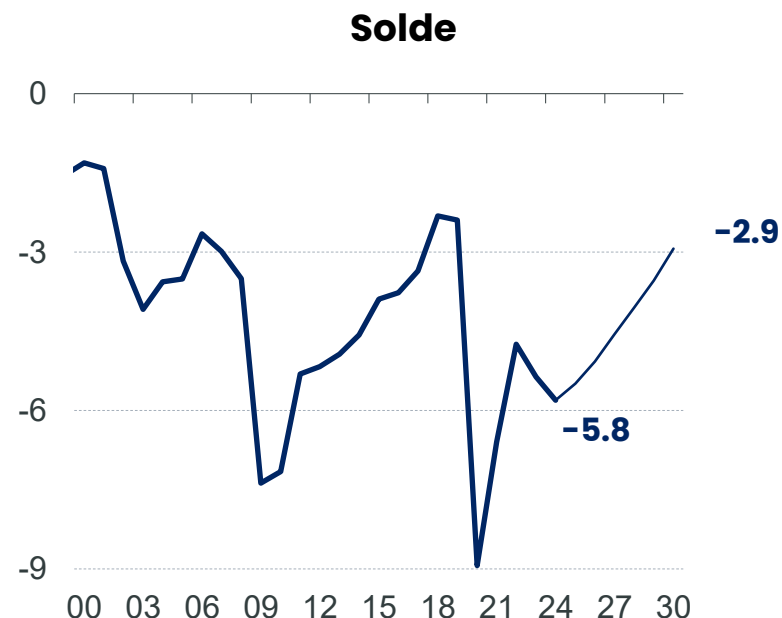


## Hypothèses

**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 2030, les recettes doivent augmenter de 25 milliards d'euros en 2025-26, puis de 12 milliards d'euros supplémentaires chaque année (soit 0,4% du PIB).



# Informations importantes.

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



## Bureaux de représentation

Amsterdam  
Francfort  
Genève  
Zurich

Madrid  
Milan  
Stockholm  
Dubai

## Centres de gestion

Luxembourg  
Bruxelles  
Paris  
Londres

