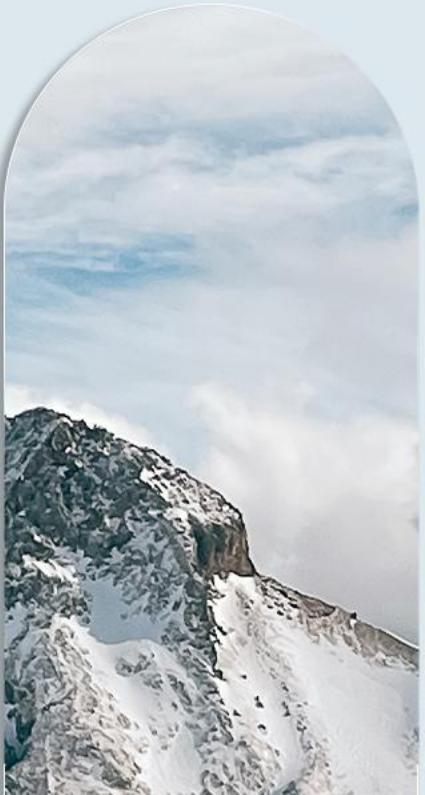


The Macroscope.



Décembre 2025

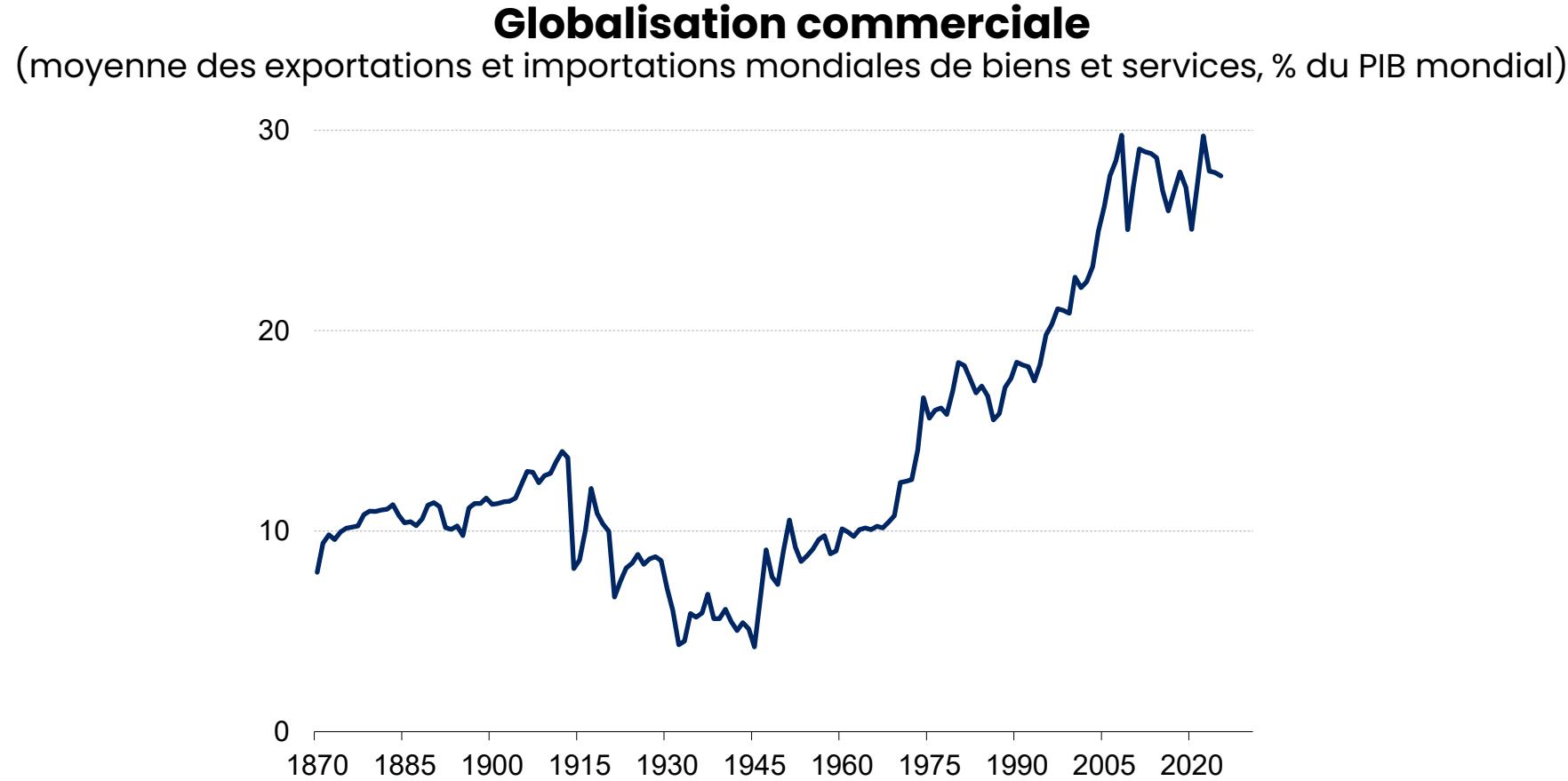
1

Économie mondiale

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



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



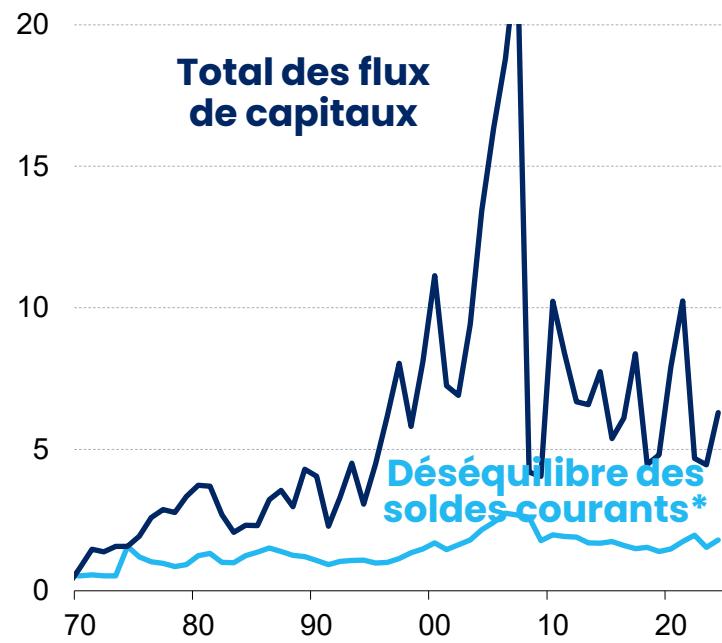
Sources : Our World in Data, FMI, Candriam



... 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)

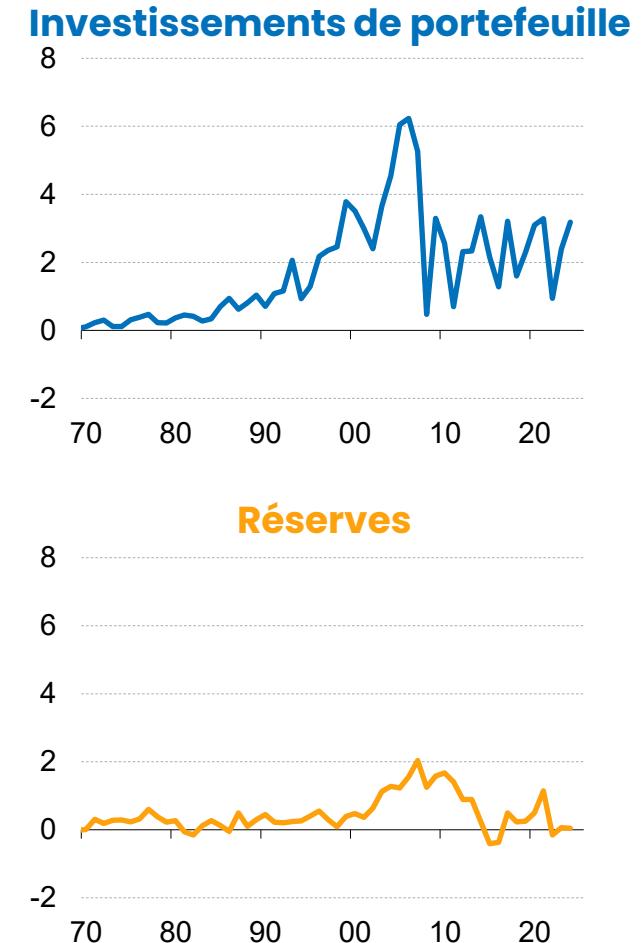
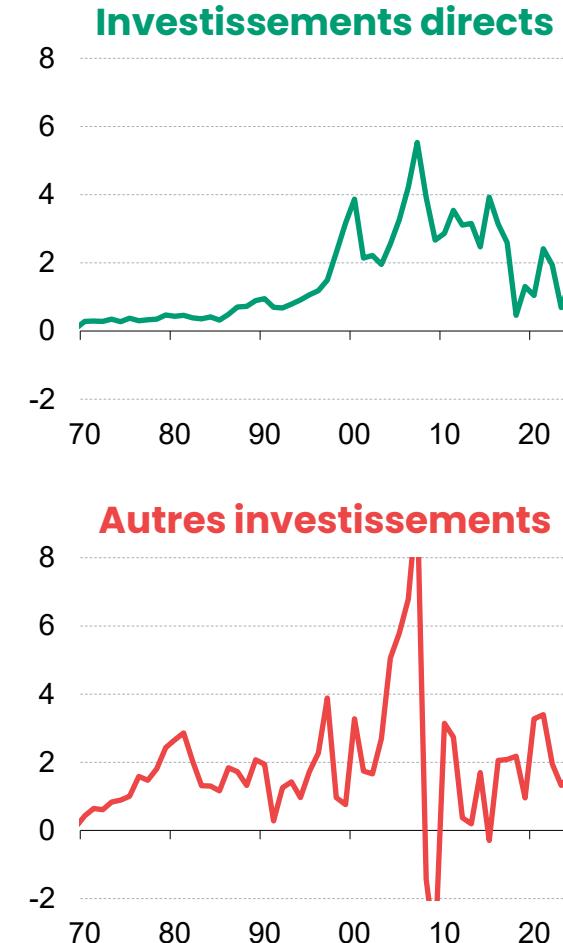


(*) Demi-somme des valeurs absolues des soldes courants des 181 pays de la base de données du FMI.

Sources : FMI, Banque mondiale, Candriam

4

Décembre 2025

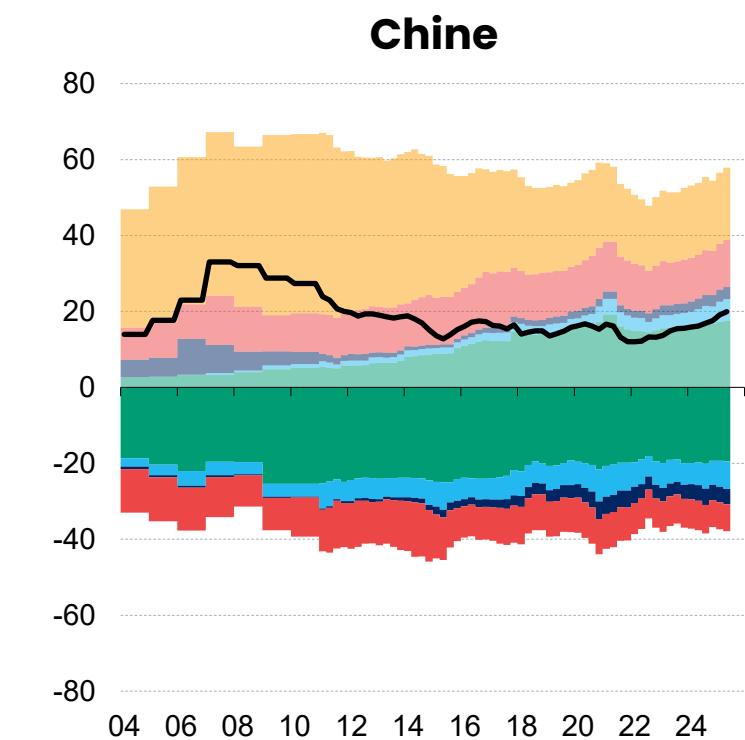
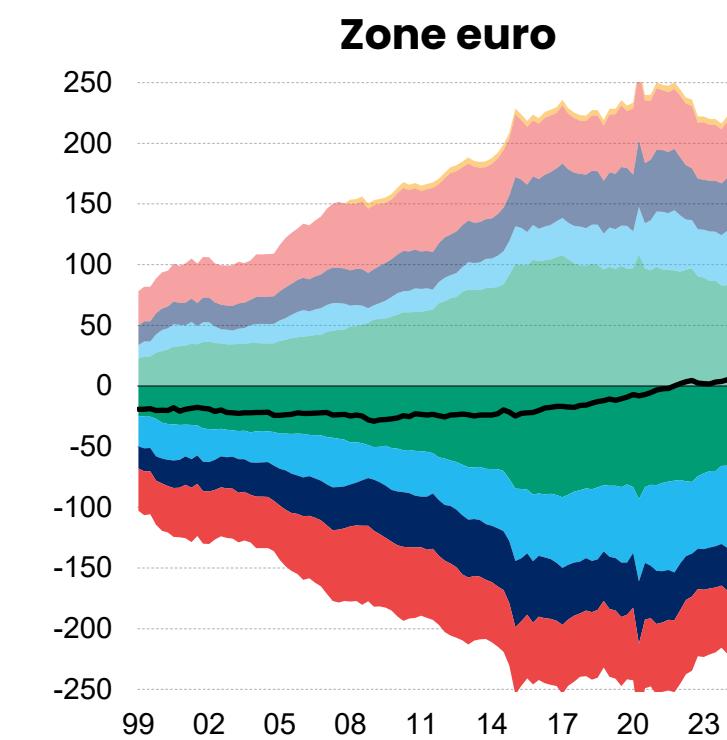
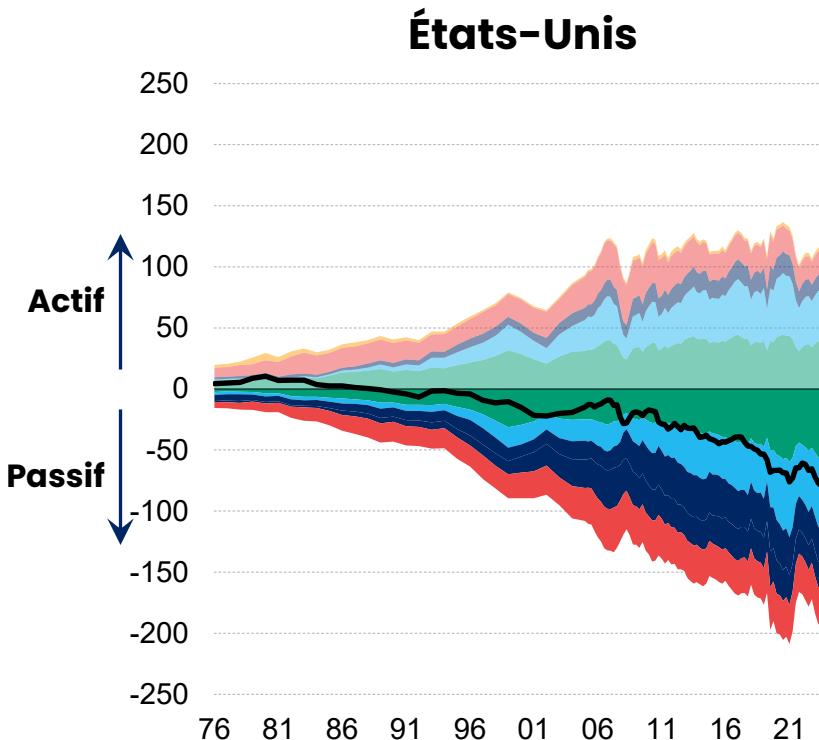


Communication marketing pour les investisseurs professionnels et qualifiés.



Memo. Position extérieure de quelques grandes économies

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



Position nette

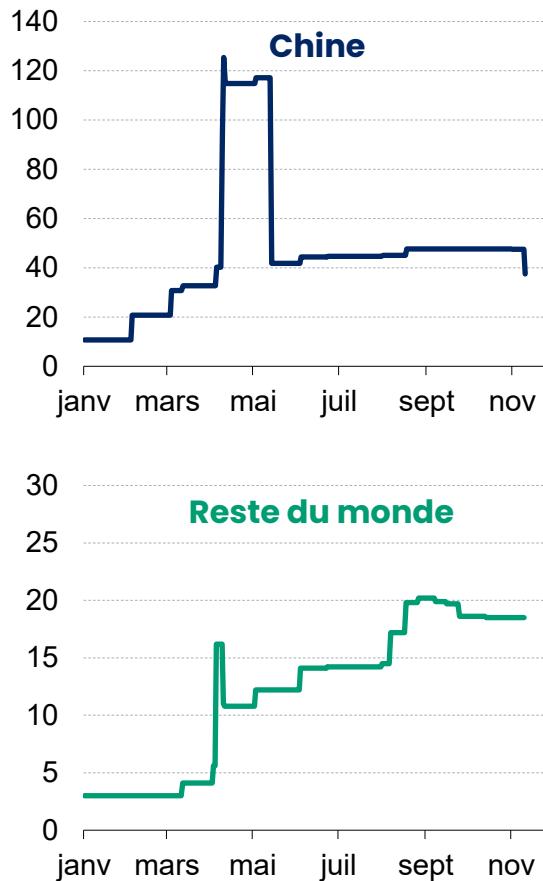
Investissements directs
Actions et parts de fonds d'investissement
Titres de dette
Autres investissements
Réserves

Sources : BEA, Eurostat, Haver Analytics, Candriam

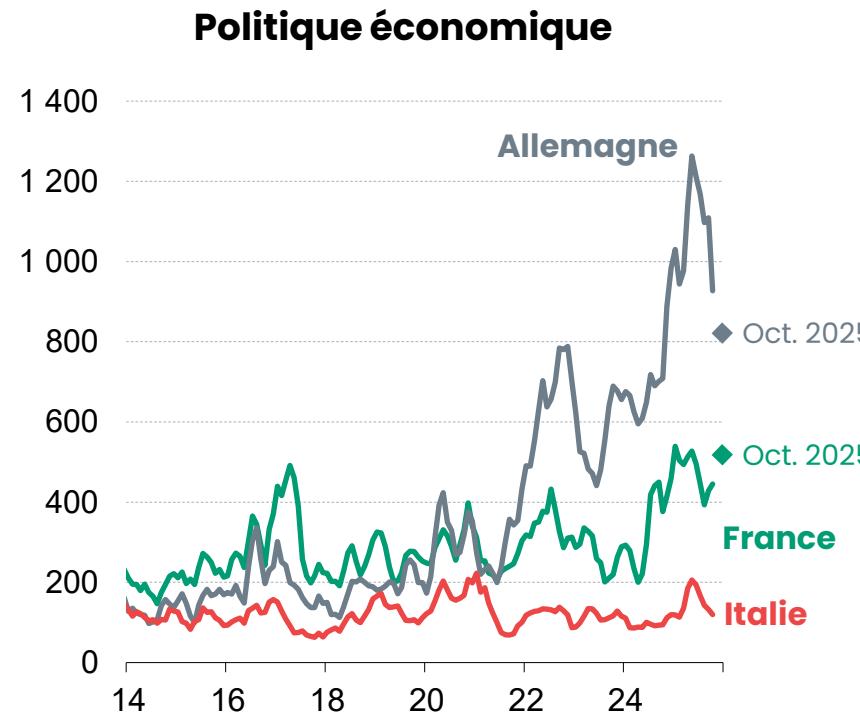


L'incertitude qui avait atteint un pic en avril dernier semble se dissiper un peu

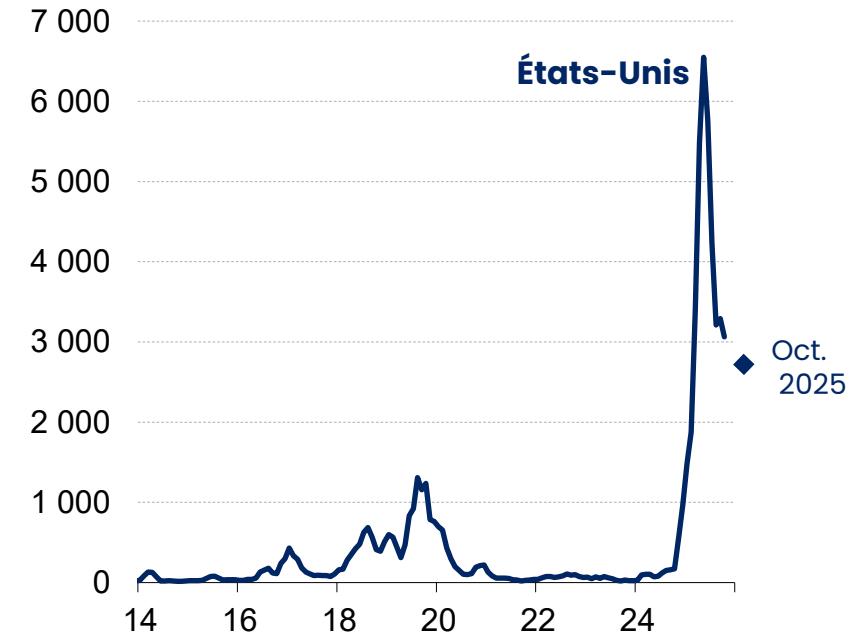
Évolution des droits de douane en 2025 (%)



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



Politique commerciale

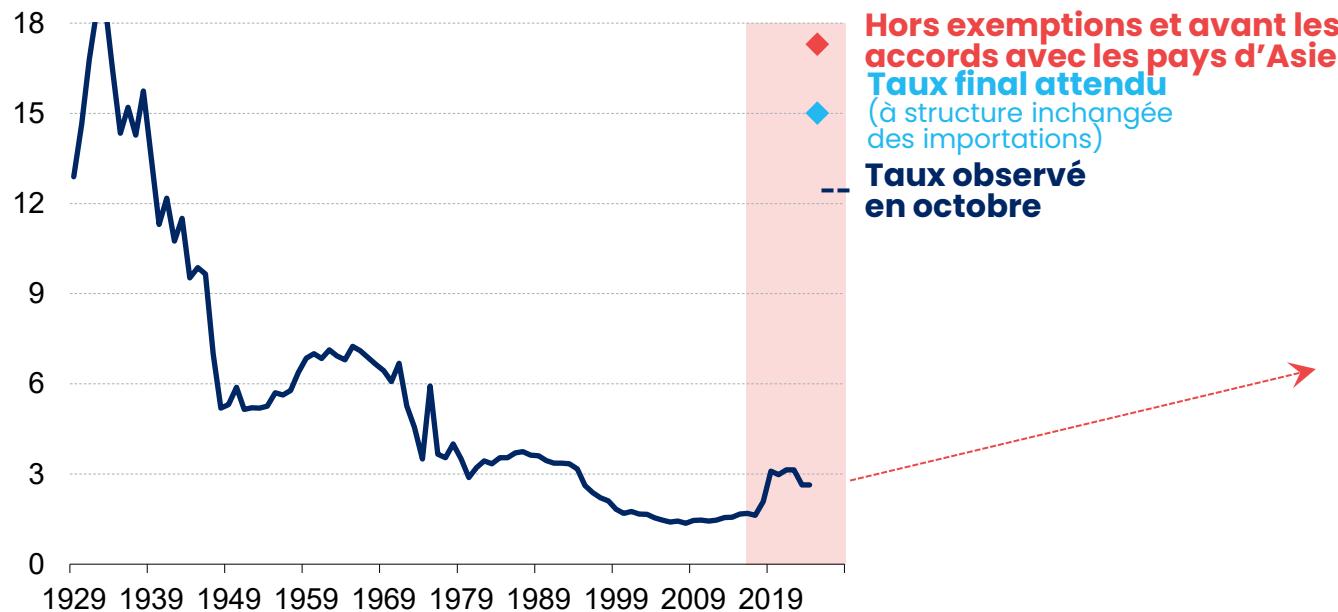


Sources : PIIIE, Bloomberg, Candriam



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)



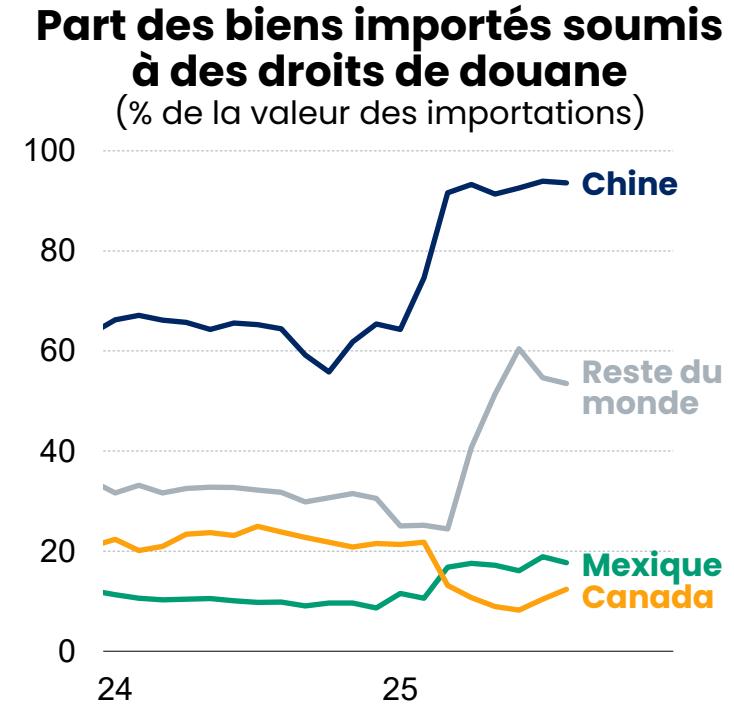
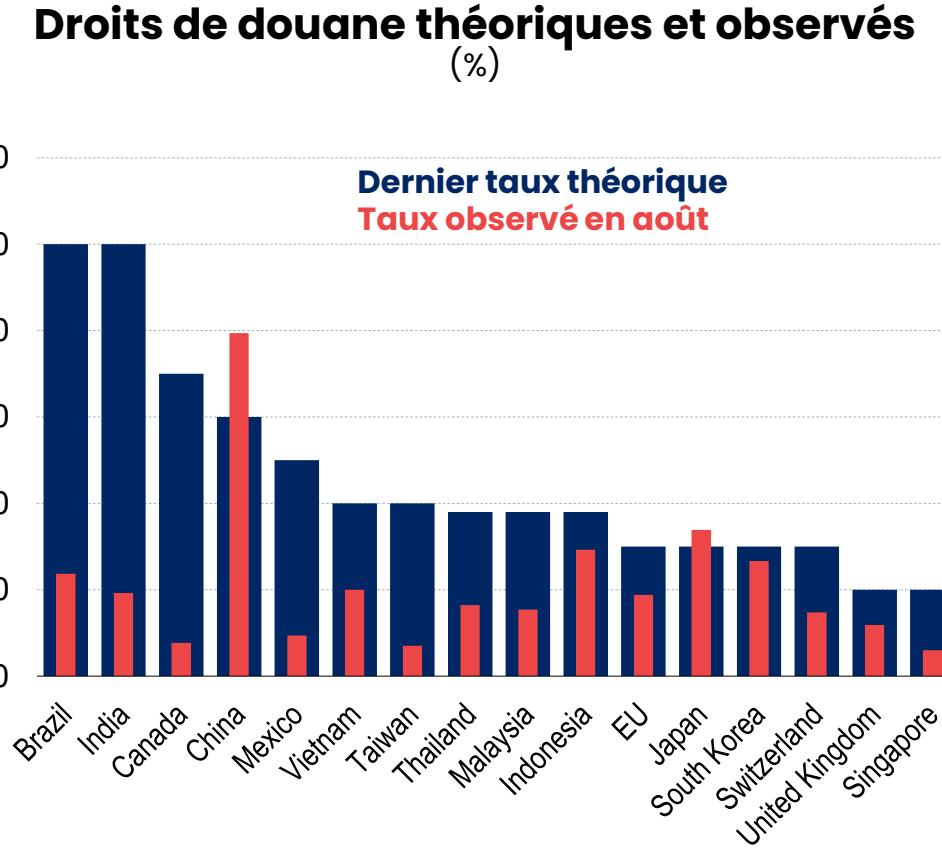
Taux moyen de droits de douane
(% des importations)



Sources : Census Bureau, US Treasury, Candriam



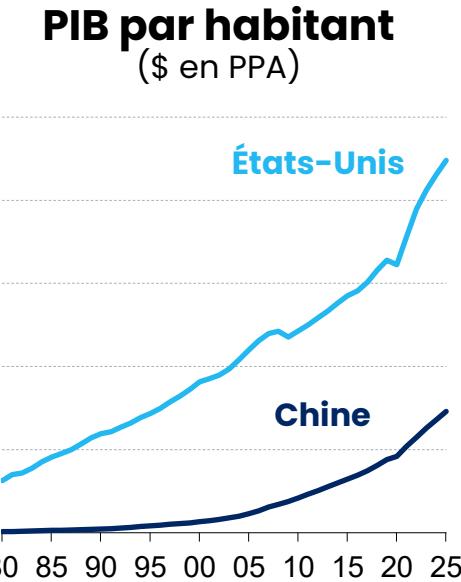
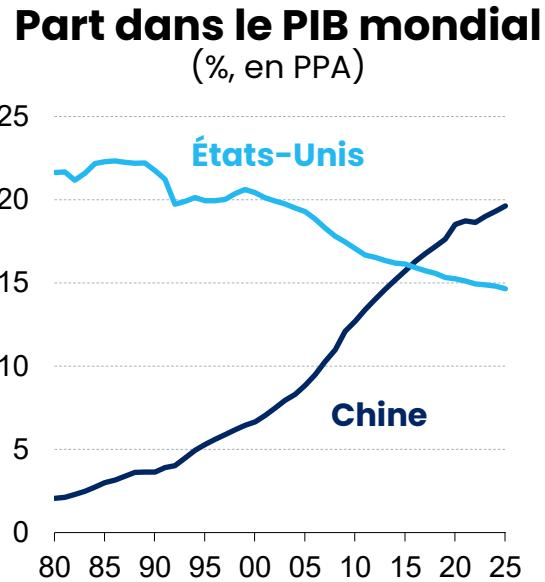
L'Administration américaine a accordé des exemptions, signé des accords... et trouvé un compromis avec la Chine



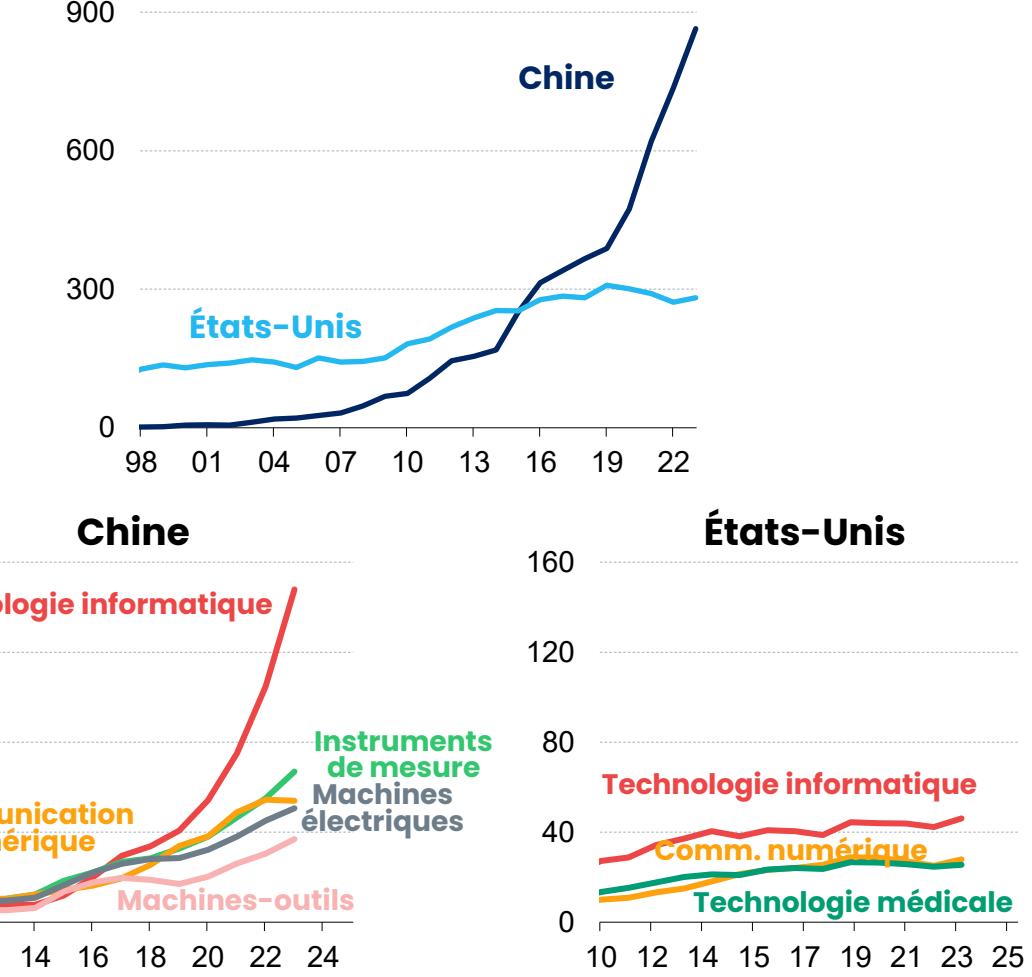
Sources : Census Bureau, USITC, US Treasury, Candriam



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



Nombre de brevets délivrés
(milliers)

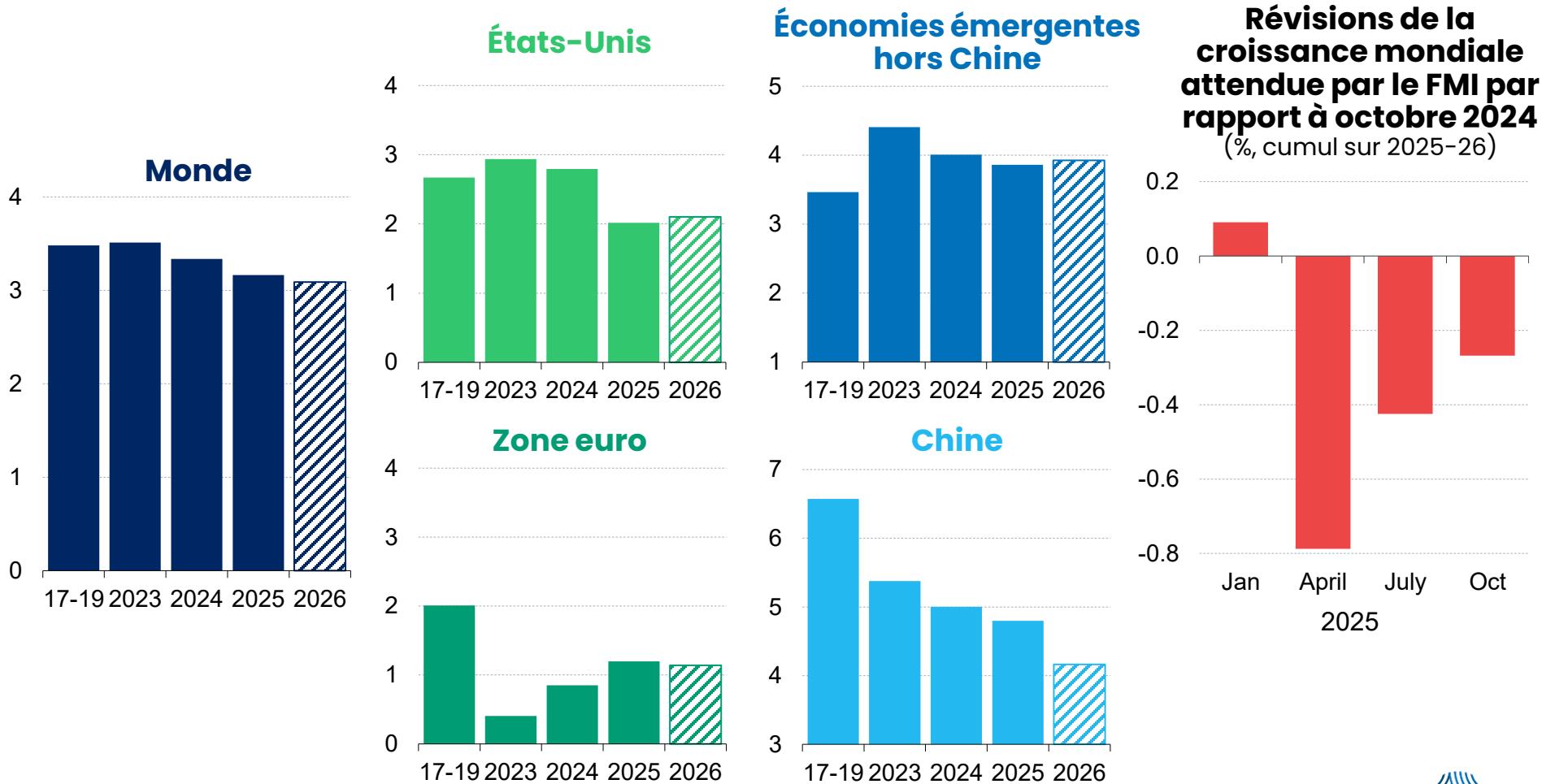
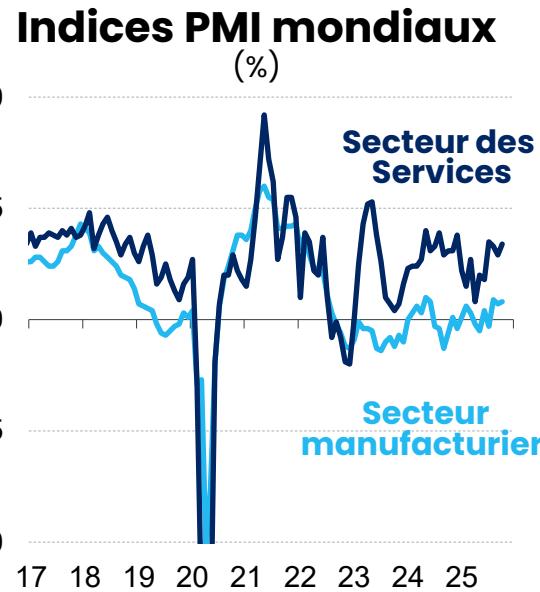


Sources : FMI, WIPO, Candriam



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)

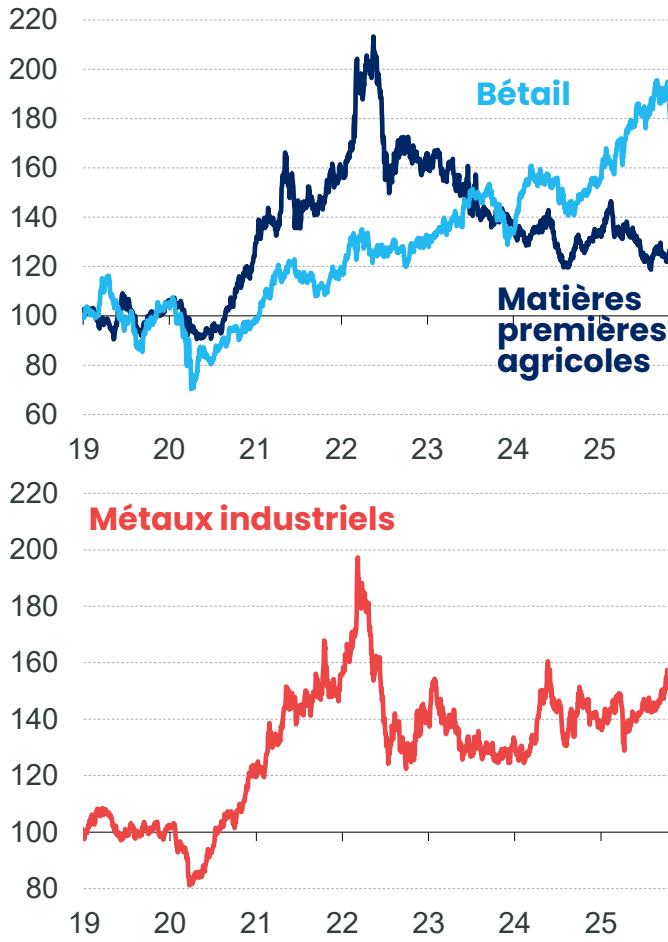


Sources : Bloomberg, FMI, Candriam



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

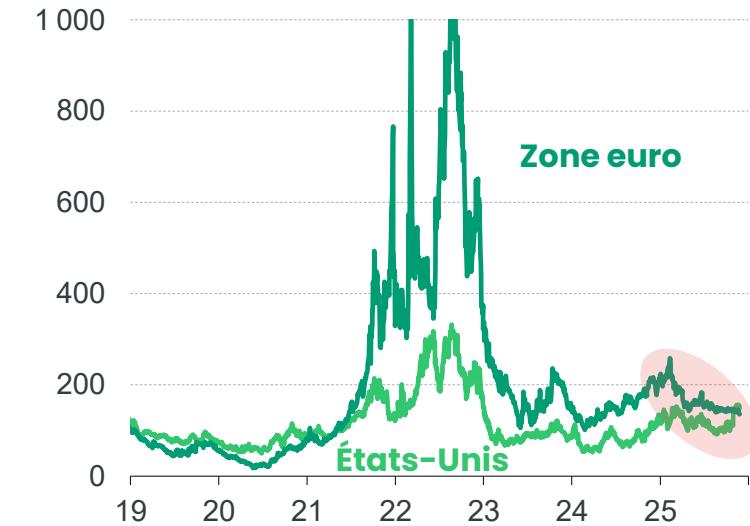
Prix des matières premières
(janvier 2019 = 100, indices GSCI)



Prix du pétrole
(Brent, \$ par baril)



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

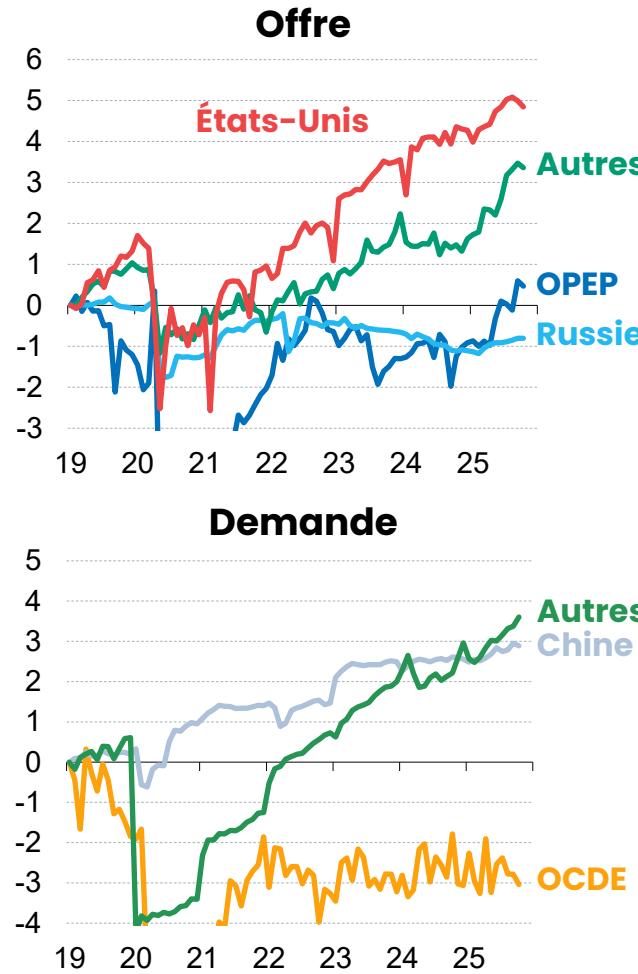


L'augmentation de la production de l'OPEP+ et la baisse de la demande devraient permettre une stabilisation du prix du baril vers 60 dollars

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



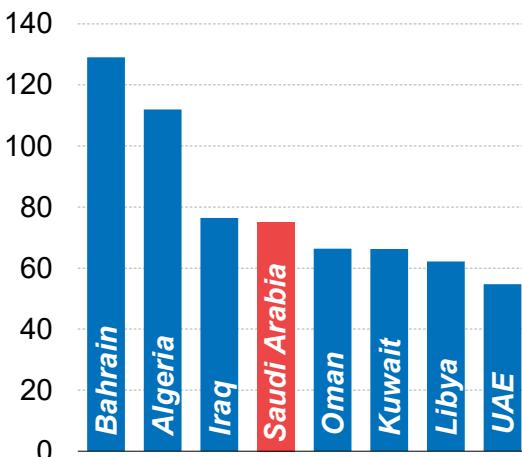
Offre et demande mondiale de pétrole
(millions de barils par jour, cumul depuis janvier 2019)



Capacités disponibles de l'OPEP

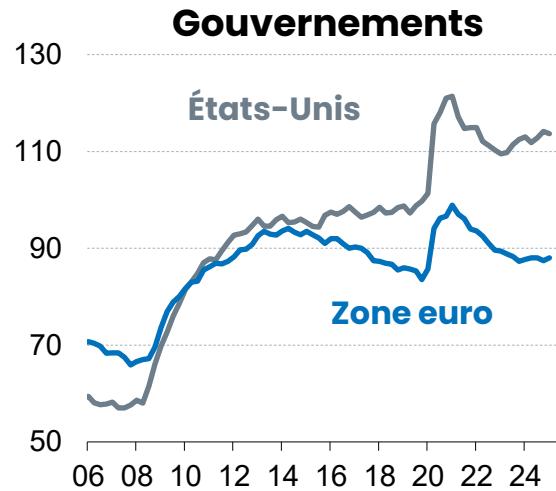
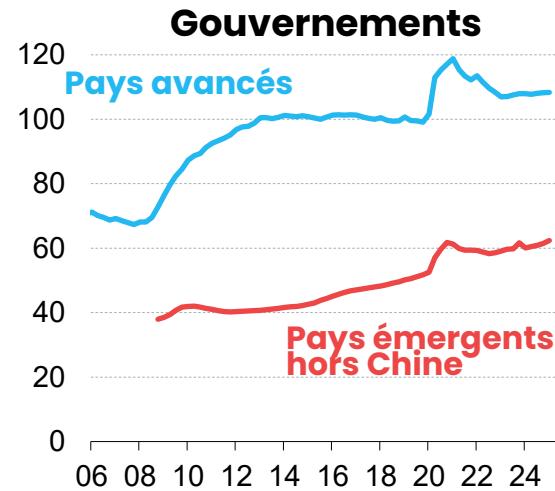


Prix du pétrole qui équilibre les Budgets
(\$ par baril)

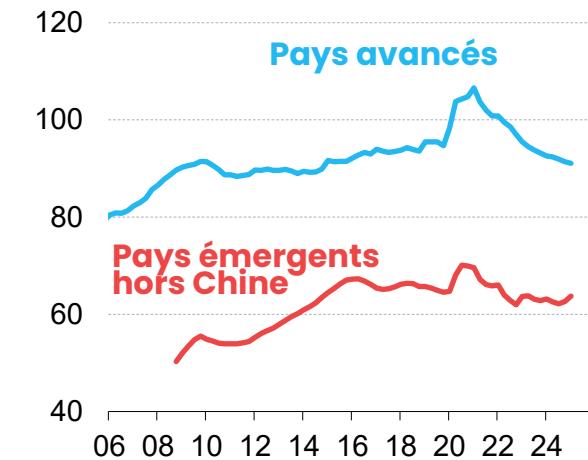


La hausse de la dette publique inquiète... mais ne doit pas surprendre

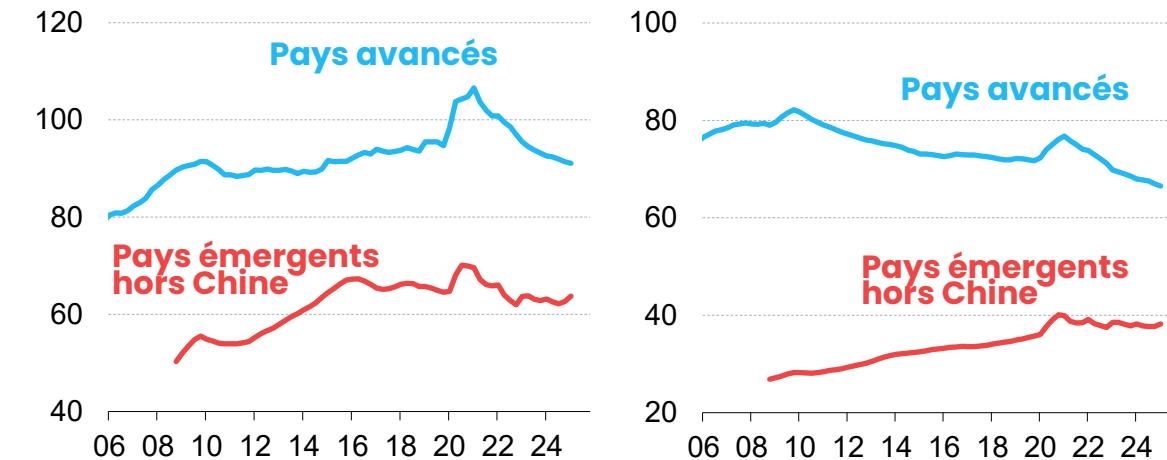
Ratio de dette sur PIB
(%)



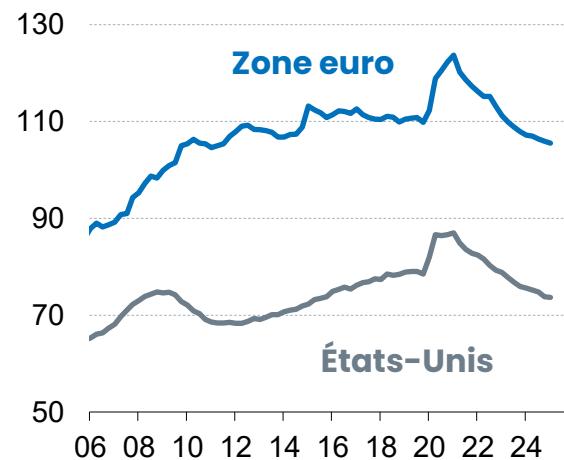
Entreprises non financières



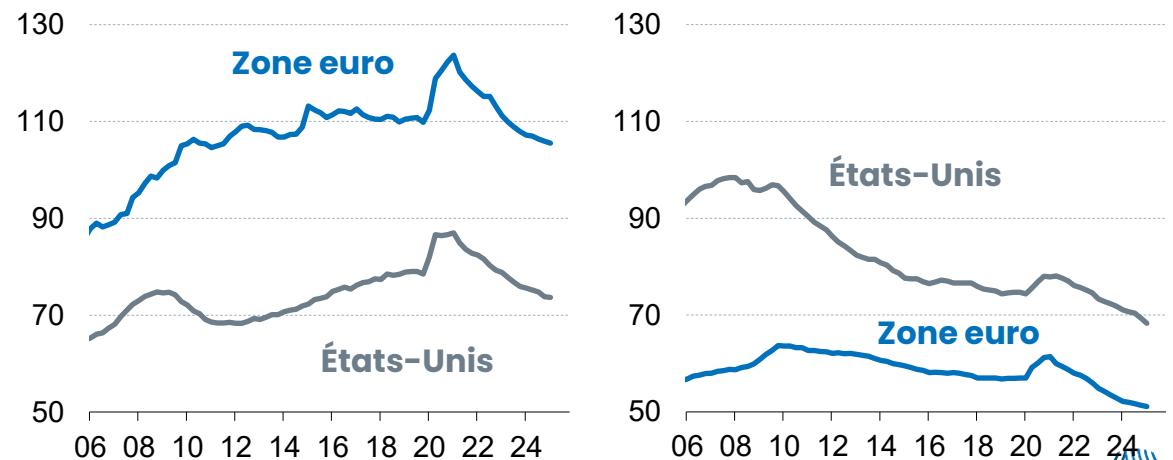
Ménages



Entreprises non financières



Ménages

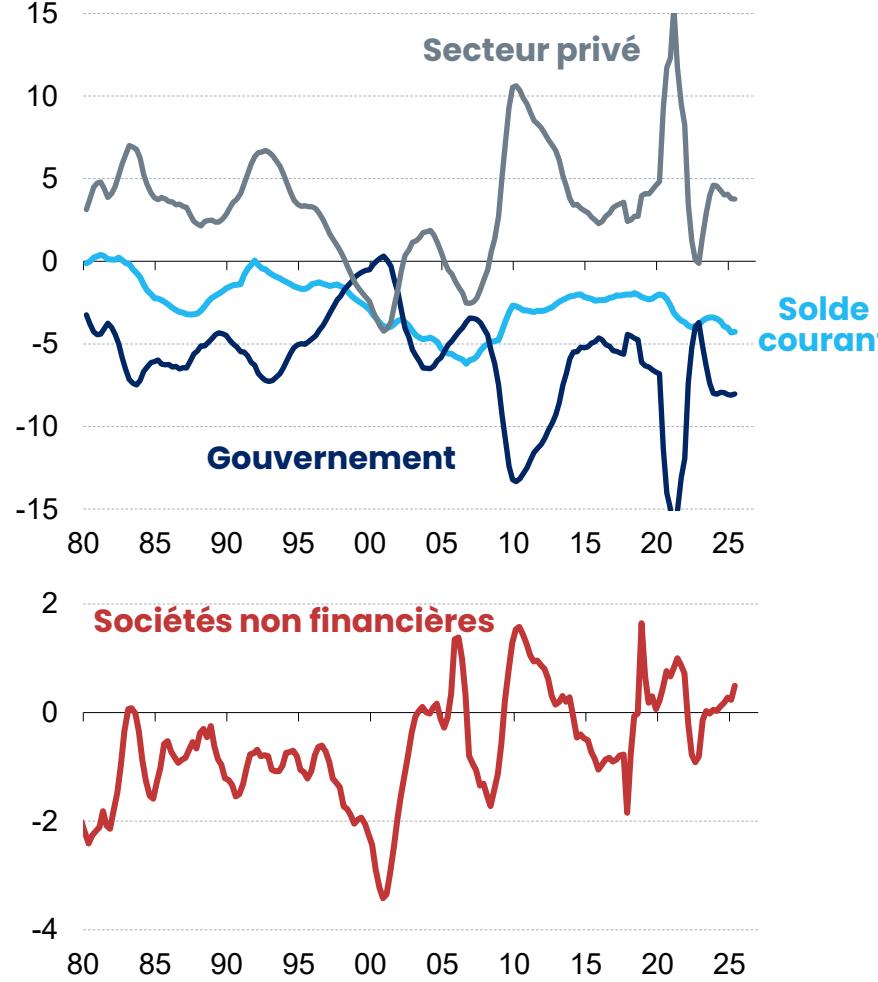


Elle pourra difficilement être enrayerée tant que les agents privés continueront de dépenser moins qu'ils ne gagnent !

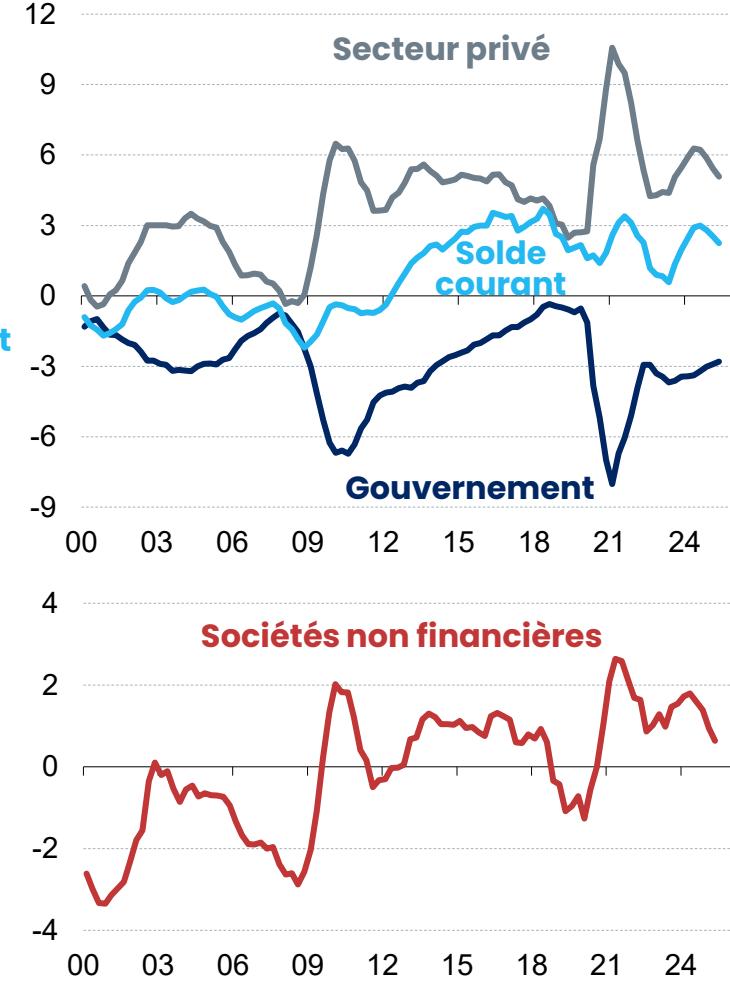
Capacité (+) ou besoin (-) de financement par agent

(% du PIB du pays ou de la région)

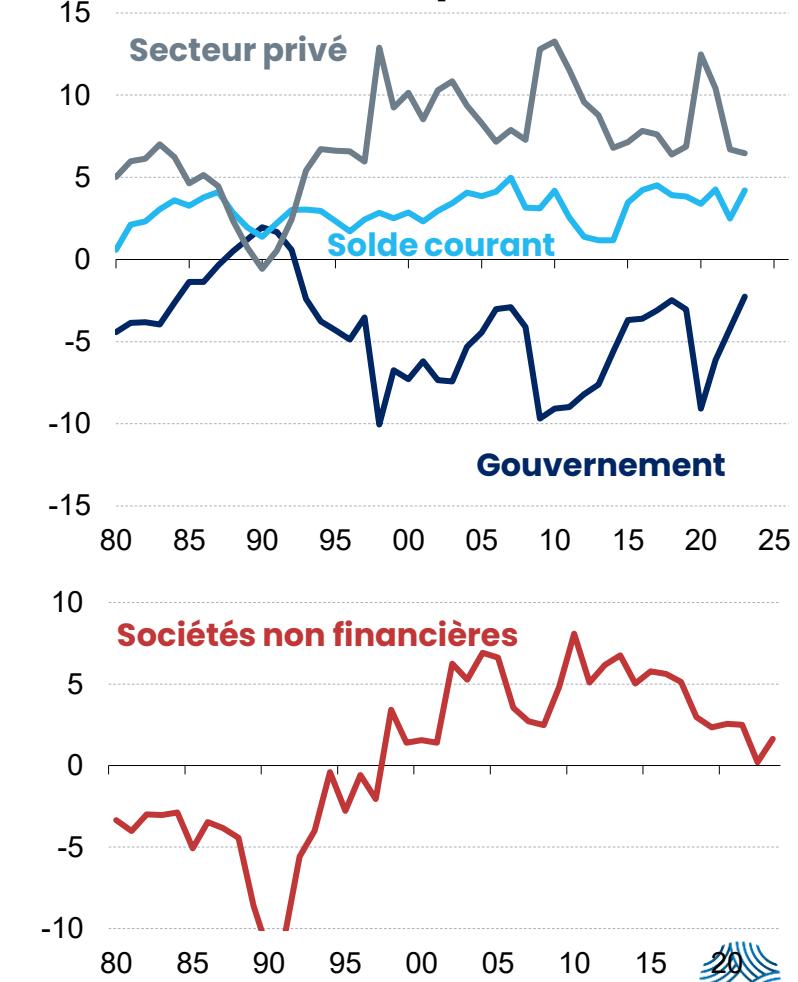
États-Unis



Zone euro



Japon



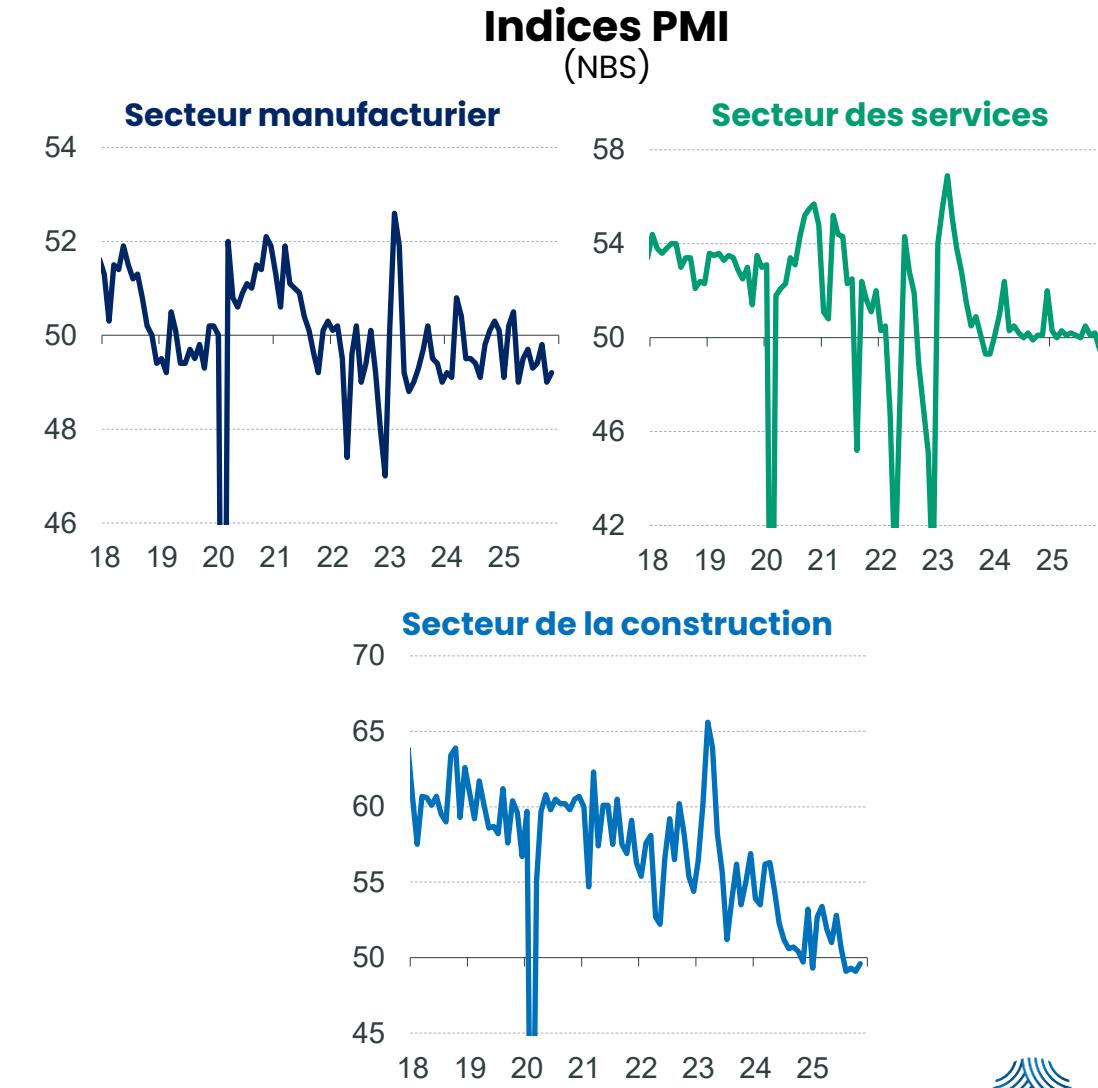
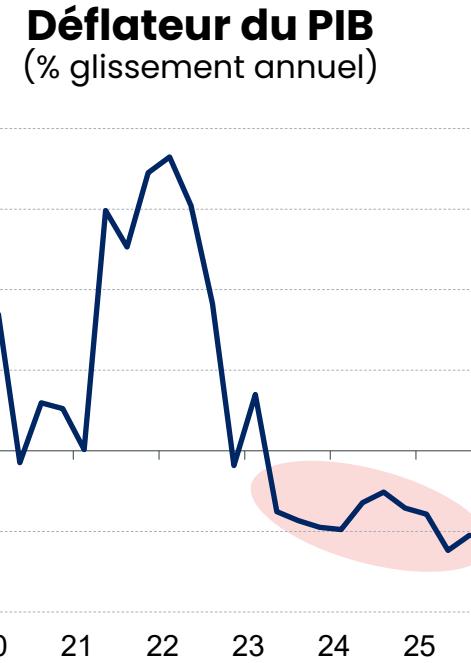
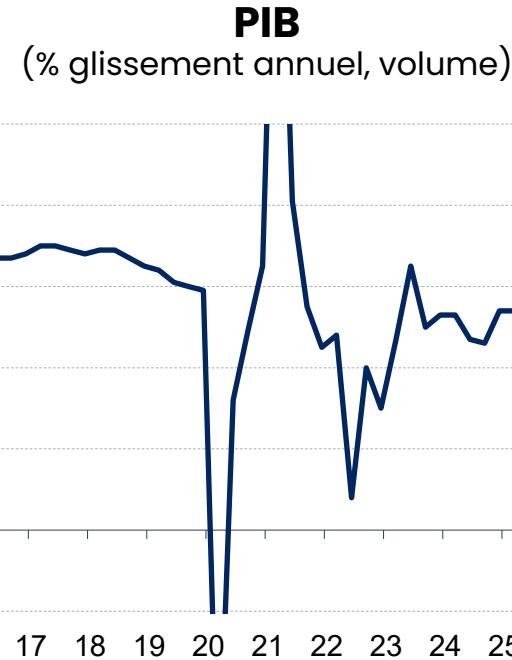
2

Chine

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



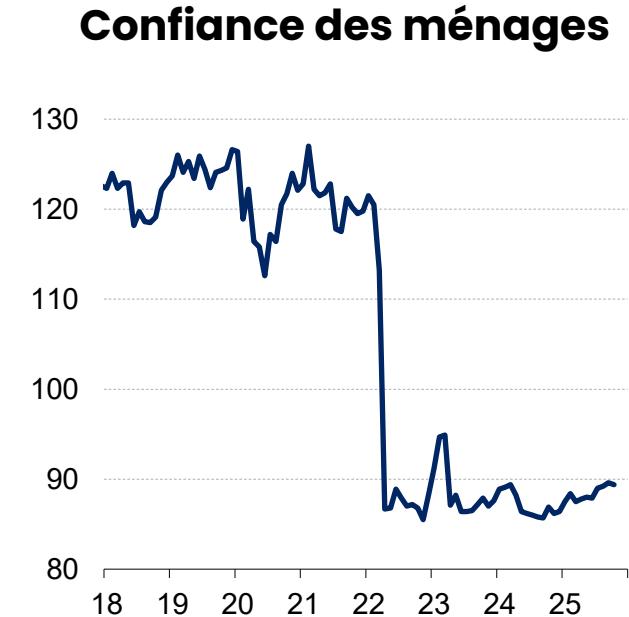
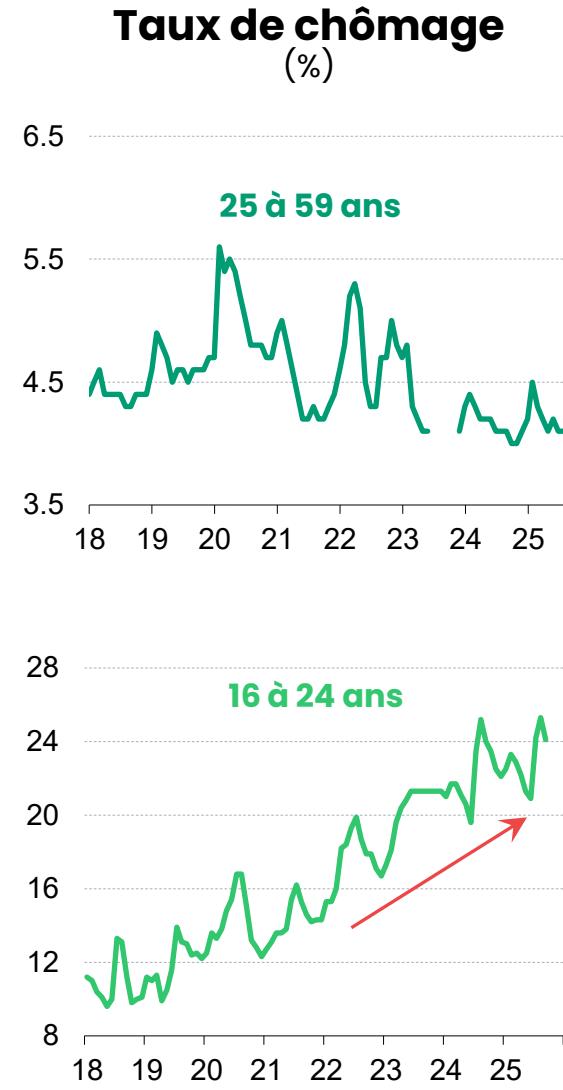
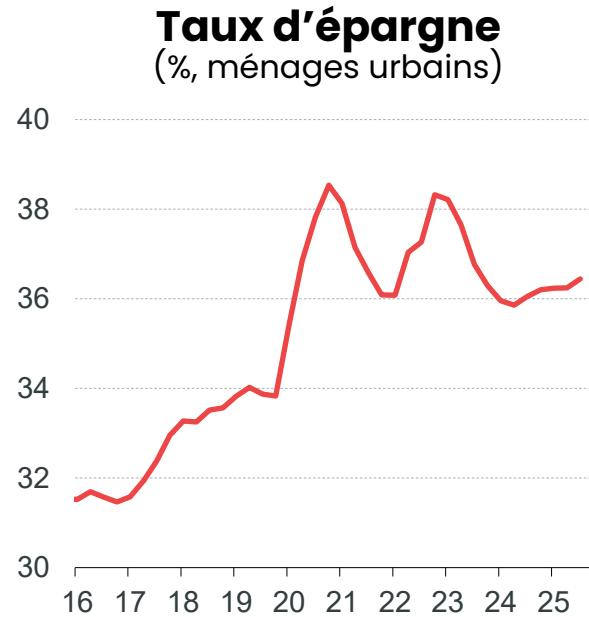
La croissance a tenu au troisième trimestre, mais les pressions déflationnistes persistent



Sources : LSEG Datastream, Haver Analytics, Candriam



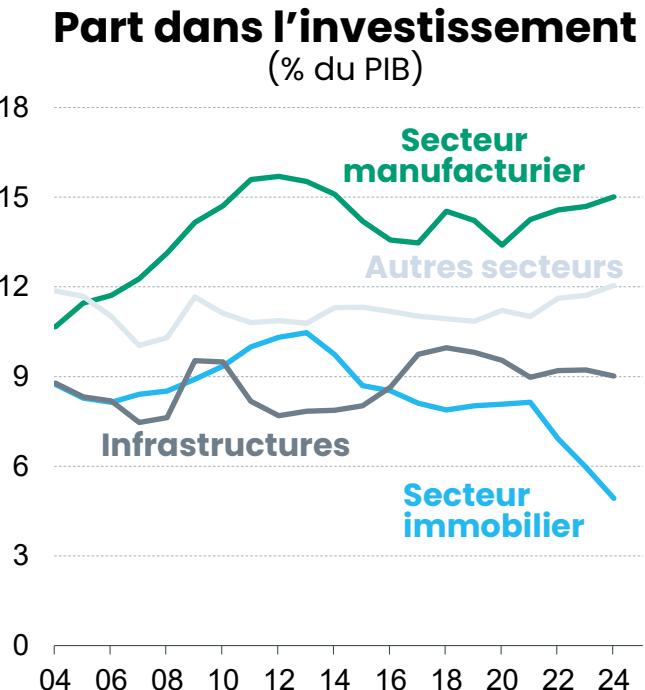
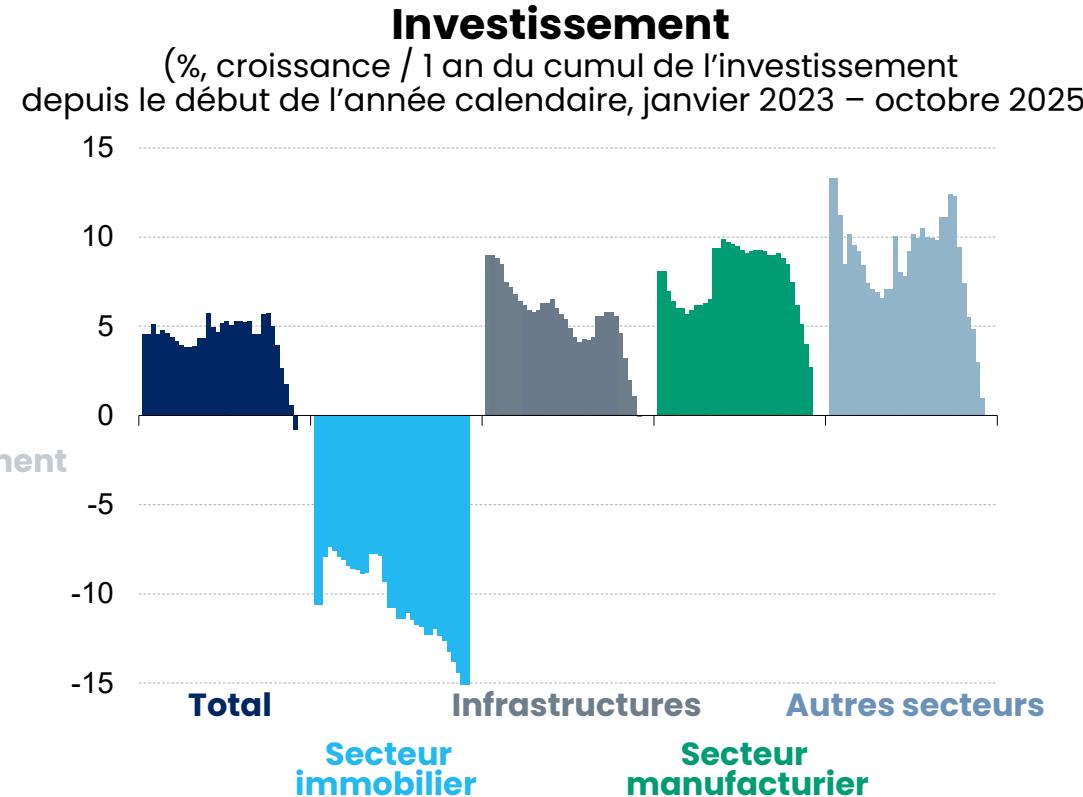
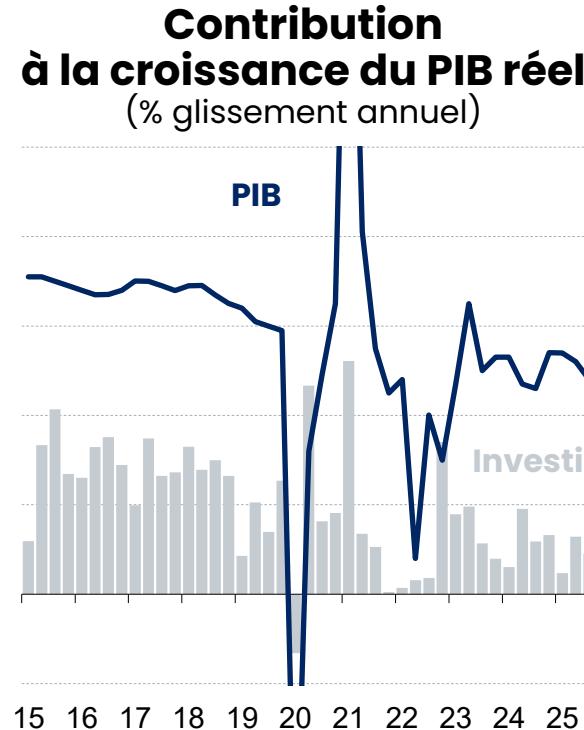
La Chine continue de souffrir d'un excès d'épargne



Sources : LSEG Datastream, Bloomberg, Candriam



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

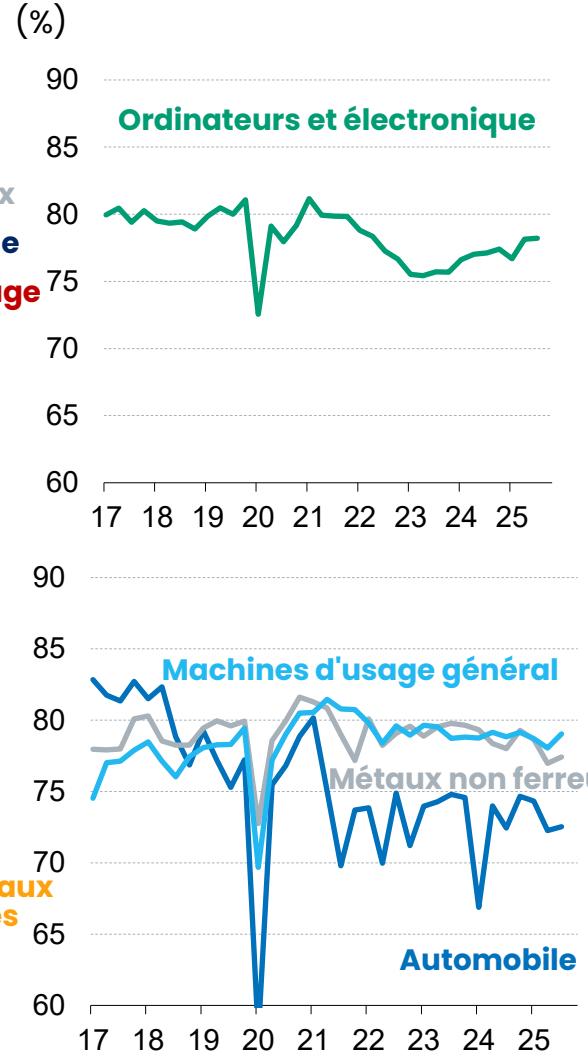
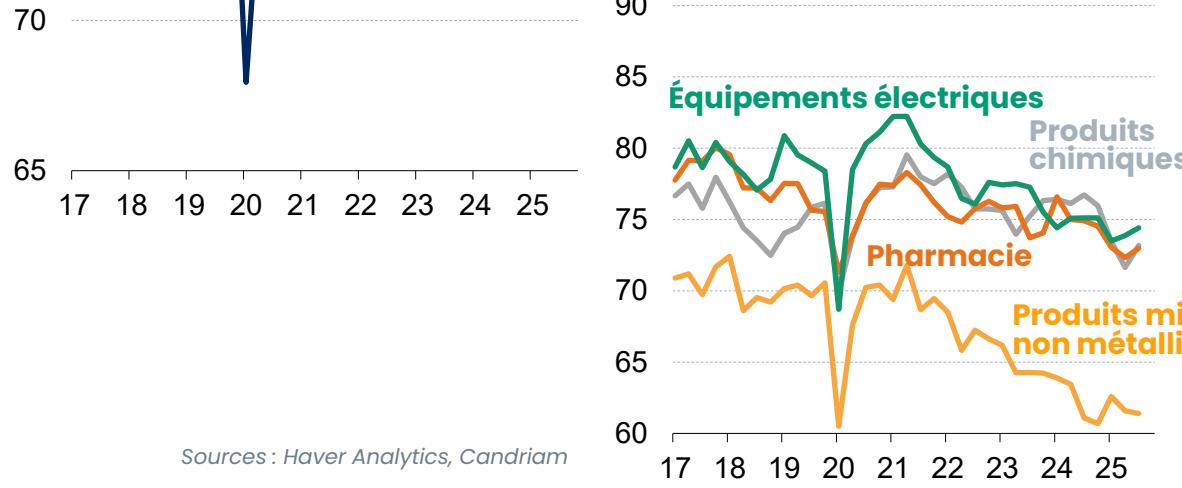
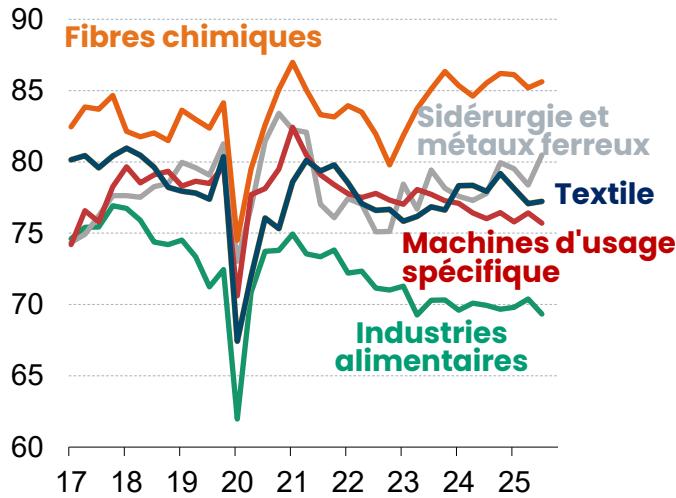
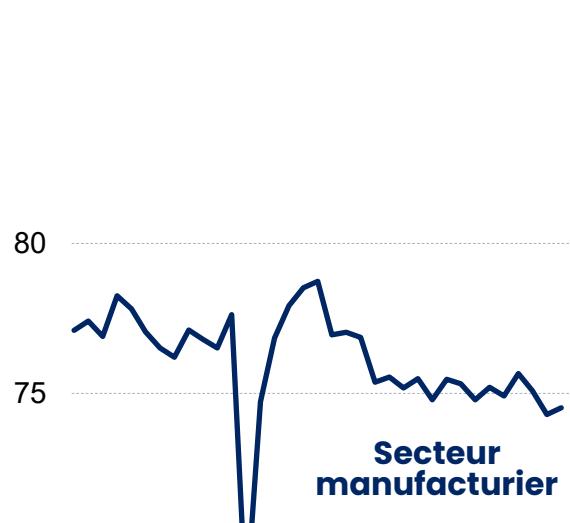


(*) Neijuan est le terme chinois pour « involution », un terme jusque-là cantonné aux sciences sociales qui désigne une société incapable d'évoluer, quels que soient les efforts déployés. Appliquée à l'économie, il désigne une concurrence exacerbée qui érode les marges et alimente la déflation.



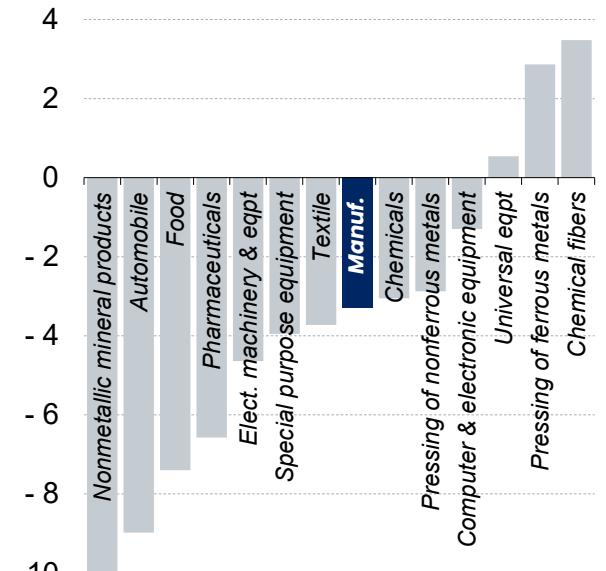
... d'autant que des surcapacités ont été accumulées dans de nombreux secteurs

Taux d'utilisation des capacités



Taux d'utilisation des capacités

(%, variation entre T4 2019 et T3 2025)

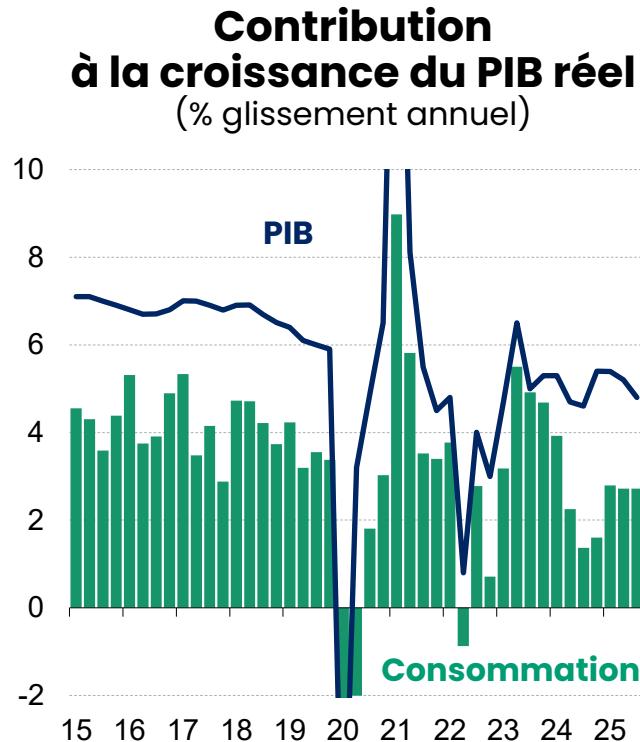


Lors de la 6^{ème} réunion de la Commission centrale des affaires financières et économiques, le 1er juillet, les décideurs politiques ont attribué la déflation à l'involution ou *Neijuan*, i.e. à une concurrence excessive et aux surcapacités.

Sources : Haver Analytics, Candriam



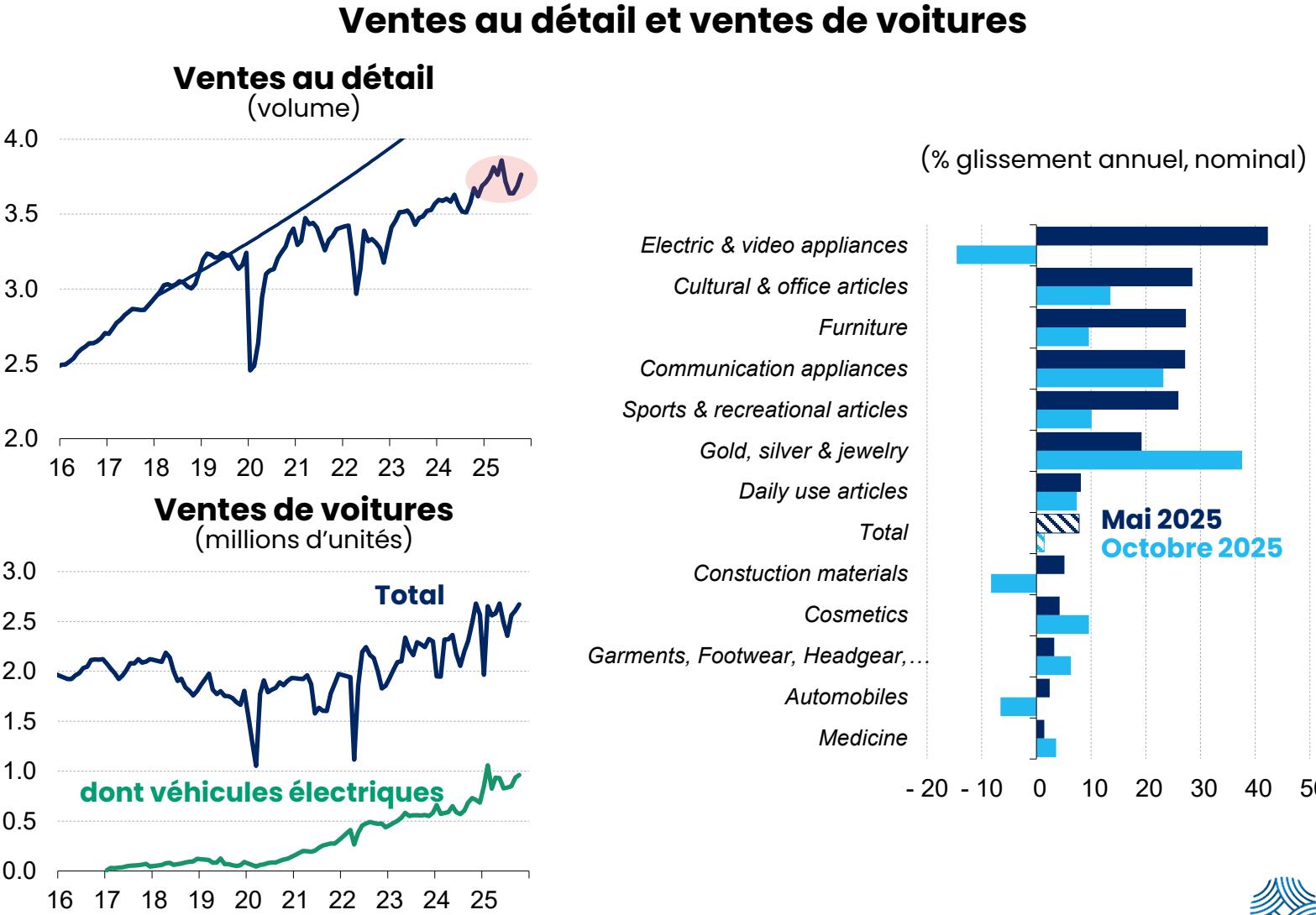
Les subventions pour l'achat de biens durables ont soutenu la consommation, mais leur impact va diminuer



Sources : LSEG Datastream, Bloomberg, Candriam

20

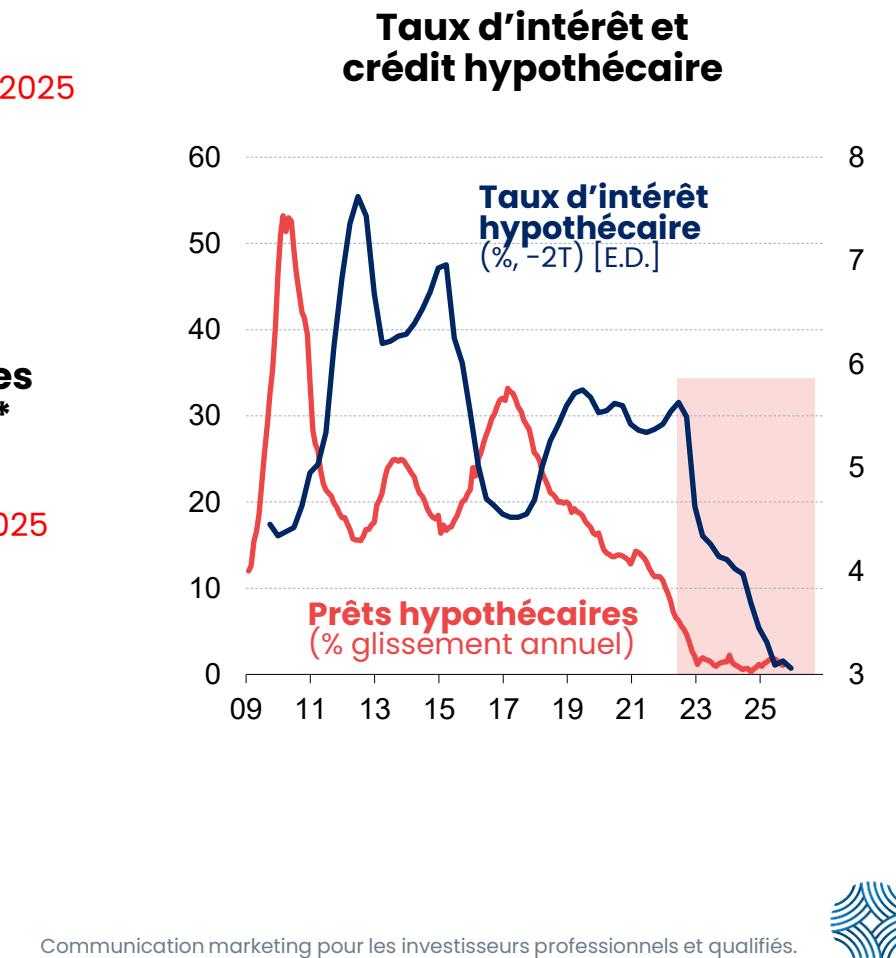
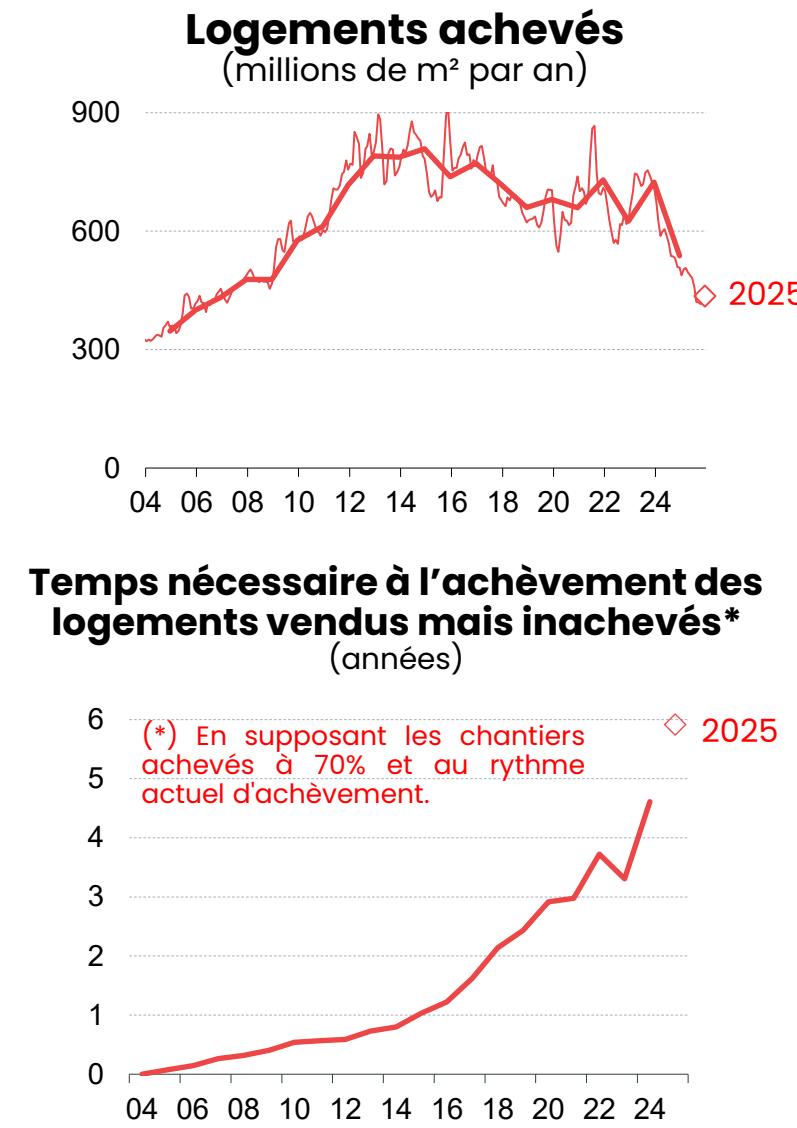
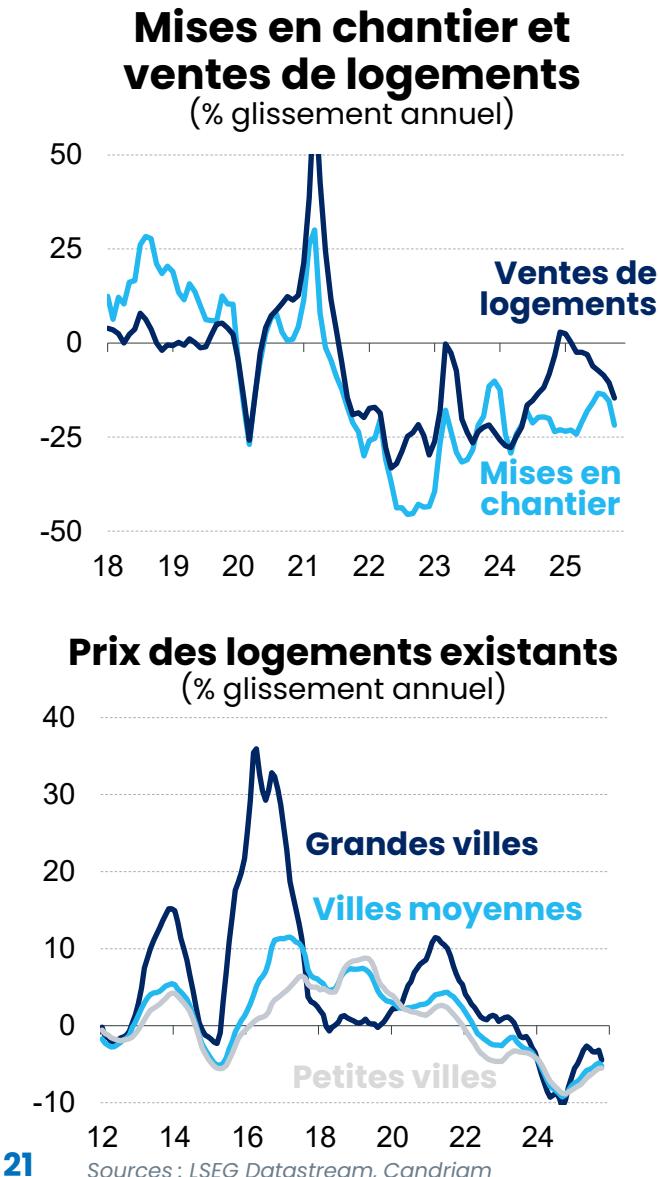
Décembre 2025



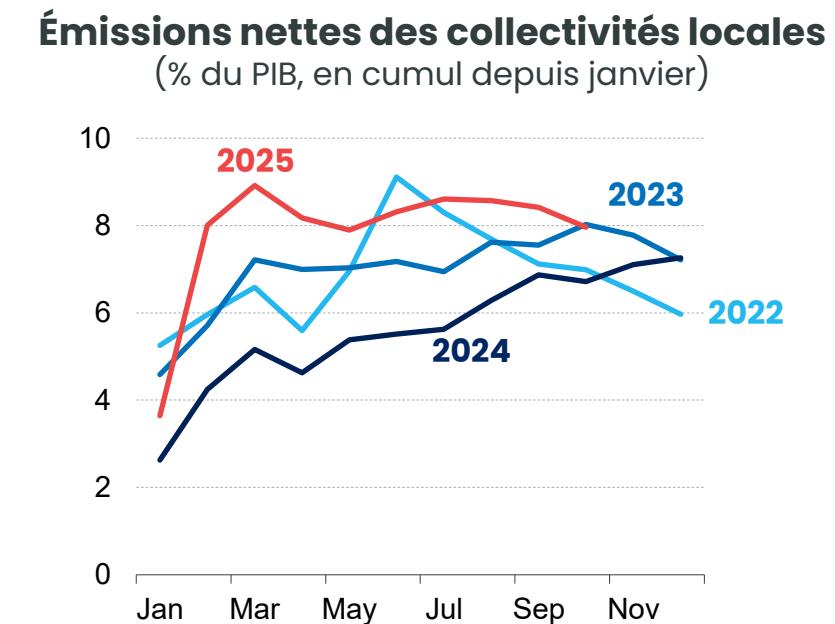
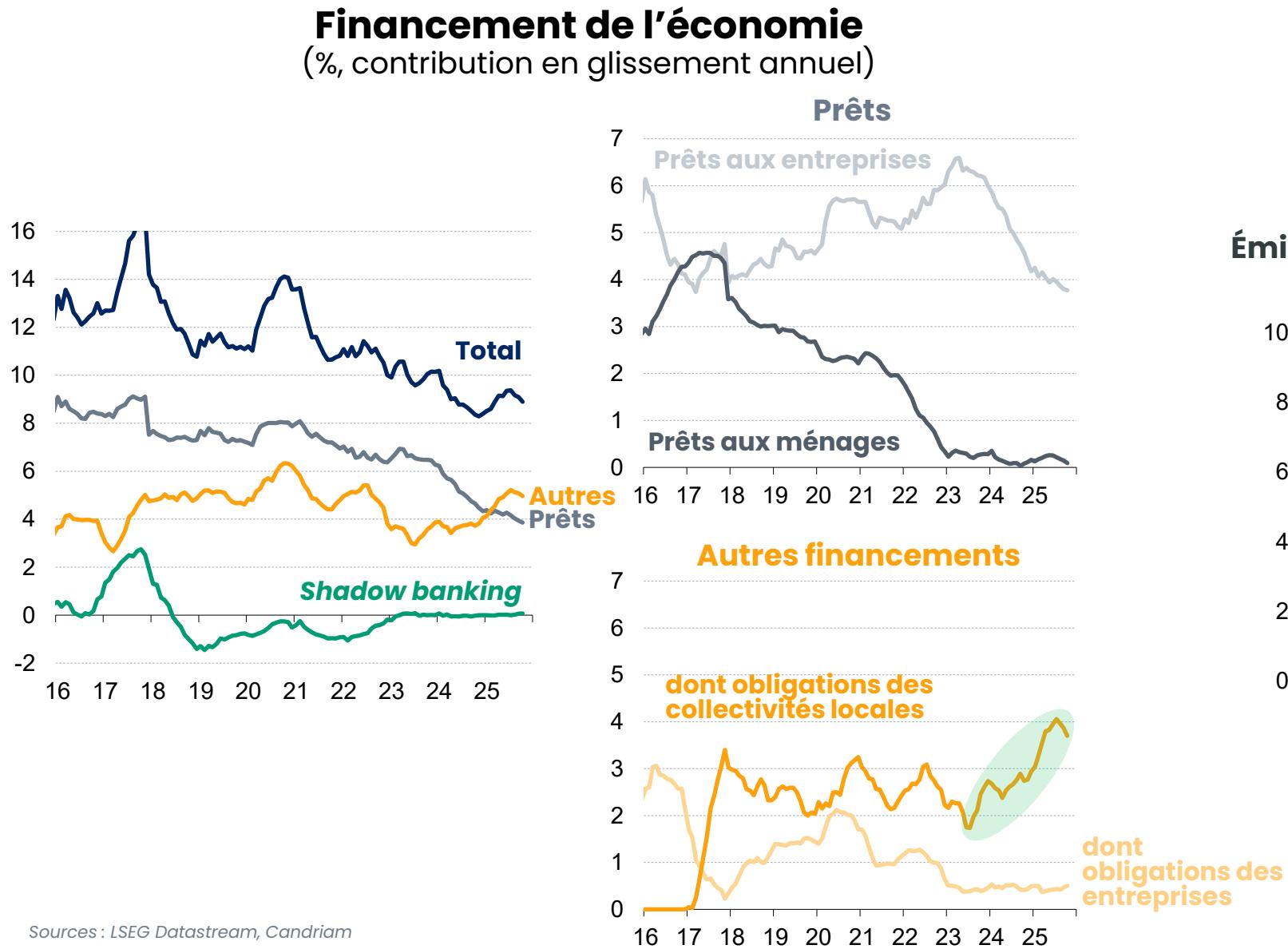
Communication marketing pour les investisseurs professionnels et qualifiés.



L'ajustement du secteur immobilier se poursuit

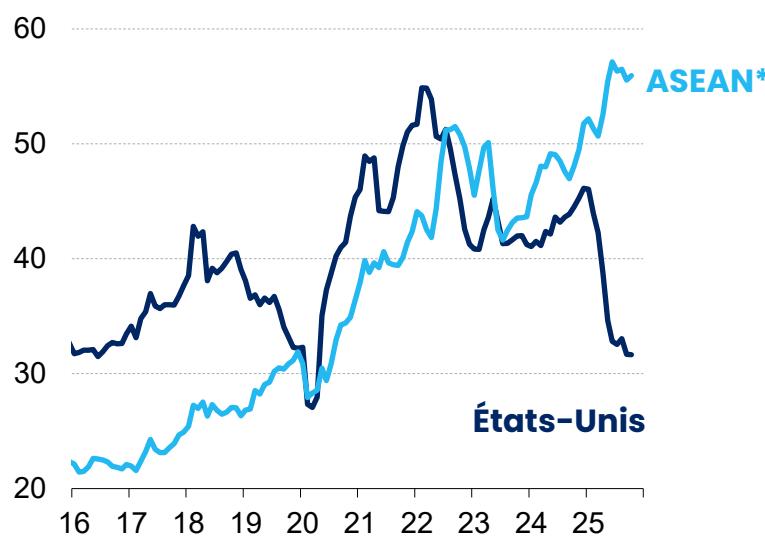


Le crédit aux agents privés continue de faiblir



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

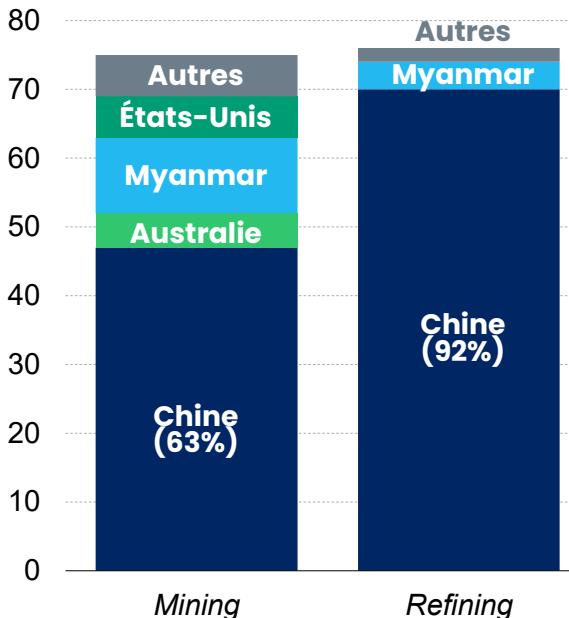
Exportations chinoises vers... (milliards de dollars, moyenne mobile sur 2 mois)



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

Sources : Census Bureau, IEA, Candriam

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.

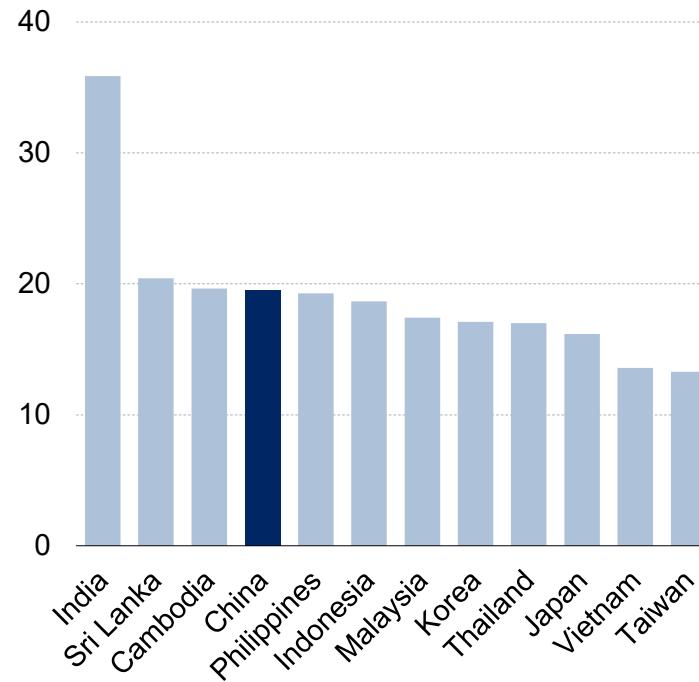
Contrôles à l'exportation : les États-Unis suspendront l'application de leur « règle des 50% pour les filiales » pendant un an*. En contrepartie, la Chine suspend pendant un an l'application des contrôles à l'exportation annoncés le 9 octobre.

(*) 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.

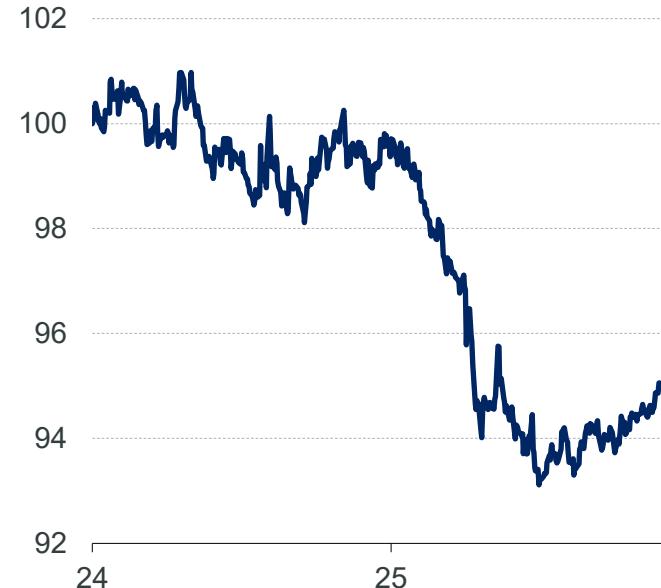


... et en obtenant une hausse des droits de douane semblable à celle de ses concurrents asiatiques

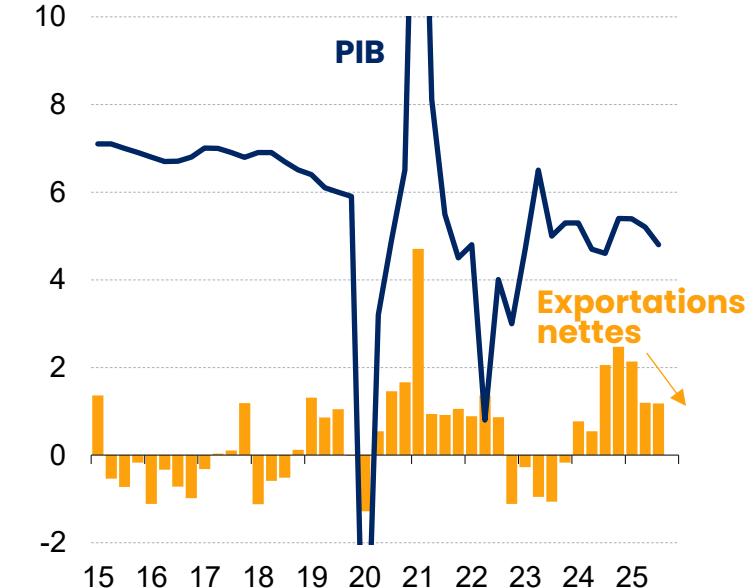
Augmentation des droits de douane américains (%)



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

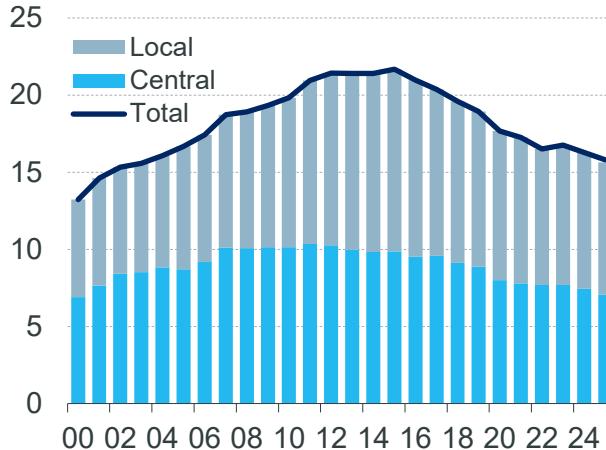


Les autorités chinoises vont néanmoins devoir continuer de soutenir prudemment leur économie...

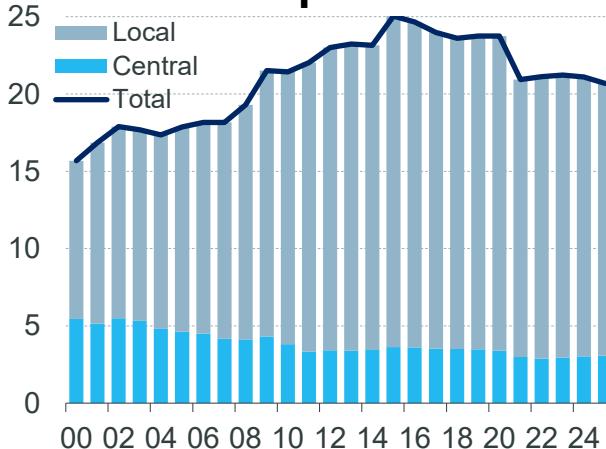
Budget général

(% du PIB)

Revenus



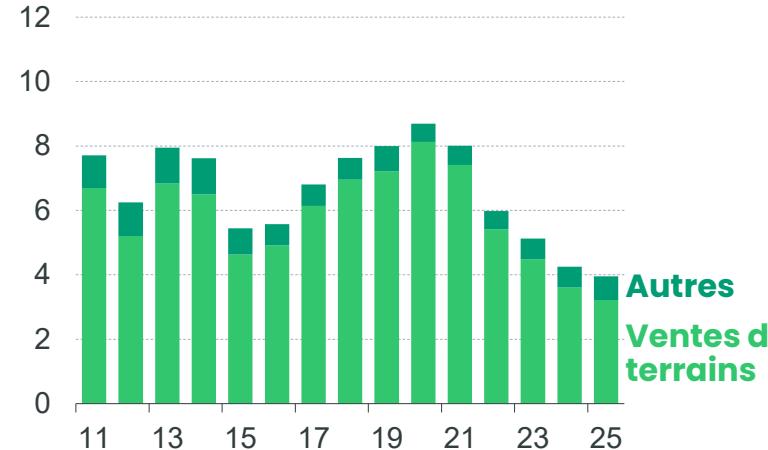
Dépenses



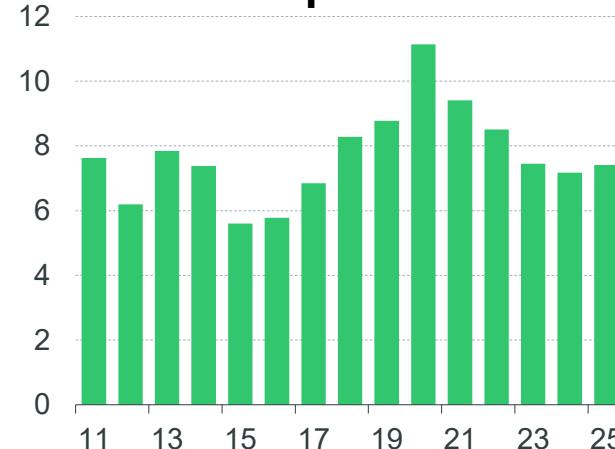
Fonds budgétaires

(collectivités locales, % du PIB)

Revenus

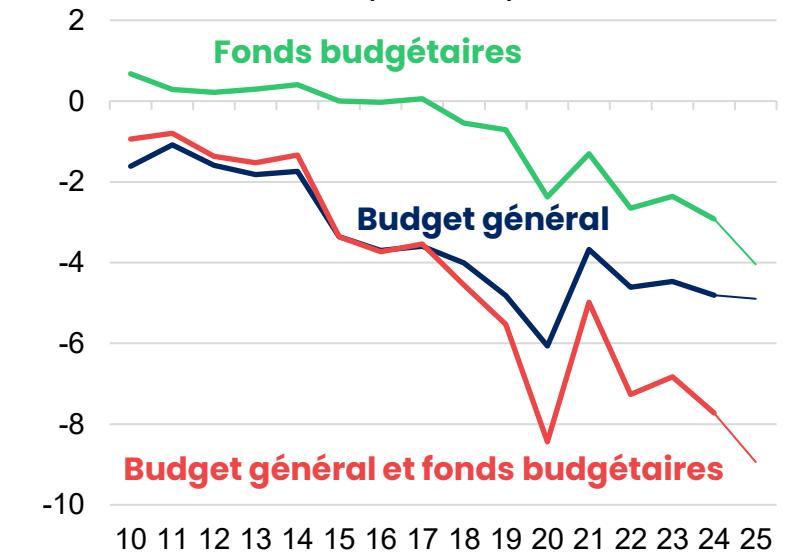


Dépenses



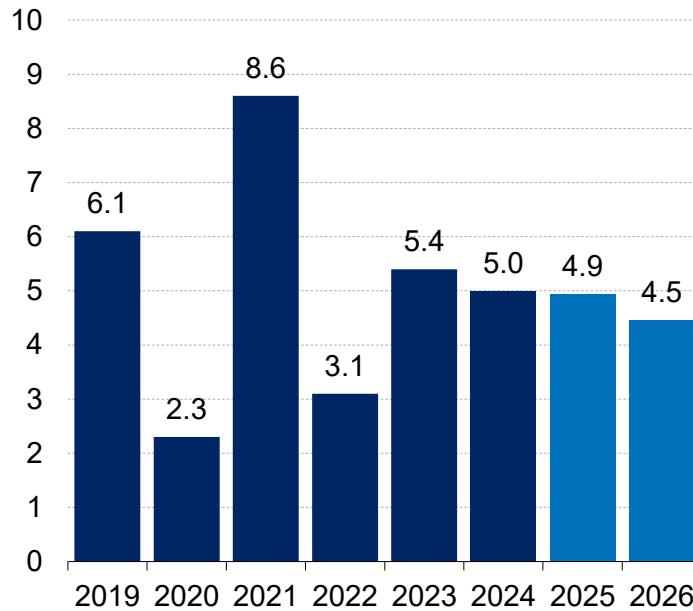
Solde budgétaire

(% du PIB)

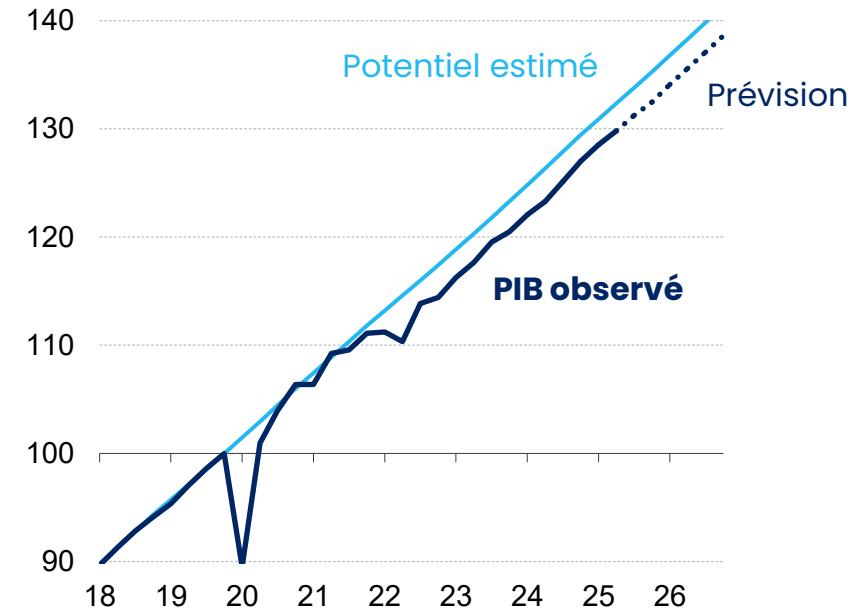


... pour maintenir la croissance proche de leur cible

Croissance du PIB réel
(%, moyenne annuelle)



PIB réel
(T4 2019 = 100)

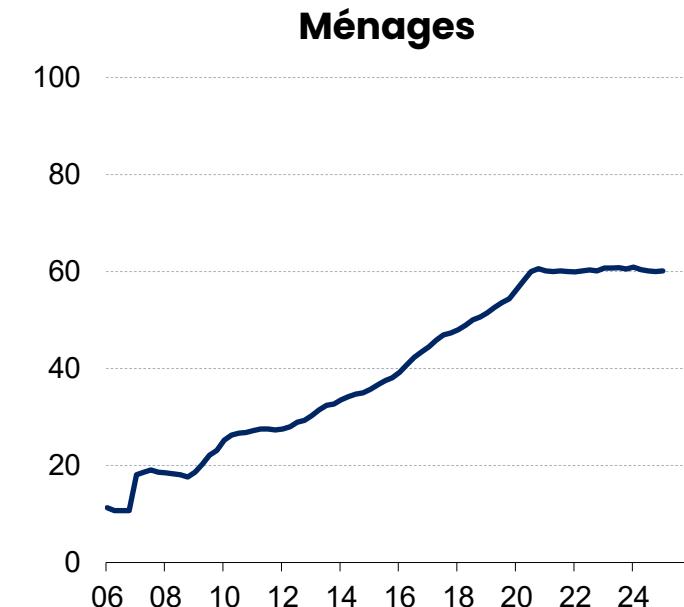
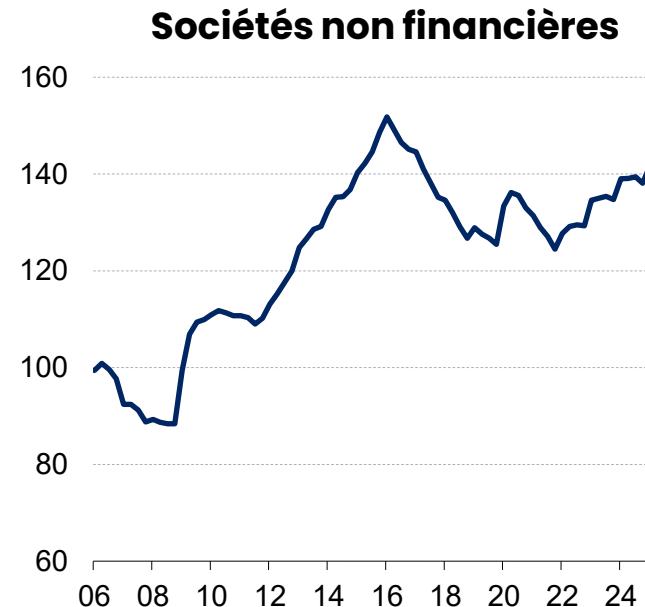
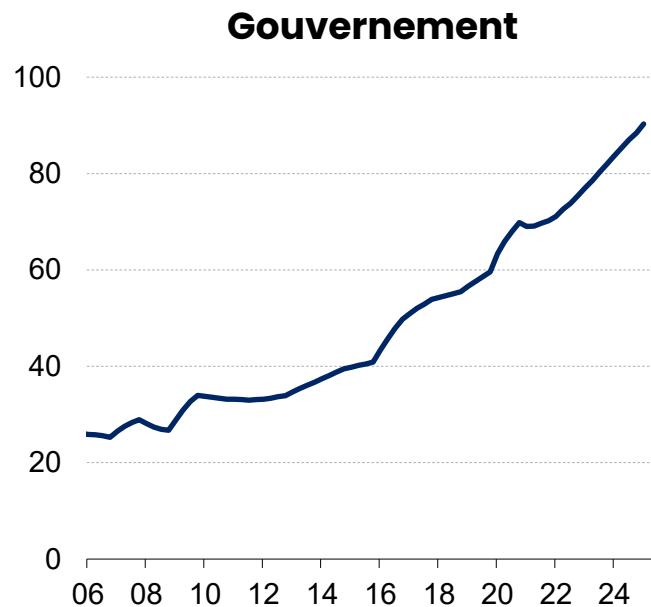


Sources : LSEG Datastream, Candriam



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)



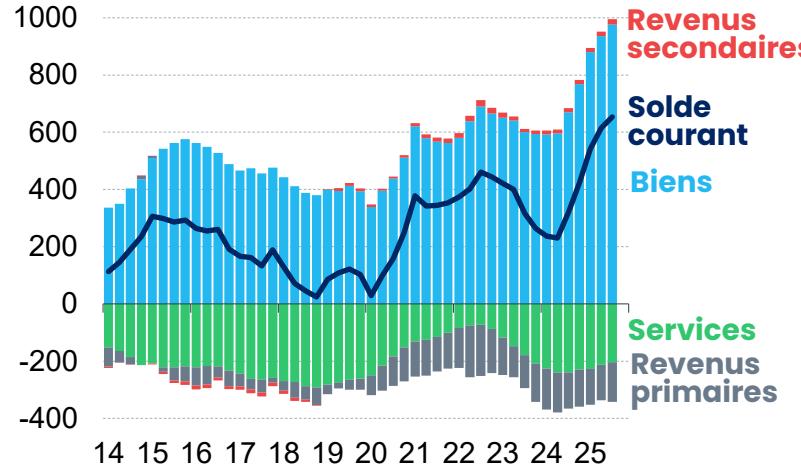
Sources : LSEG Datastream, BRI, Candriam



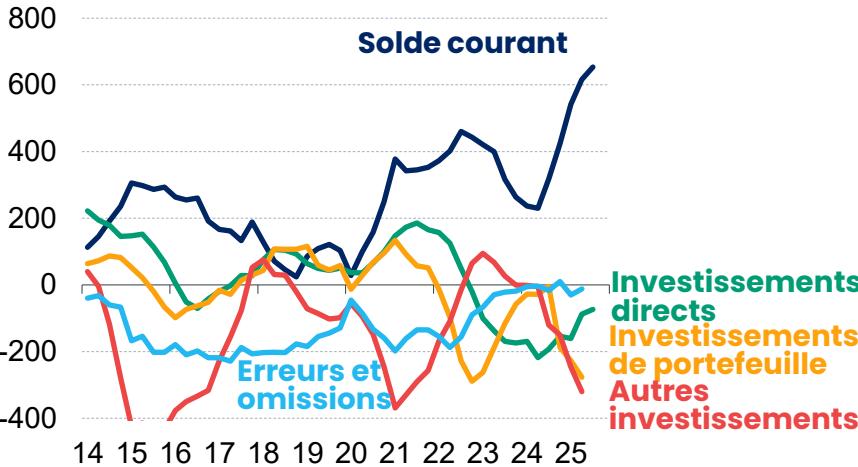
Memo. Balance des paiements de la Chine

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

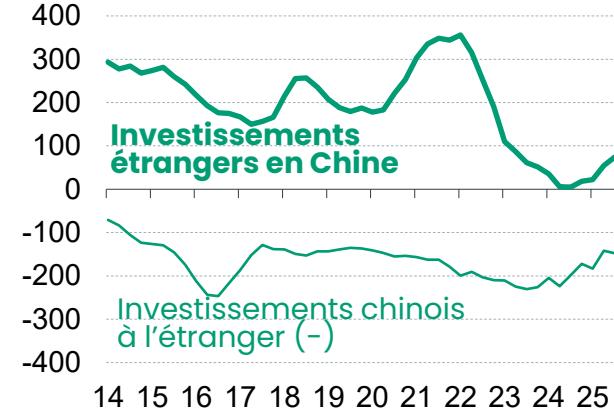
Solde du compte courant



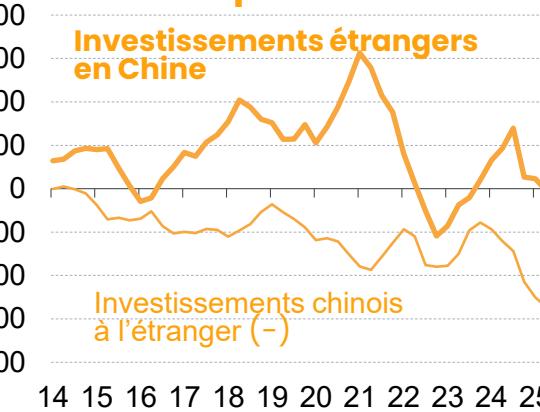
Solde du compte financier



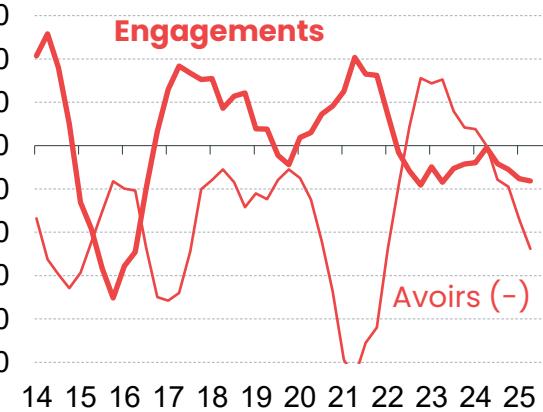
Investissements directs



Investissements de portefeuille



Autres investissements



Réserves de change

(milliards de dollars)



Sources : LSEG Datastream, Candriam



3 États-Unis

Une économie duale...



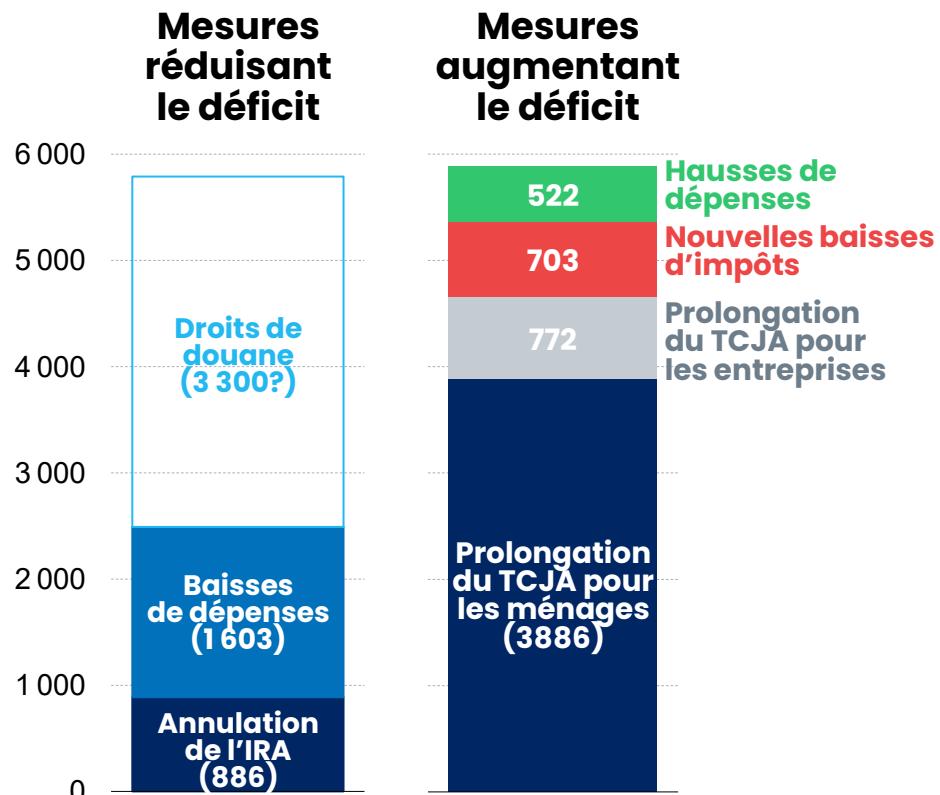
D. Trump a tenu ses promesses de campagne

Hausse des droits de douane



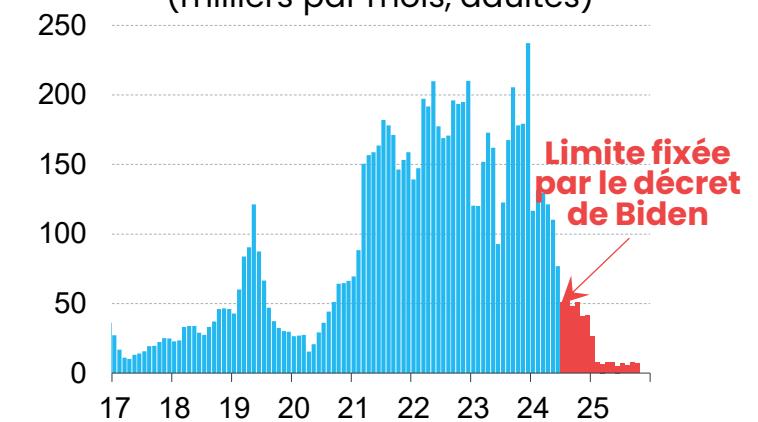
Baisses d'impôts

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

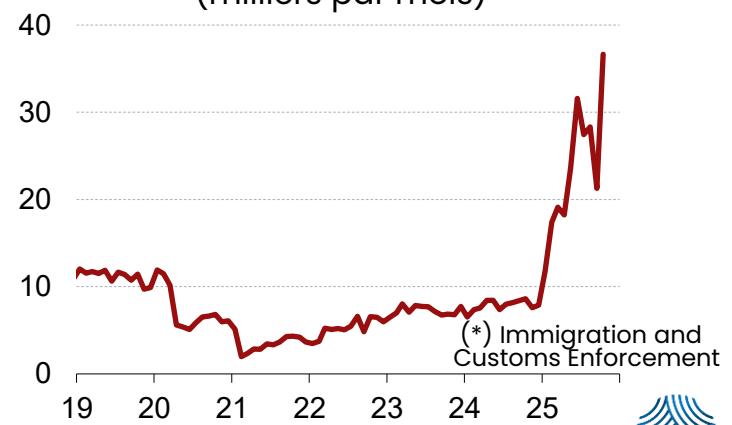


Immigration

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



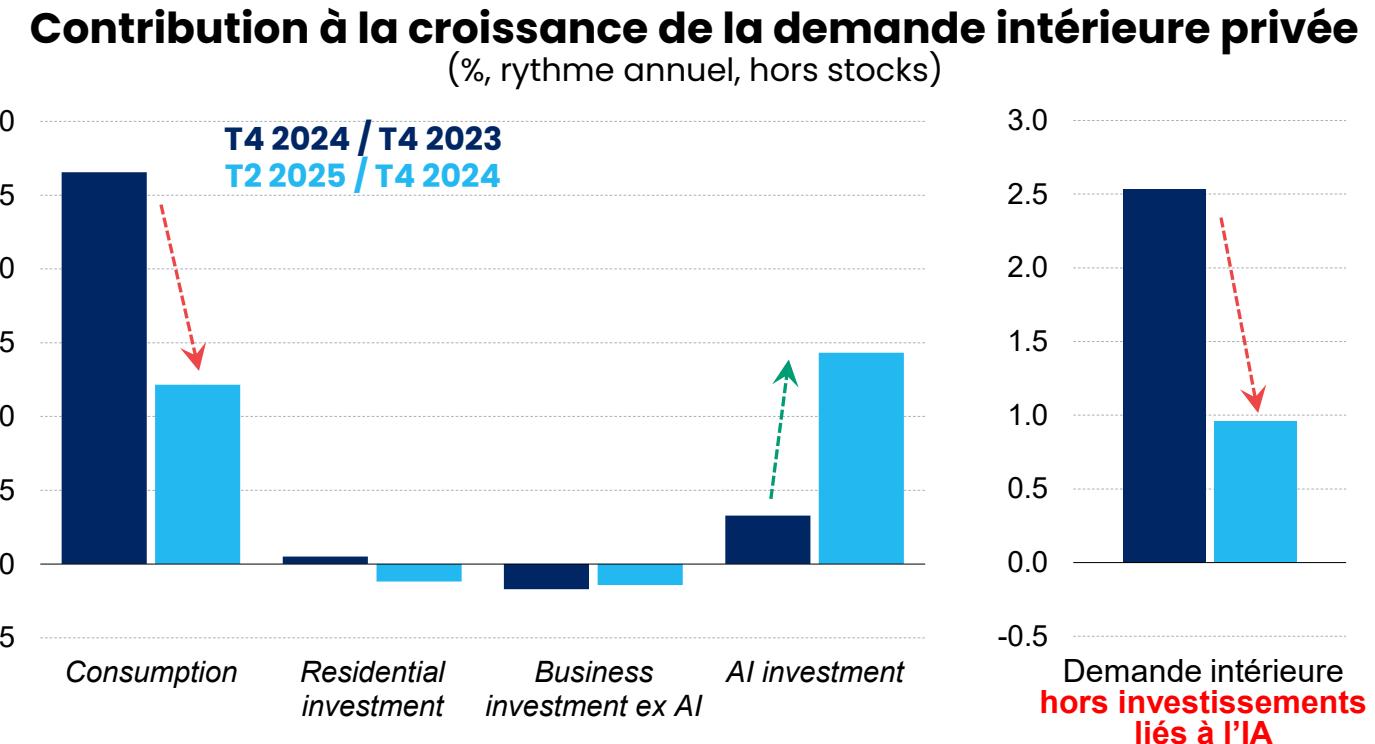
Arrestations de l'ICE*
(milliers par mois)



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 !



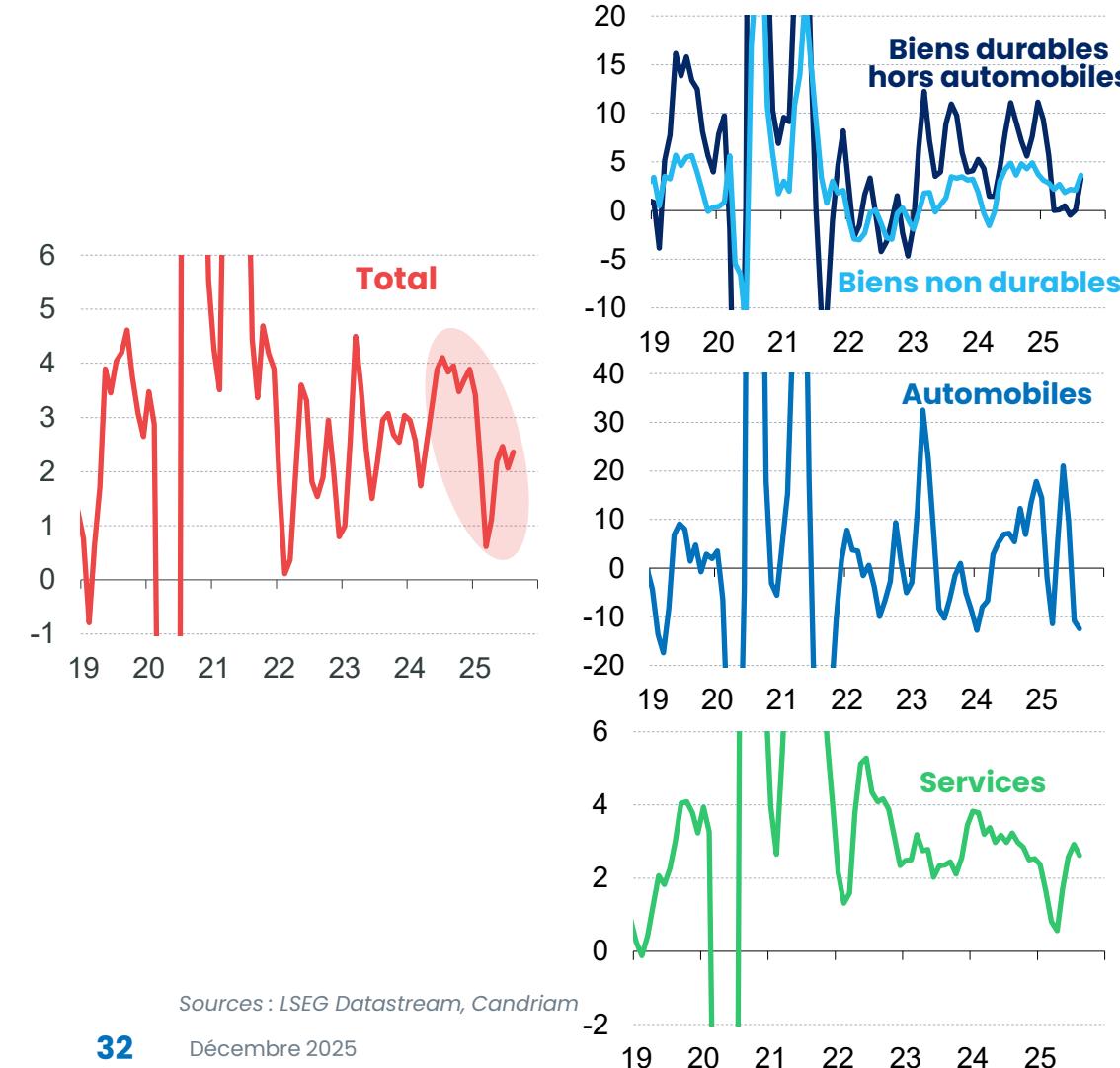
Sources : LSEG Datastream, BEA, Candriam



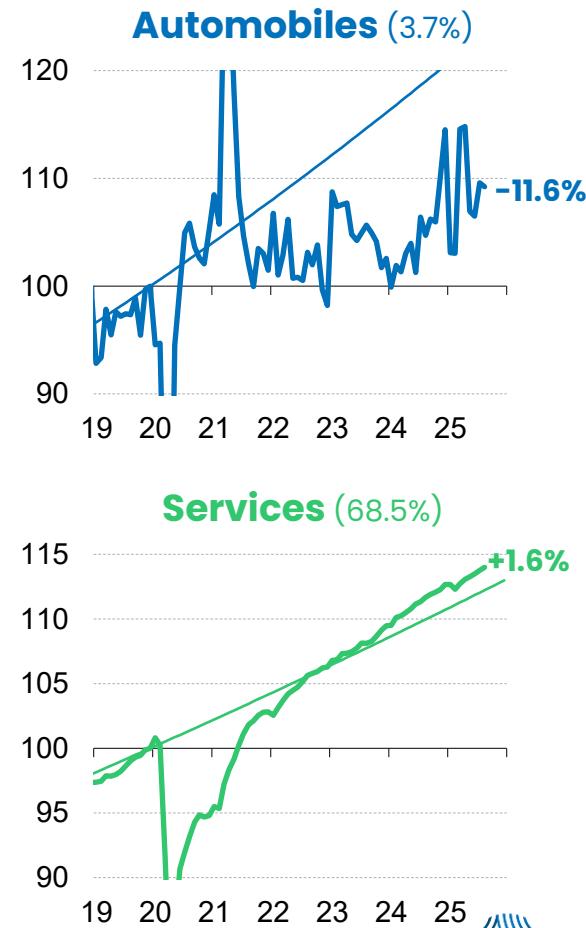
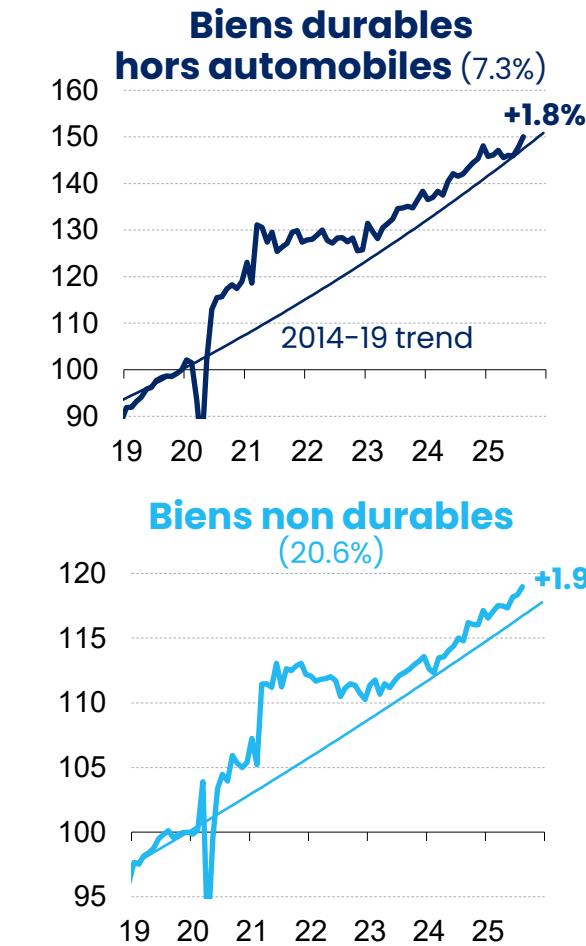
La consommation des ménages a ralenti

Consommation réelle

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



(décembre 2019 = 100)

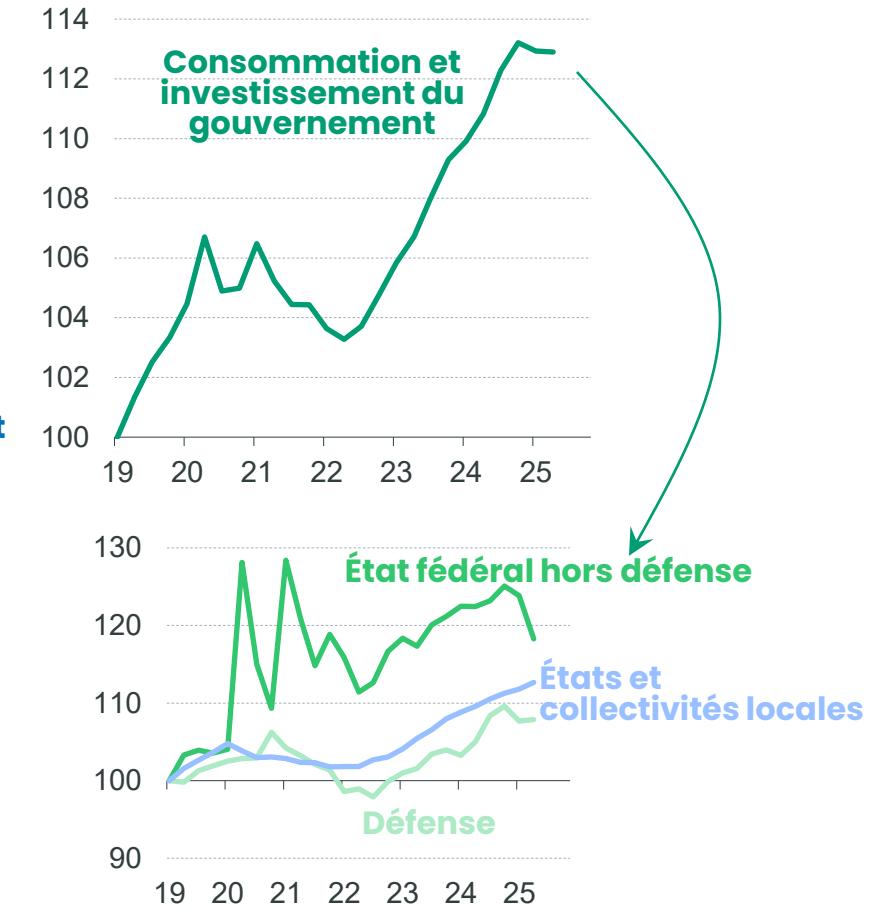
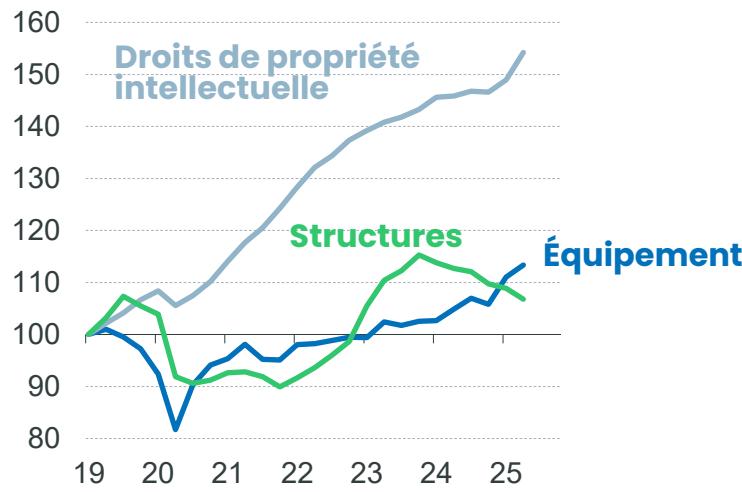
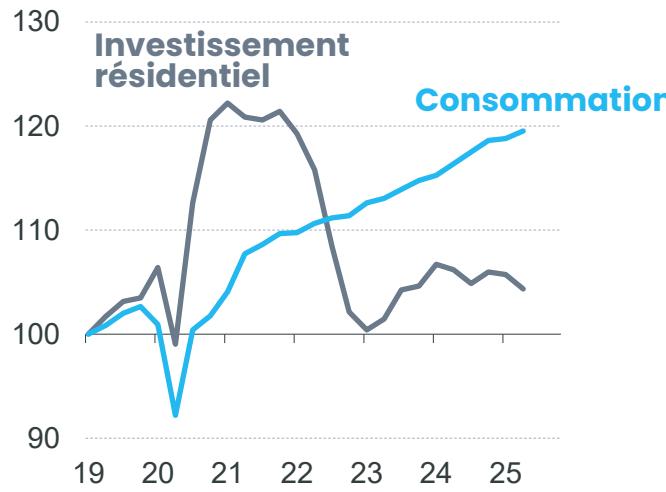


Sources : LSEG Datastream, Candriam



Memo. Composantes de la demande intérieure

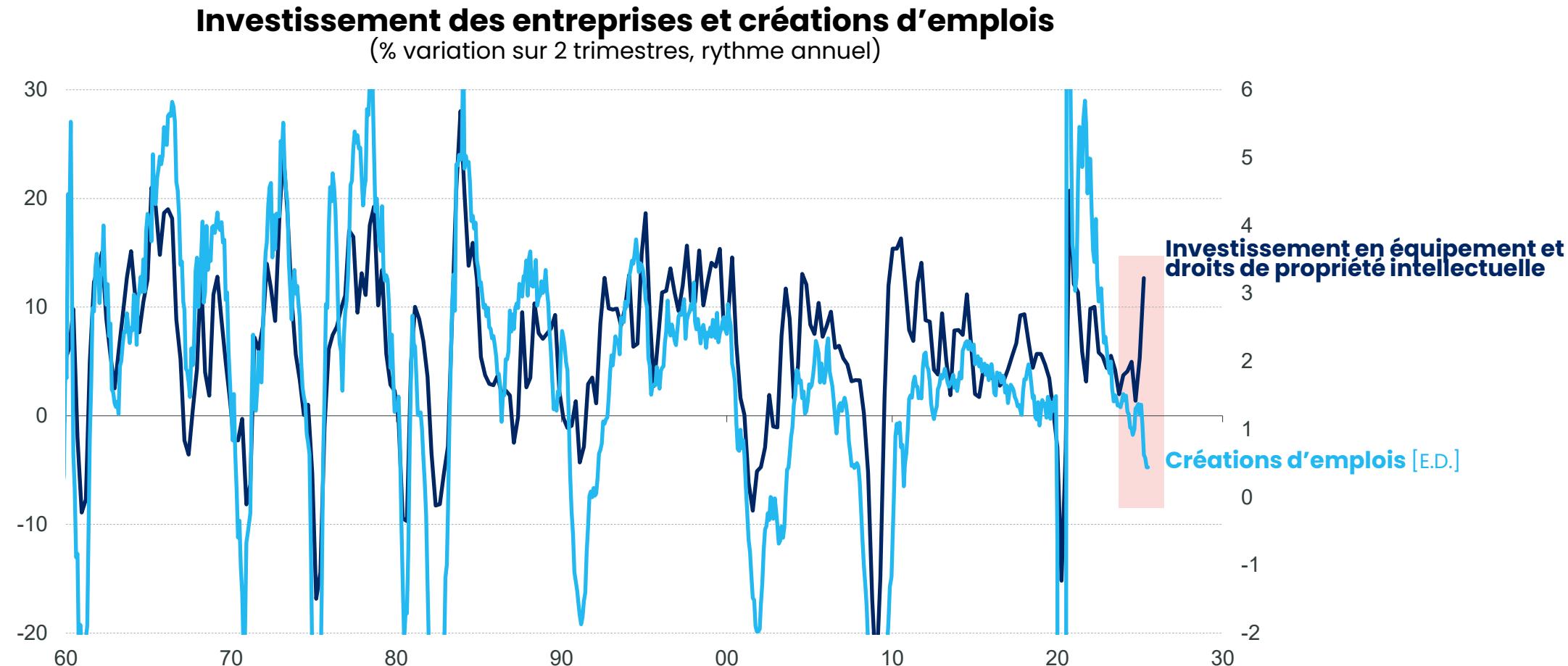
Composantes de la demande intérieure (T1 2019 = 100)



Sources : LSEG Datastream, BEA, Candriam



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



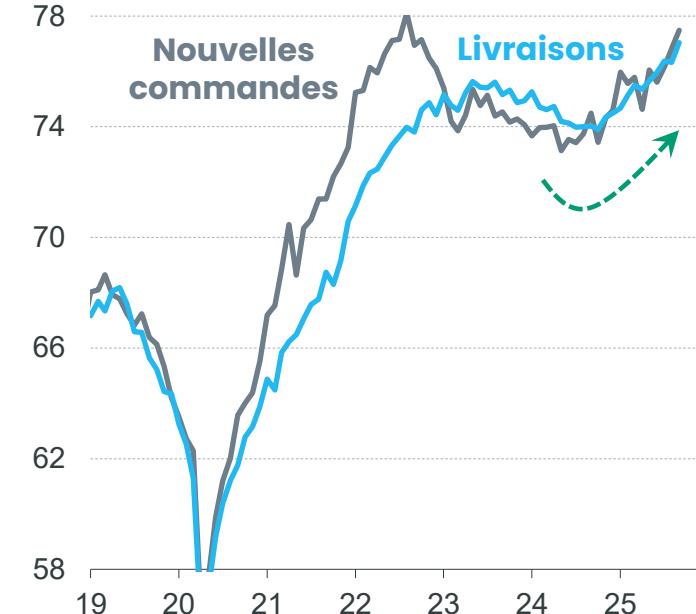
Sources : LSEG Datastream, Candriam



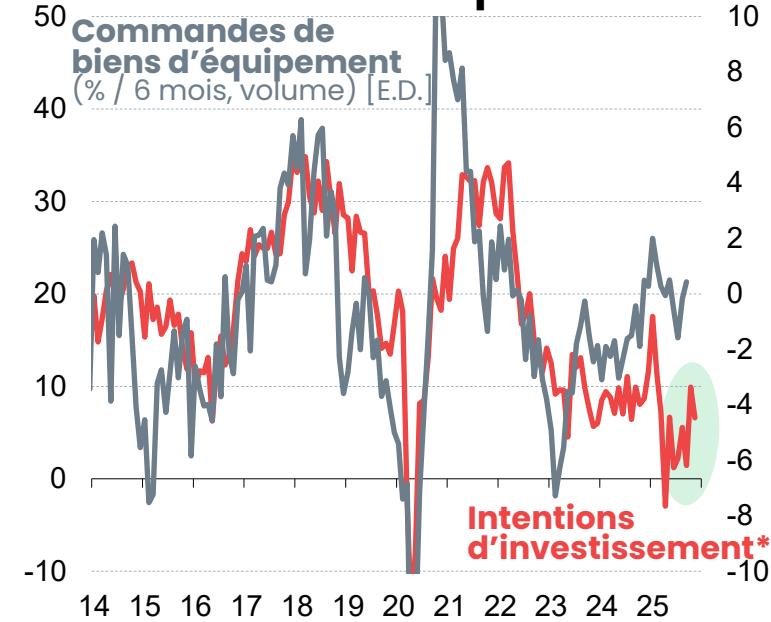
Malgré l'incertitude, les entreprises ont continué à investir

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

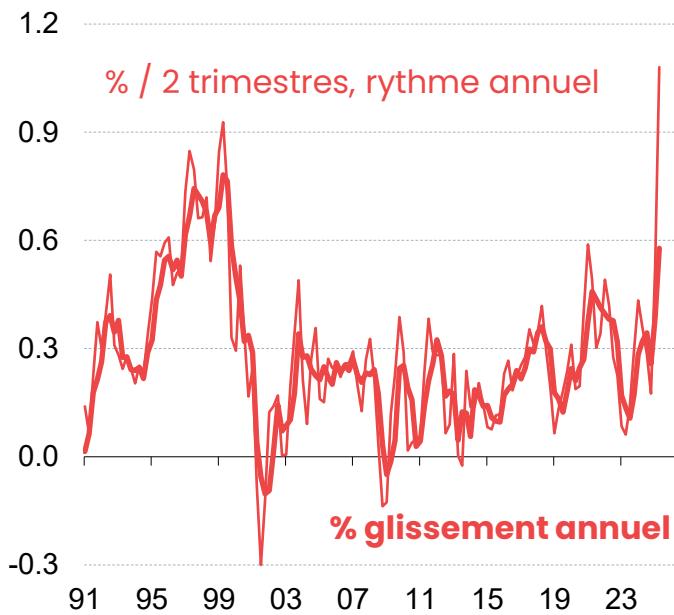


(*) Moyenne pondérée des enquêtes régionales (New York, Philadelphie, Dallas, Kansas, Richmond).



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



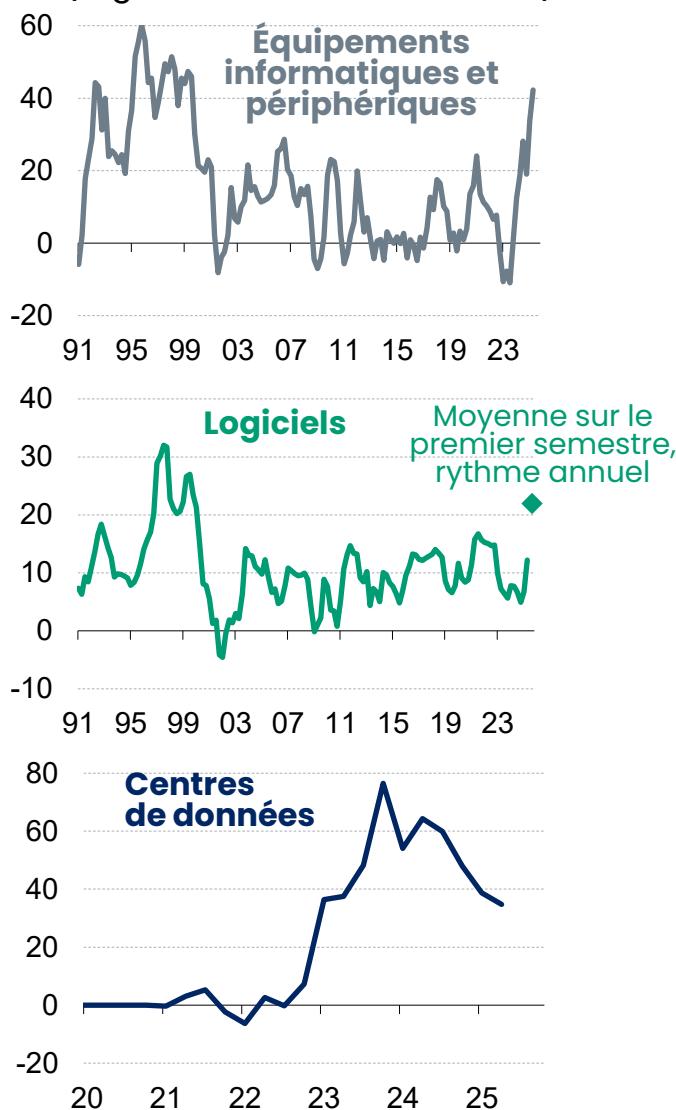
(*) Centre de données, équipements informatiques et périphériques, logiciels

Sources : LSEG Datastream, BEA, Candriam

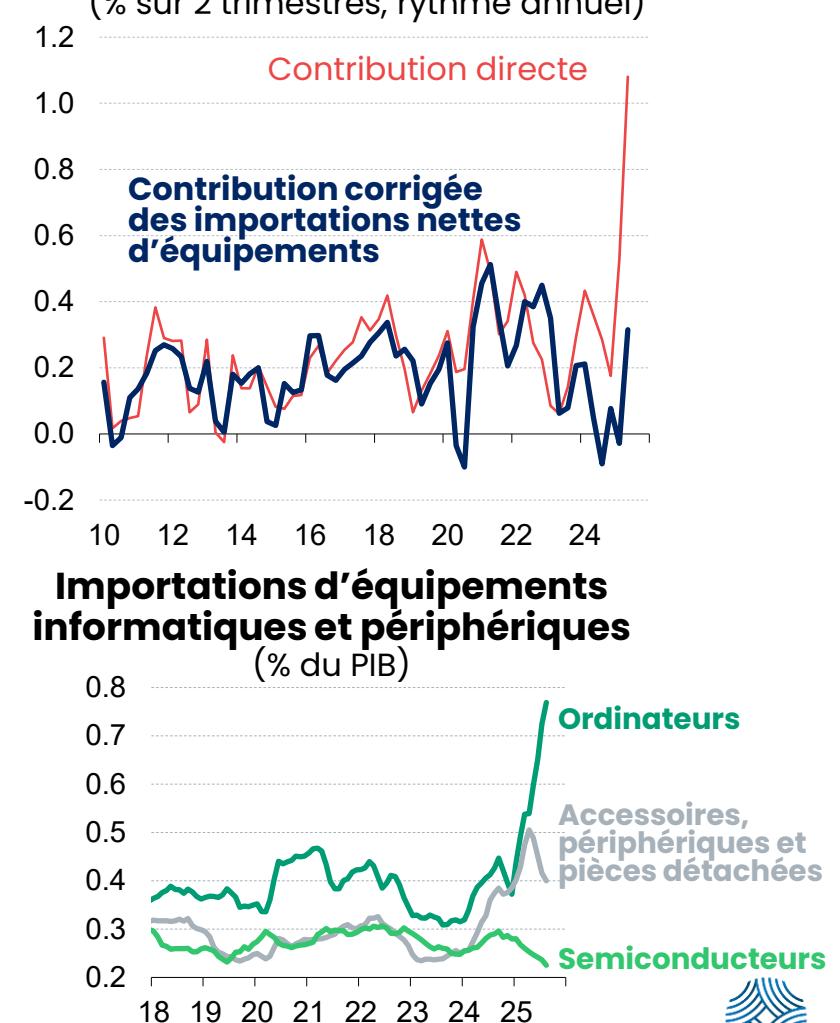
36

Décembre 2025

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



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



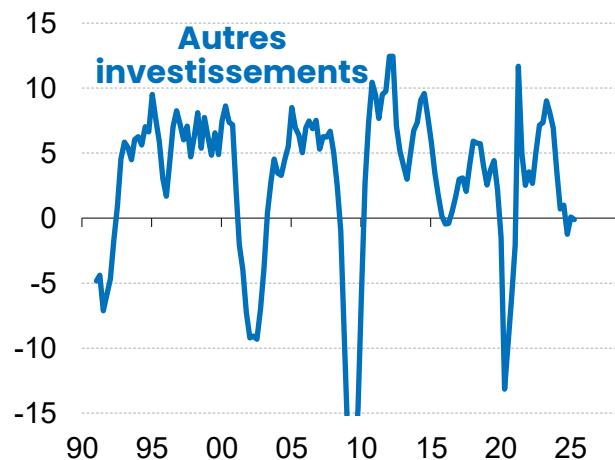
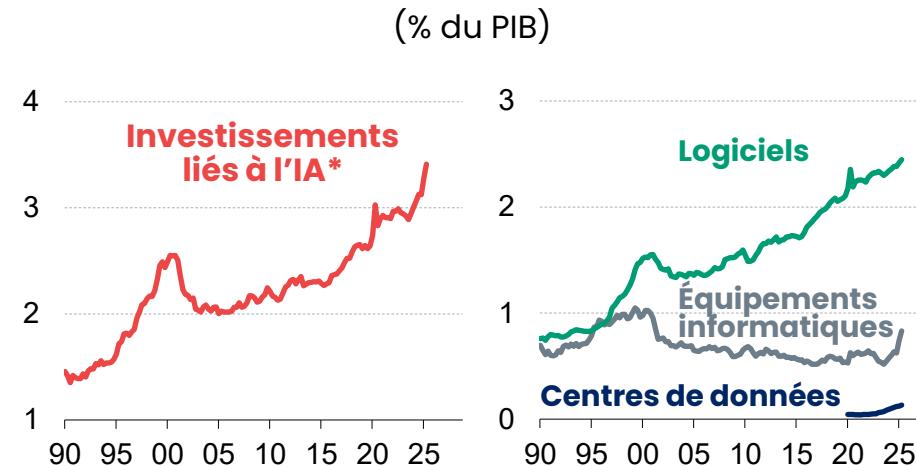
Si les investissements liés à l'IA ont clairement accéléré, le reste de l'investissement est nettement moins dynamique

Investissement des entreprises

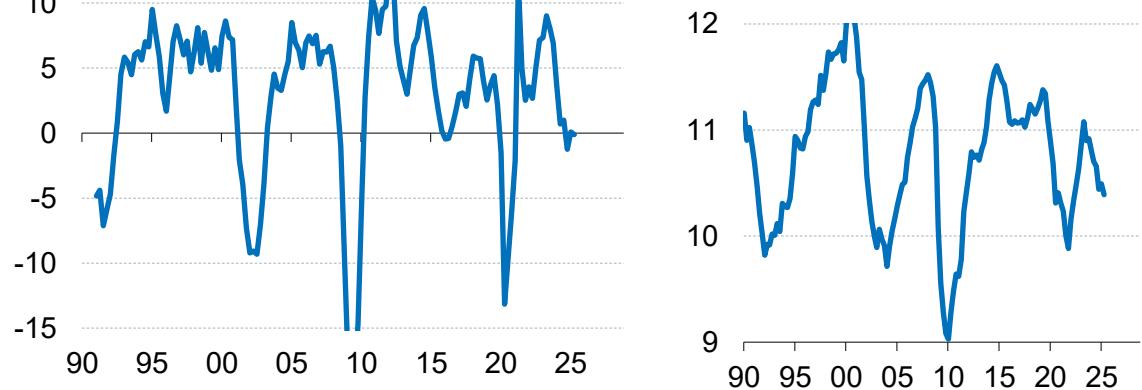
(% glissement annuel, volume)



(% du PIB)

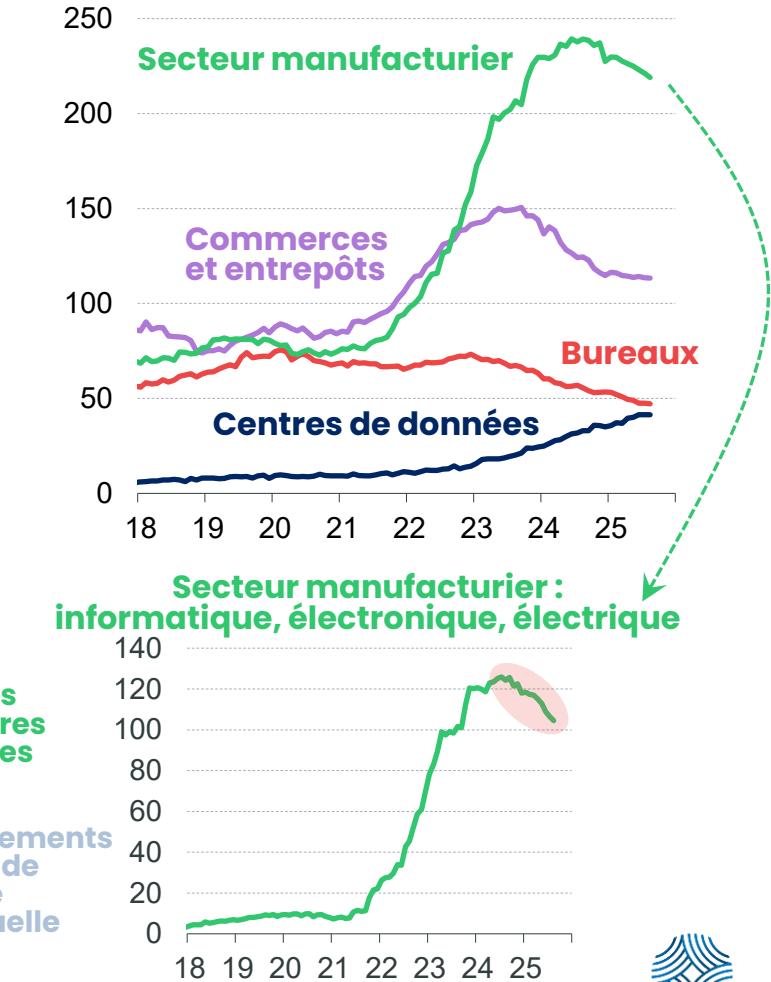


Autres investissements



Investissement privé en construction non résidentielle

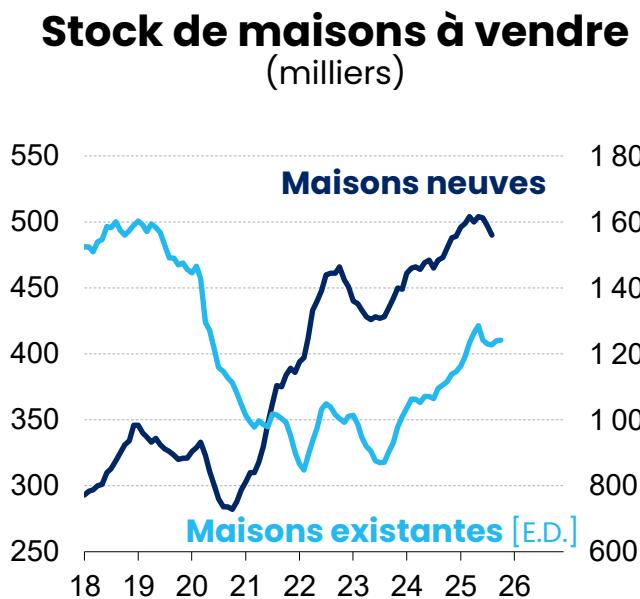
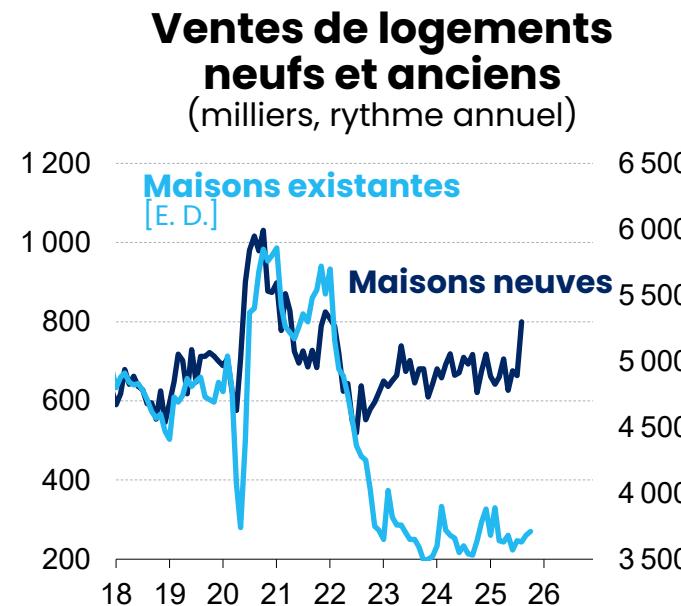
(milliards de dollars, nominal, rythme annuel)



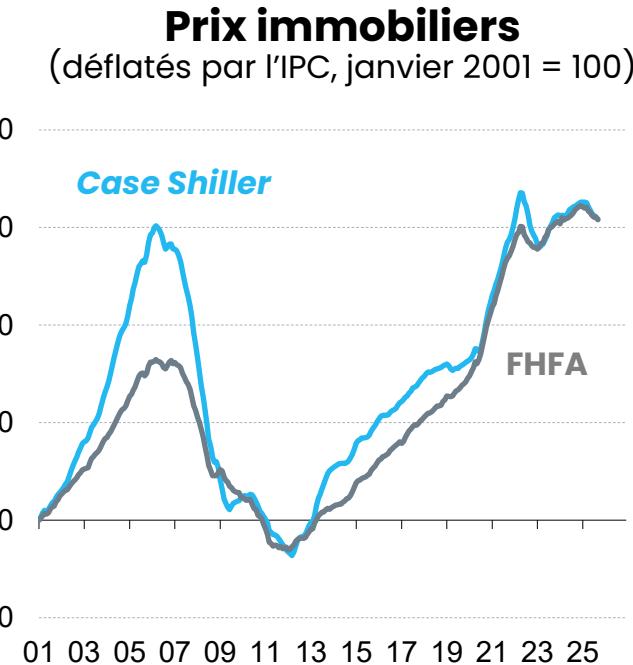
Sources : LSEG Datastream, BEA, Census Bureau, Candriam



Les taux d'intérêt hypothécaires ont baissé...



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

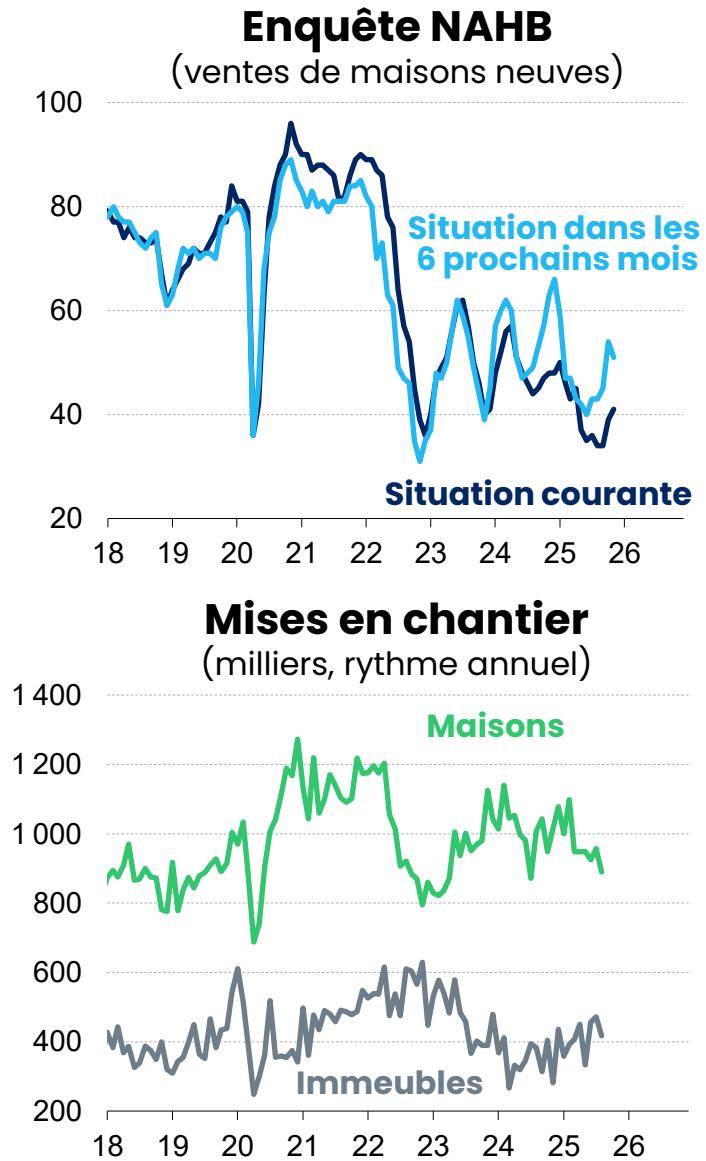


Sources : LSEG Datastream, Candriam

39

Décembre 2025

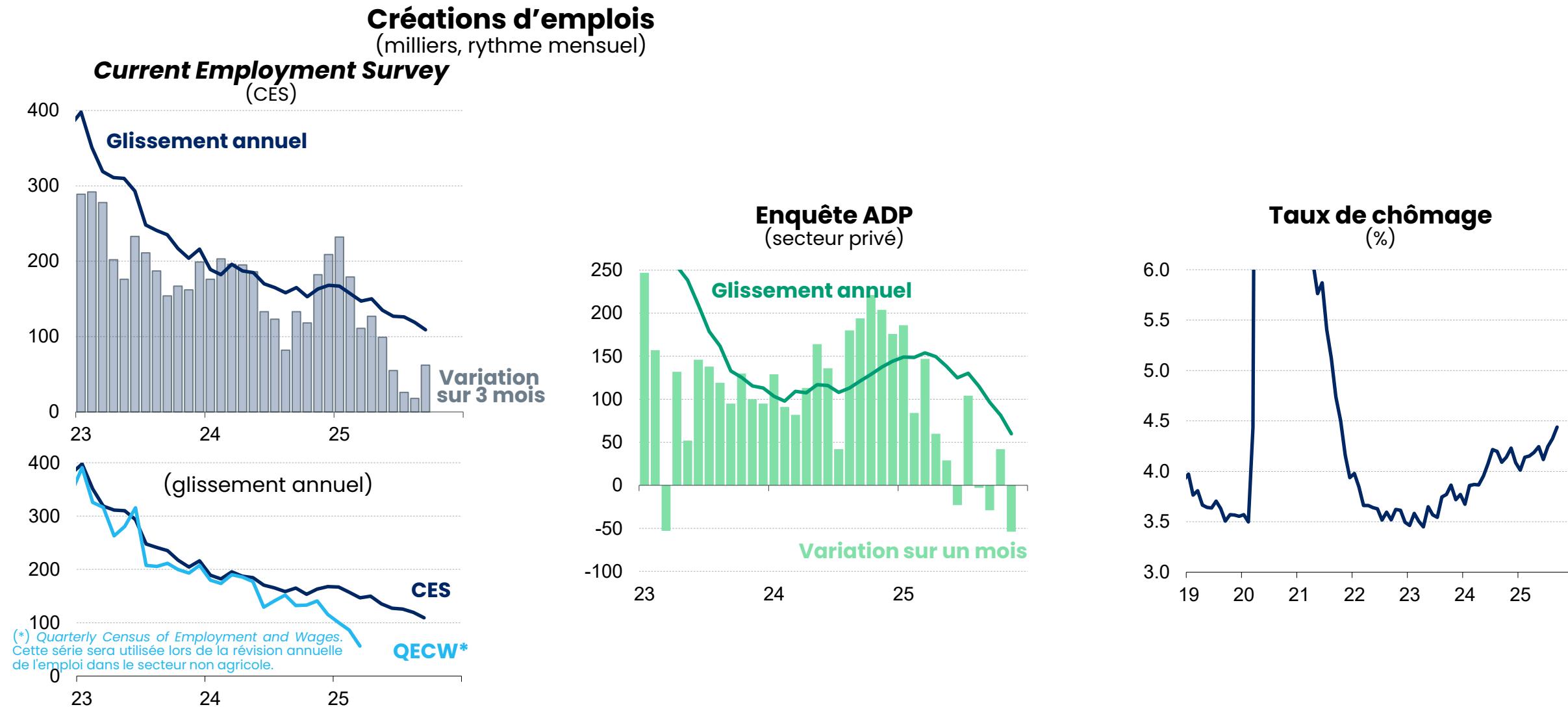
Mensualité d'un emprunt hypothécaire pour une maison au prix médian
(dollars / mois)



Communication marketing pour les investisseurs professionnels et qualifiés.



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



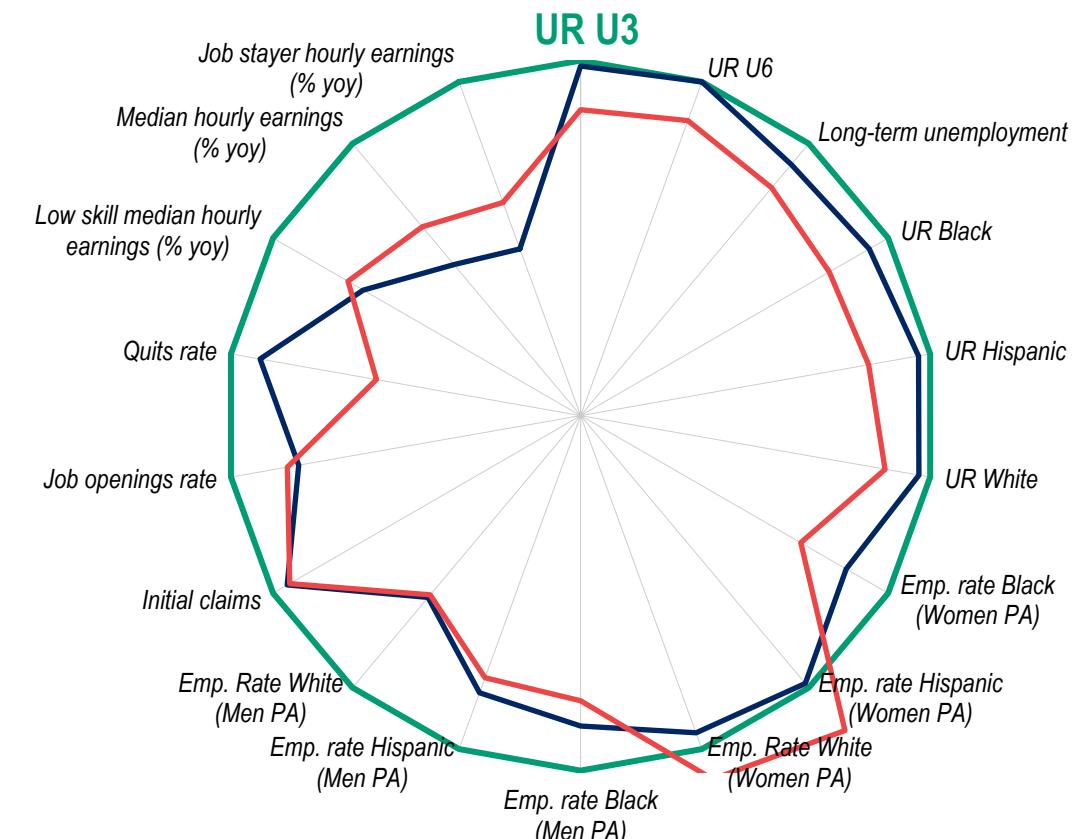
La détente observée sur le marché du travail...

Turnover sur le marché du travail

(%, secteur privé, lissage / 3 mois)



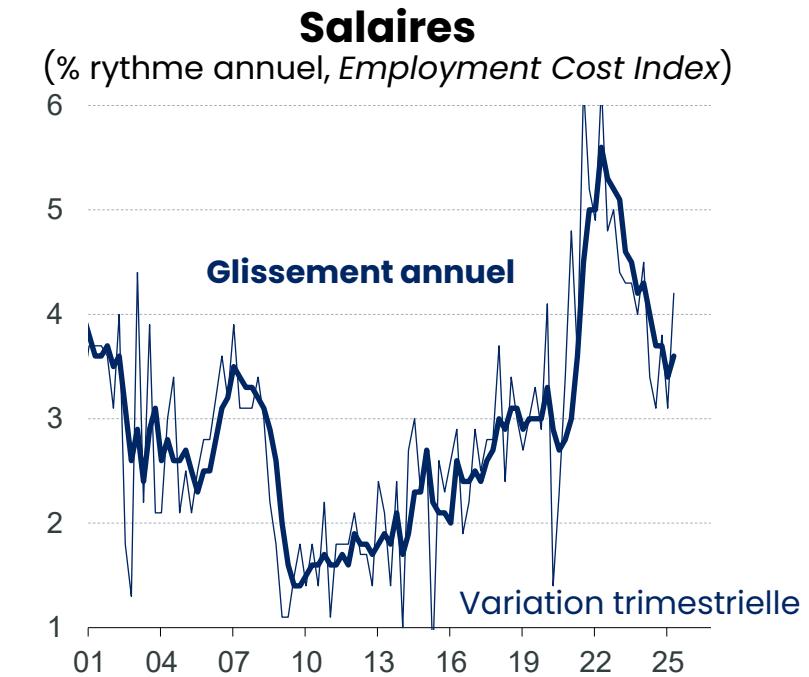
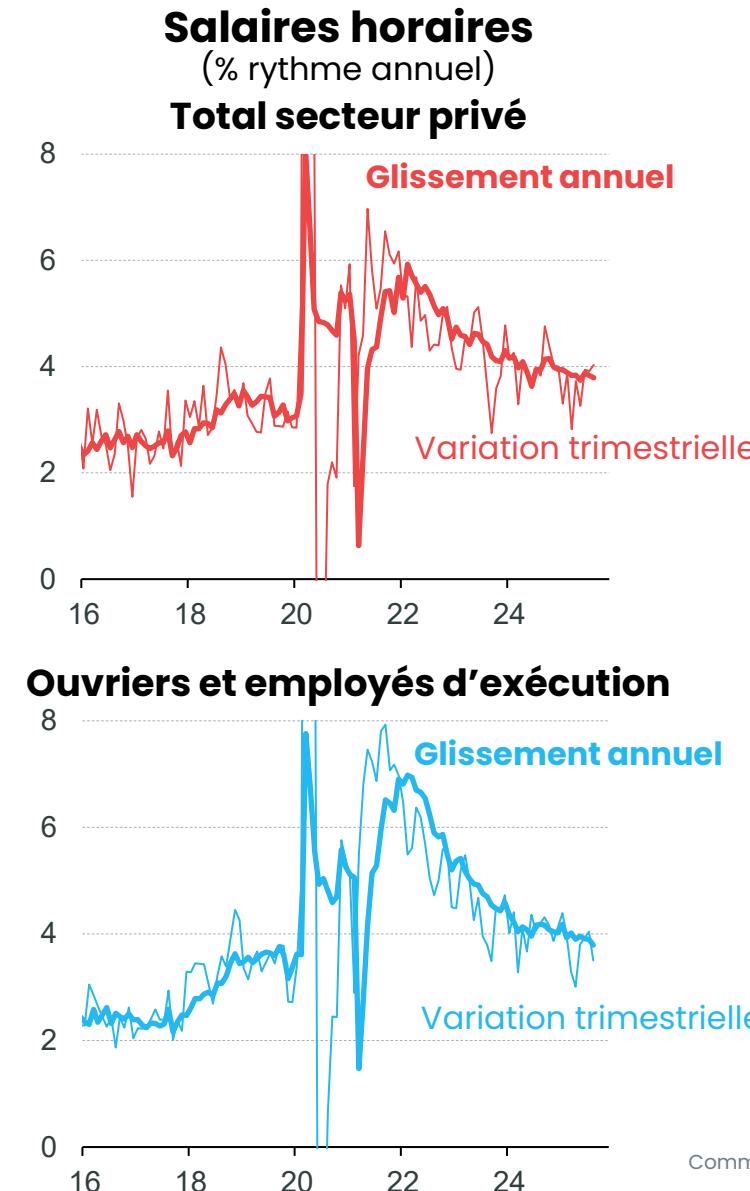
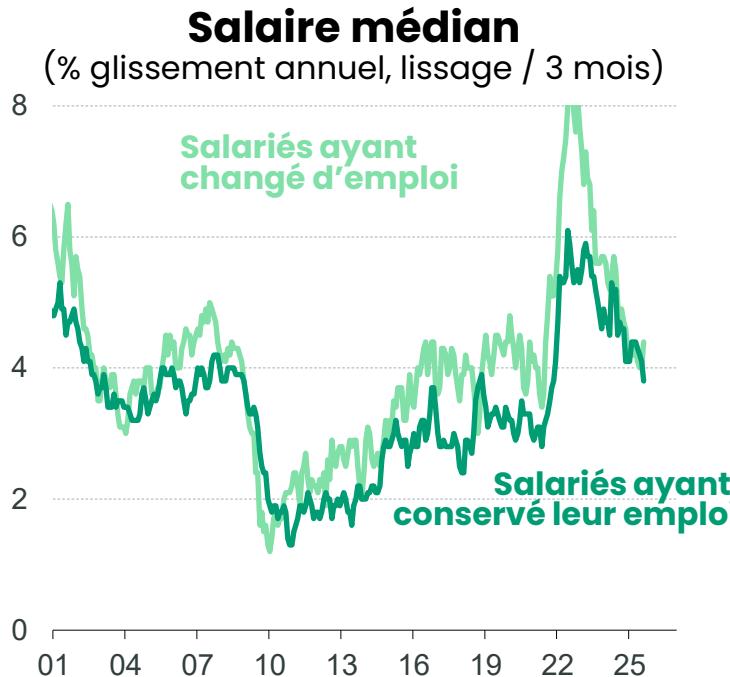
Distance à « l'emploi maximum »



Emploi maximum Décembre 2019 Dernières données



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

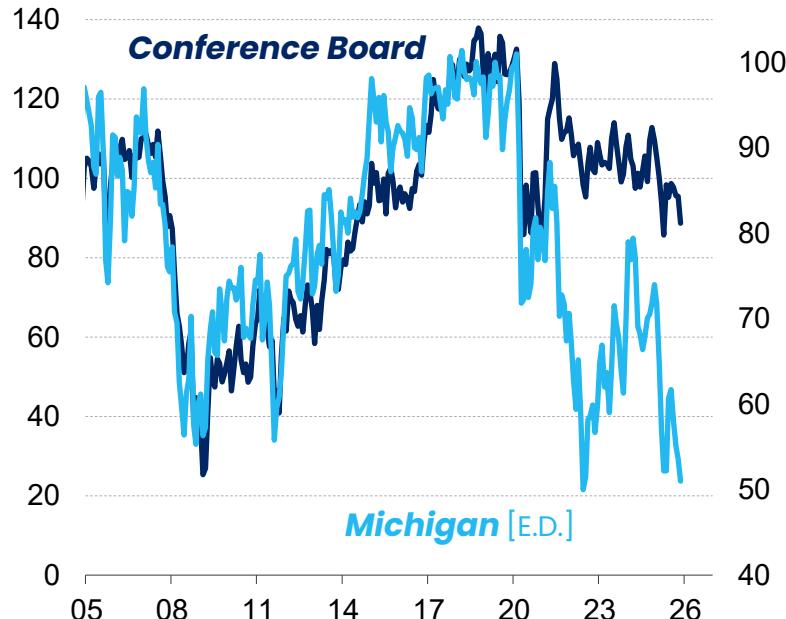


Sources : LSEG Datastream, Candriam

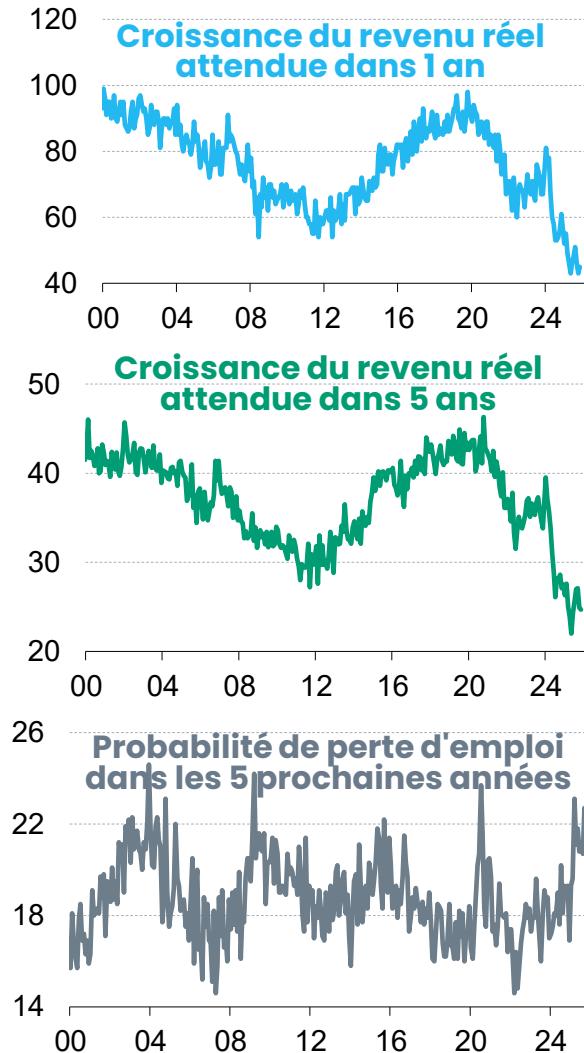


La confiance des ménages a faibli

Confiance des ménages



Enquête de l'université du Michigan



Confiance des ménages et taux de chômage

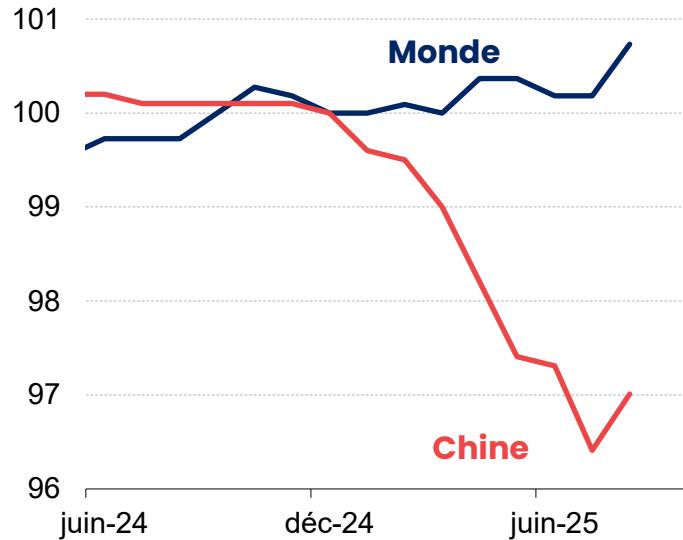


Sources : LSEG Datastream, Bloomberg, Candriam



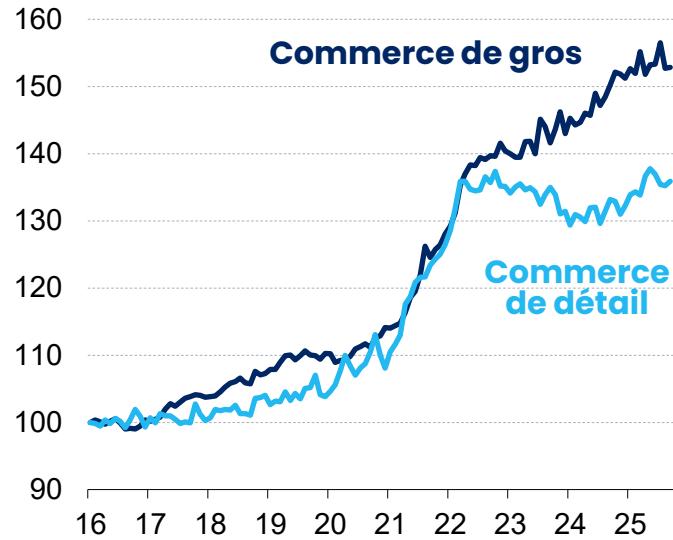
La hausse des droits de douane va éroder le pouvoir d'achat des ménages (I)

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



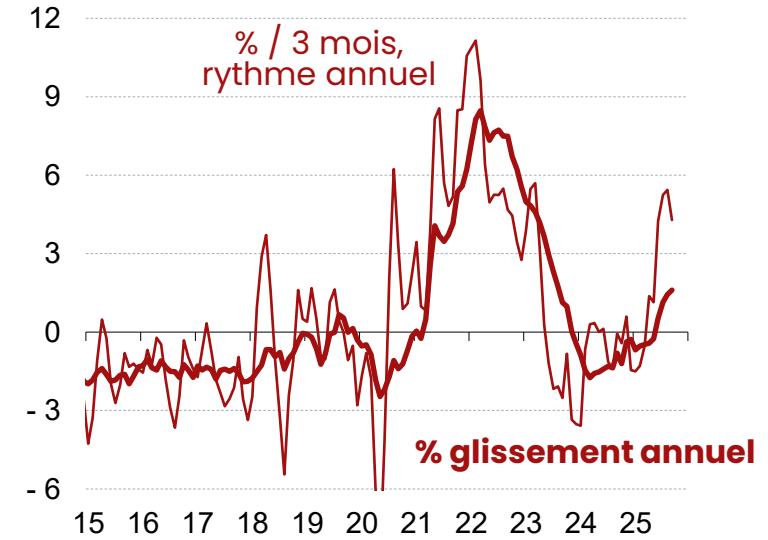
(*) Les droits de douane ne sont pas inclus dans les prix à l'importation.

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)

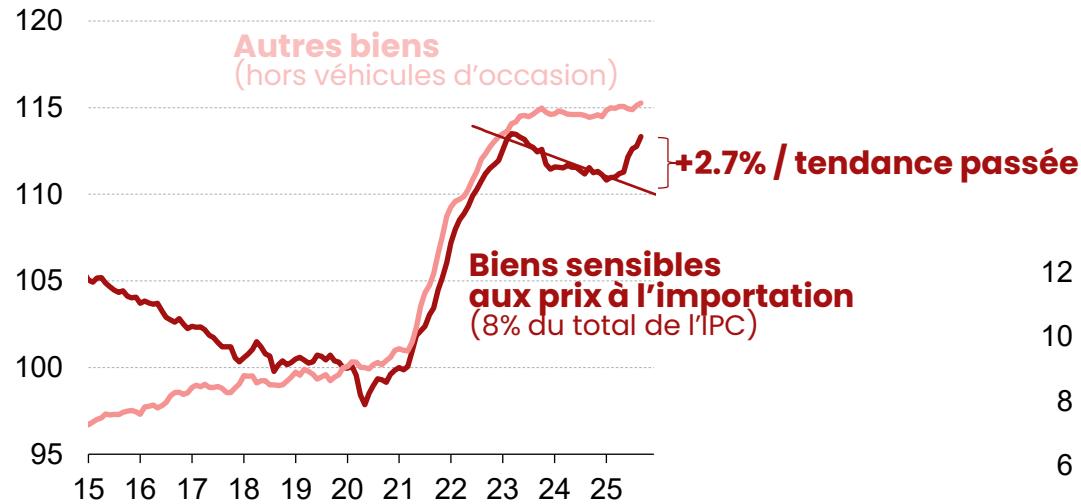


Sur les trois derniers mois, les biens sensibles aux prix à l'importation ont ajouté 0,5% à l'inflation totale en rythme annuel.

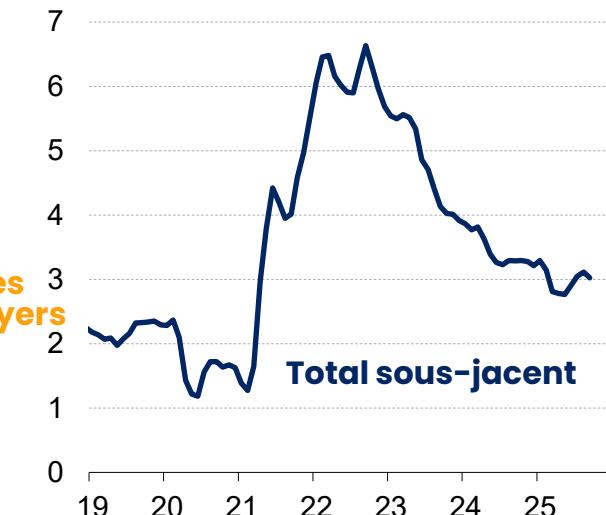
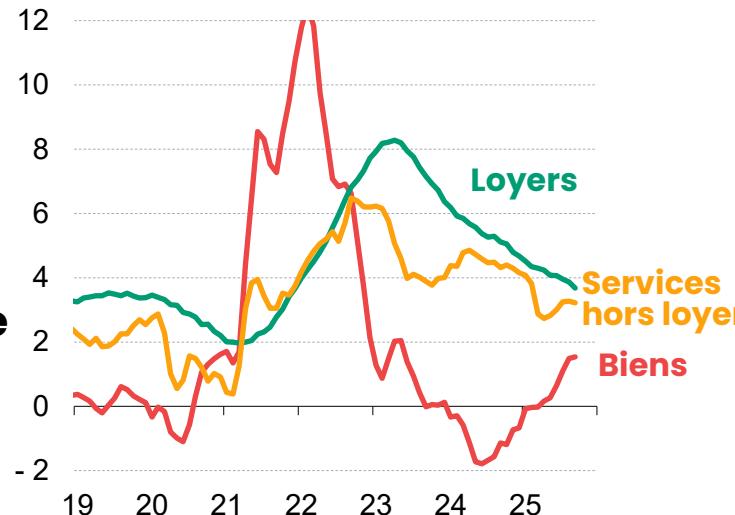


La hausse des droits de douane va éroder le pouvoir d'achat des ménages (II)

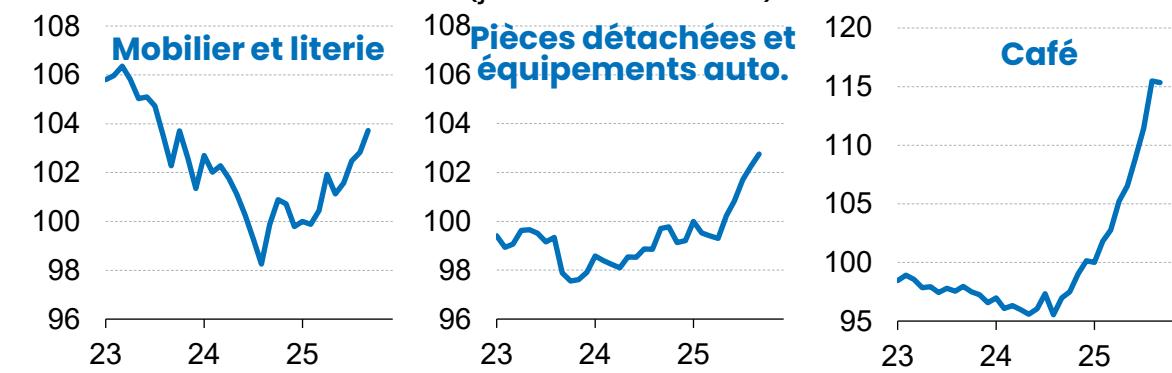
Prix des biens sous-jacents
(décembre 2019 = 100)



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



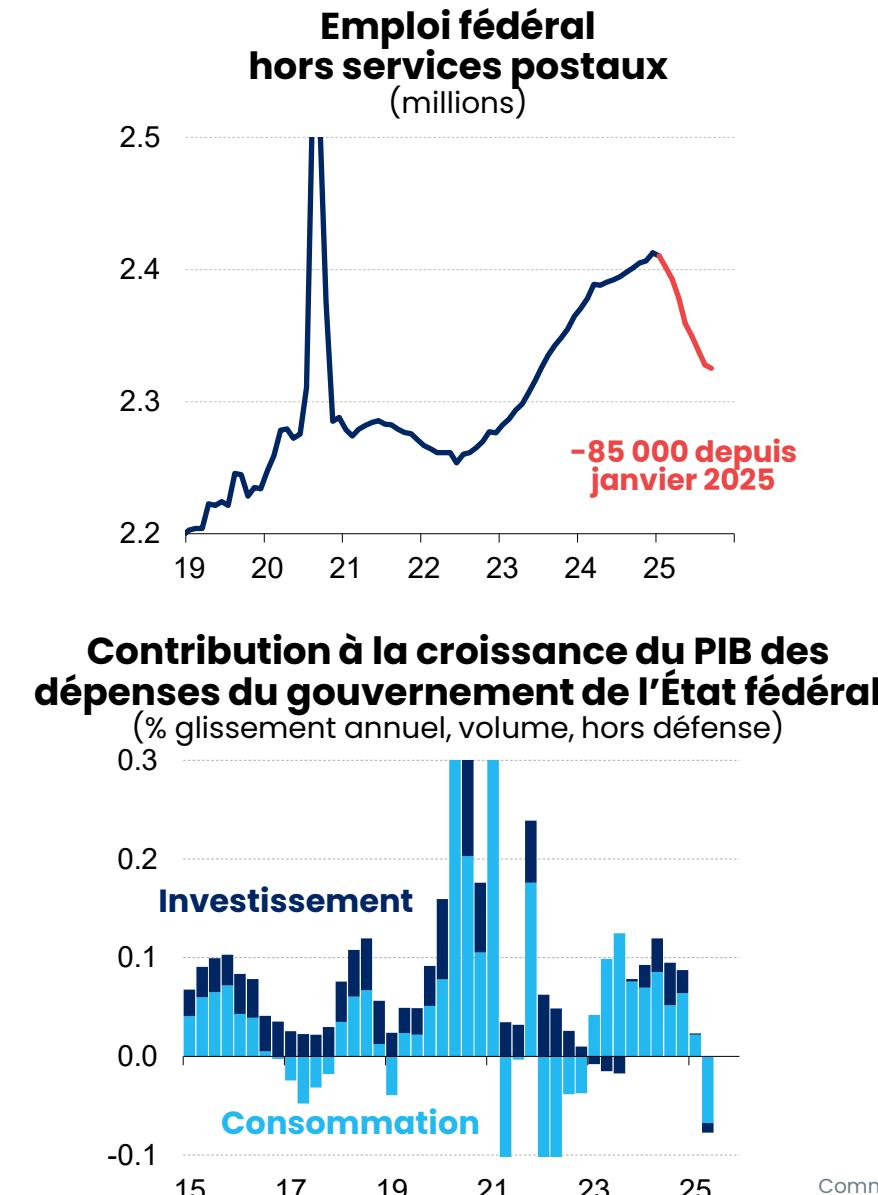
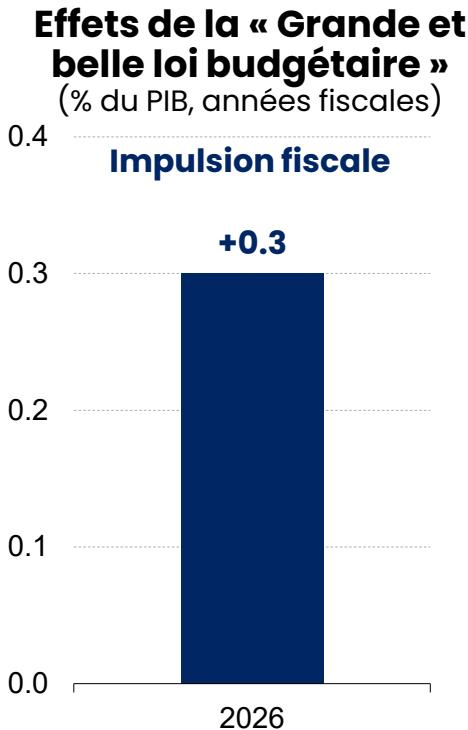
Memo. Quelques biens affectés par les droits de douane
(janvier 2025 = 100)



Sources : BLS, LSEG Datastream, Candriam



Le soutien budgétaire sera modeste en 2026



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.

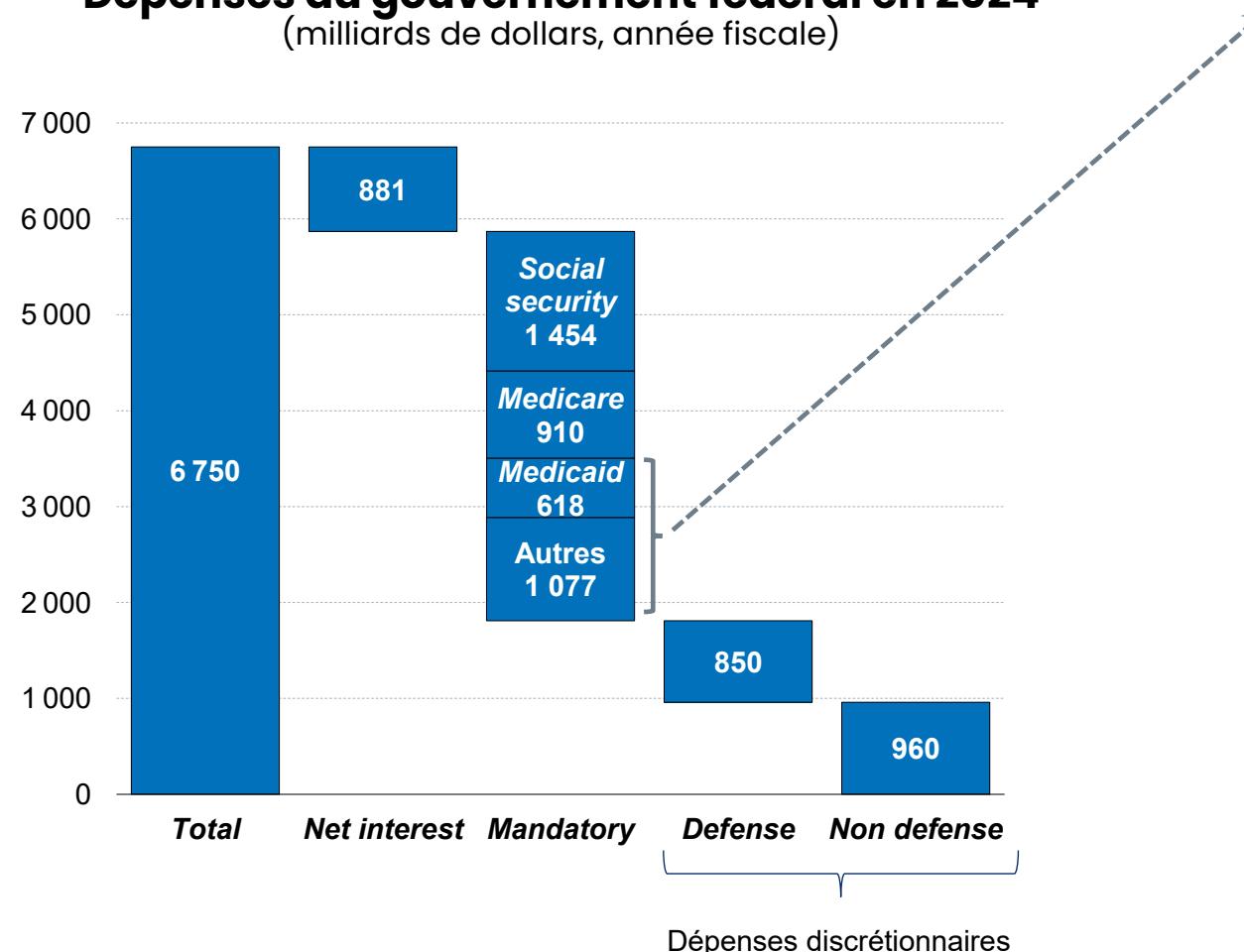
The deal doesn't extend expiring ACA subsidies. But Senator John Thune, the majority leader, will allow a vote in December on extending the expiring health insurance tax credits for a year.

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)

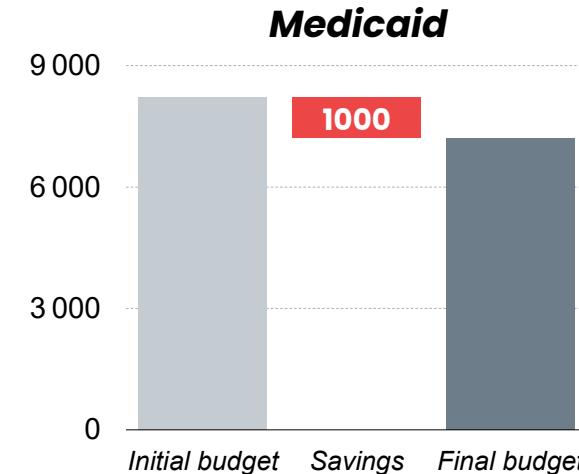


Sources : CBO, CRFB, Candriam

47

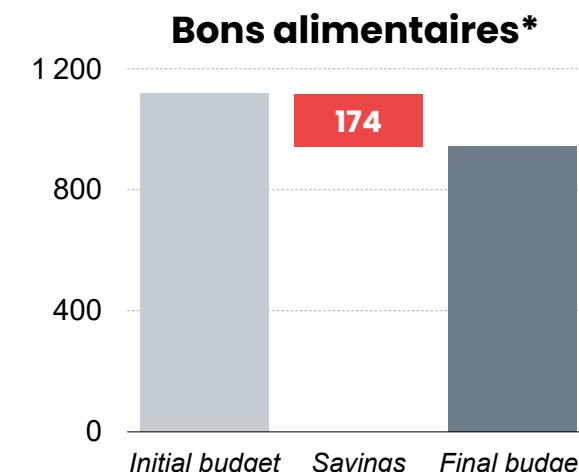
Décembre 2025

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



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*.



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

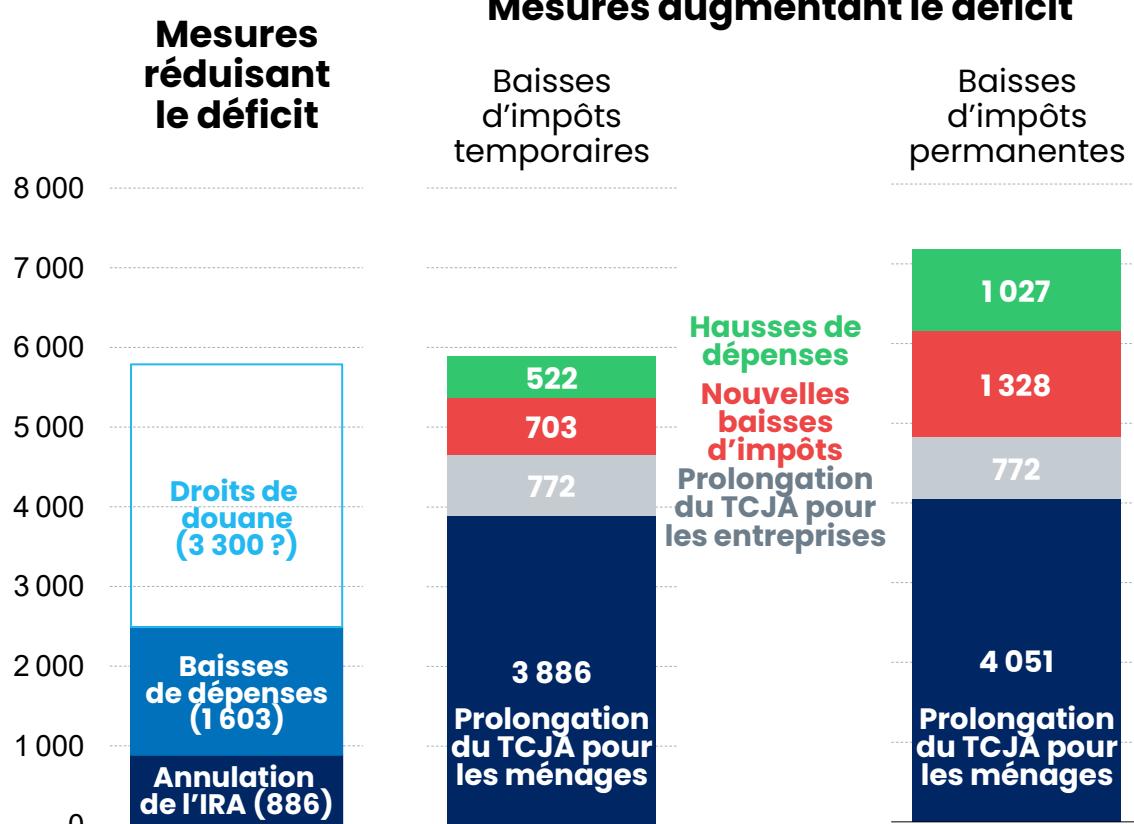
(*) *Supplemental Nutrition Assistance Program* (ou SNAP)

Communication marketing pour les investisseurs professionnels et qualifiés.



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

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



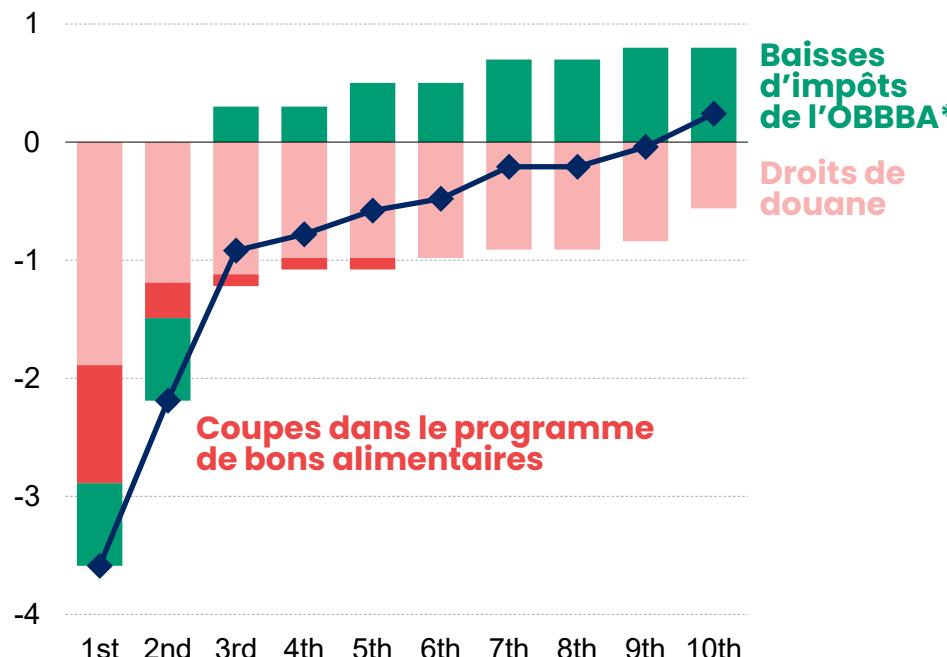
Sources : CRFB, CBO, Candriam

	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
Baisses d'impôts	-5 361	-6 151
Repeal and reform IRA credits	540	540
Auction wireless spectrum, lease federal lands...	149	149
Other	197	197
Hausses des recettes	886	886
Immigration and border	-176	-293
Defense	-173	-457
Other	-173	-277
Hausses de dépenses	-522	-1 027
Health care	1 102	1 102
Education	295	295
SNAP, agriculture and other	206	206
Baisses de dépenses	1 603	1 603
Intérêts payés	-718	-836
Effet sur le déficit	-4 112	-5 525
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
Baisses d'impôts sur les ménages	-418	-826
Allow Expensing of Factories through 2028	-141	-304
Other Business & Related Tax Cuts	-144	-198
Baisses d'impôts sur les entreprises	-285	-502

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)

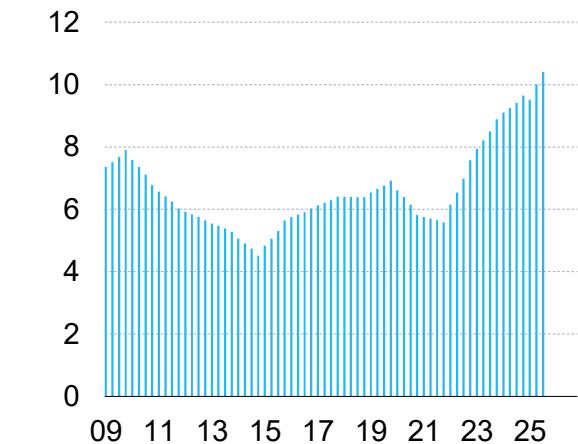


Taux de chômage des noirs (%)



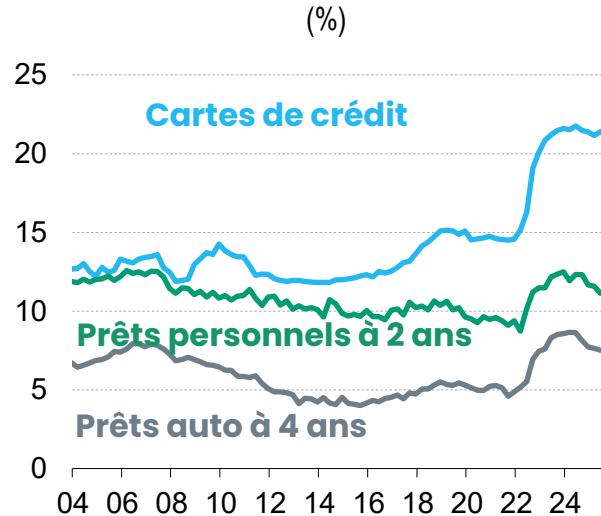
Nombre de demandes de saisies de voitures

(millions, rythme annuel)



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

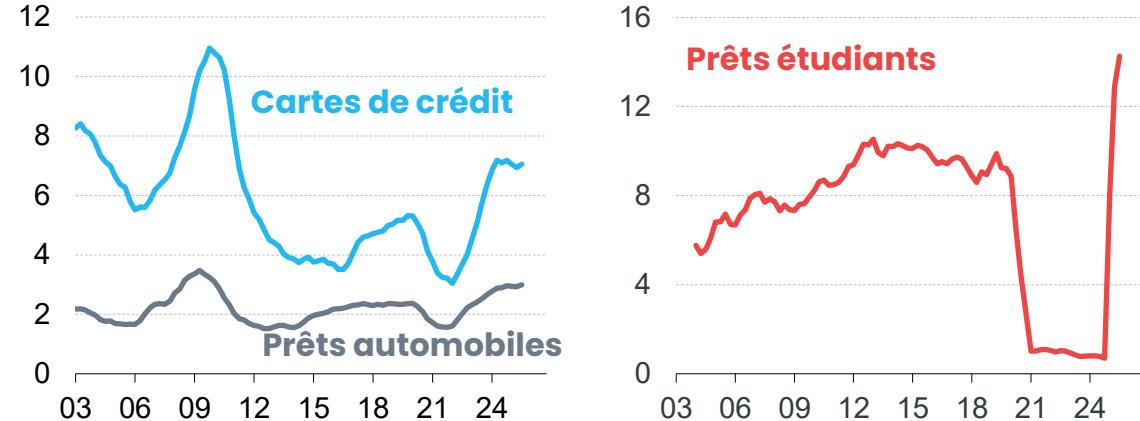
Taux d'intérêt sur le crédit à la consommation (%)



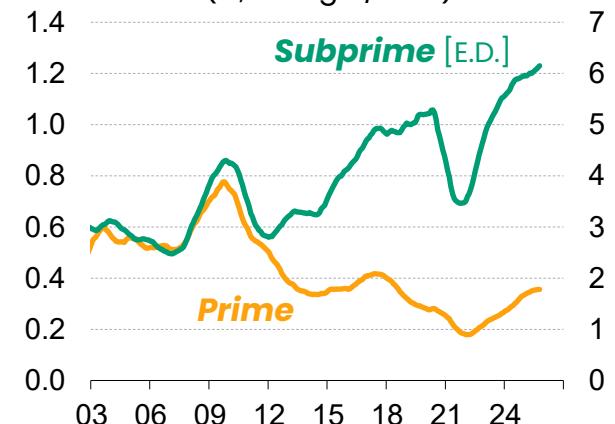
Crédit à la consommation (% du revenu disponible, variation / 1 an)



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)



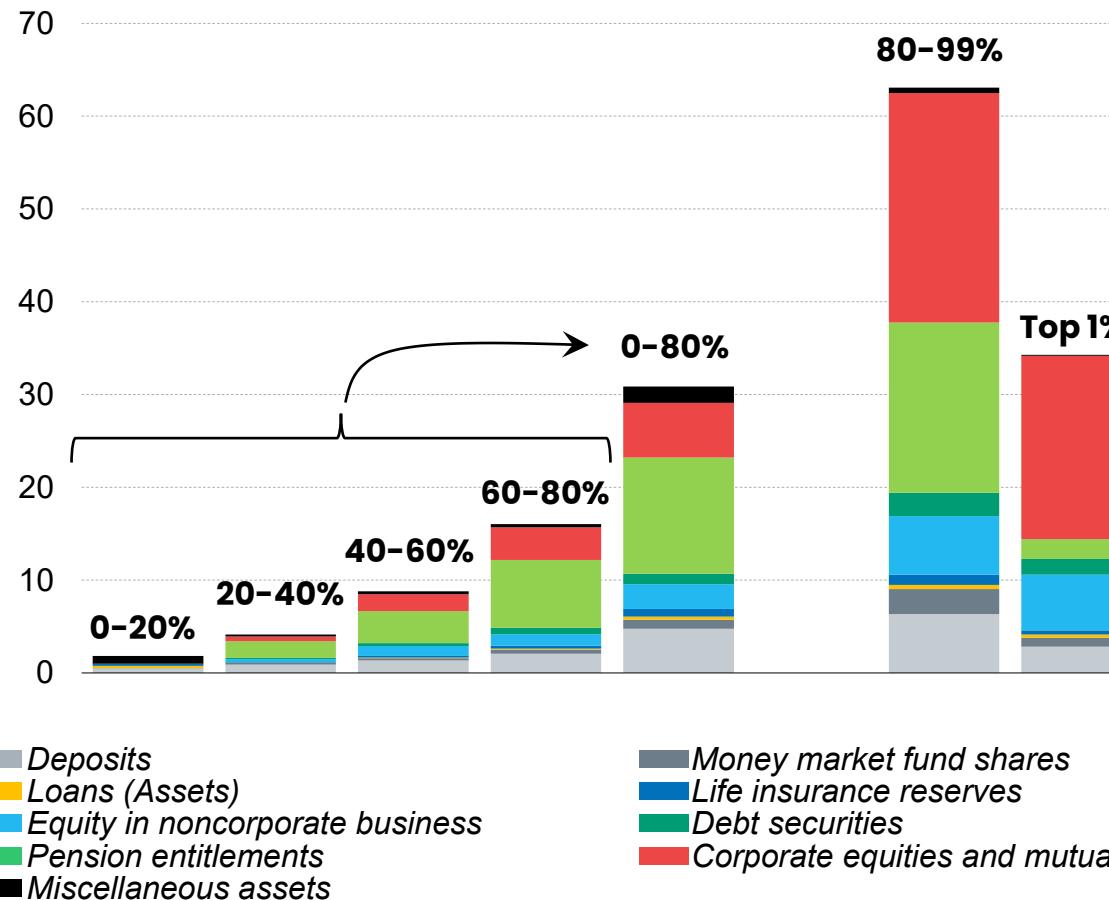
Sources : LSEG Datastream, FRBNY, Réserve fédérale, Fitch, Candriam



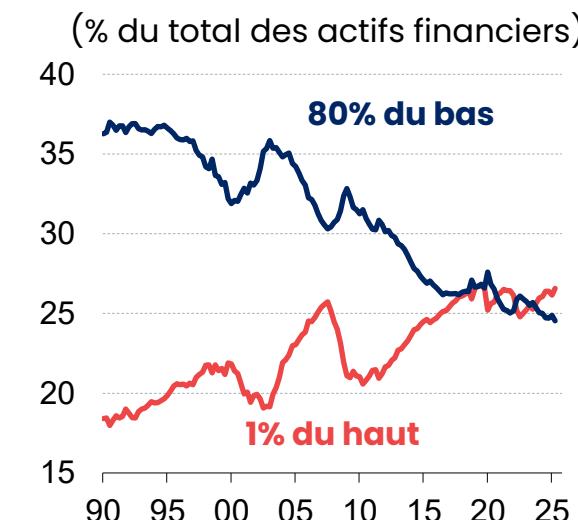
Pour les ménages à hauts revenus, les effets de richesse ont été très favorables

Richesse financière des ménages par quintile de revenu

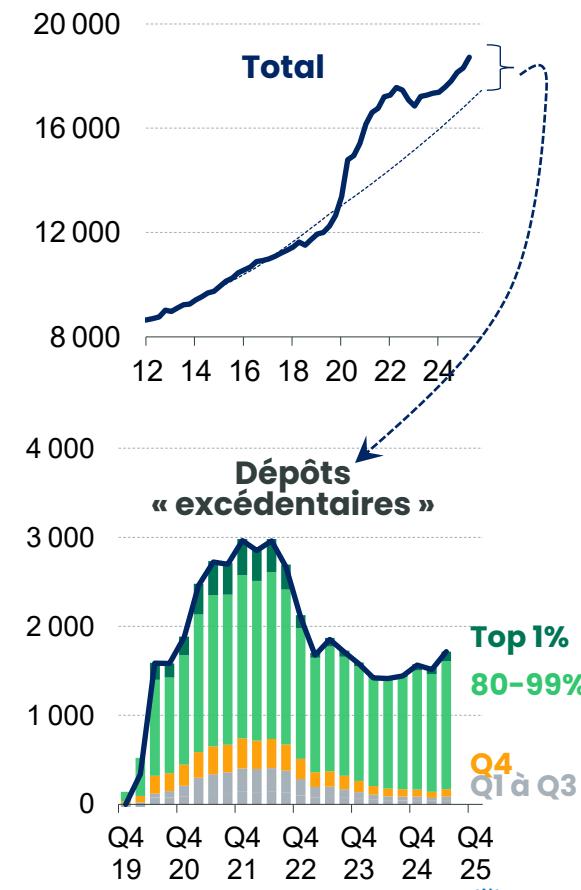
(trillions de dollars, T2 2025)



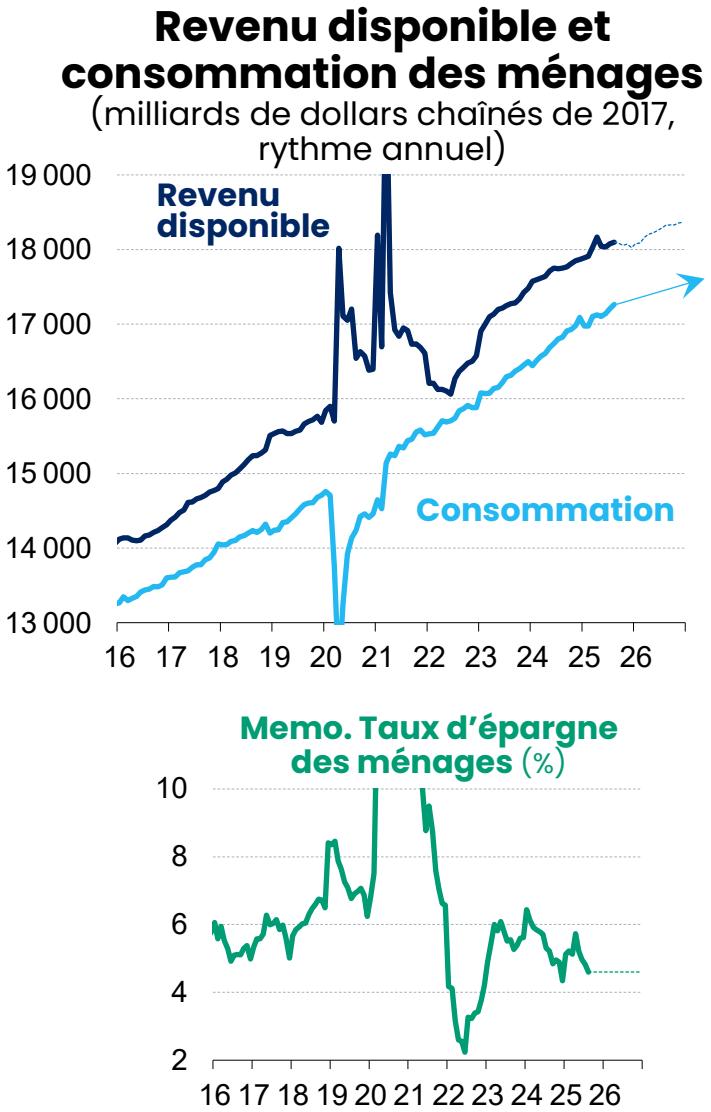
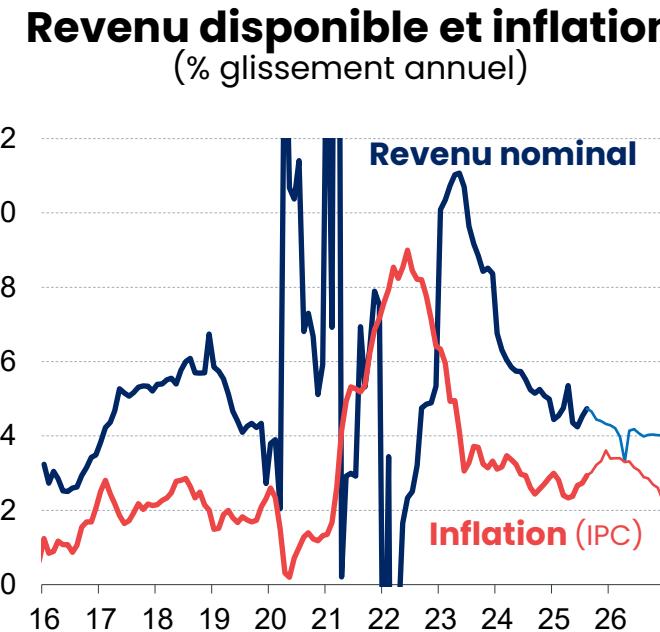
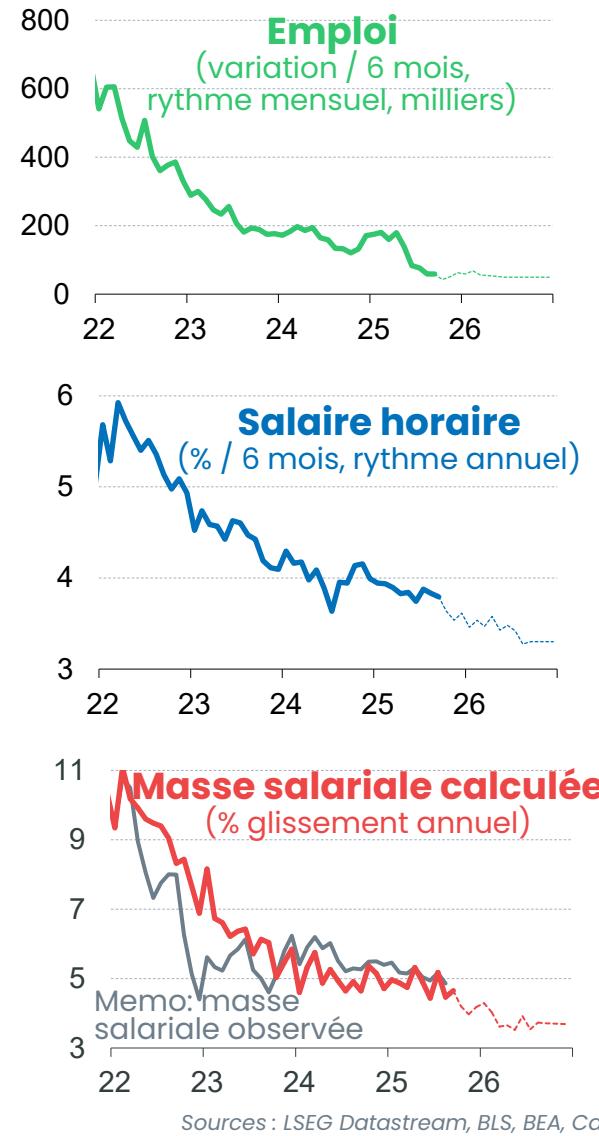
Sources : Réserve fédérale, Candriam



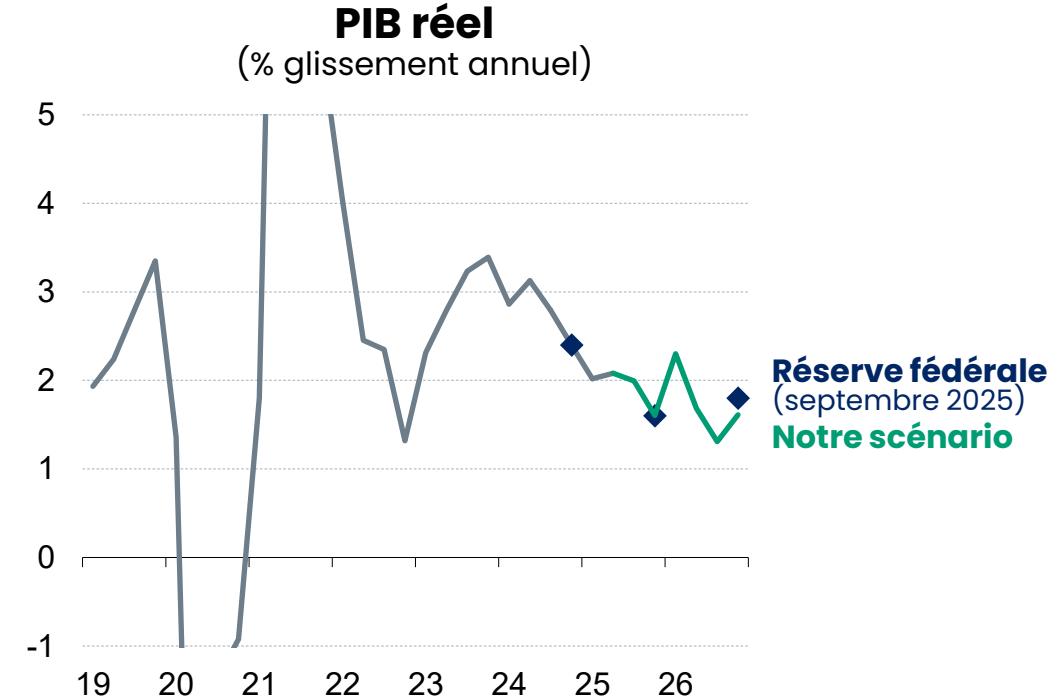
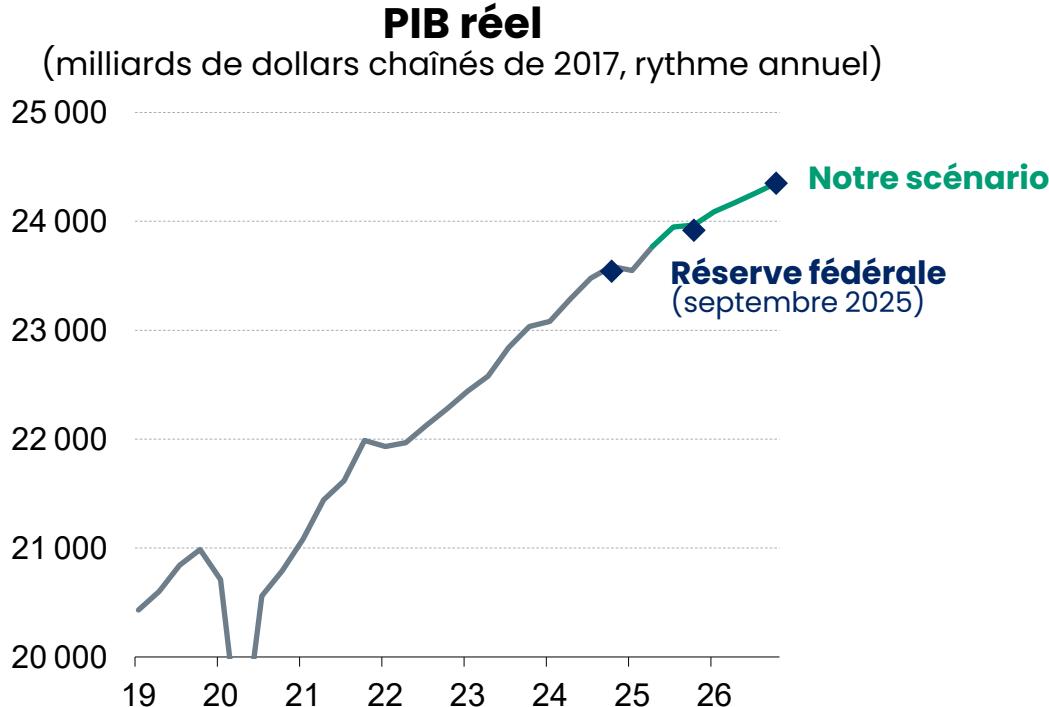
Dépôts et parts de fonds monétaires détenus par les ménages (milliards de dollars)



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



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

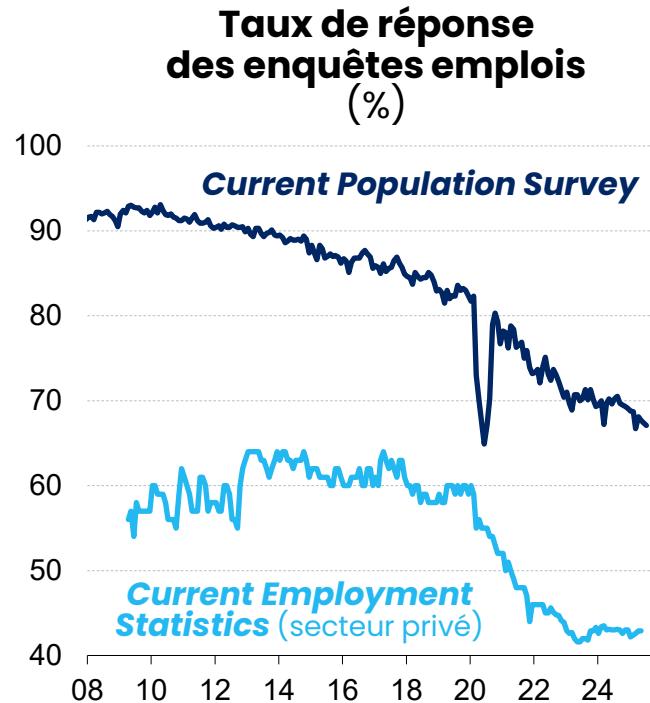


Sources : LSEG Datastream, Réserve fédérale, Candriam



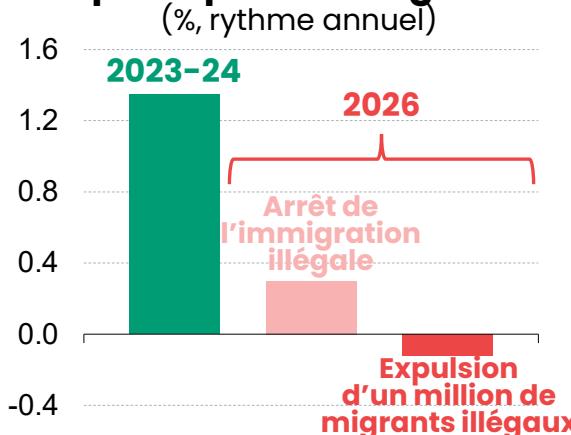
La tâche de la Réserve fédérale est loin d'être facile

Qualité des données



Vitesse de croisière

Croissance de la population active en 2026 en fonction de la politique d'immigration



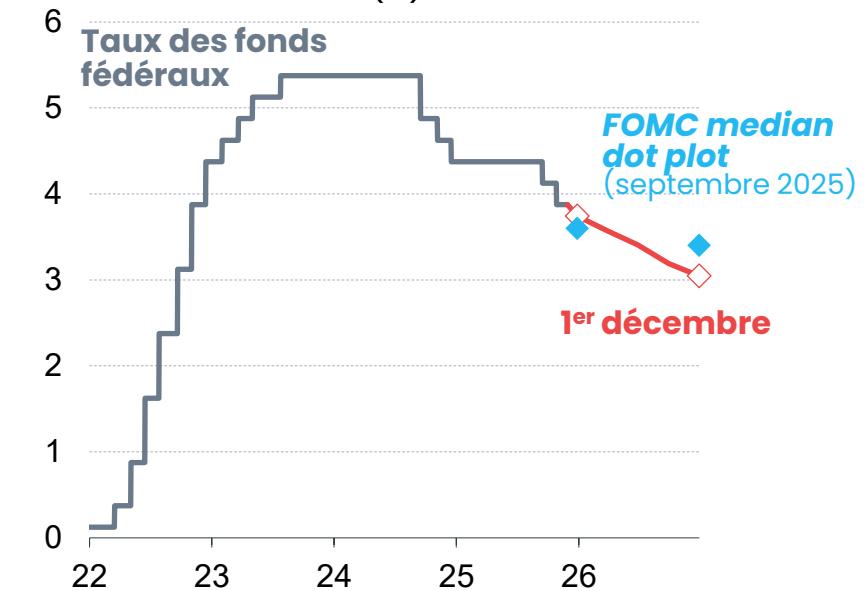
PIB par emploi

(T1 2016 = 100, en réel)



Pressions politiques

Taux des fonds fédéraux et anticipations (%)

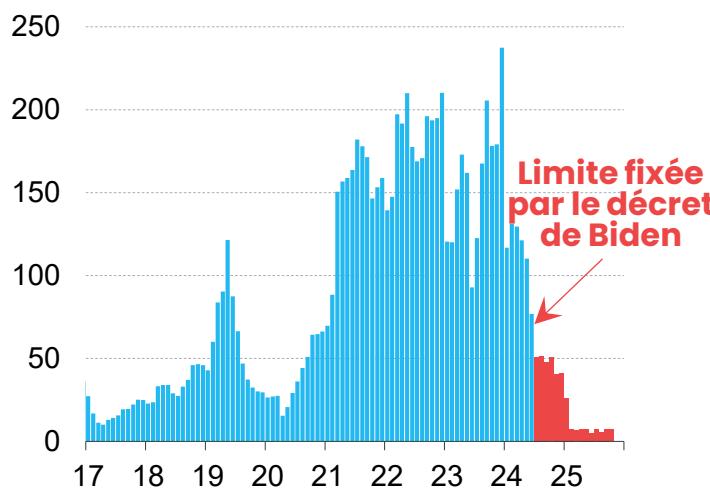


Sources : BLS, LSEG Datastream, Candriam



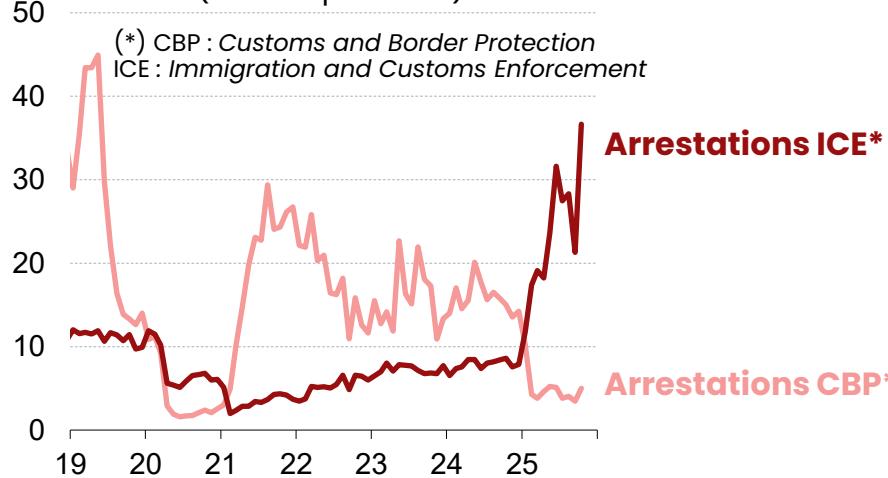
Le durcissement de la politique migratoire...

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

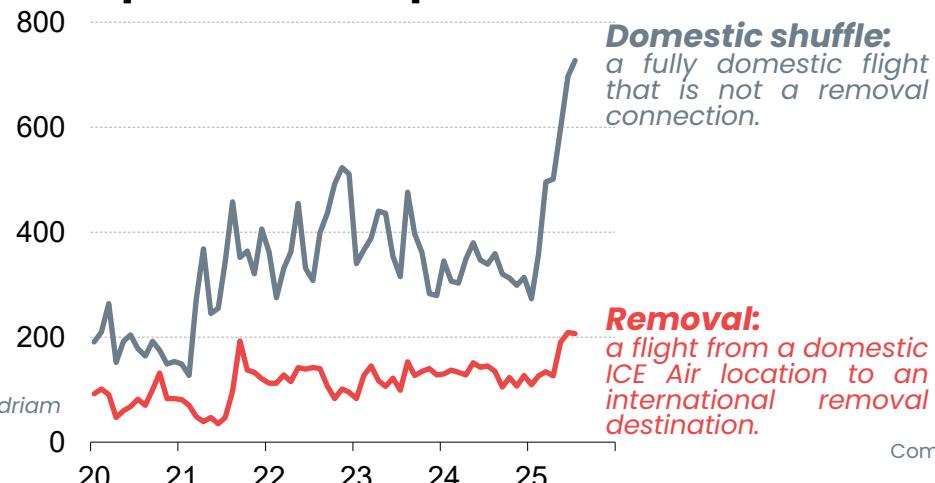


Sources : Customs and Border Protection, TRAC Immigration, Witness at the Border, CBO, Candriam

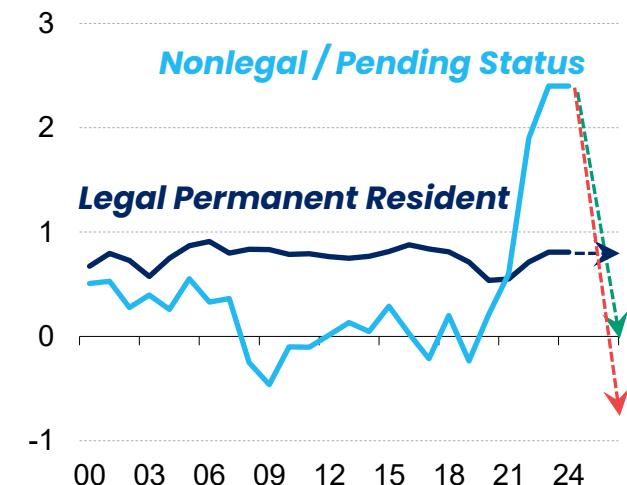
Arrestations de migrants sans papiers (milliers par mois)



Nombre de vols affrétés par l'ICE chaque mois



Immigration nette par catégorie (glissement annuel, millions)



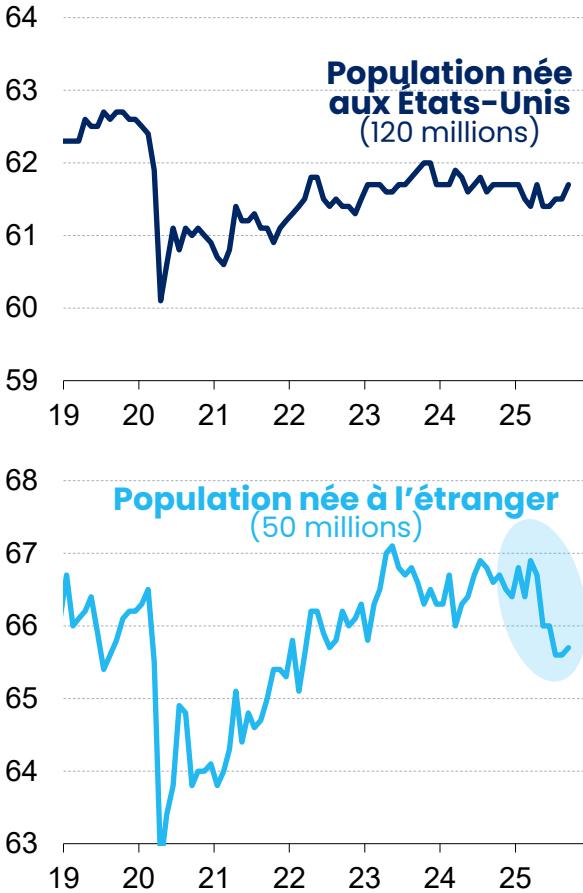
Si l'immigration clandestine est arrêtée, la croissance de la population en âge de travailler sera de 0,6% par an (contre un rythme de progression moyen de 1,1% entre 2022 et 2024).

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 (%)

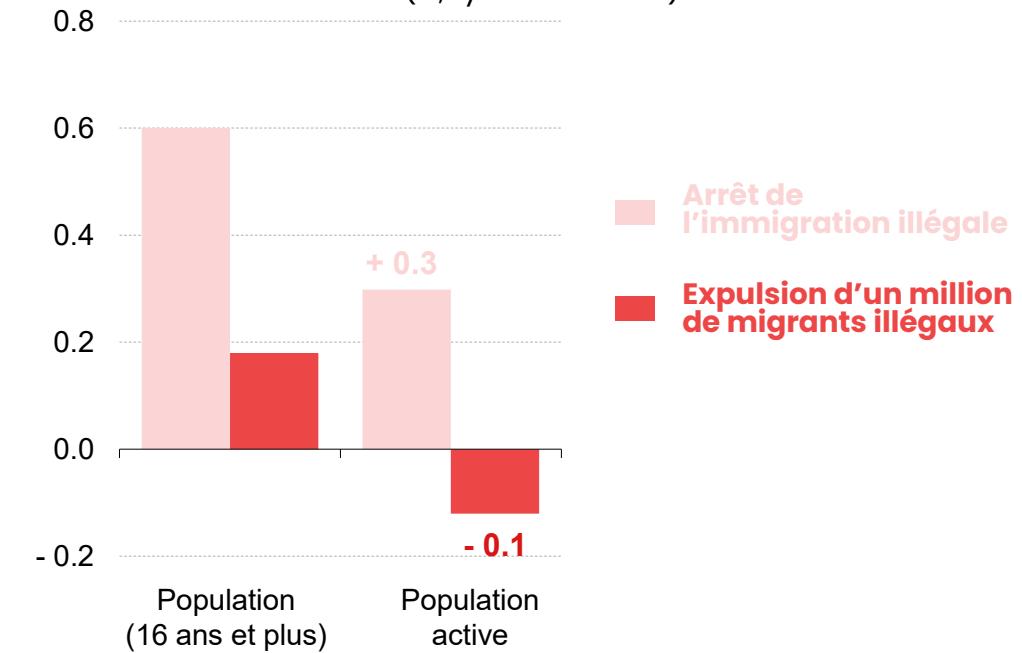


Sources : BLS, Candriam

Taux de participation (16 ans et plus, %)



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



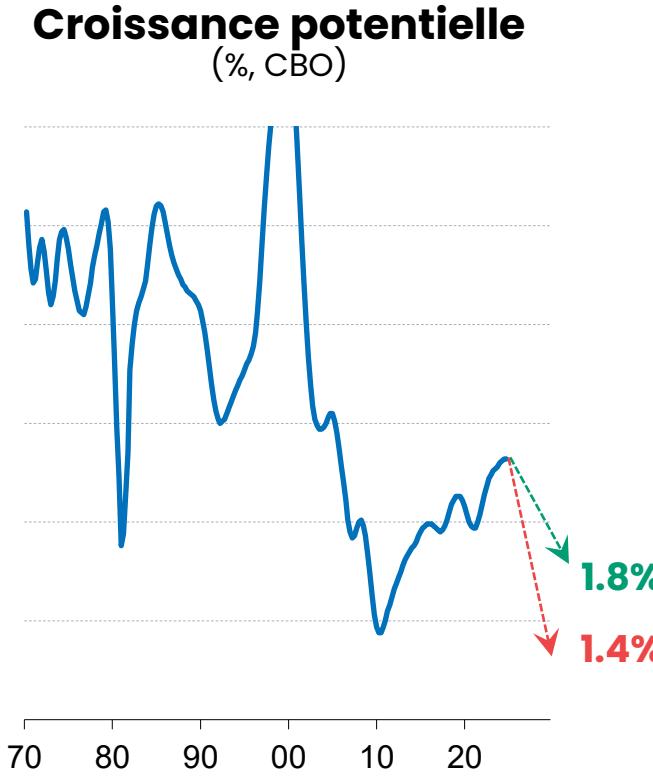
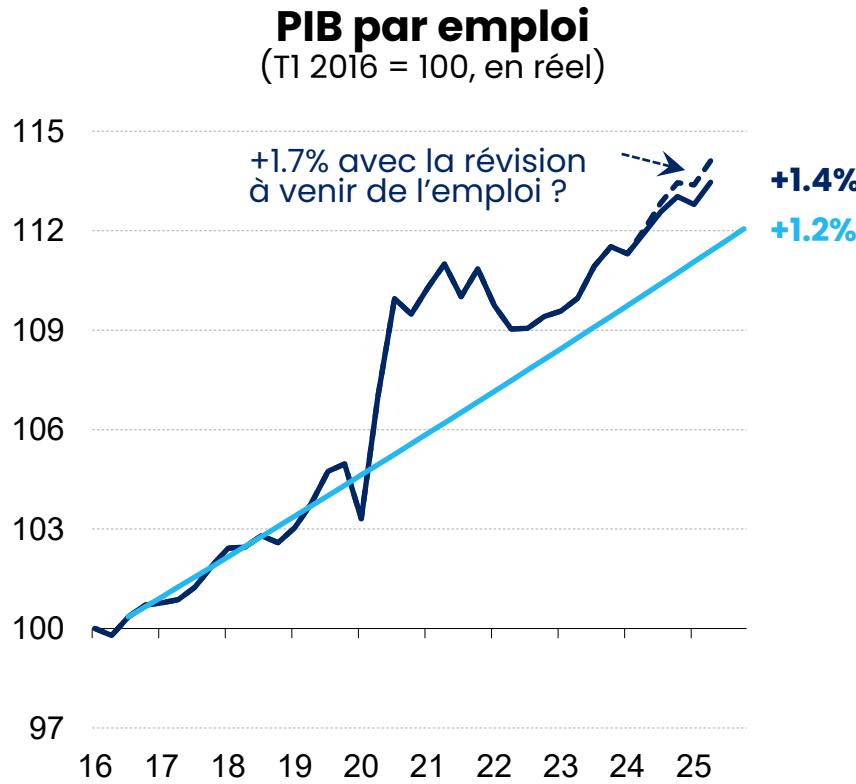
Pour stabiliser le taux de chômage, l'emploi doit :

→ 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.



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



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

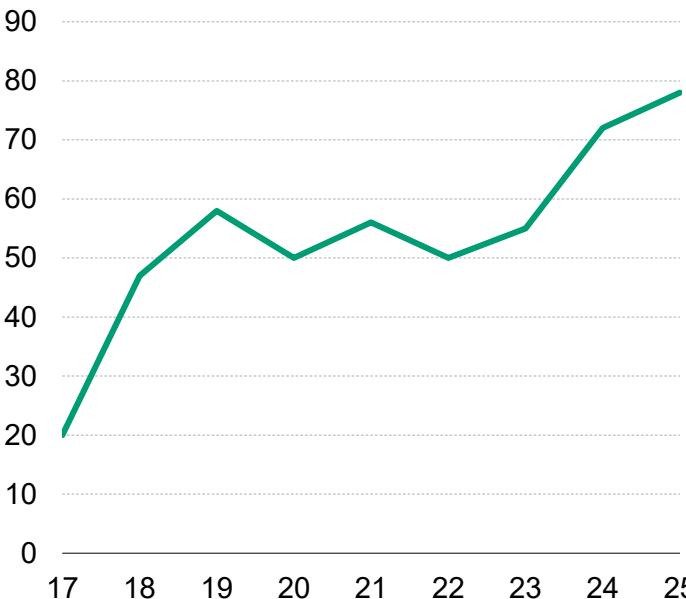
L'expulsion d'un million de migrants illégaux par an pousserait la croissance potentielle en-deçà de 1,5%

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



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

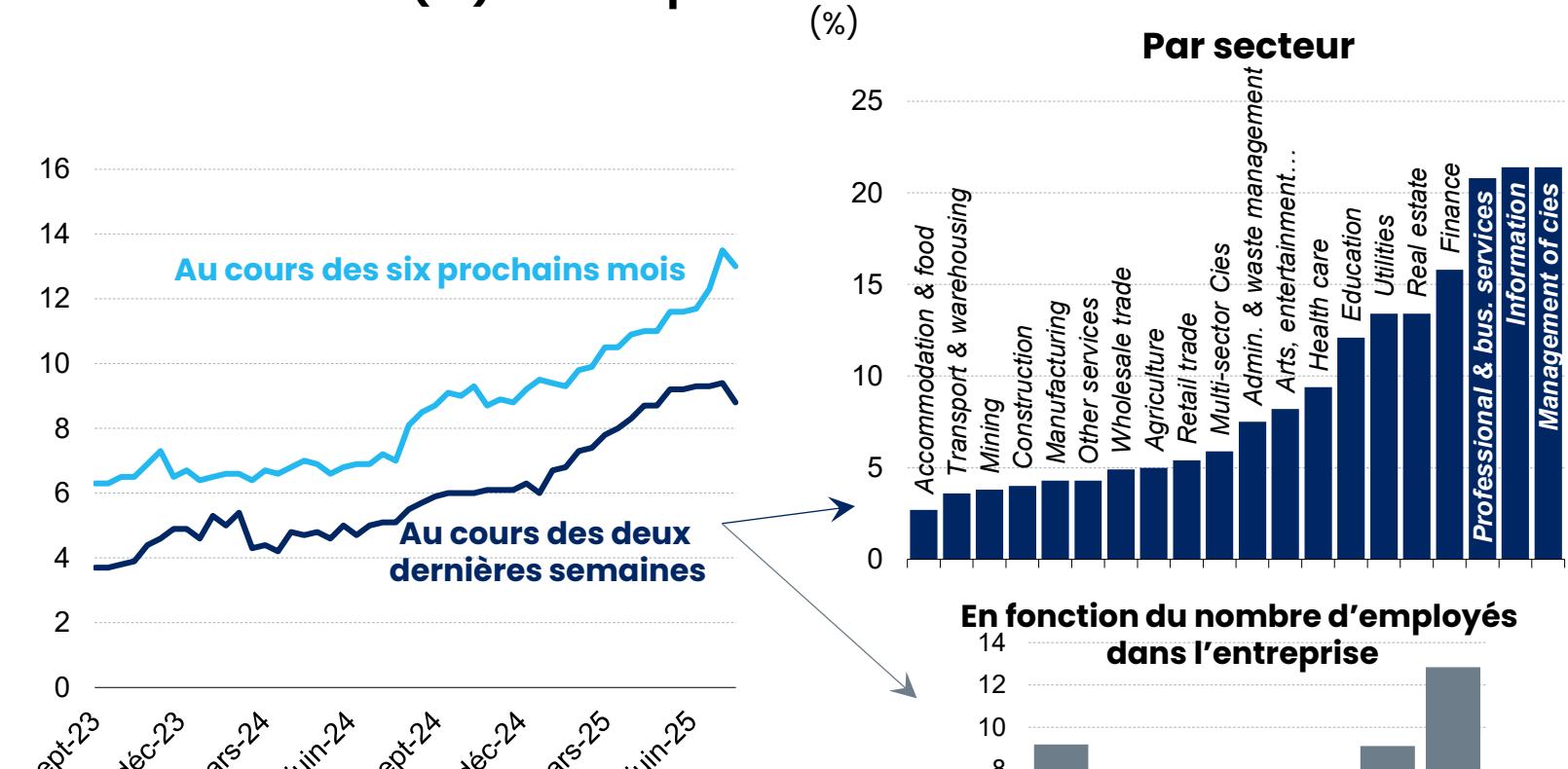
Entreprises ayant adopté l'IA dans au moins un métier (% des entreprises interrogées)



(*) 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 ?**

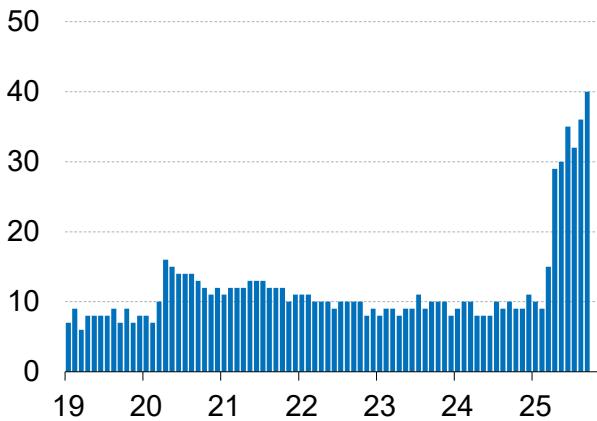


(**) Exemples d'IA : apprentissage automatique, traitement du langage naturel, reconnaissance vocale, etc.



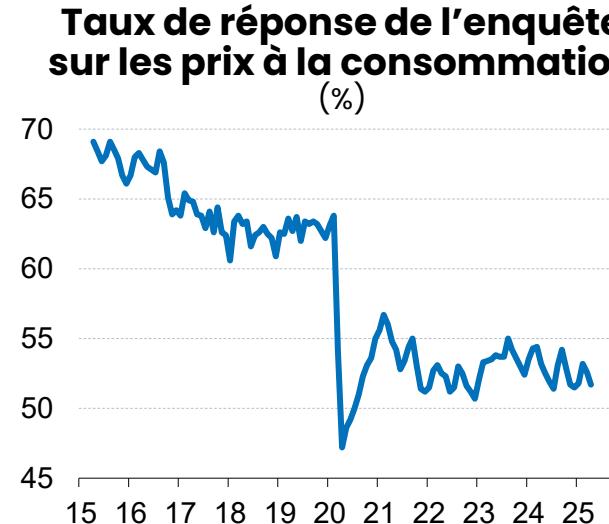
La détérioration de la qualité des statistiques américaines vient également compliquer la tâche de la Réserve fédérale

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

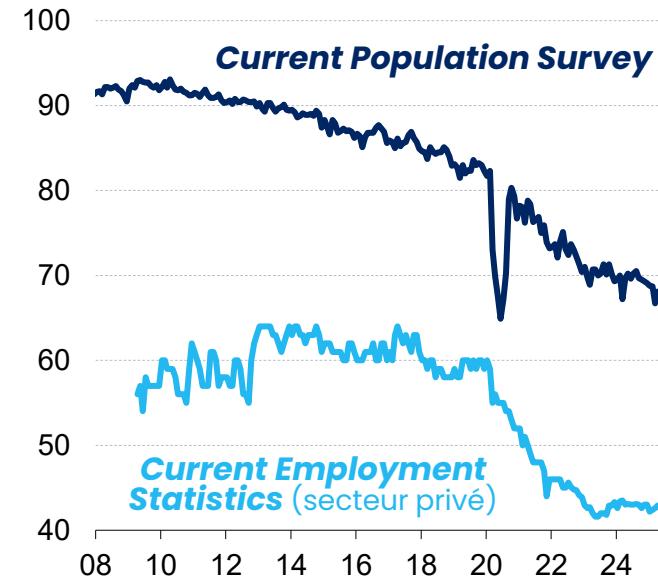


BLS has reduced sample collection in areas across the country as current resources can no longer support the collection effort. The number of imputed items increased in April due to these actions. The impact on total CPI will be minimal, but this may increase the volatility of subnational or item-specific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

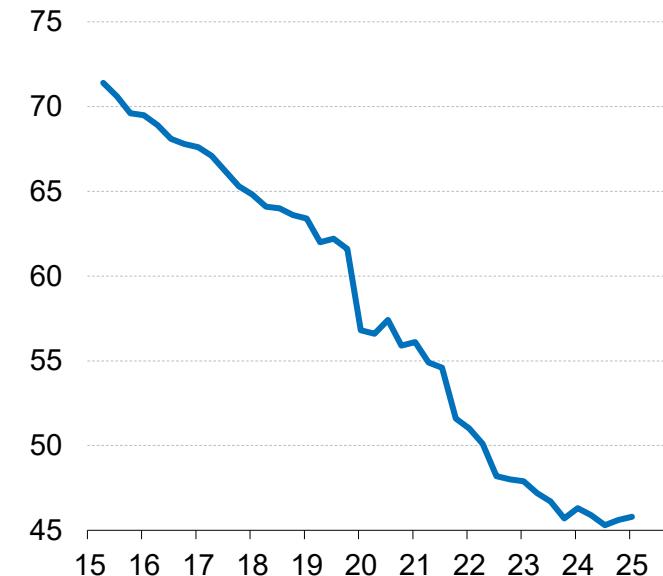
Taux de réponse de l'enquête sur les prix à la consommation (%)



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

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

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.

Conseil des gouverneurs

Powell (Chair)

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

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

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

Waller

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

Bowman

Jefferson (Vice Chair)

Barr

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)

Williams

New York

Collins

Boston

Goolsbee

Chicago

Schmid

Kansas

Musalem

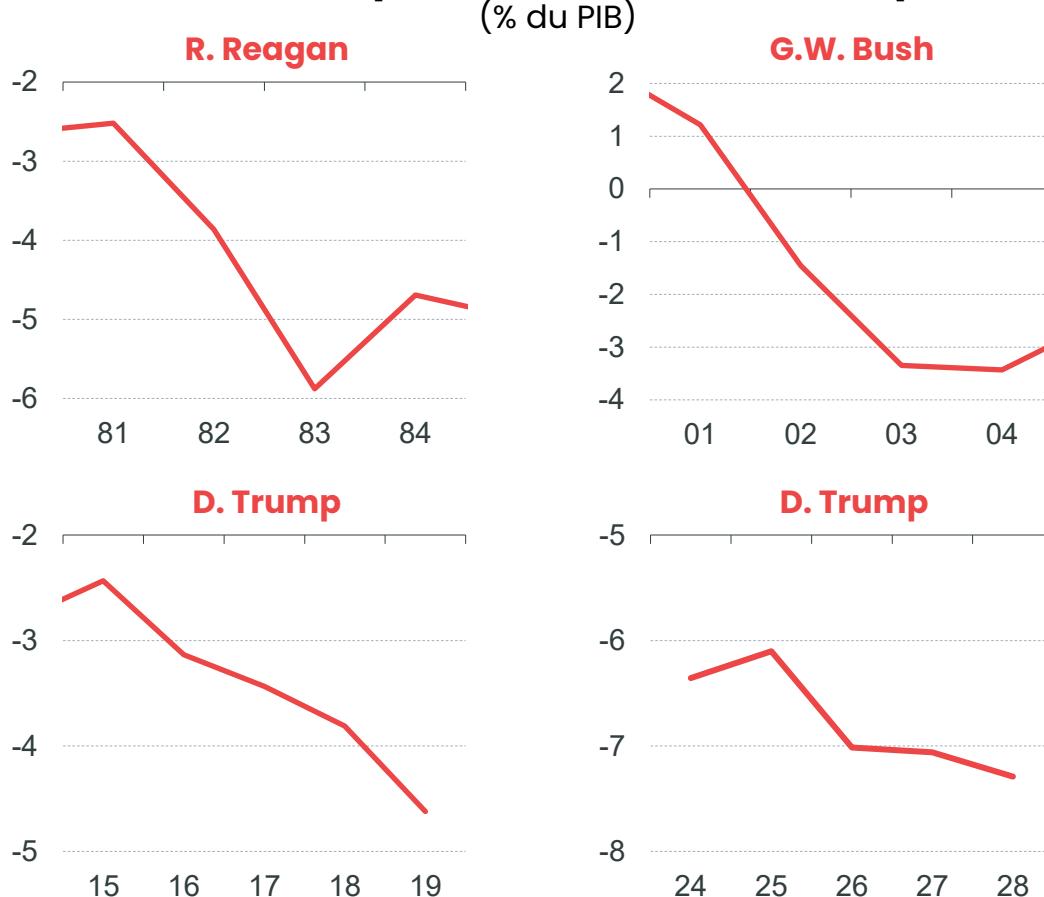
St Louis



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

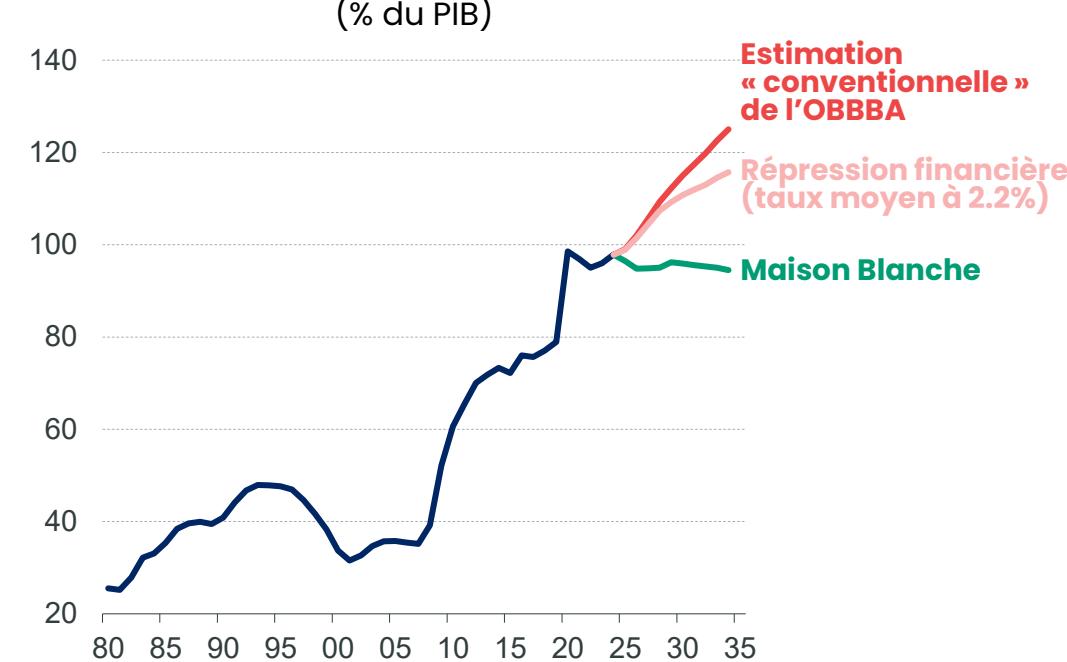
Les baisses d'impôts s'autofinancent rarement...

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



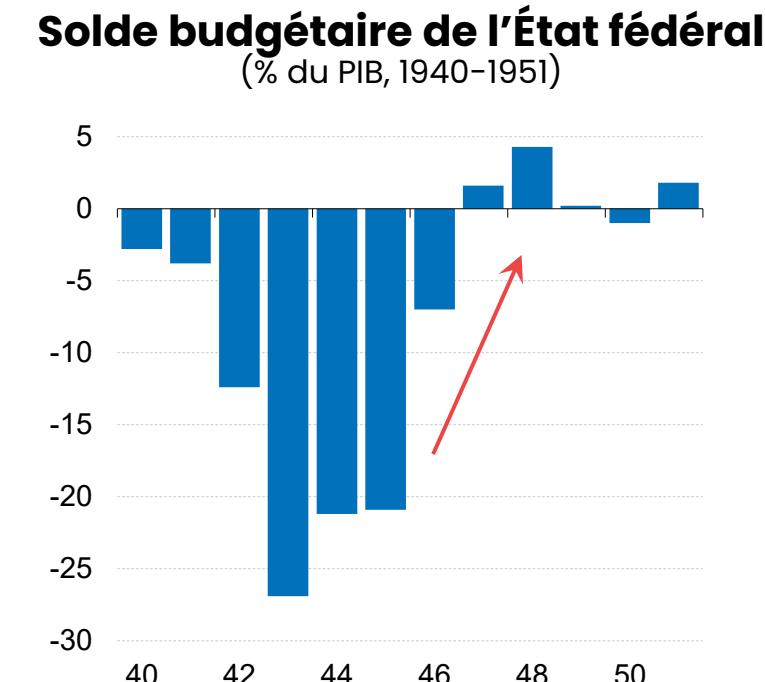
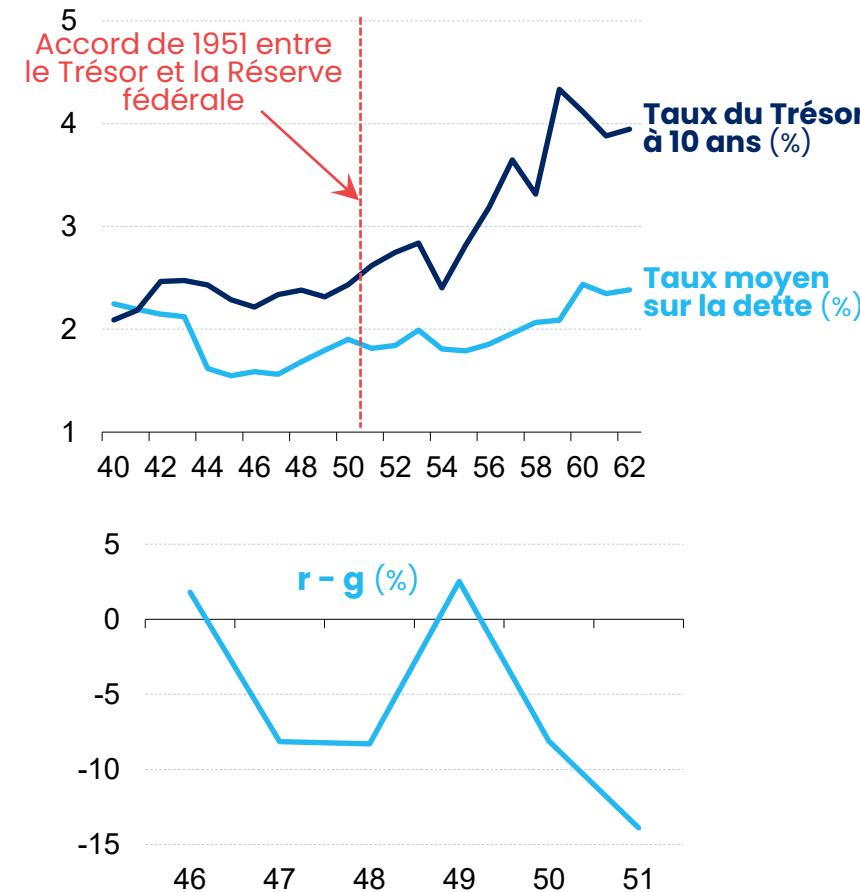
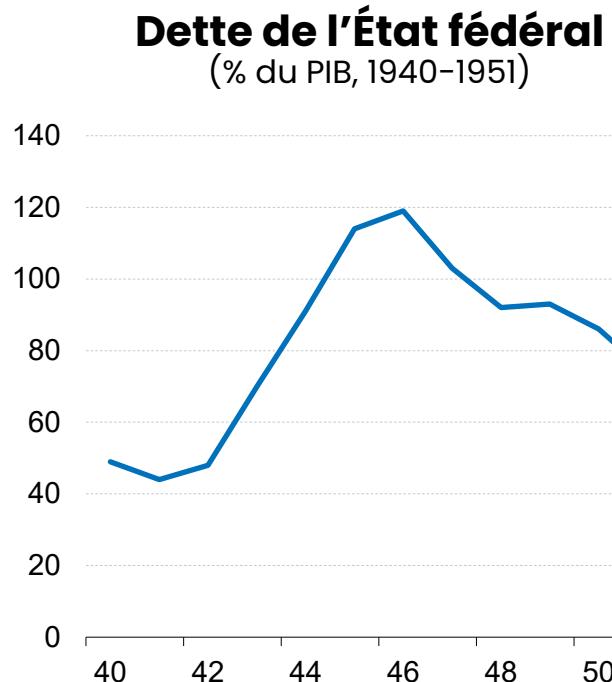
Sources : CBO, Council of Economic Advisers, Candriam

Trajectoires de la dette de l'État fédéral



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

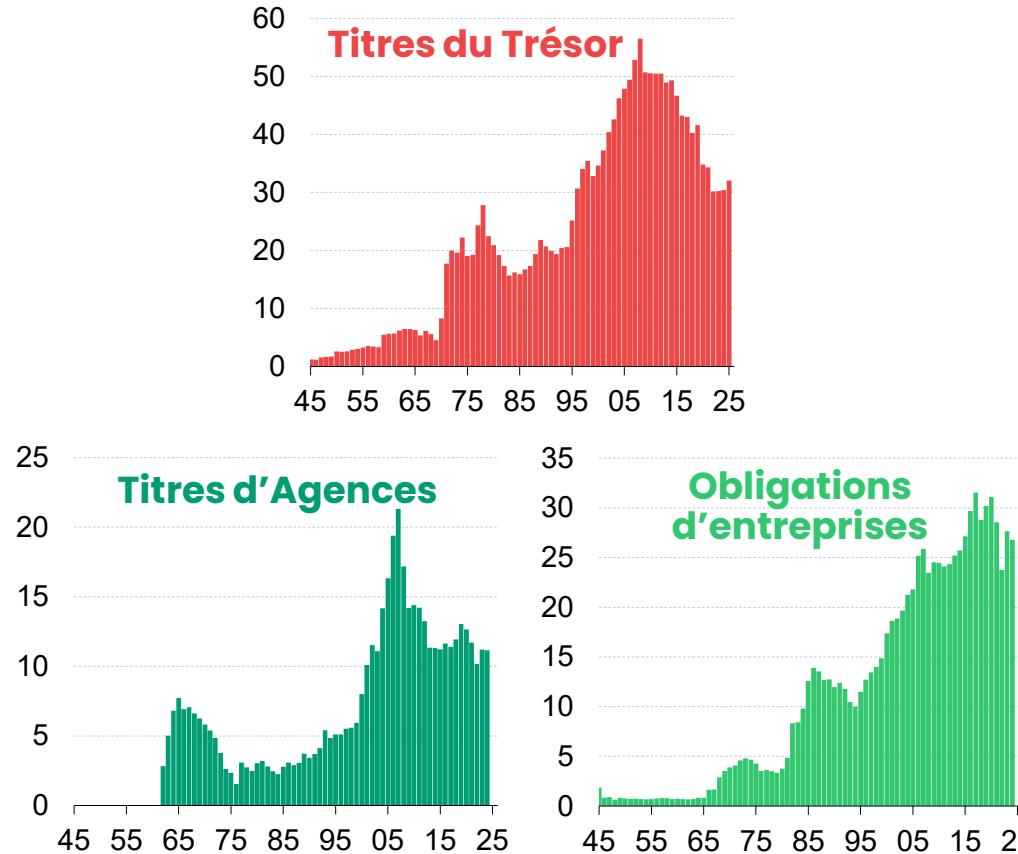


Sources : US Treasury, Candriam

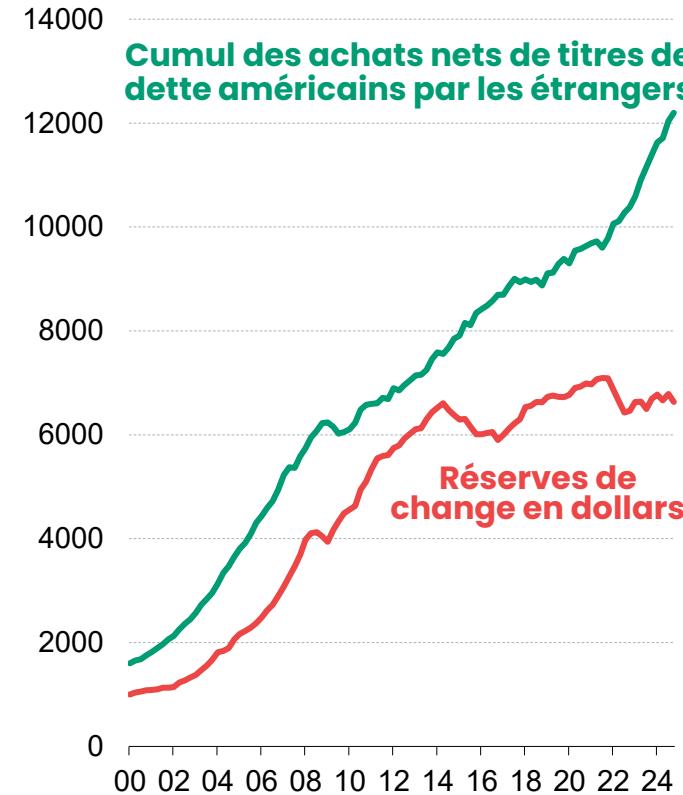


De plus, dans les années 1940, la dette était dans sa quasi-totalité détenue par des agents domestiques

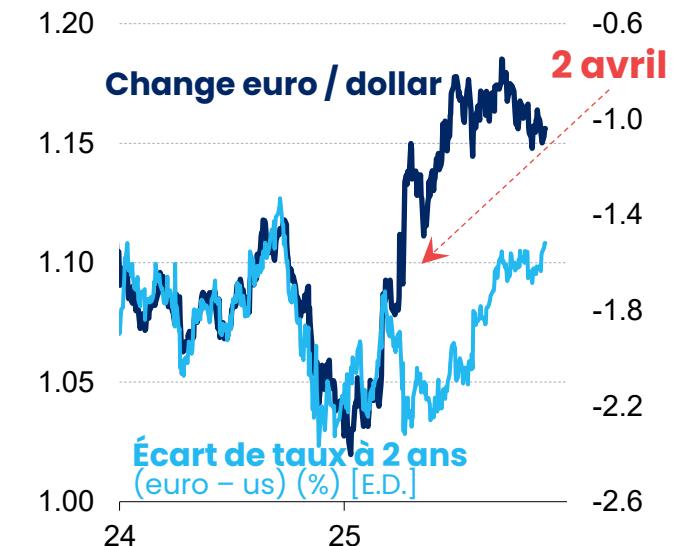
Part des titres de dette détenus par l'étranger depuis 1945 (%)



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



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

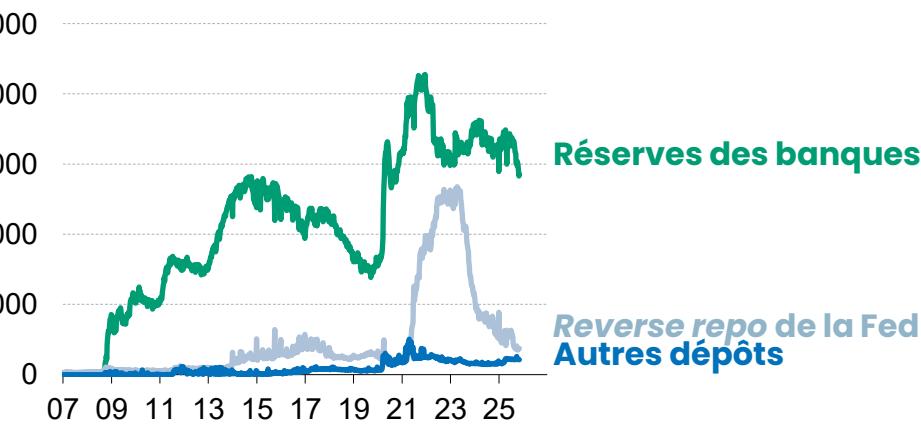
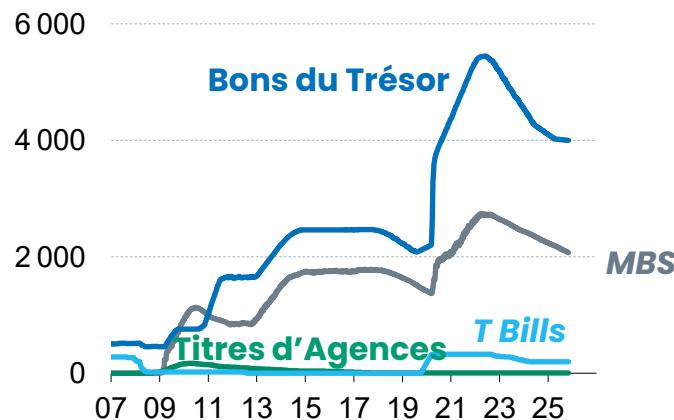
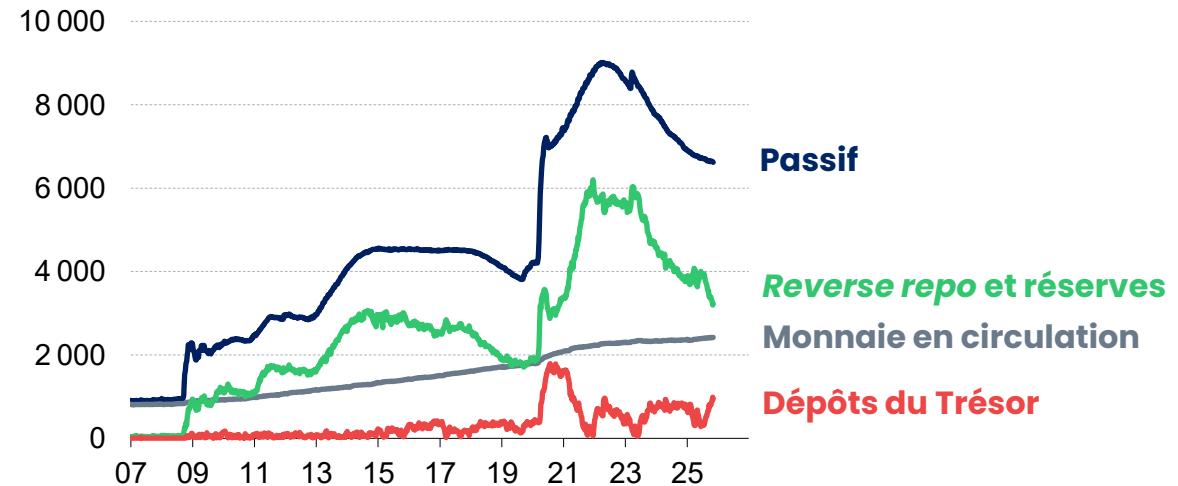
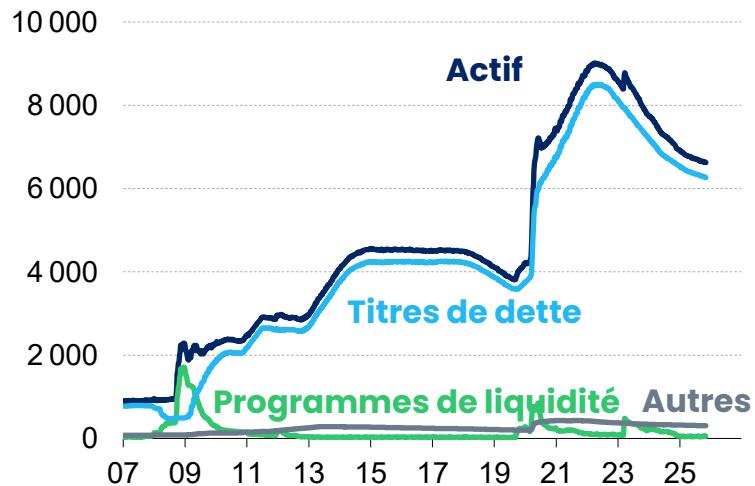


Sources : Réserve fédérale, LSEG Datastream, Candriam



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

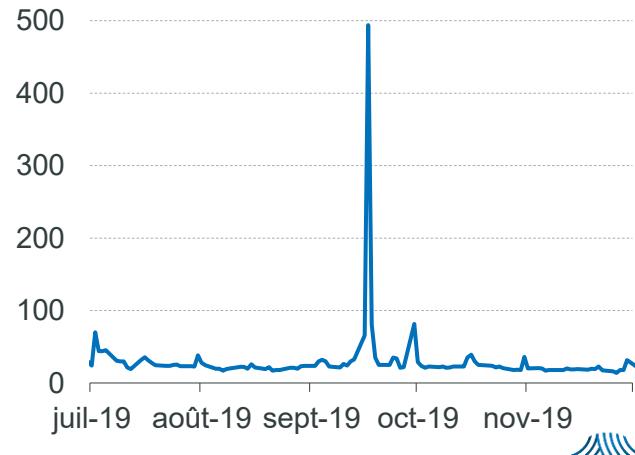
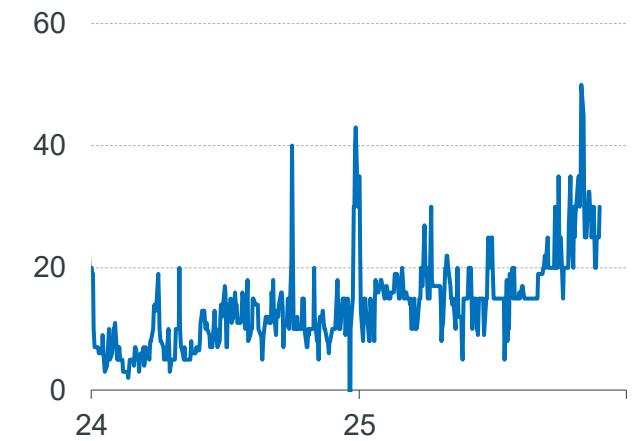
(milliards de dollars)



Sources : LSEG Datastream, Réserve fédérale, Candriam

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

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).

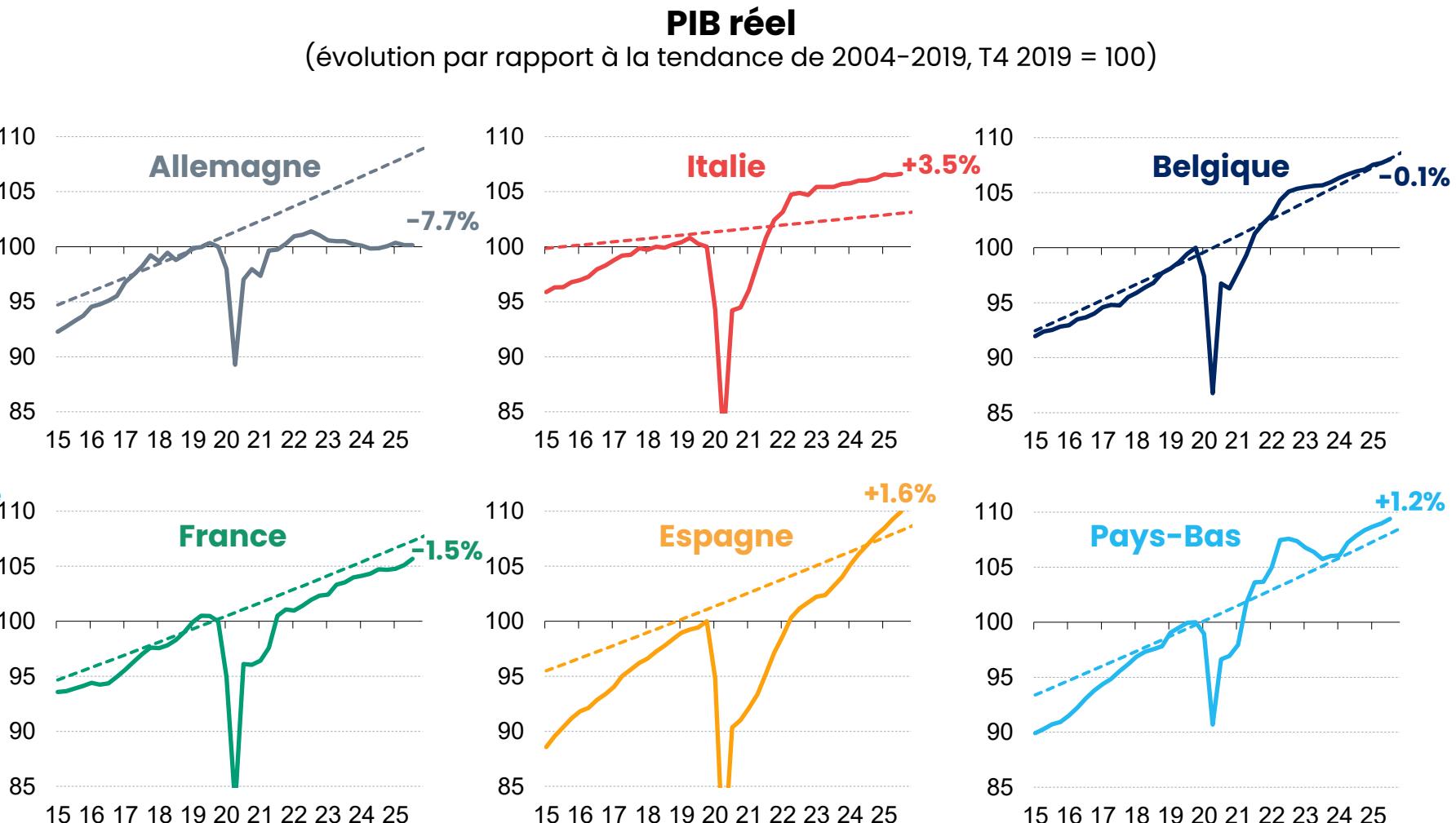
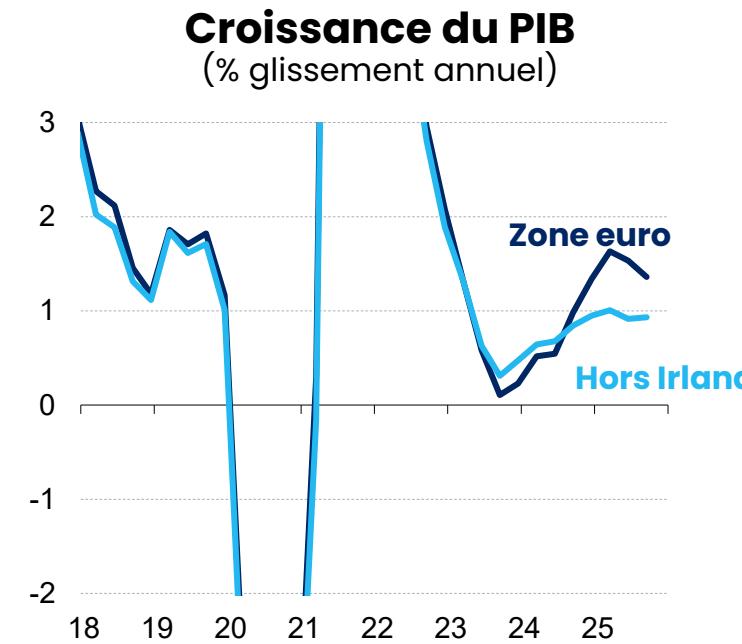


4 Zone euro

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



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



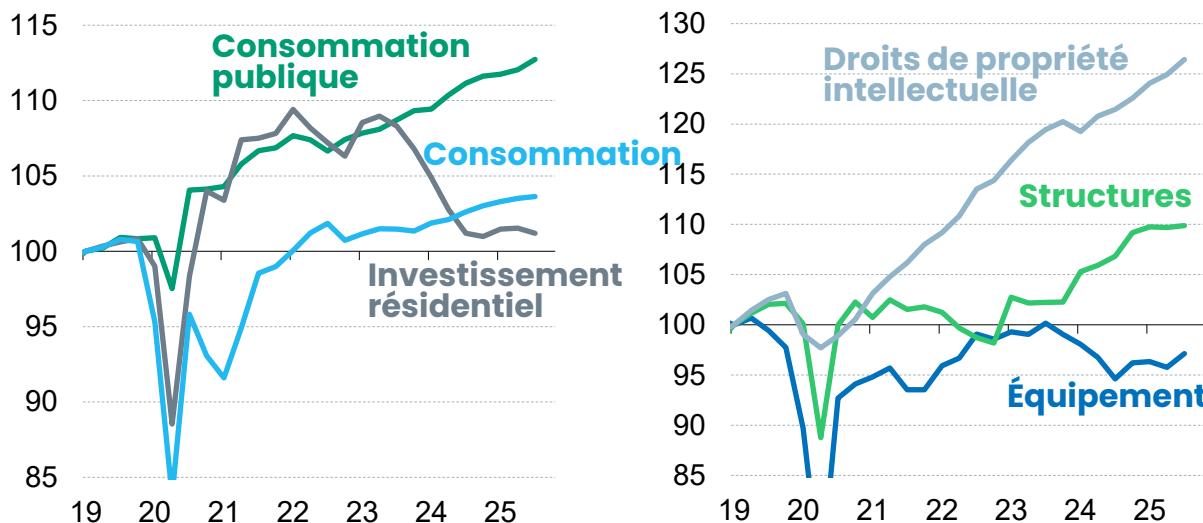
Sources : LSEG Datastream, Candriam



La demande intérieure n'est pas très vigoureuse

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

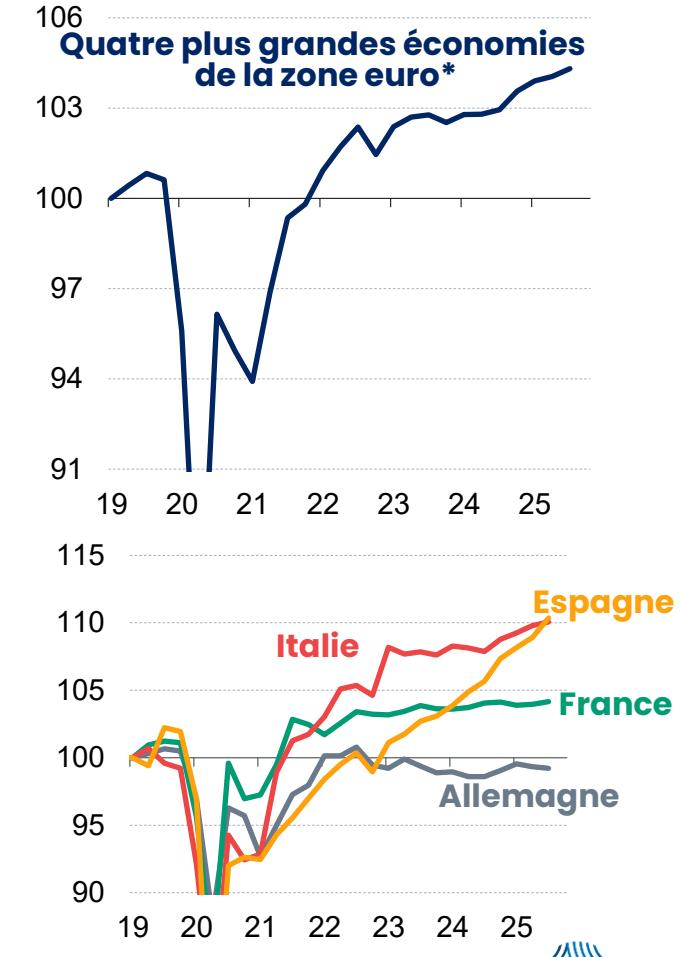
(T1 2019 = 100, volume)



(*) Allemagne, France, Italie et Espagne

Sources : LSEG Datastream, Candriam

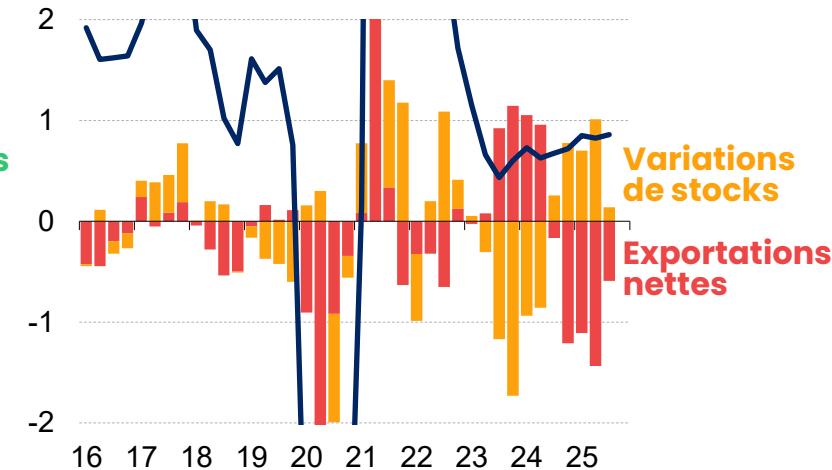
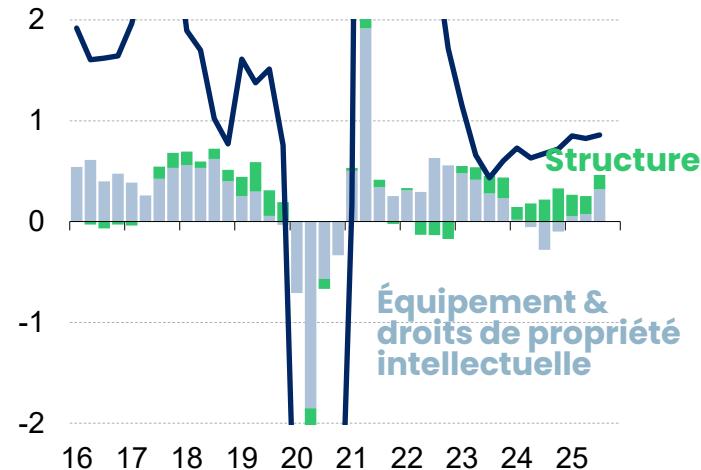
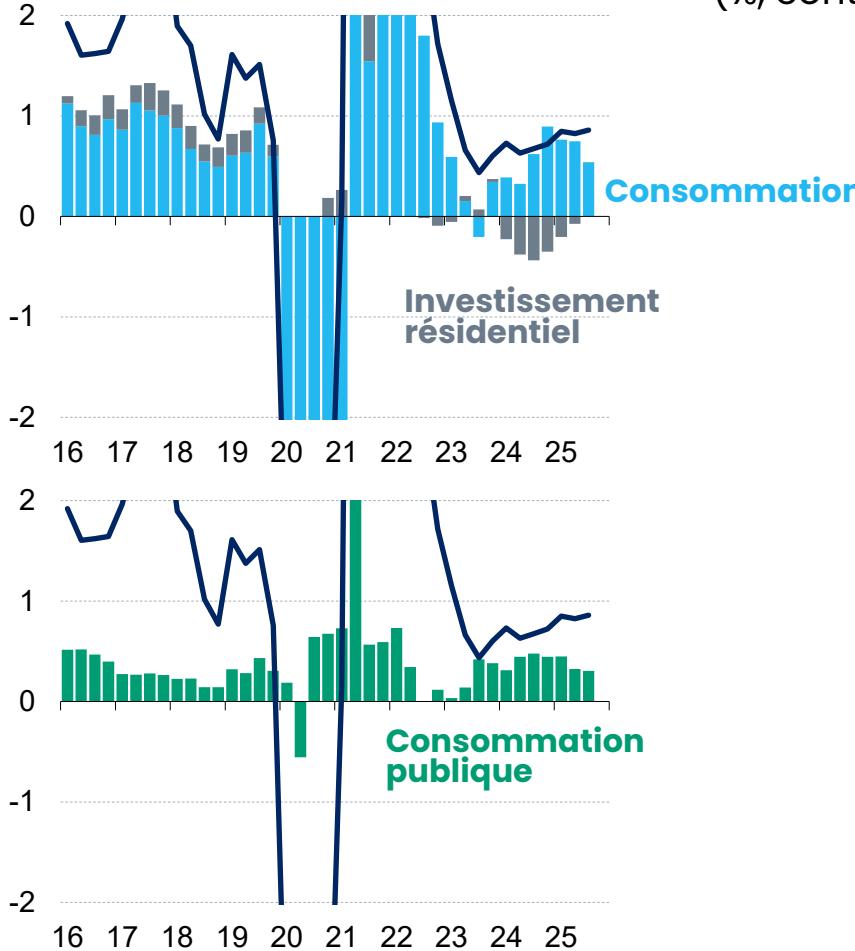
Demande intérieure
(T1 2019 = 100, hors stocks et hors consommation publique, volume)



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

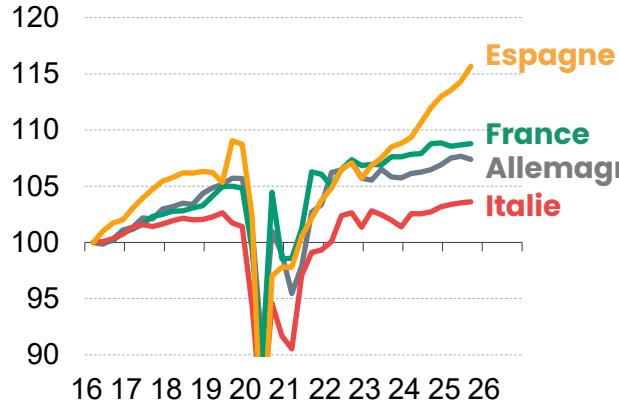
Sources : LSEG Datastream, Candriam



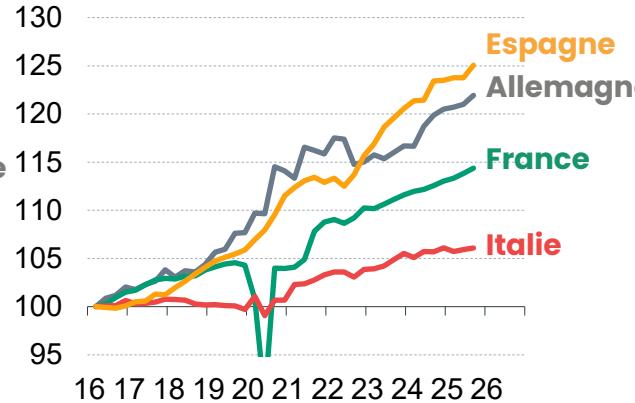
Les composantes du PIB ont suivi des trajectoires contrastées selon les pays

(T1 2016 = 100, volume)

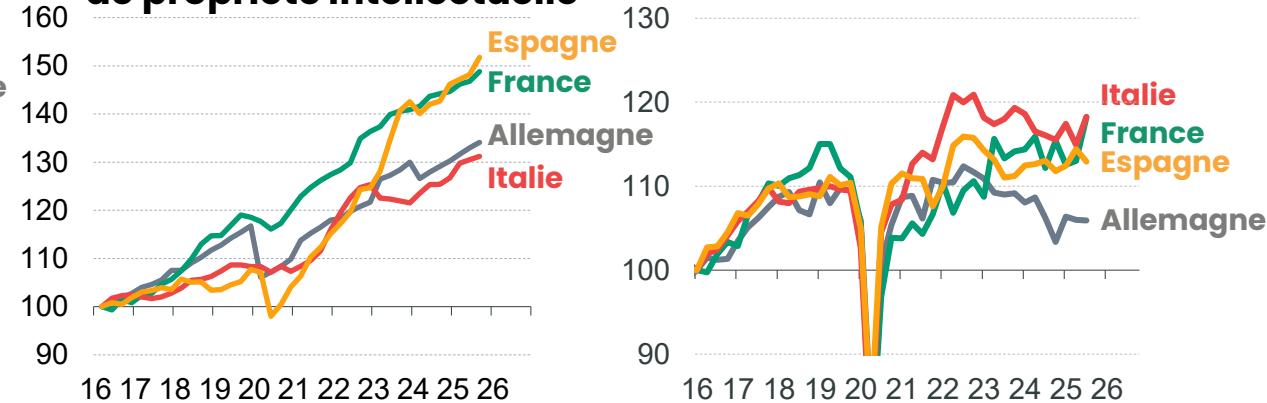
Consommation privée



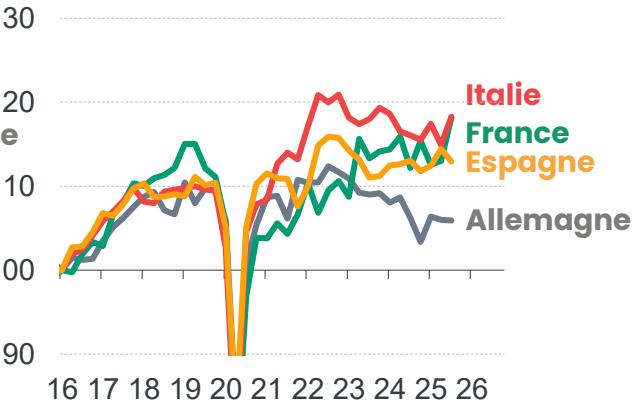
Consommation publique



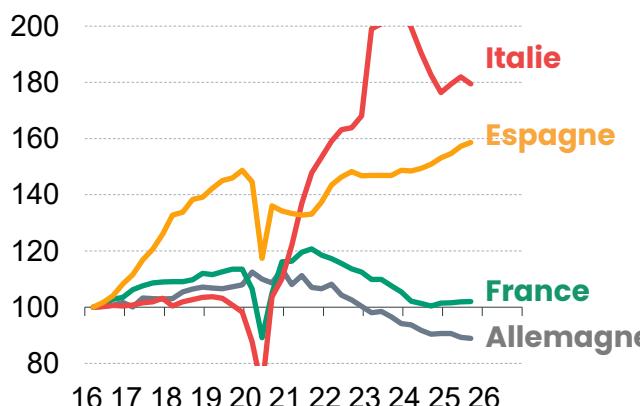
Investissement en droits de propriété intellectuelle



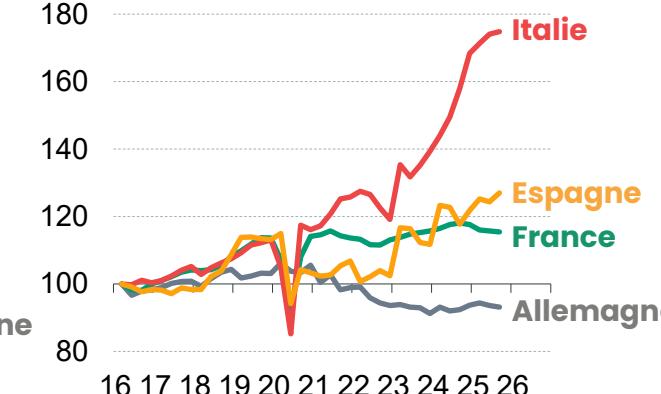
Exportations de biens



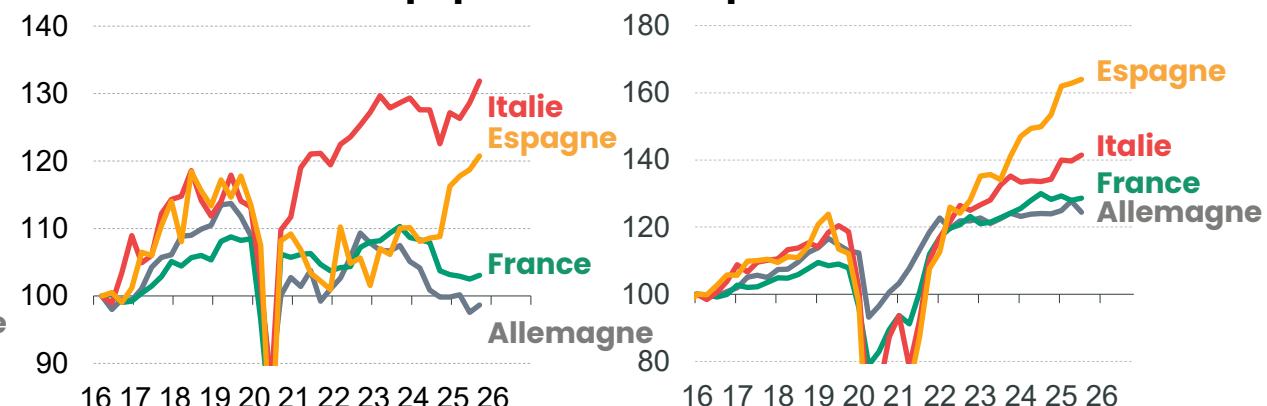
Investissement résidentiel



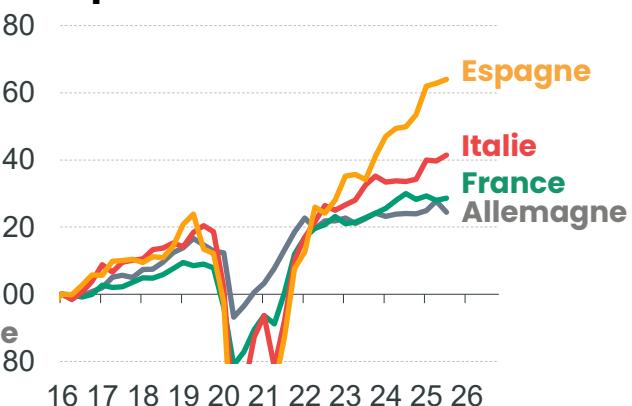
Investissement en construction non résidentielle



Investissement en équipement

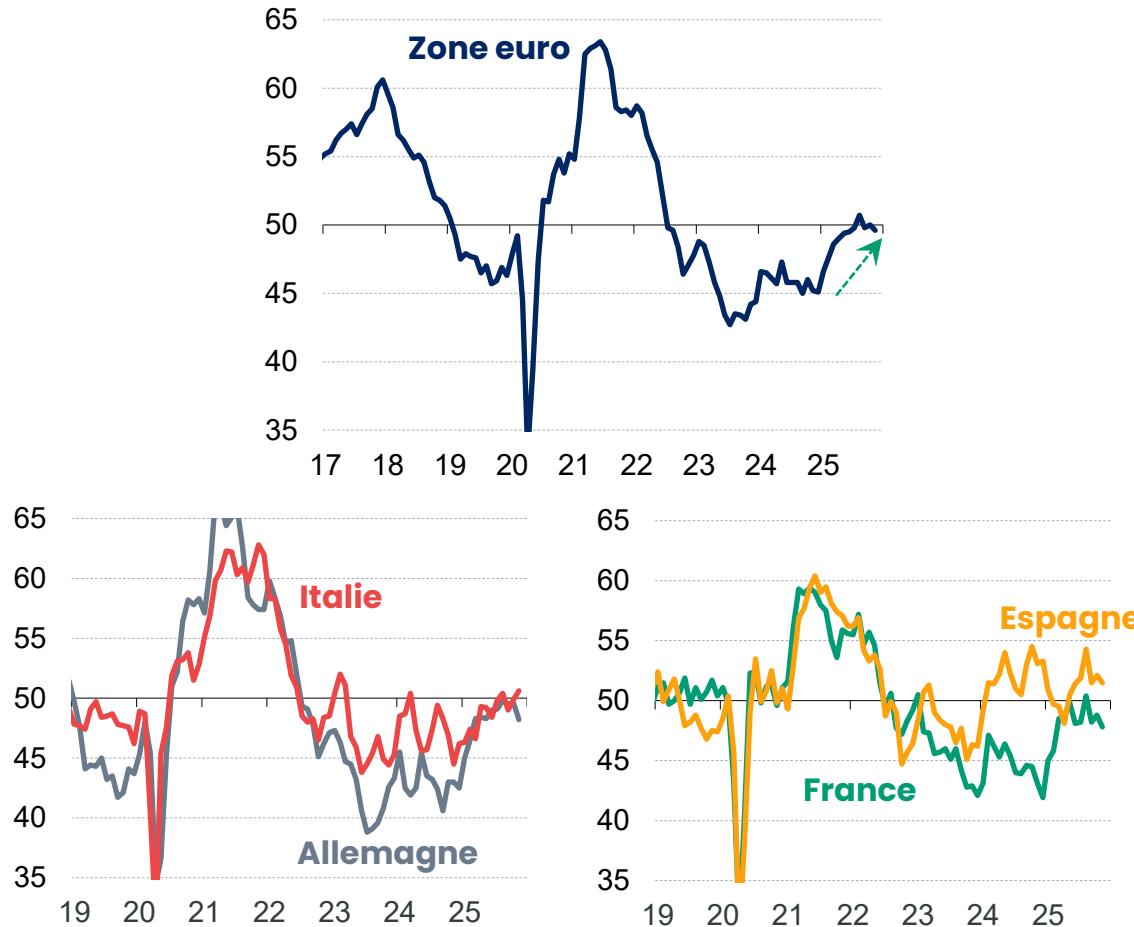


Exportations de services

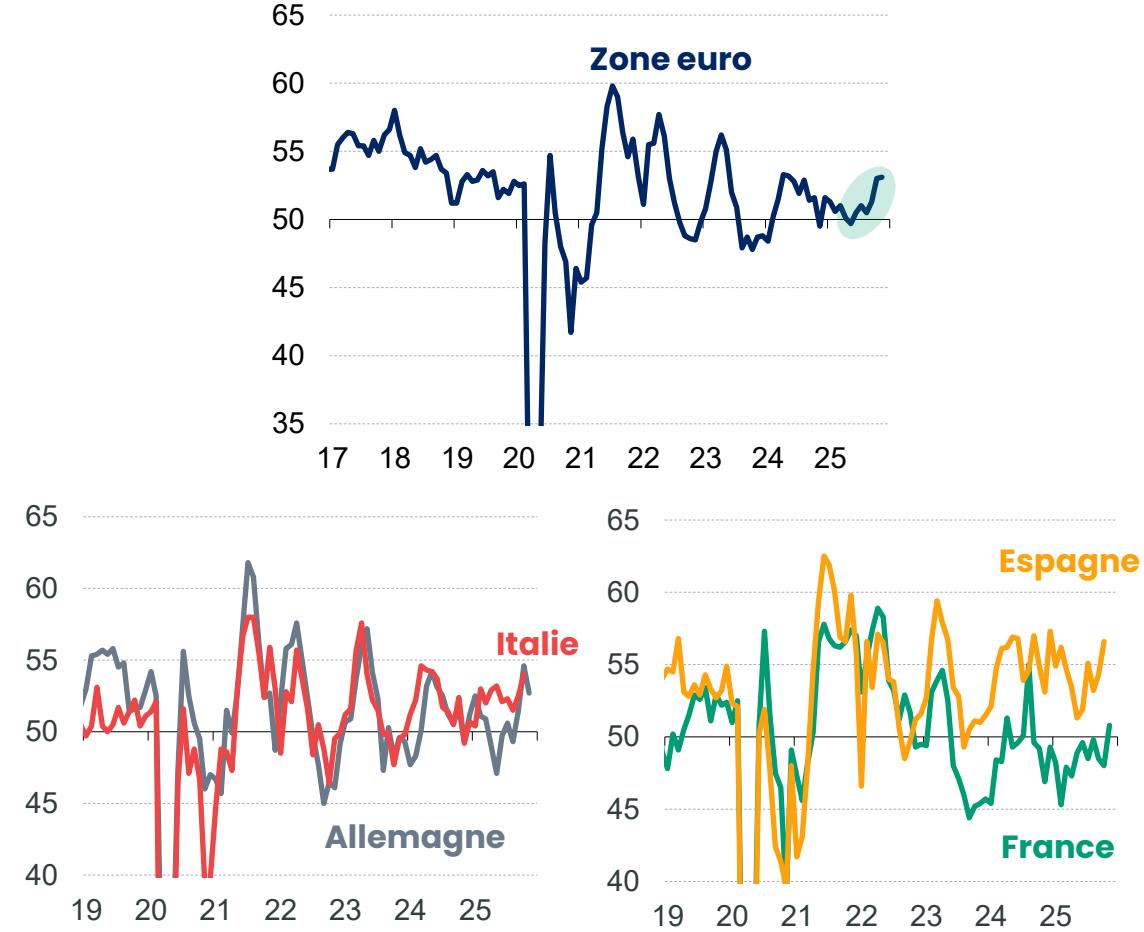


Les indices PMI semblent mieux orientés

Indices PMI du secteur manufacturier



Indices PMI du secteur des services



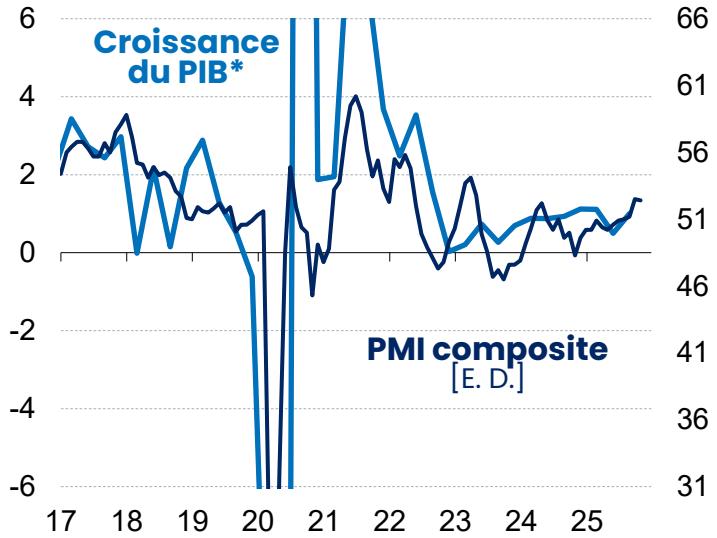
Sources : Bloomberg, Candriam



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

PMI composite et croissance

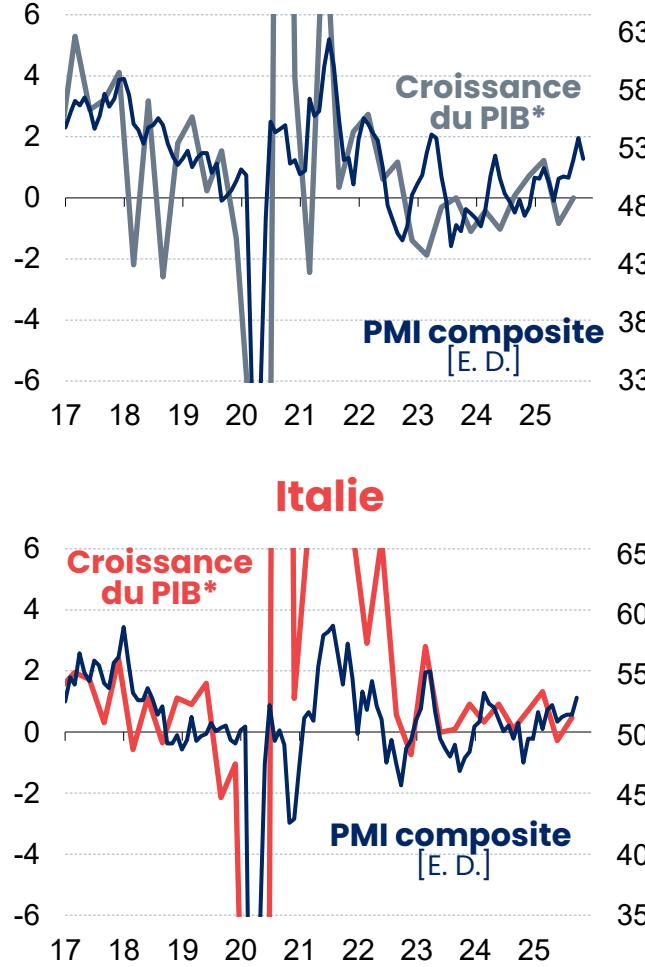
Zone euro hors Irlande



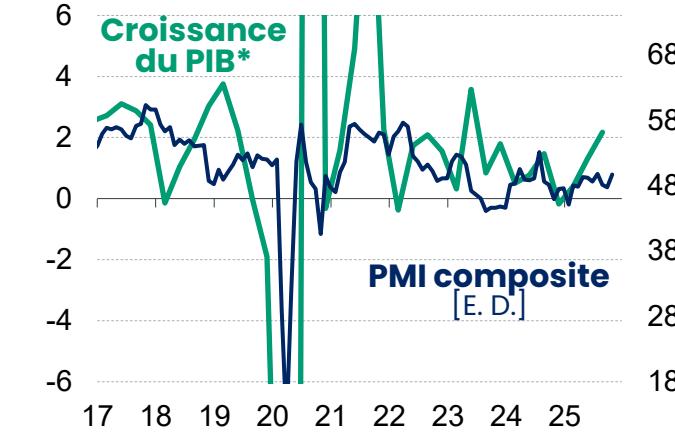
(*) %, glissement trimestriel annualisé

Sources : Bloomberg, Candriam

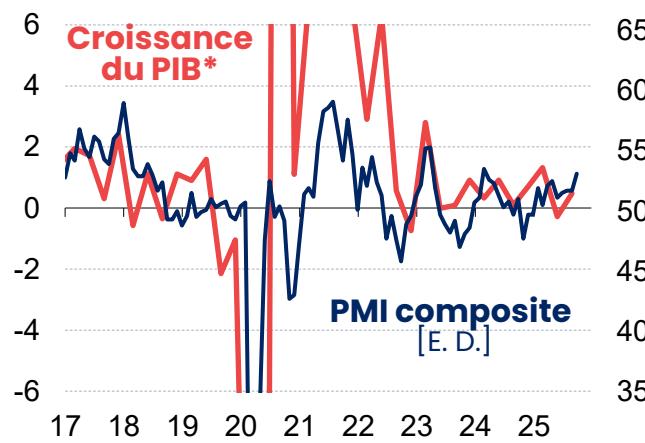
Allemagne



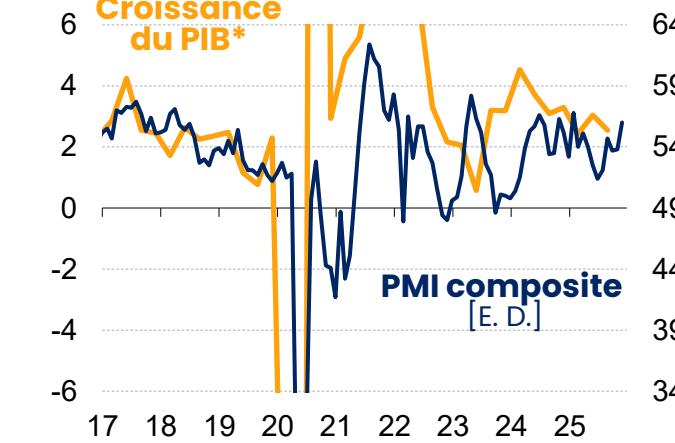
France



Italie

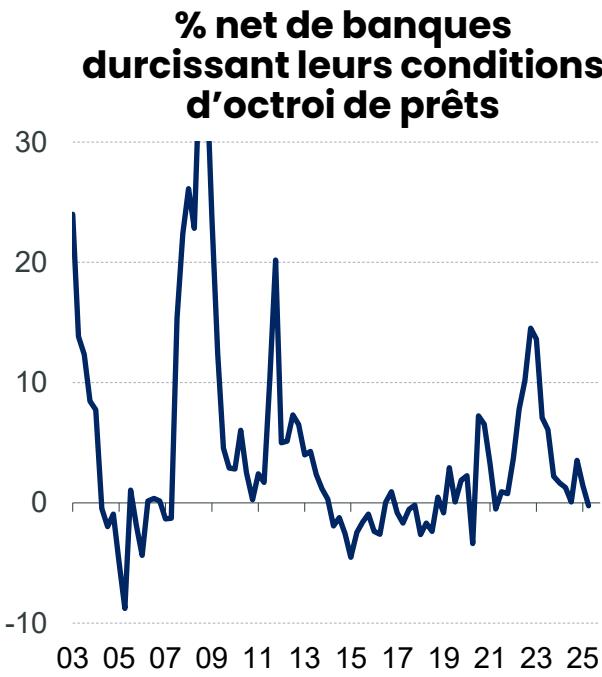


Espagne



Les prêts aux entreprises ont redémarré

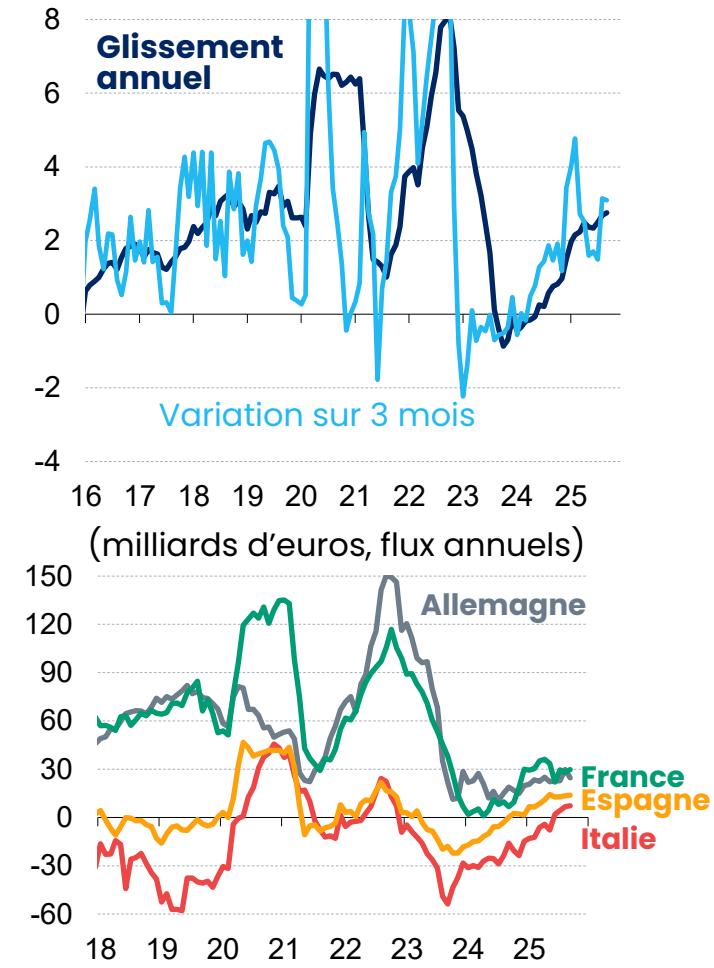
Enquête sur les conditions de crédit aux entreprises



% net de banques signalant une hausse de la demande



Prêts aux sociétés non financières (%, rythme annuel)

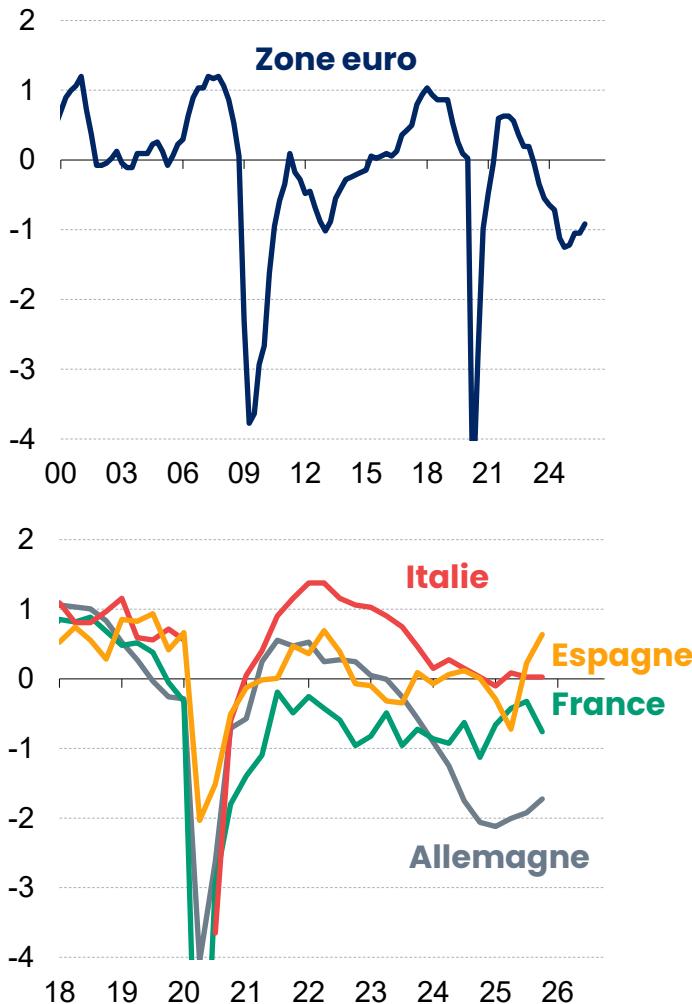


Sources : LSEG Datastream, Candriam



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

Taux d'utilisation des capacités
(Z-scores)



Sources : LSEG Datastream, Candriam

Investissement des entreprises*
et demande perçue

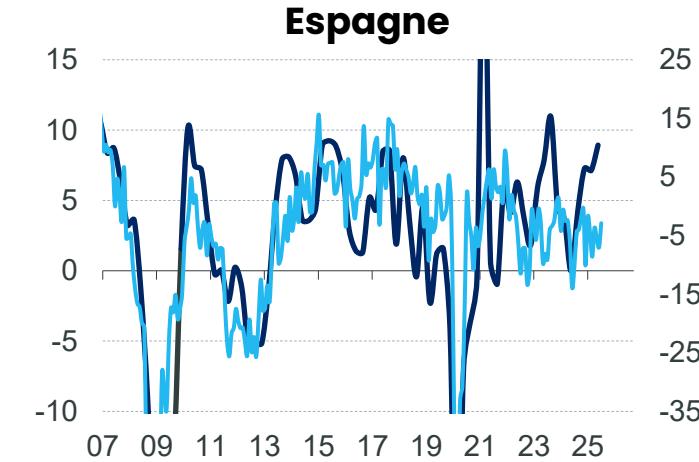
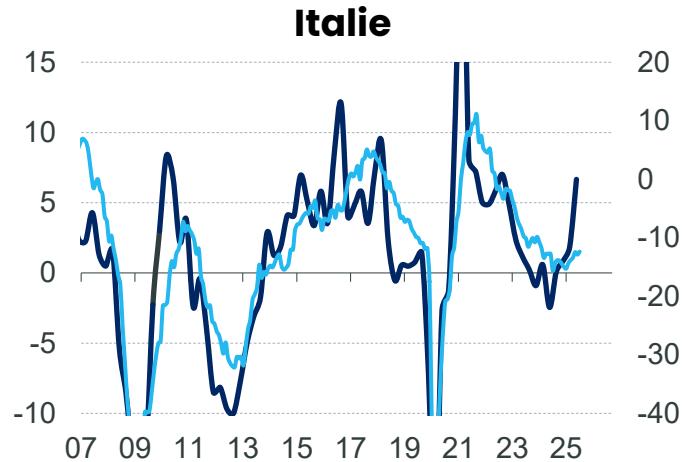
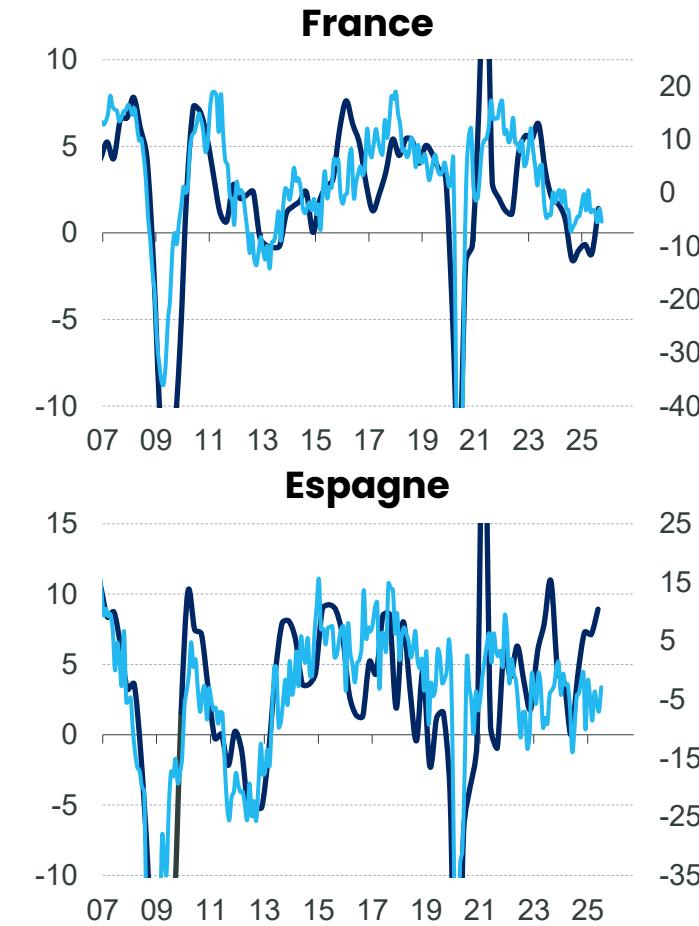
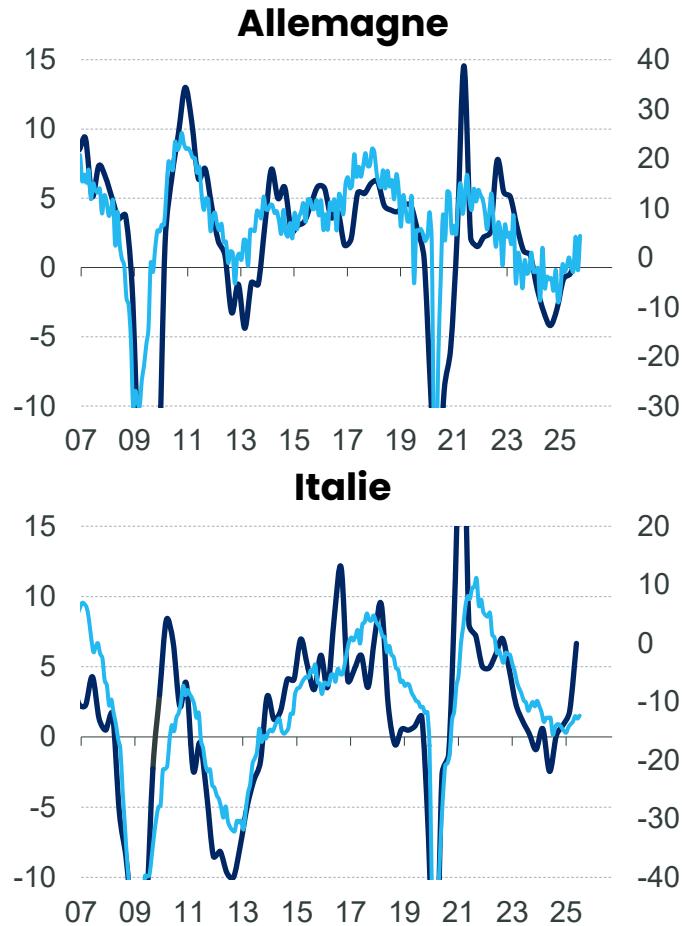


(*) Investissement en équipement et droits de propriété intellectuelle de l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne



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

Investissement en équipement* et demande perçue



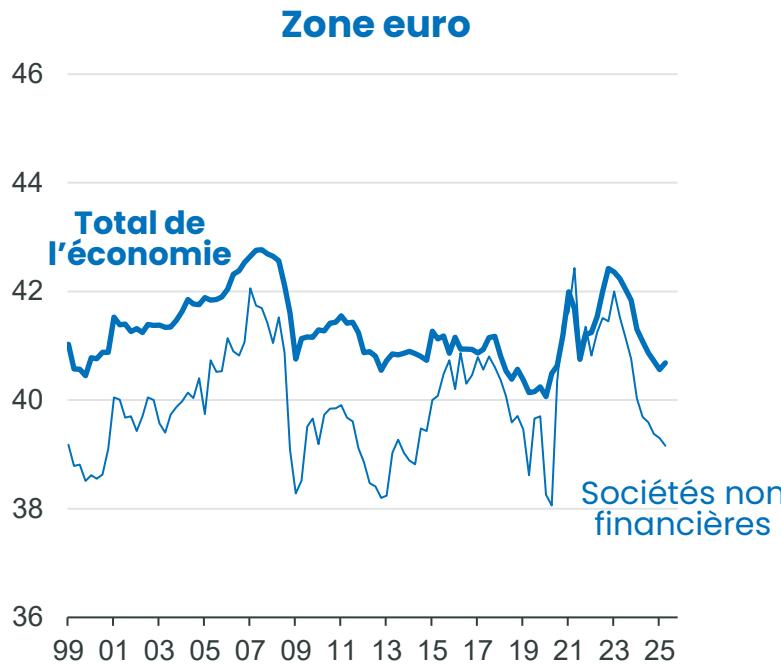
— Investissement en équipement (% glissement annuel) — Demande perçue [E.D.]

(*) Investissement en équipement et droits de propriété intellectuelle

Sources : LSEG Datastream, Candriam

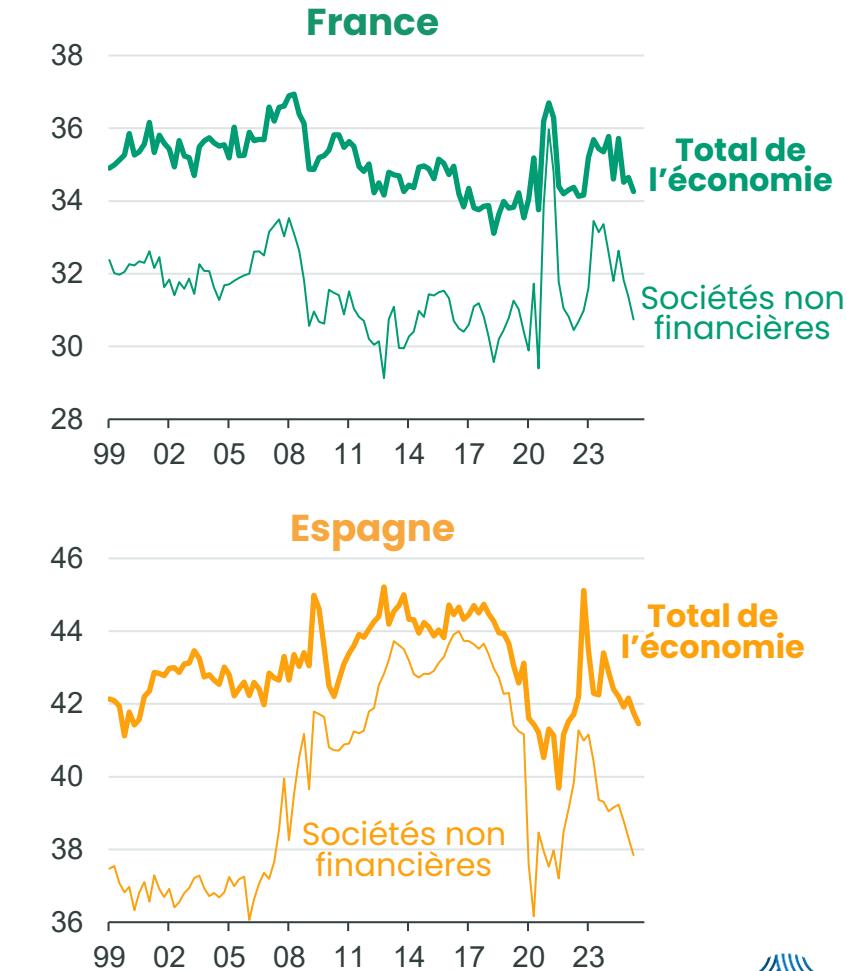
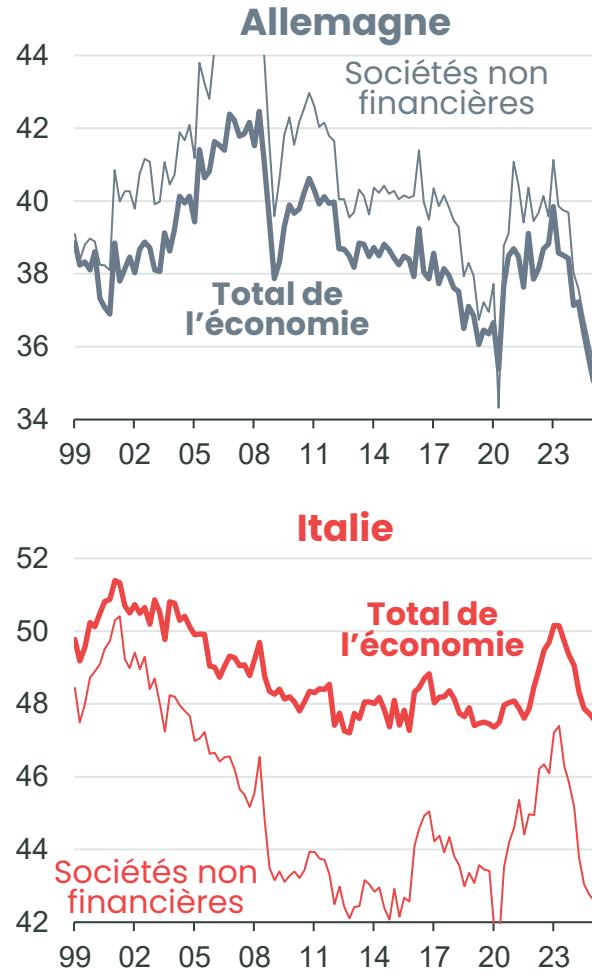


Les marges opérationnelles des entreprises ont baissé



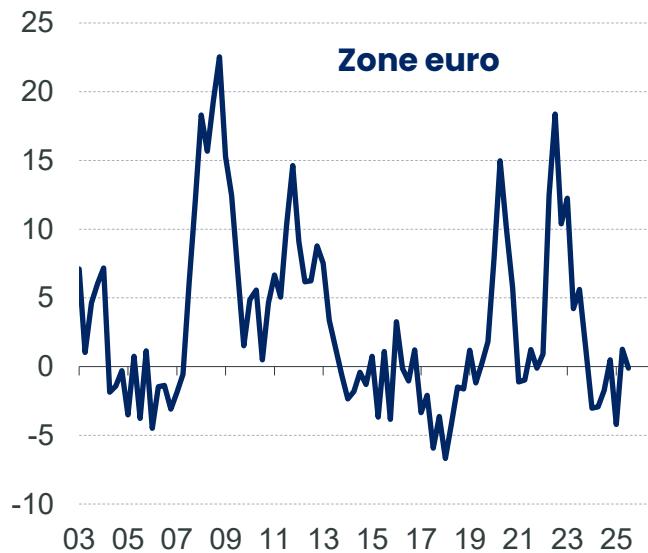
Sources : LSEG Datastream, Candriam

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

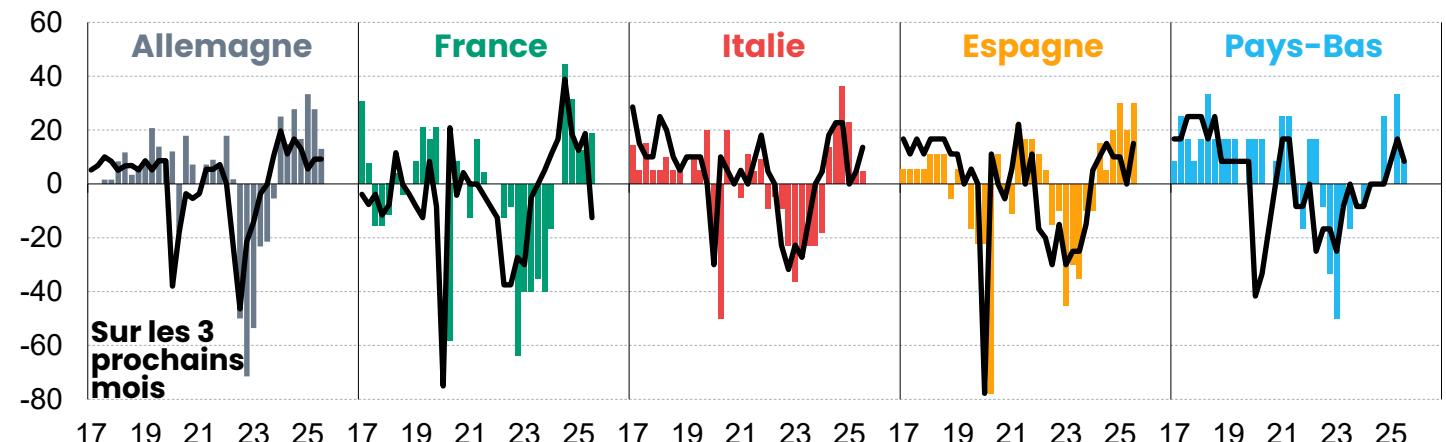


La demande de crédit hypothécaire est repartie

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)

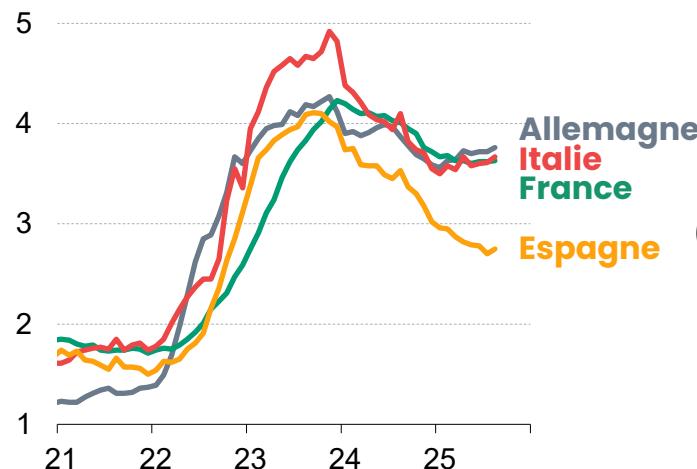


Sources : LSEG Datastream, Candriam

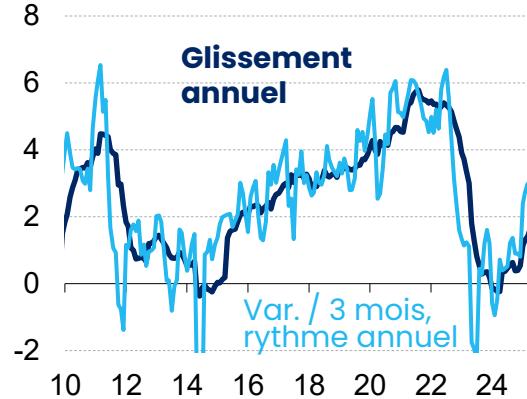


L'investissement résidentiel devrait se redresser

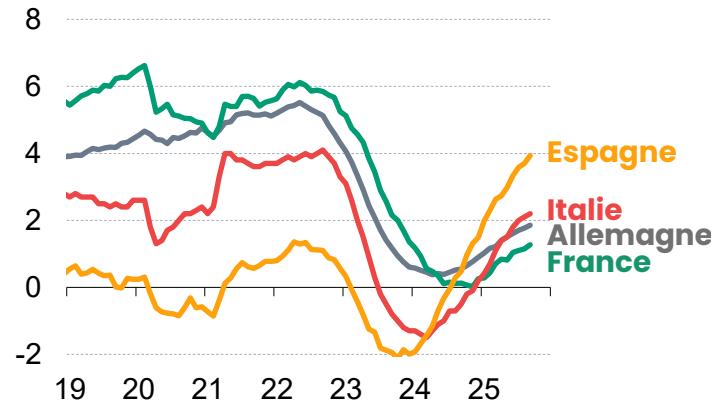
Taux hypothécaires
(%, nouveaux prêts)



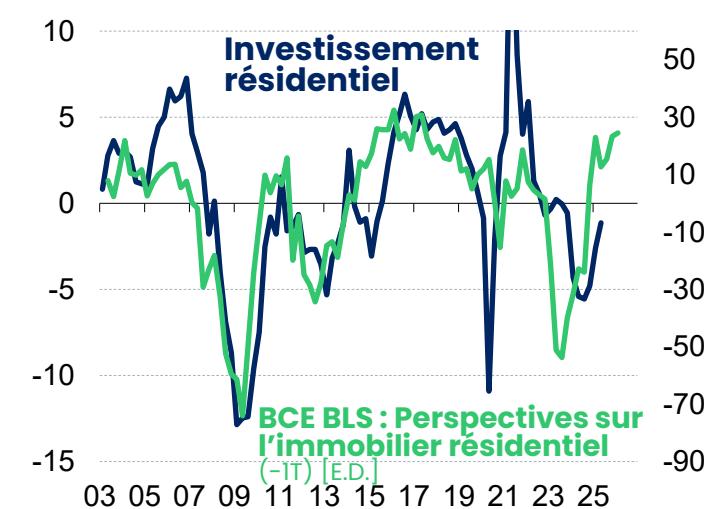
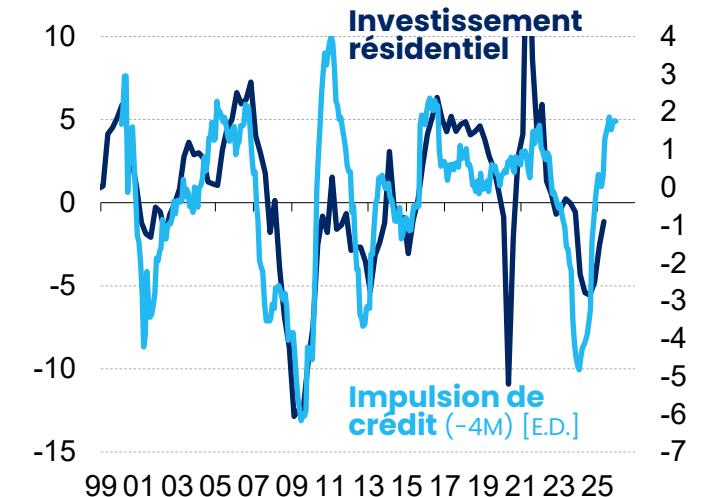
Encours de prêts hypothécaires
(%, zone euro)



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



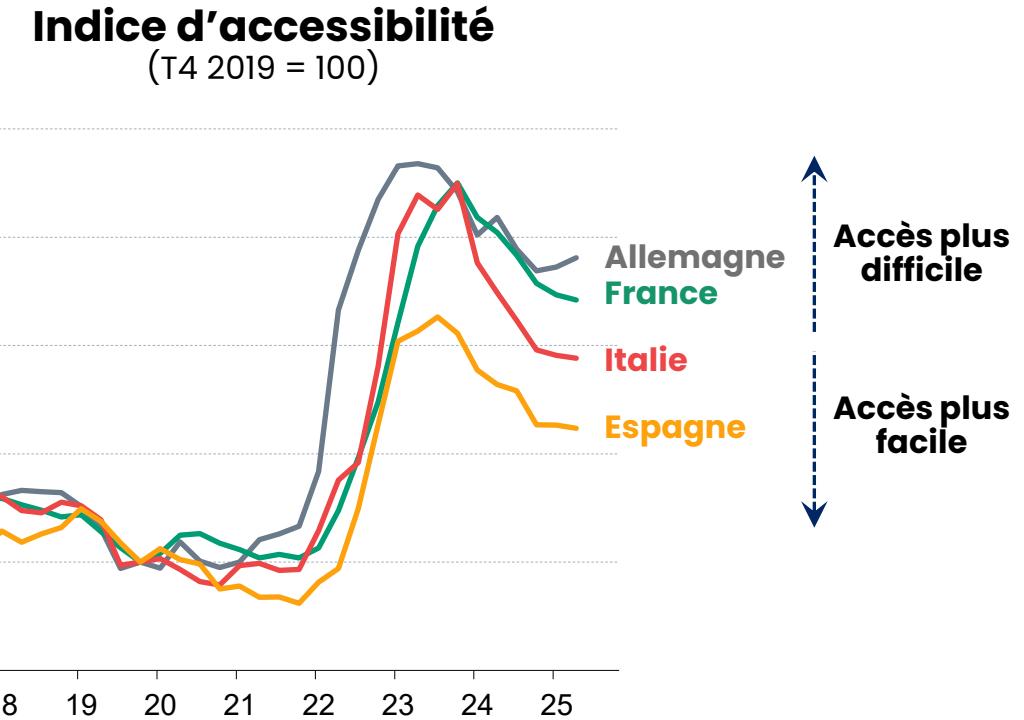
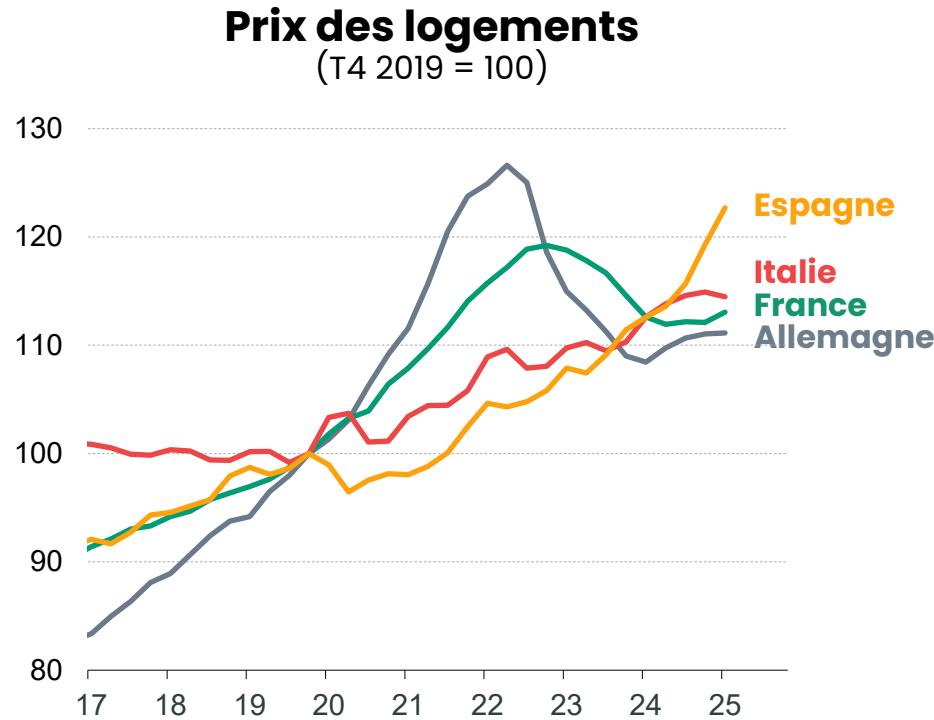
Investissement résidentiel
(% glissement annuel, volume, zone euro)



Sources : LSEG Datastream, BCE, Candriam



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



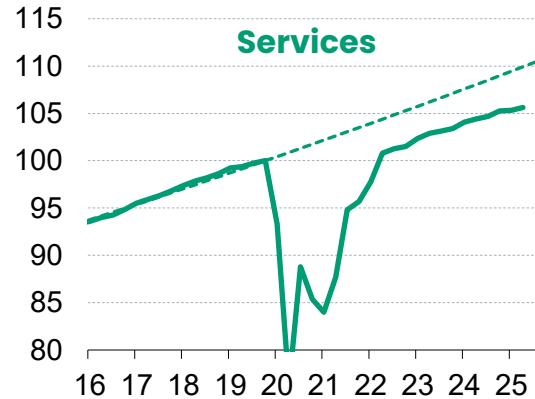
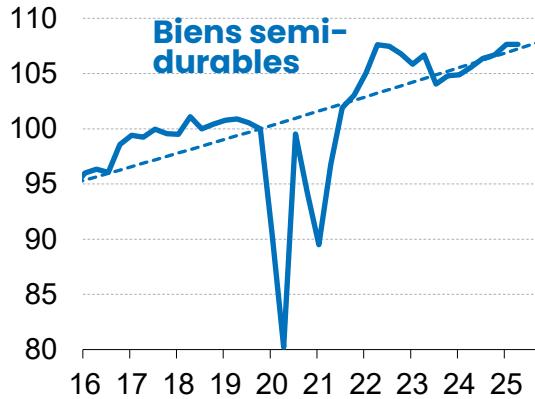
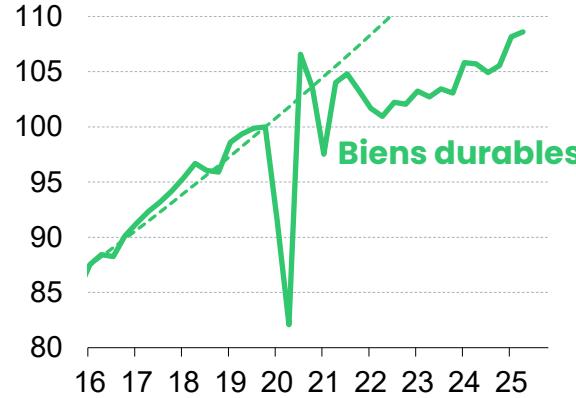
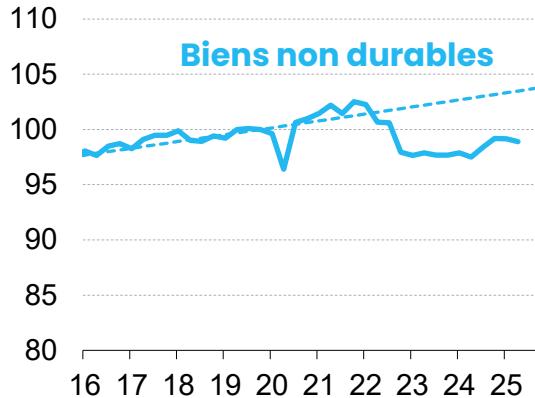
Sources : LSEG Datastream, BCE, Candriam



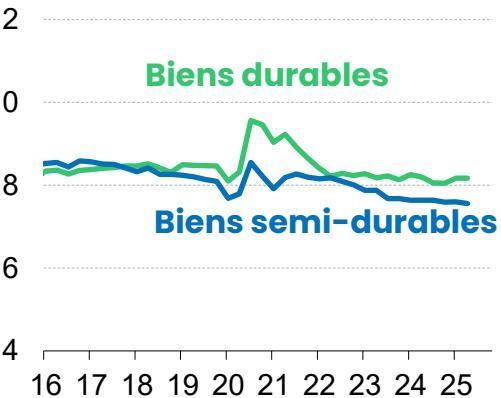
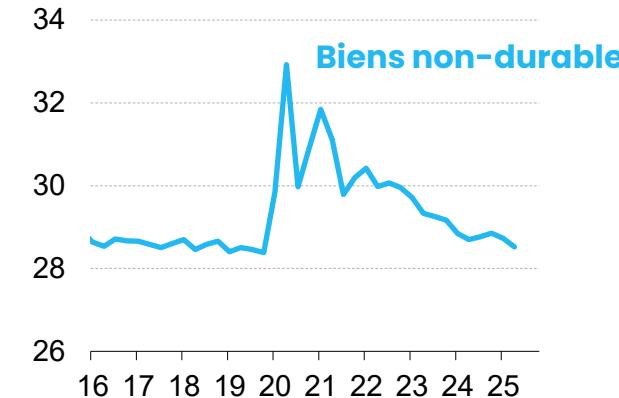
La consommation des ménages est loin d'être revenue à la normale

Consommation réelle

(T1 2019 = 100)



Part dans la consommation nominale (%)

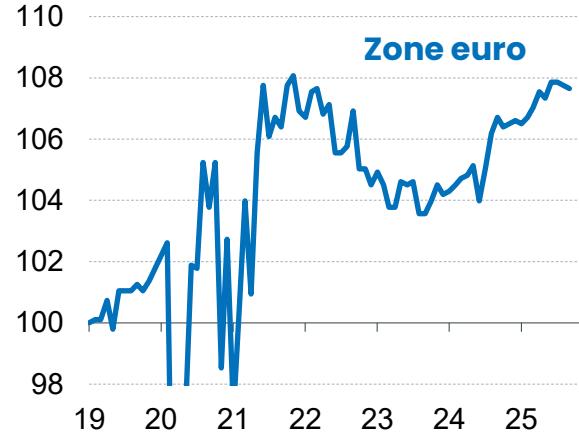


Sources : Eurostat, Candriam

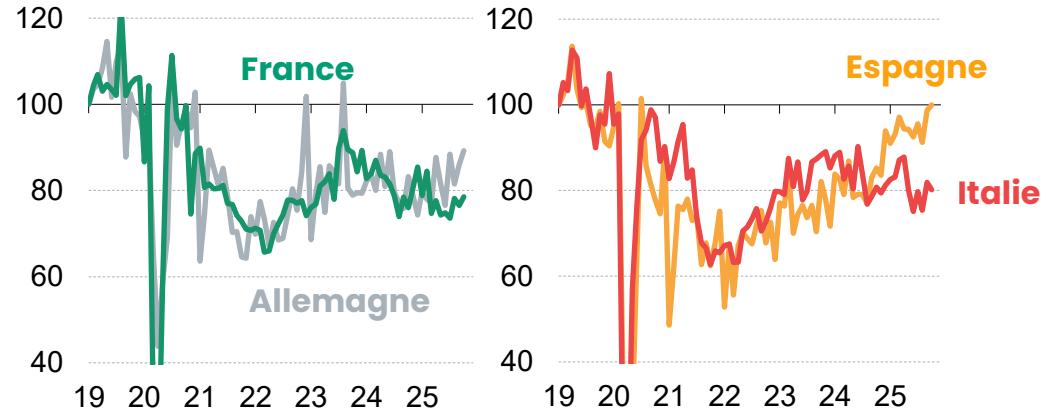
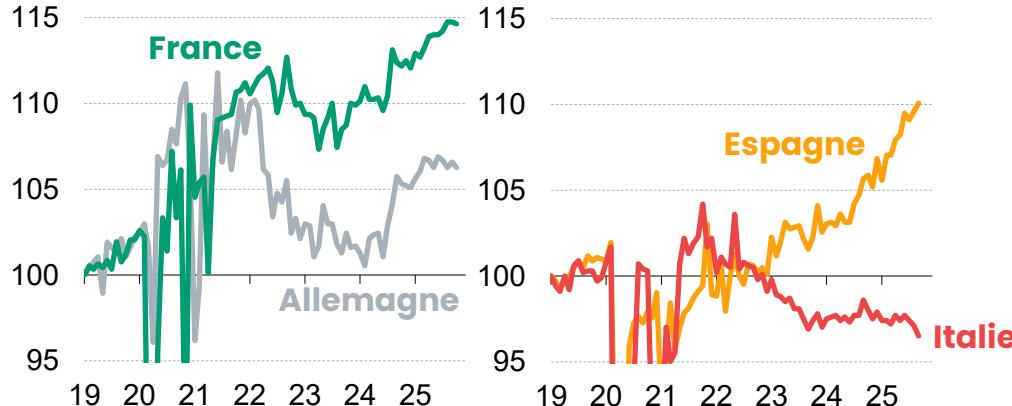


Depuis quelques mois, les ventes au détail stagnent

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



Nouvelles immatriculations
(janvier 2019 = 100)

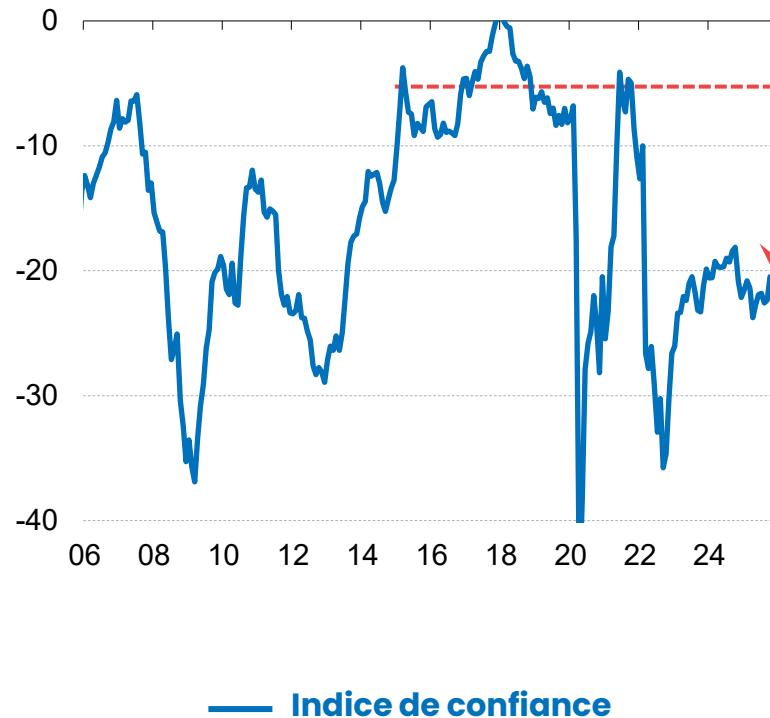


Sources : Eurostat, LSEG Datastream, Candriam



La confiance des ménages est toujours faible

Confiance des ménages en zone euro



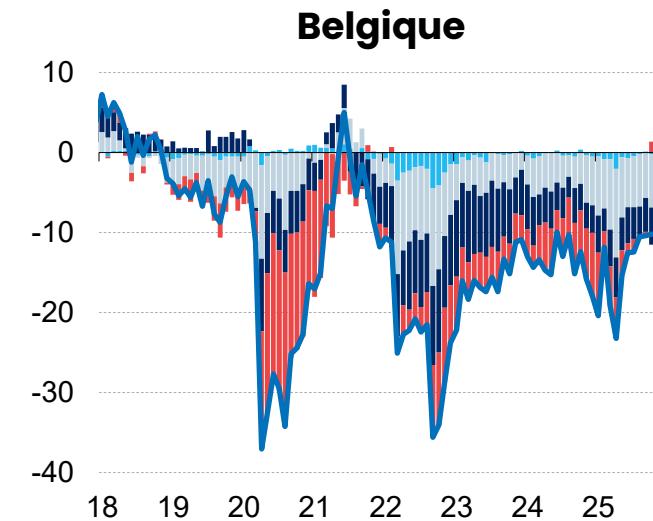
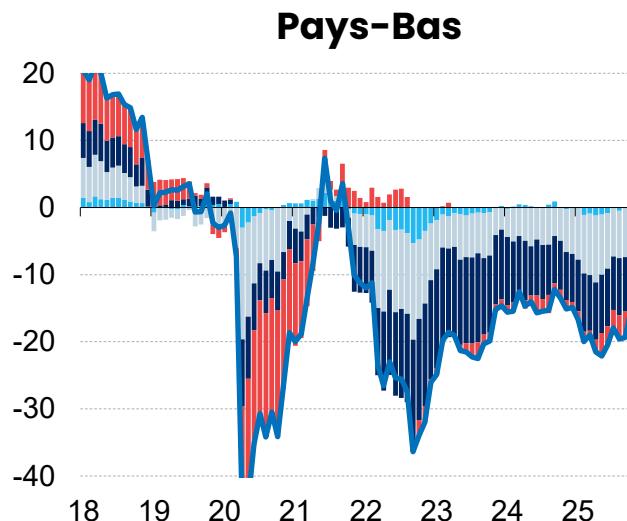
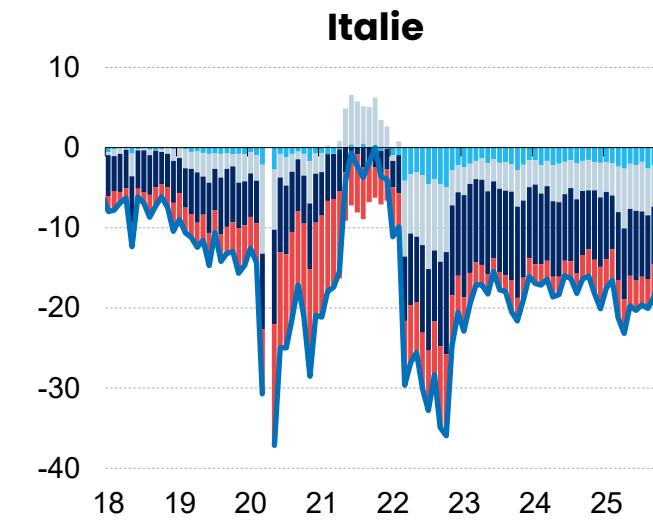
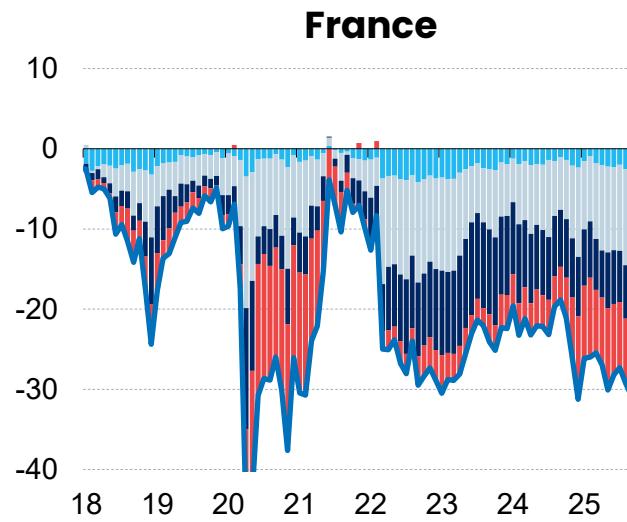
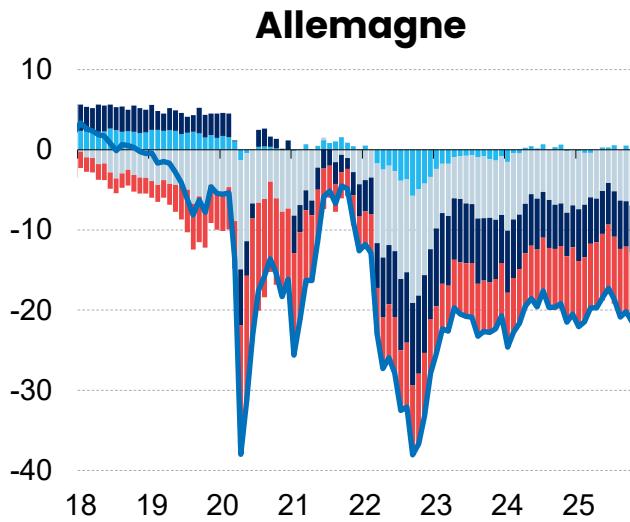
(*) 12 prochains mois

Sources : LSEG Datastream, Candriam



Memo. Confiance des ménages par pays

Confiance des ménages par pays

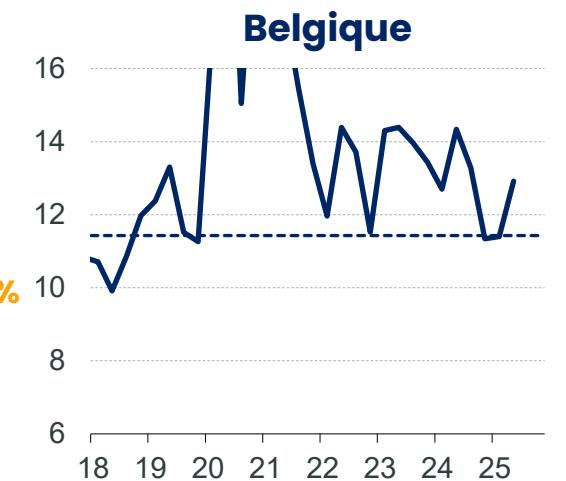
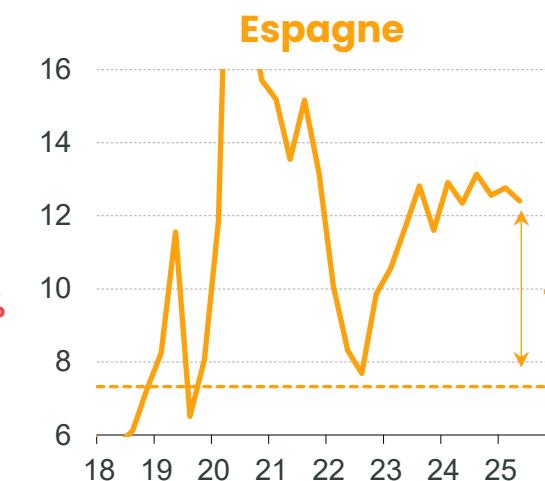
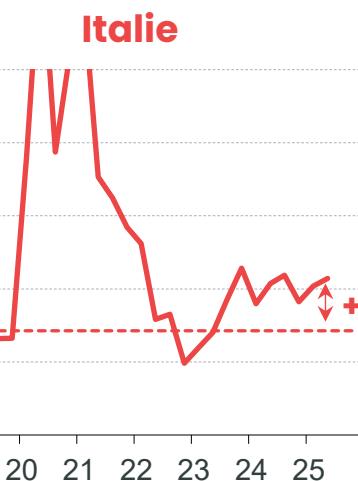
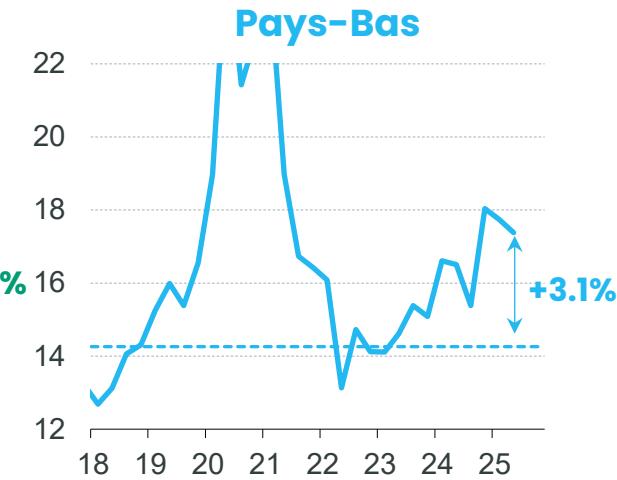
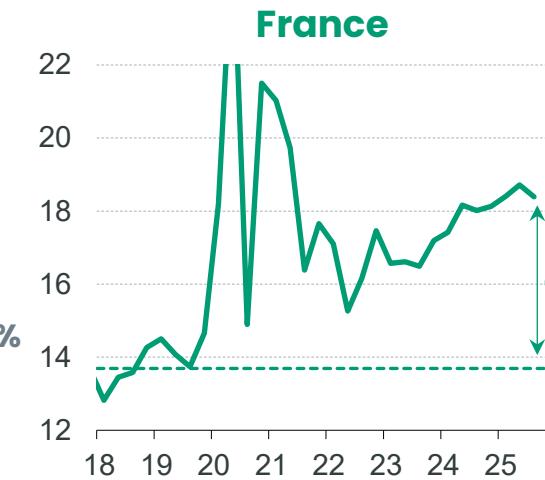
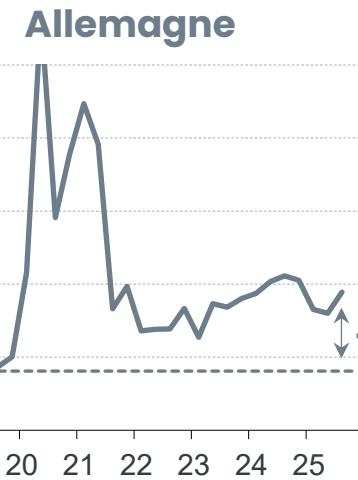
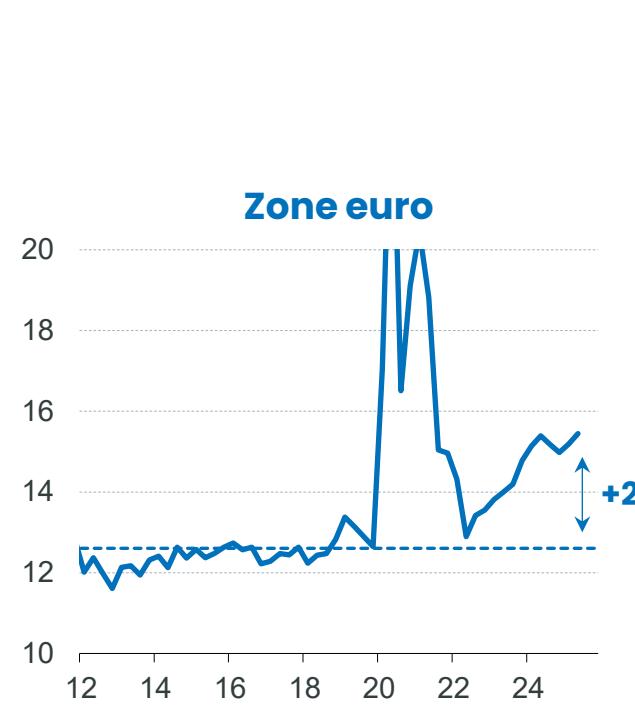


Sources : LSEG Datastream, Candriam



Les taux d'épargne restent élevés

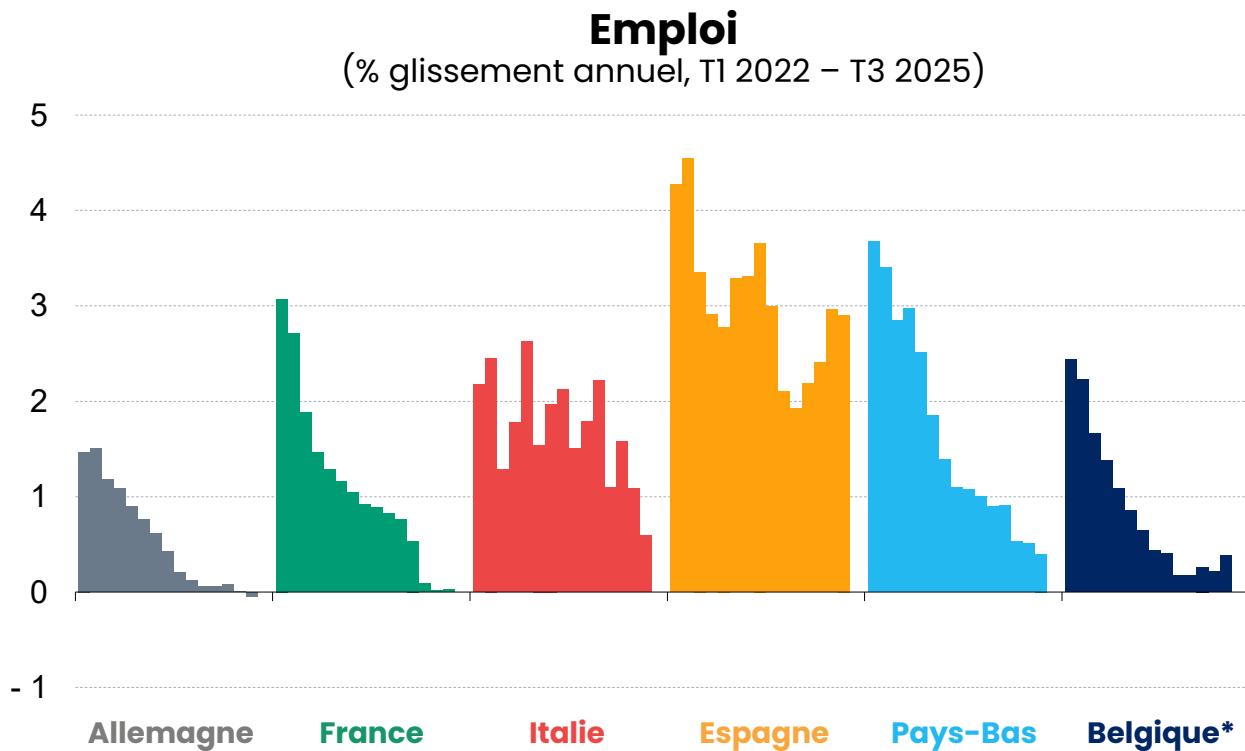
Taux d'épargne
(% du revenu disponible)



Sources : LSEG Datastream, Candriam



Les créations d'emplois ont ralenti

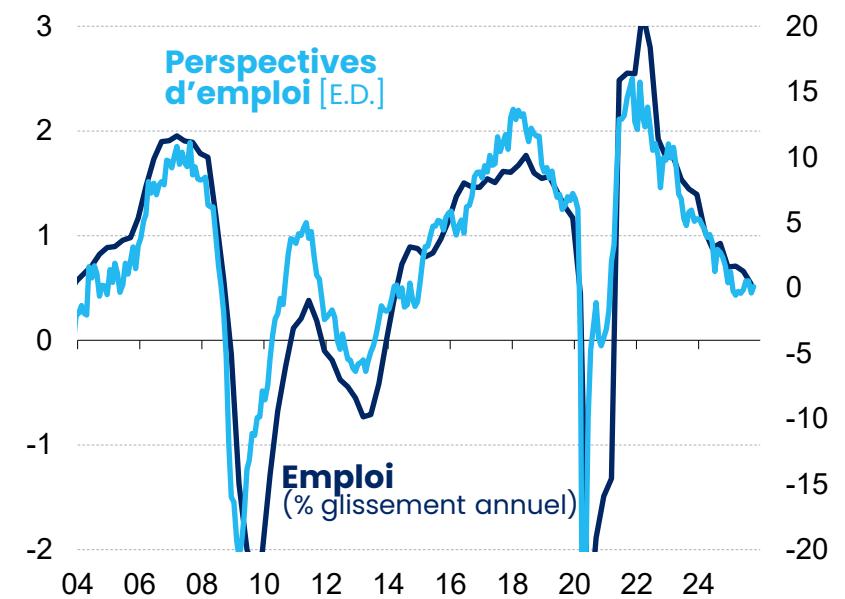


(*) dernières données : T2 2025

Sources : LSEG Datastream, Candriam

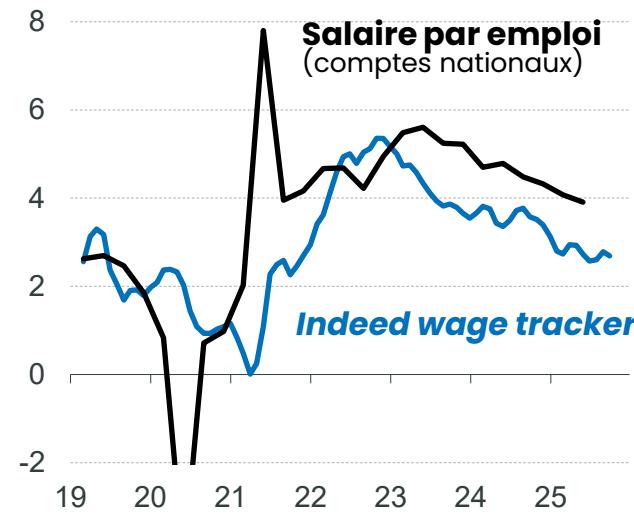
Perspectives d'emploi dans la zone euro

(enquête de la Commission européenne auprès des entreprises)



Les salaires ont décéléré...

Zone euro

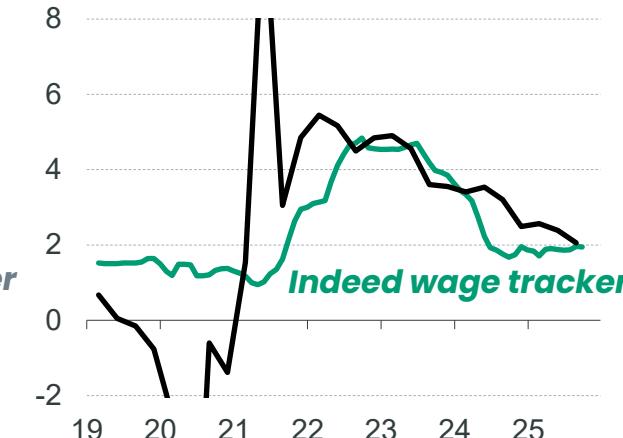


Salaire par emploi
(% glissement annuel)

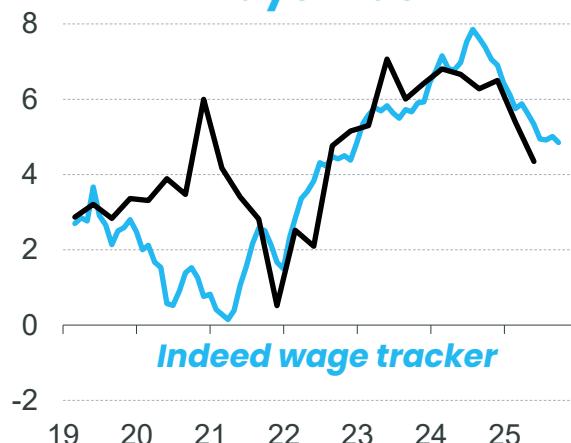
Allemagne



France



Pays-Bas

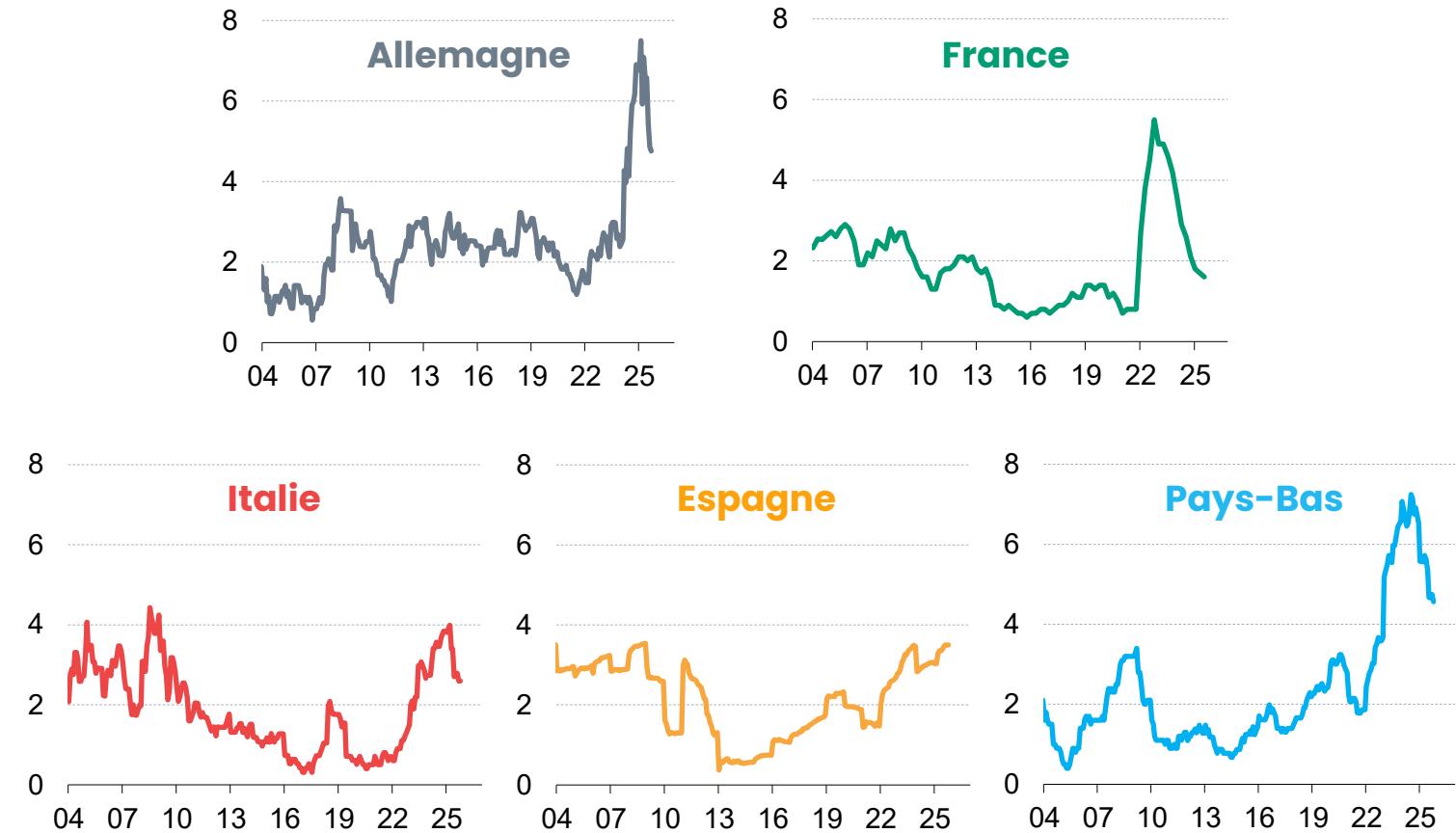


Sources : LSEG Datastream, Indeed, Candriam



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

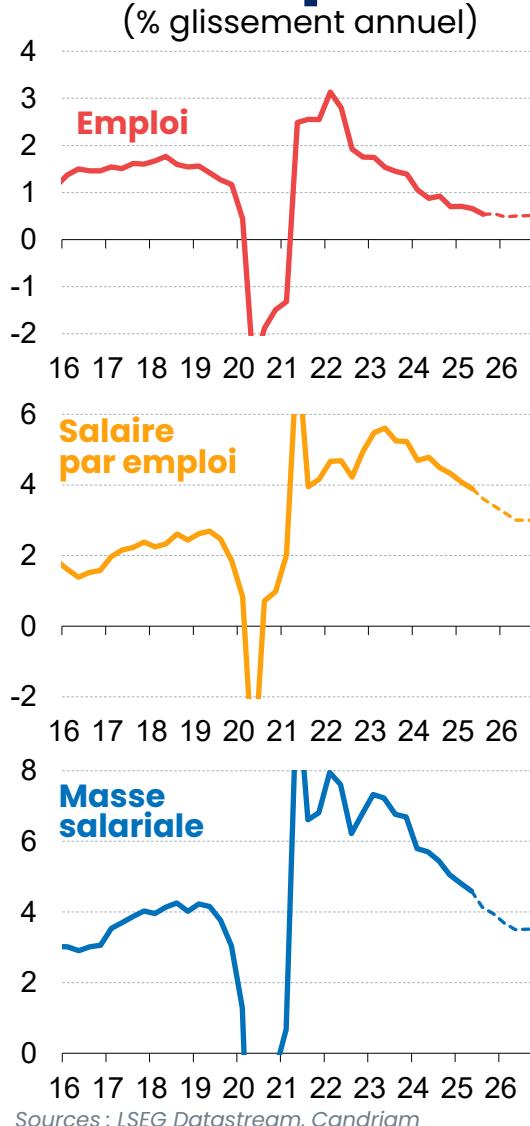
Salaires négociés
(% glissement annuel)



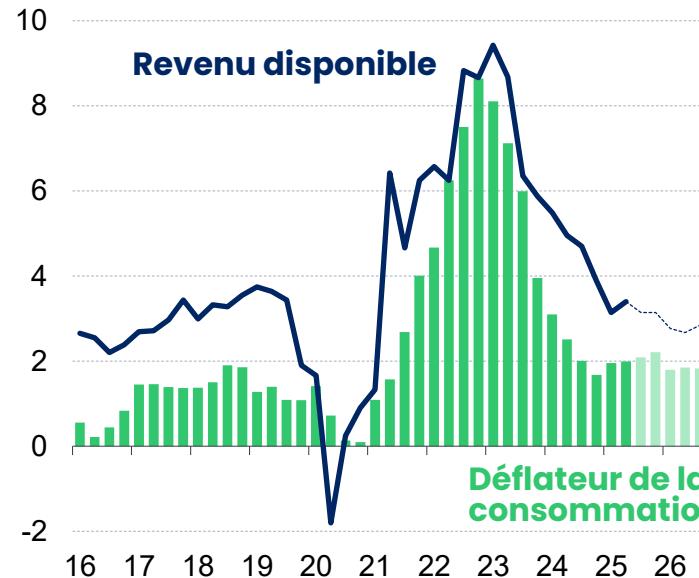
Sources : LSEG Datastream, Candriam



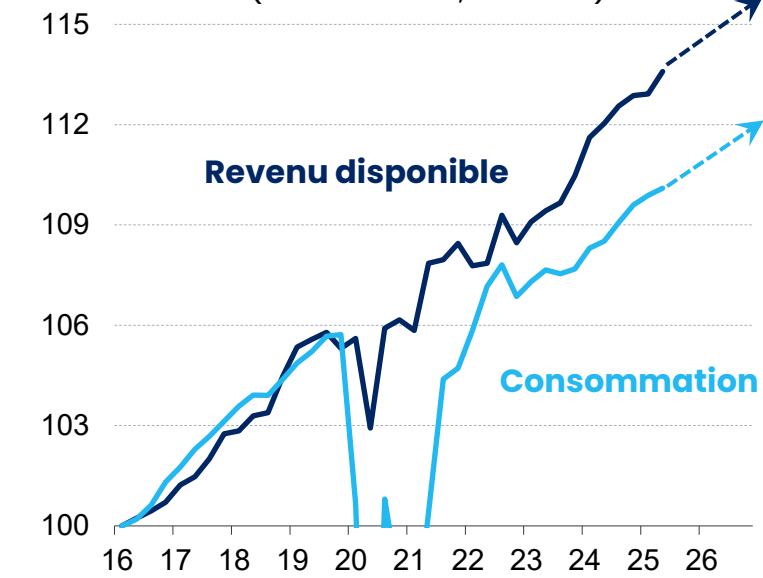
La progression modérée du revenu en termes réels devrait toutefois permettre à la consommation de croître à 1%



Revenu disponible et inflation
(% glissement annuel)

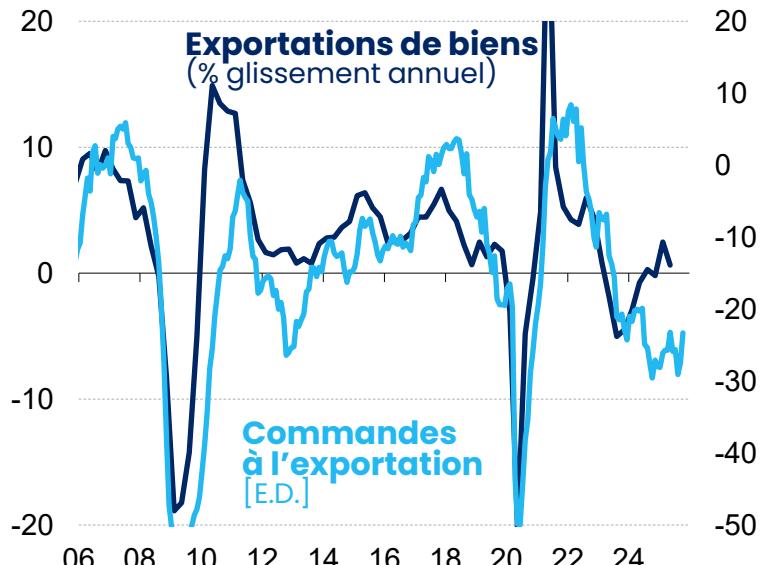


Revenu disponible et consommation
(T1 2016 = 100, volume)

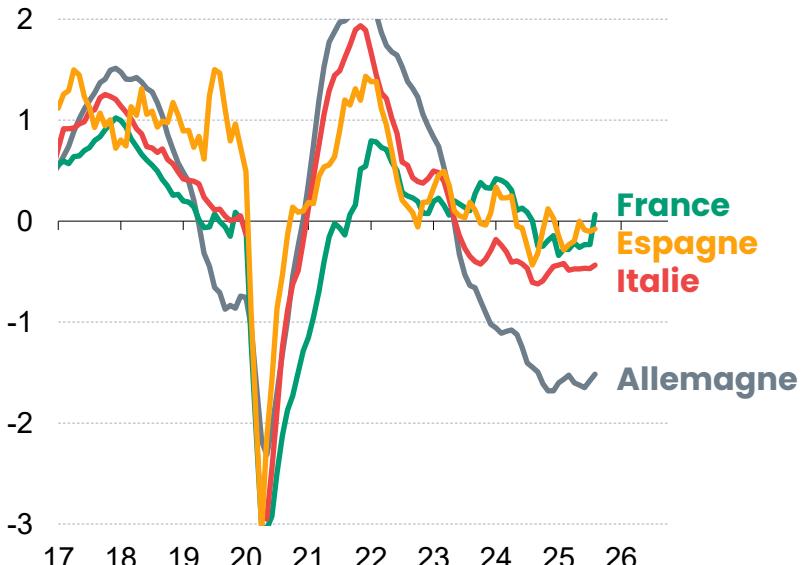


Le commerce extérieur ne va guère soutenir l'activité

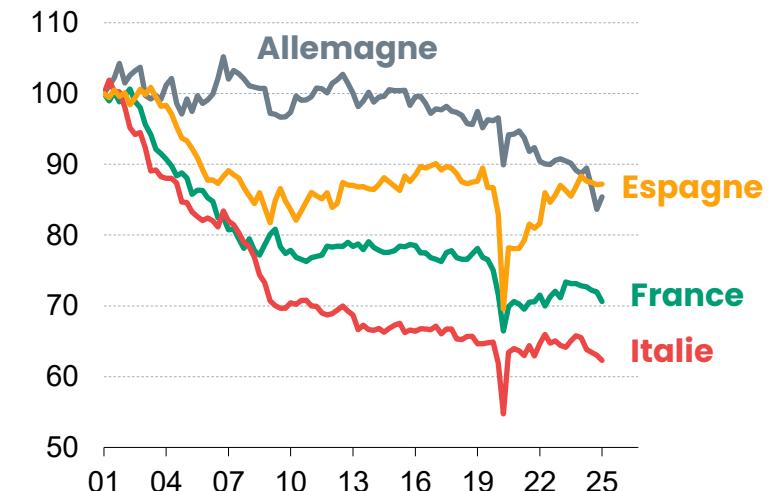
Exportations de biens et commandes à l'exportation



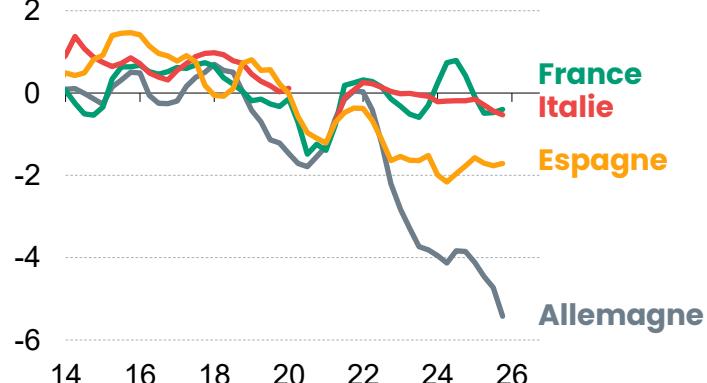
Commandes à l'exportation (enquête de la CE, Z-scores)



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



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

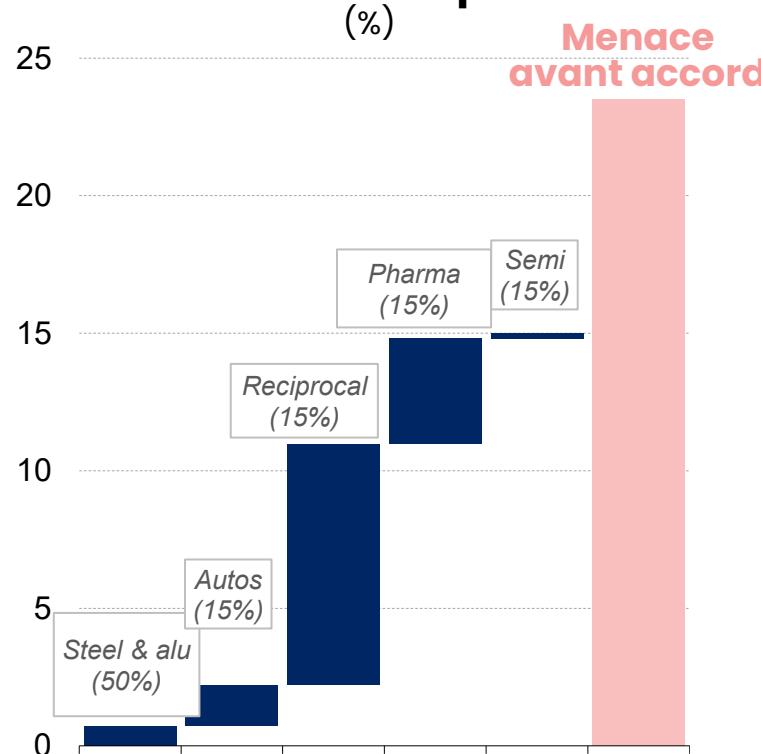


Sources : LSEG Datastream, Candriam



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

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



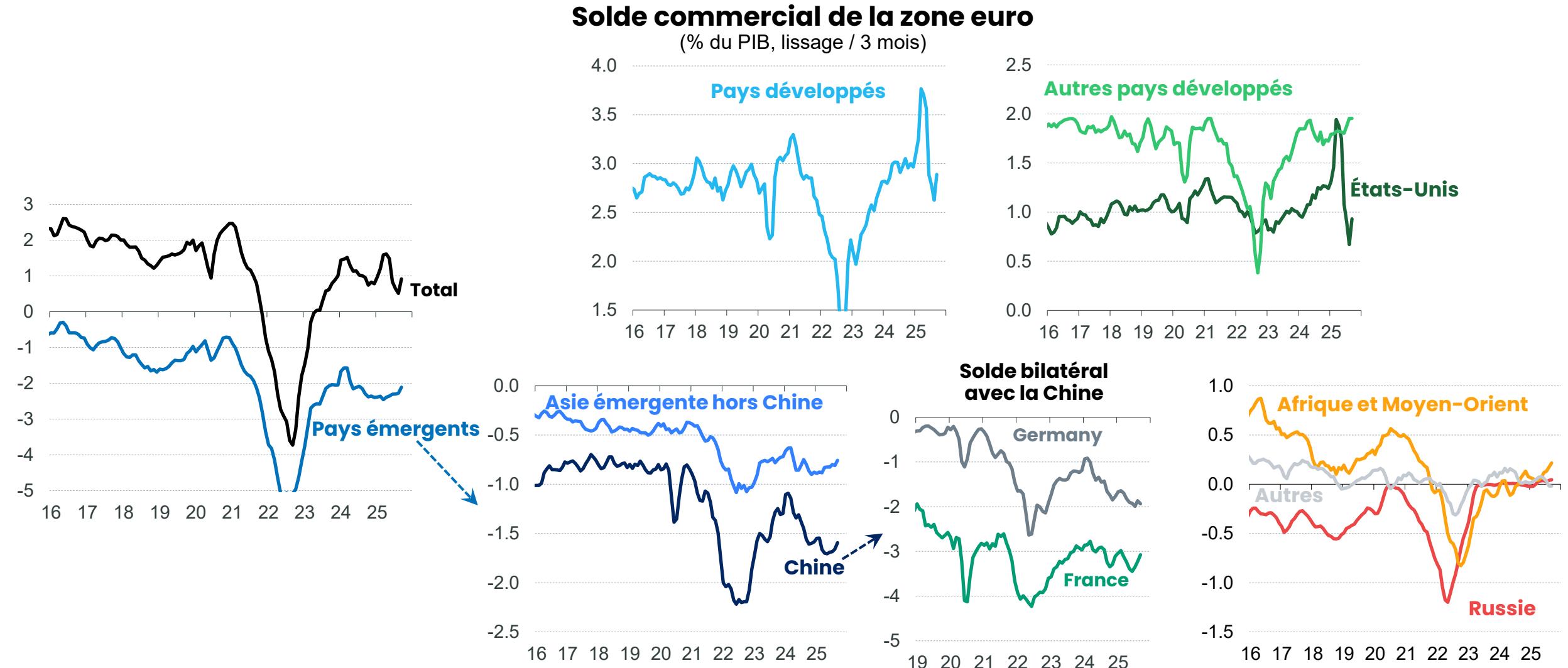
Effet sur le PIB de la zone euro d'une hausse
de 15% des droits de douane américains



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 !



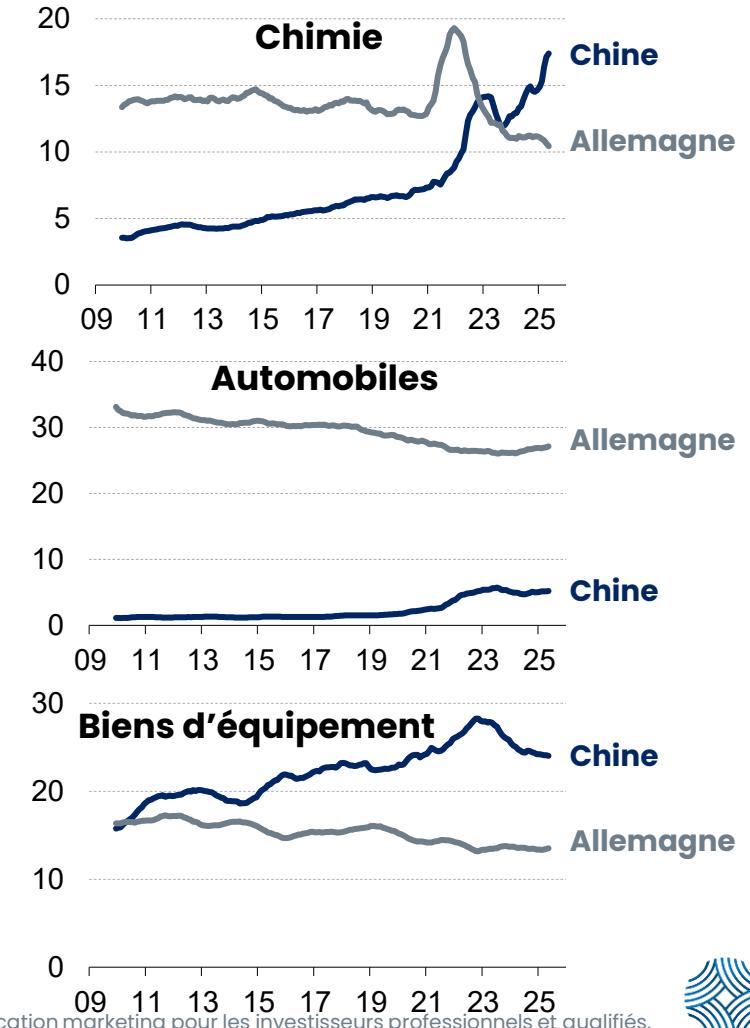
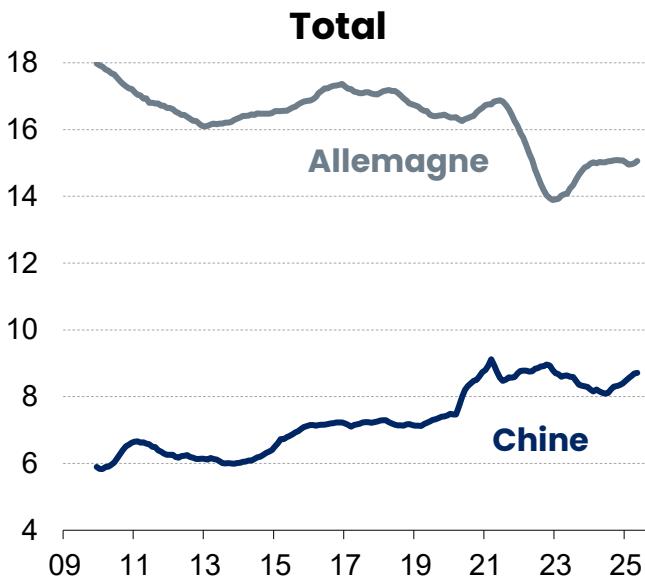
Sources : LSEG Datastream, Eurostat, Candriam



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 (%)

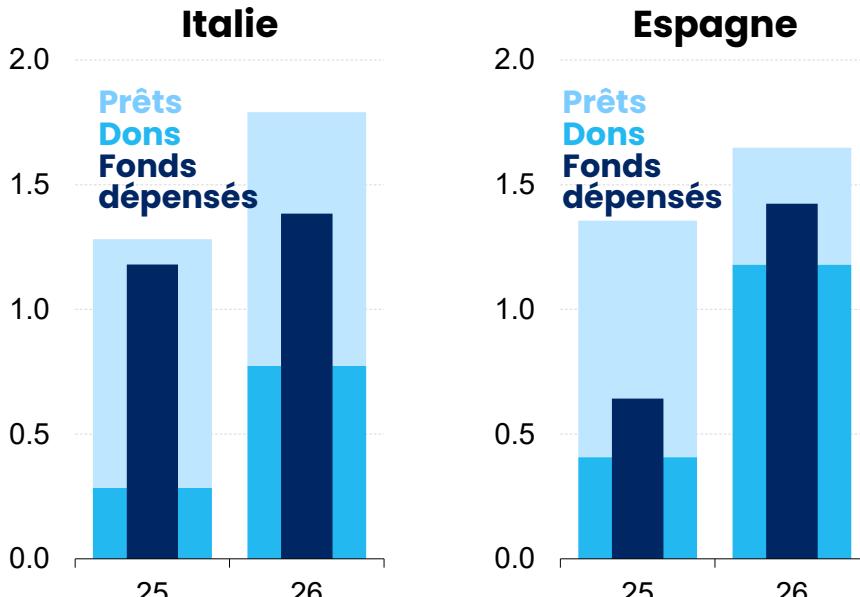


Sources : Eurostat, Candriam

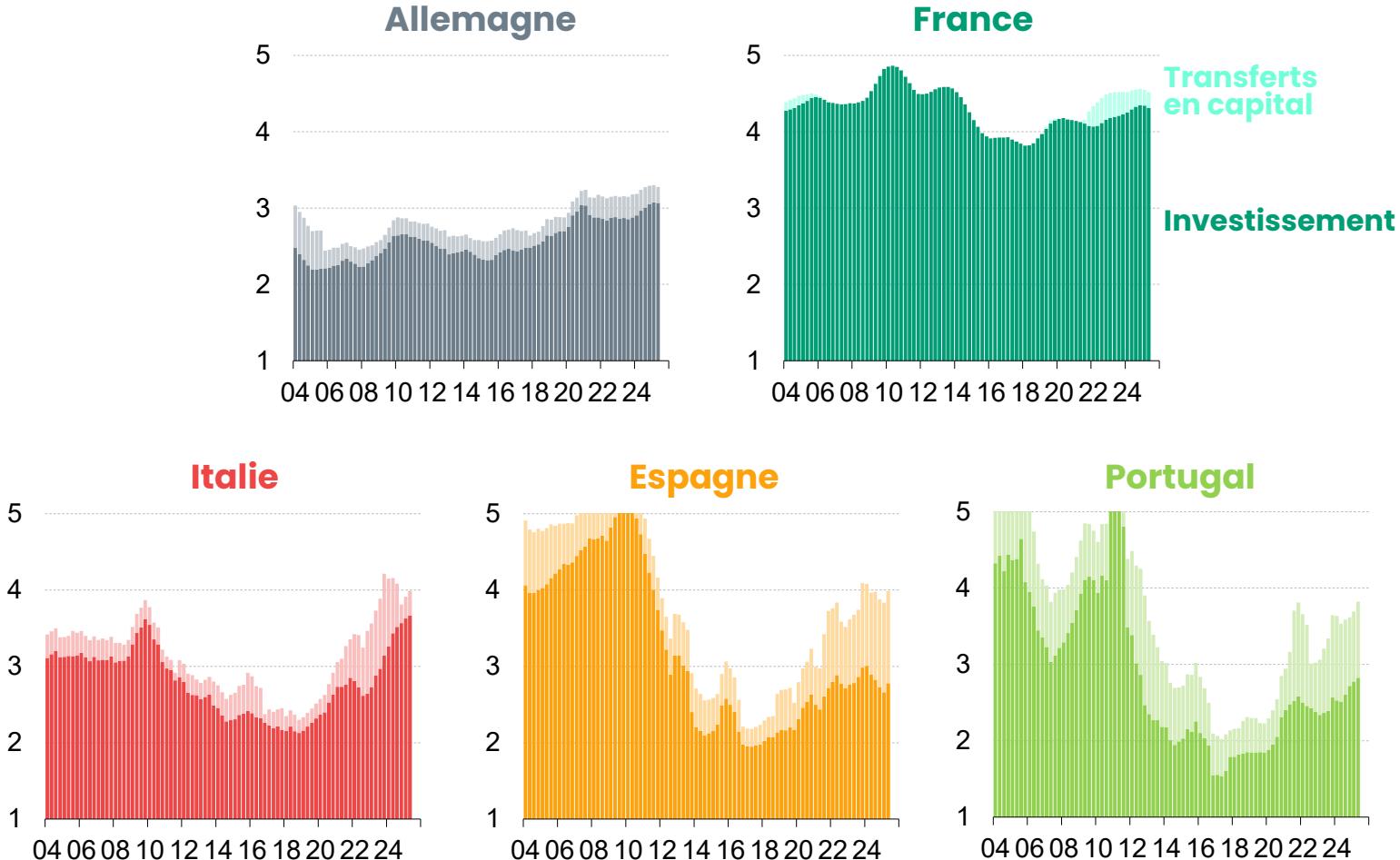


La Facilité pour la Reprise et la Résilience permettra toutefois de compenser en partie le choc extérieur en 2026

Facilité pour la Reprise et la Résilience (FRR) (% du PIB de 2024 du pays ou de la région)



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

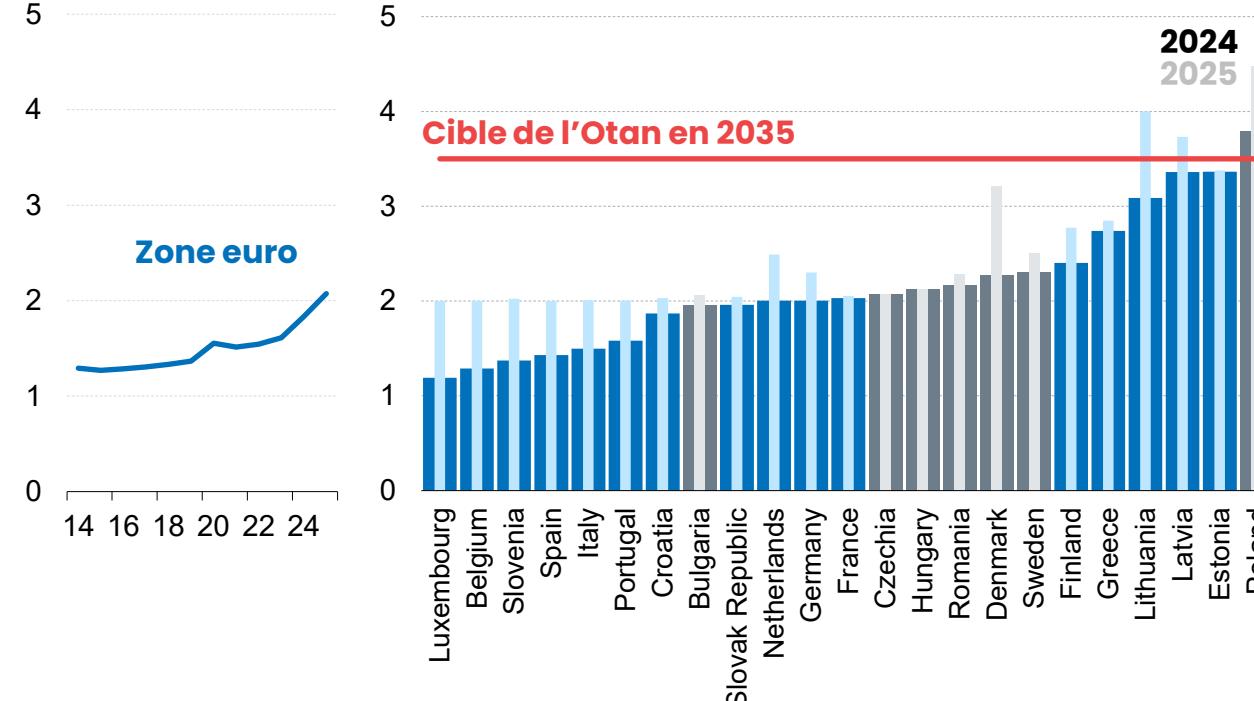


Sources : Goldman Sachs, Eurostat, Candriam



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

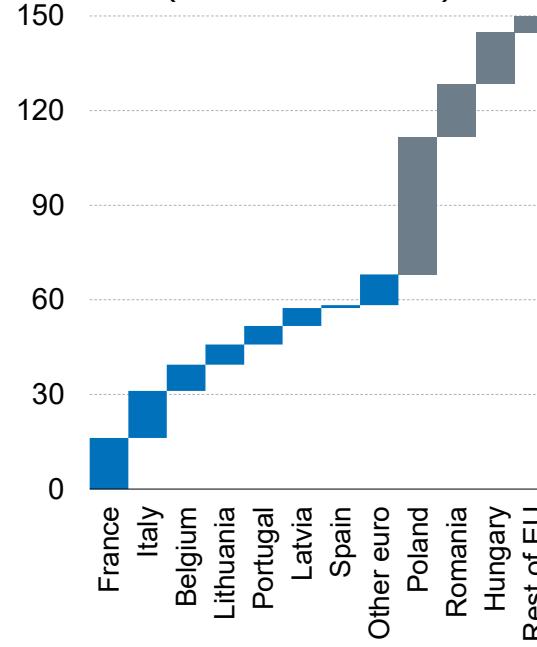
Dépenses de défense
(% du PIB)
Par pays



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.

Sources : Commission européenne, NATO, Candriam

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.**"

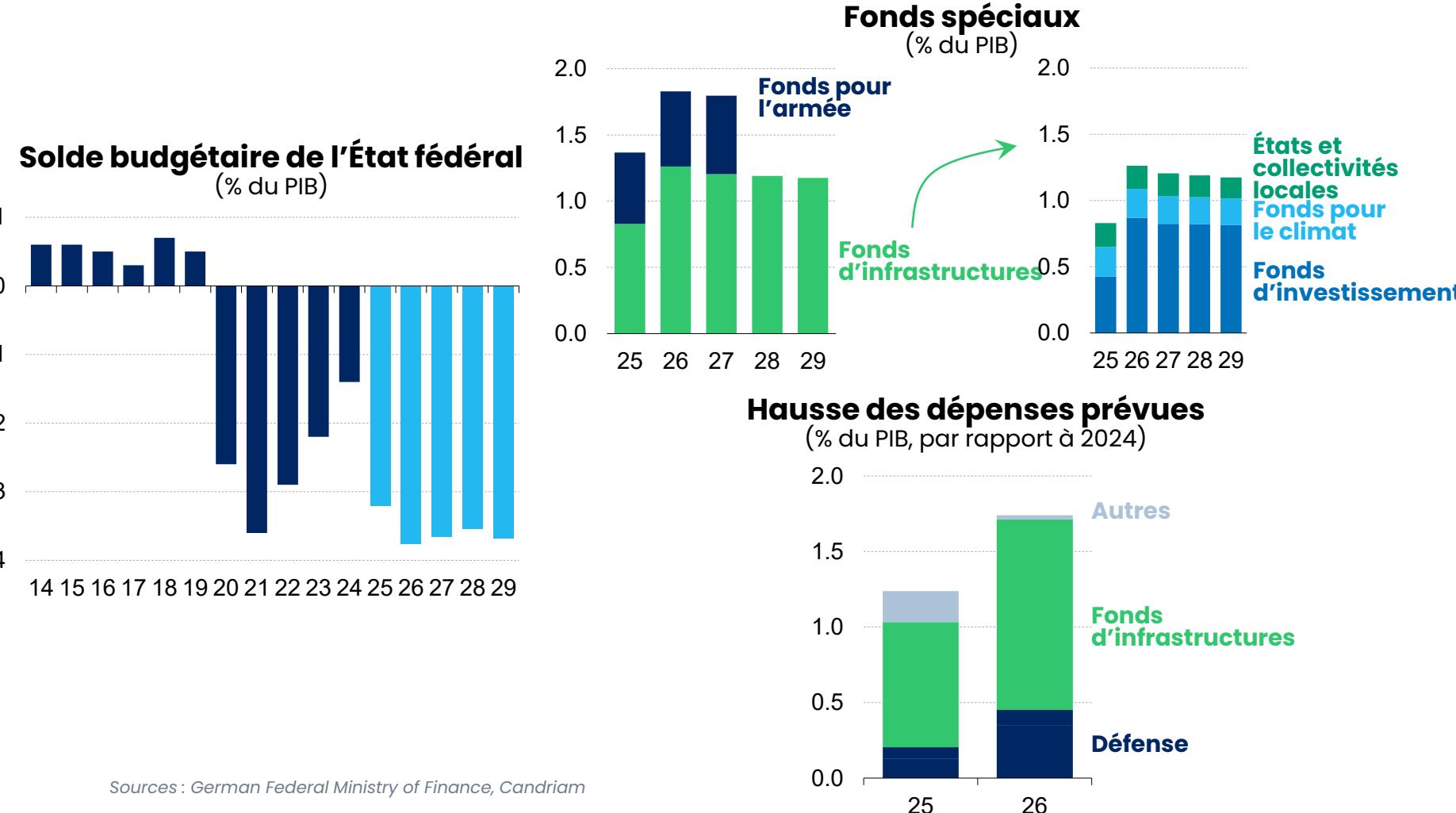
J. Nagel, 4 novembre 2025

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.

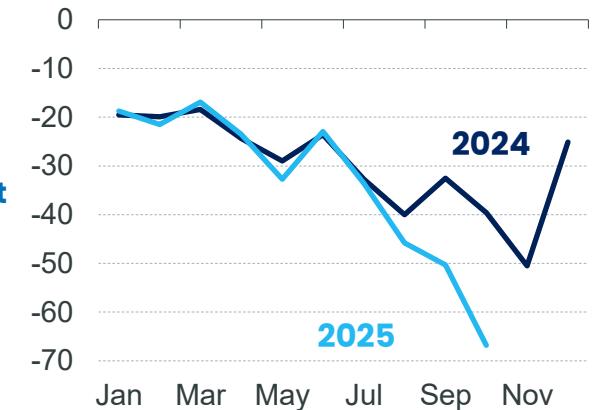


Le plan allemand devrait également soutenir l'activité... mais probablement pas aussi rapidement qu'espéré

Budget fédéral de l'Allemagne



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

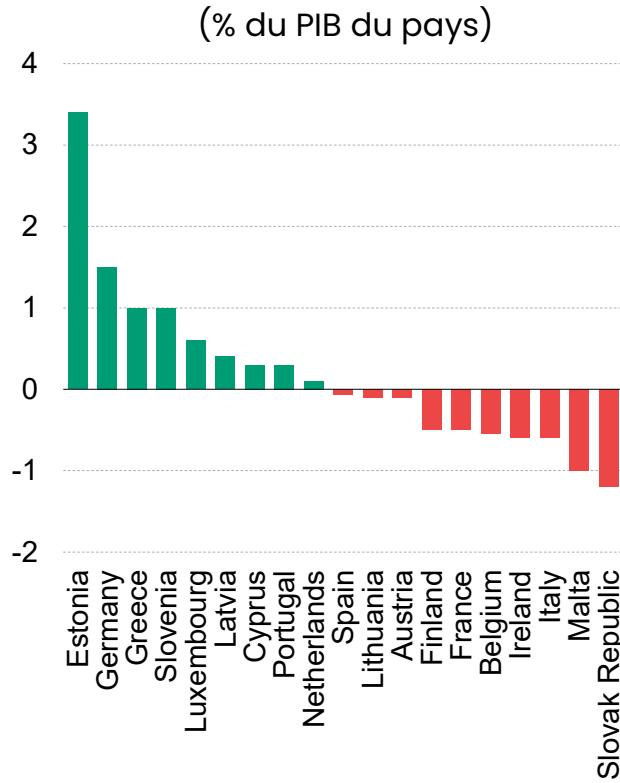


Le déficit fédéral allemand s'est creusé en septembre et octobre, mais cela s'explique principalement par des transactions financières plutôt que par une hausse des dépenses d'infrastructures ou de défense.

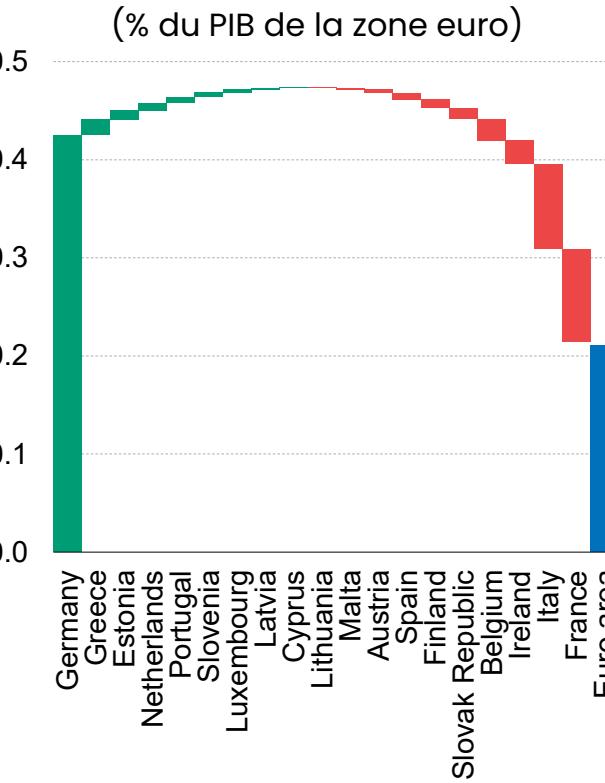


Malgré le plan allemand, la politique budgétaire ne devrait pas beaucoup soutenir l'activité de la zone euro

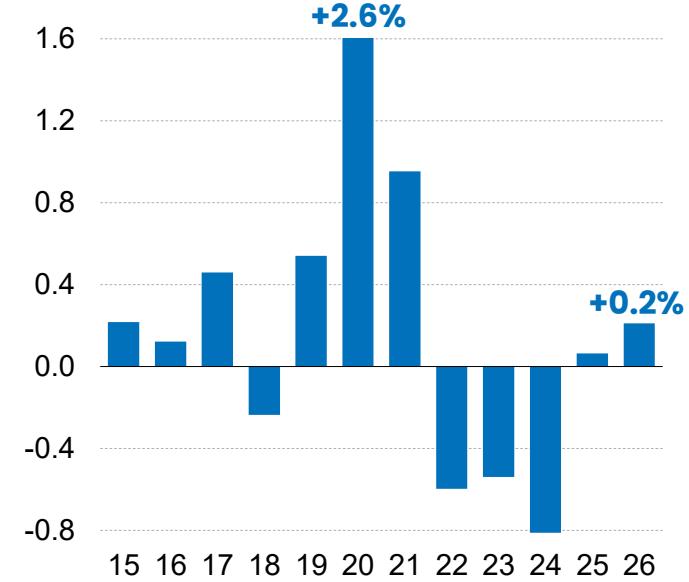
Impulsion budgétaire en 2026



(% du PIB de la zone euro)



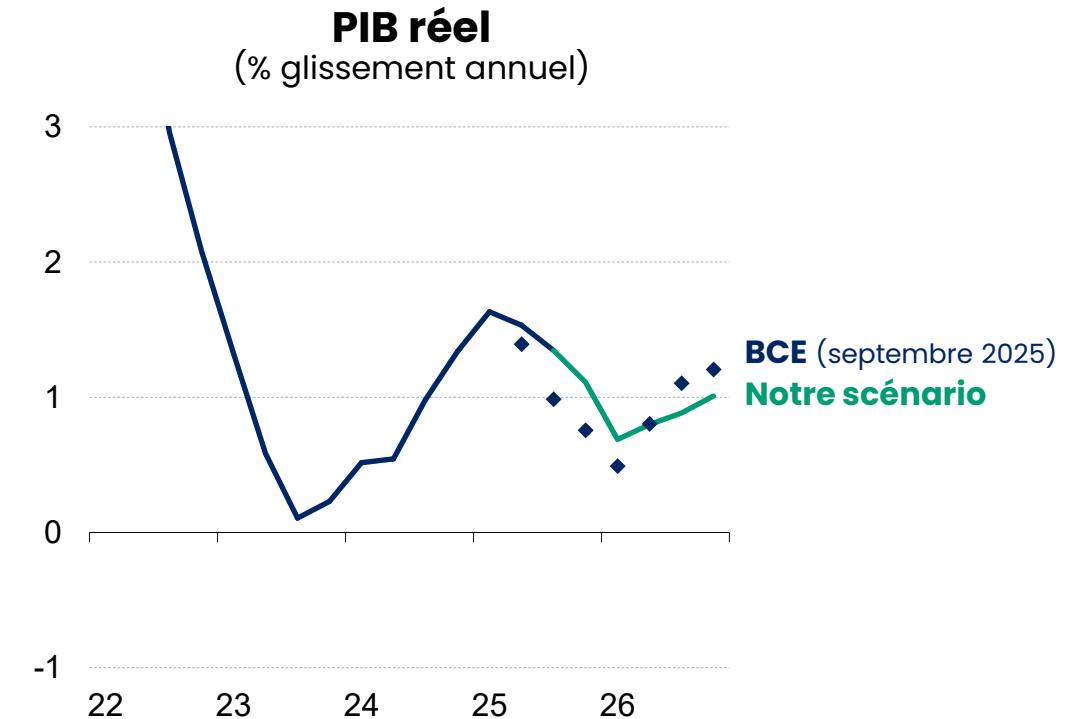
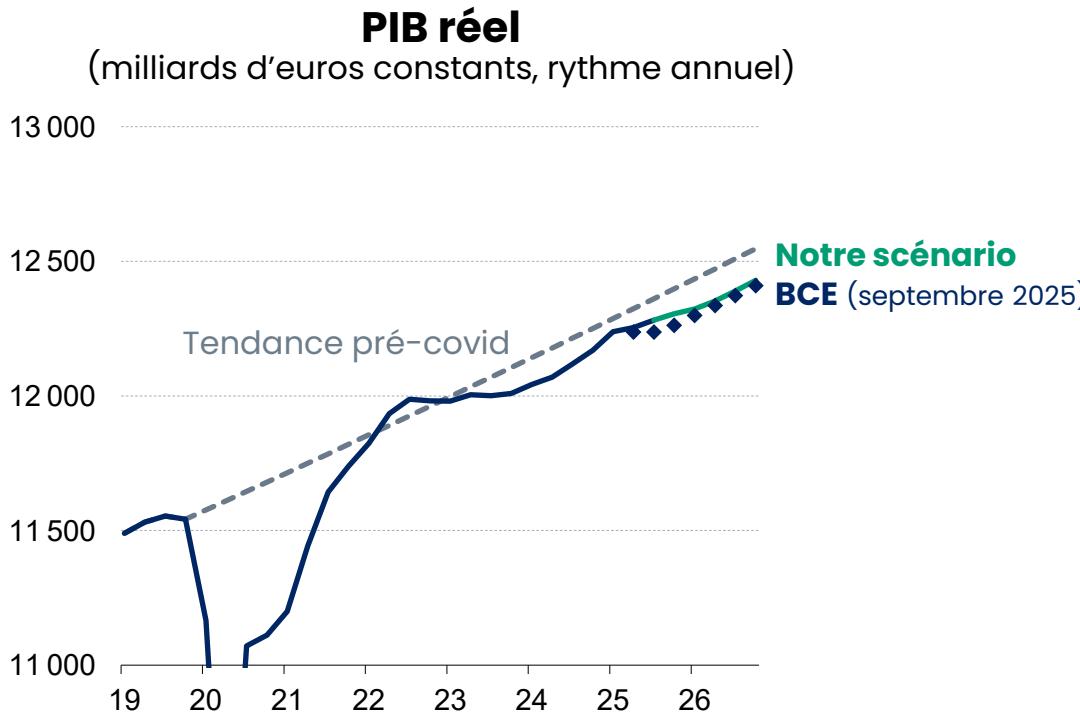
Impulsion budgétaire pour la zone euro (% du PIB)



Sources : Commission européenne, Candriam



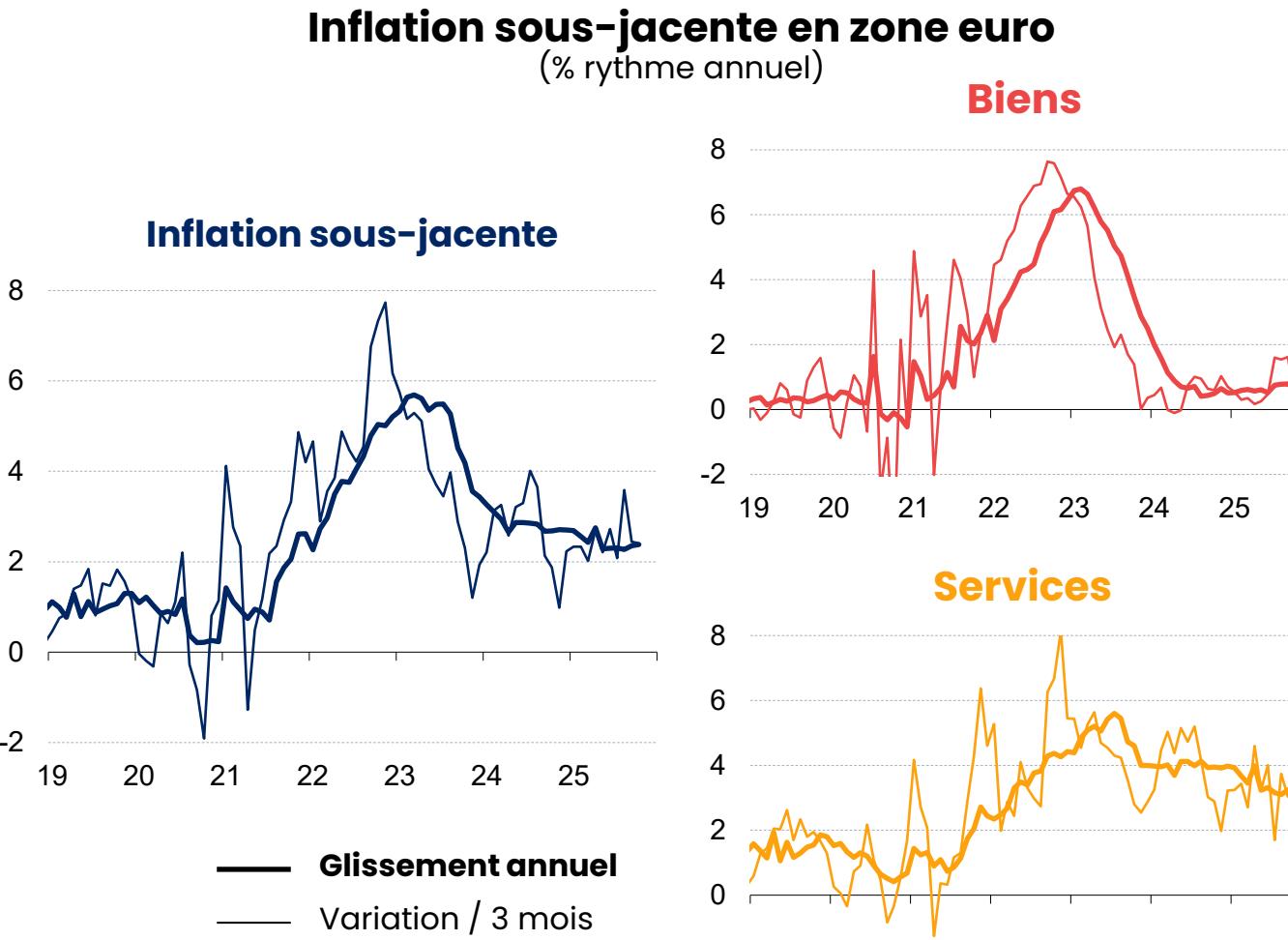
Après un ralentissement, la croissance réaccélérerait un peu en 2026



Sources : LSEG Datastream, BCE, Candriam



Les pressions inflationnistes se sont nettement atténuées

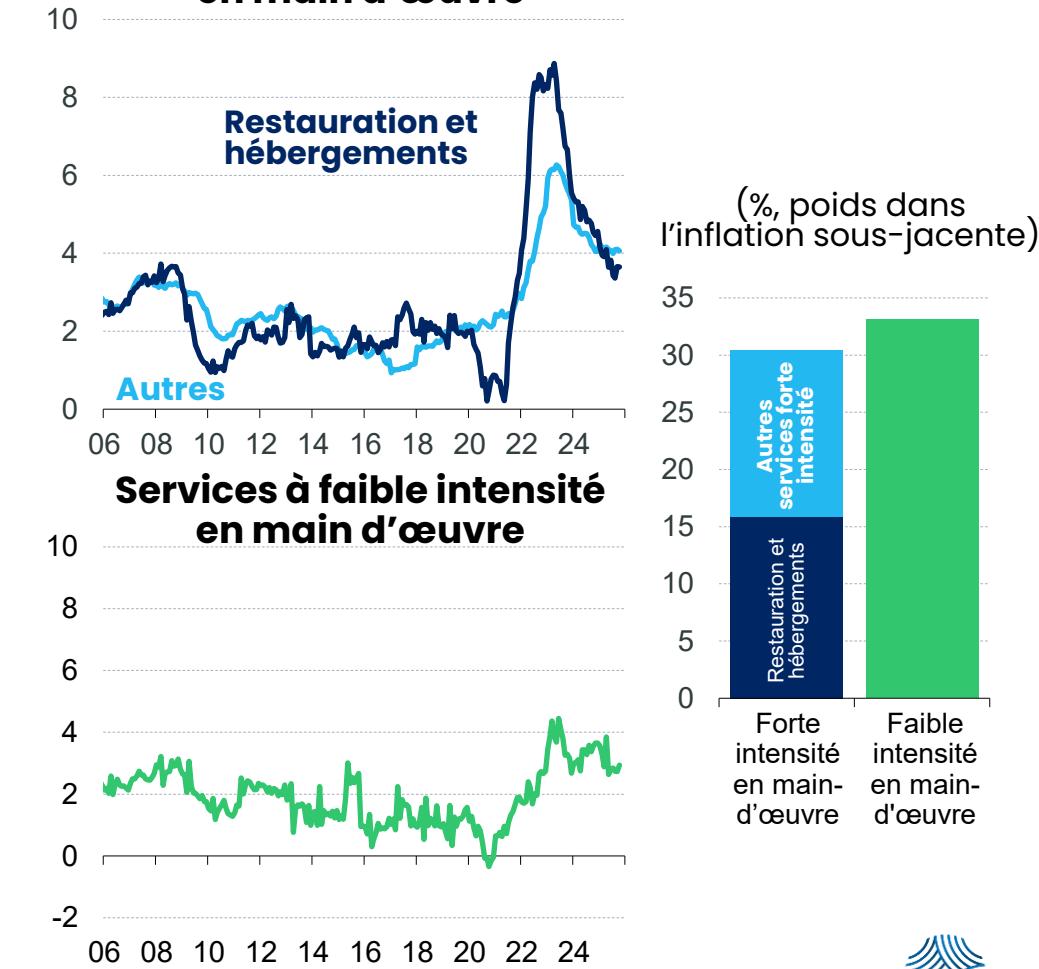


Sources : Eurostat, LSEG Datastream, Candriam

Inflation sous-jacente dans les services

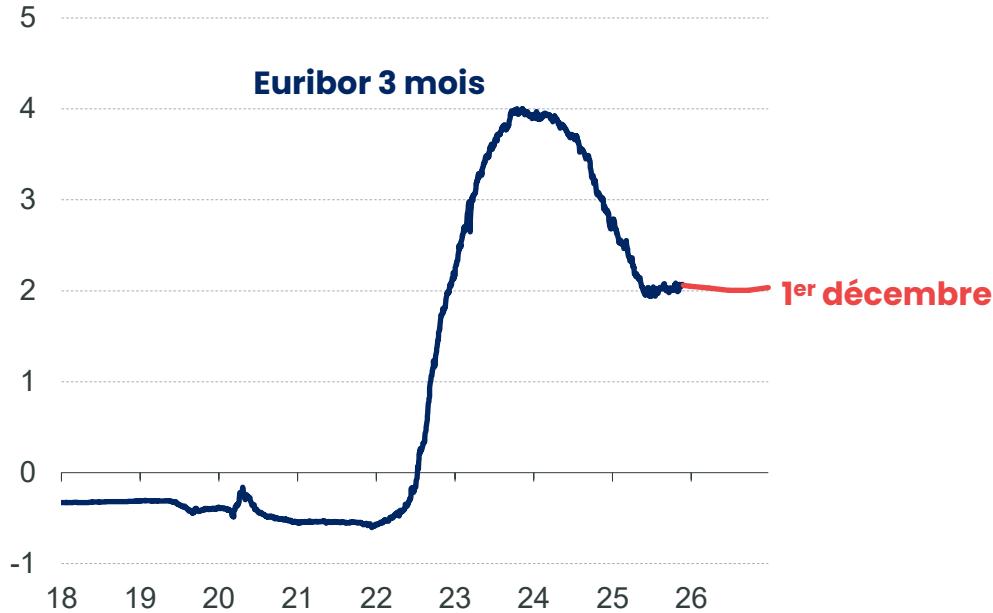
(% glissement annuel)

Services à forte intensité en main d'œuvre

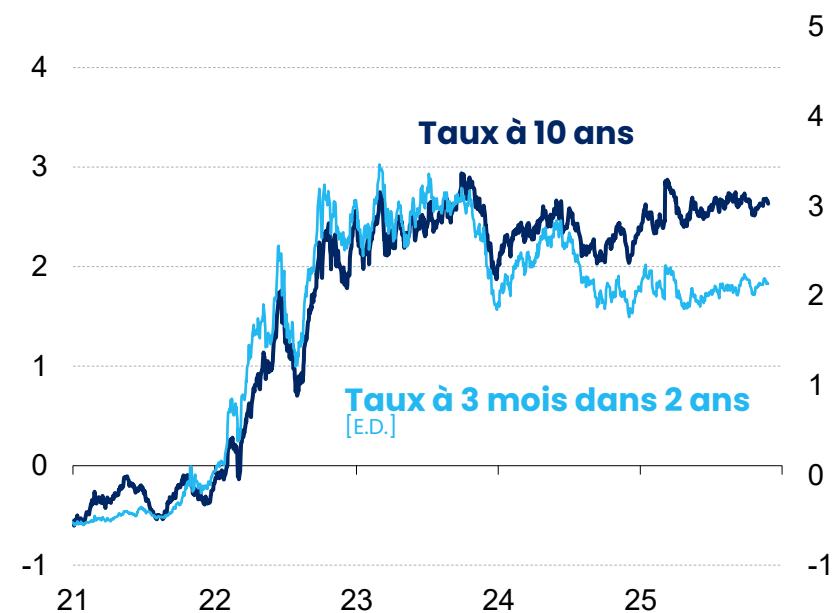


La normalisation de la politique monétaire est arrivée à son terme

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



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

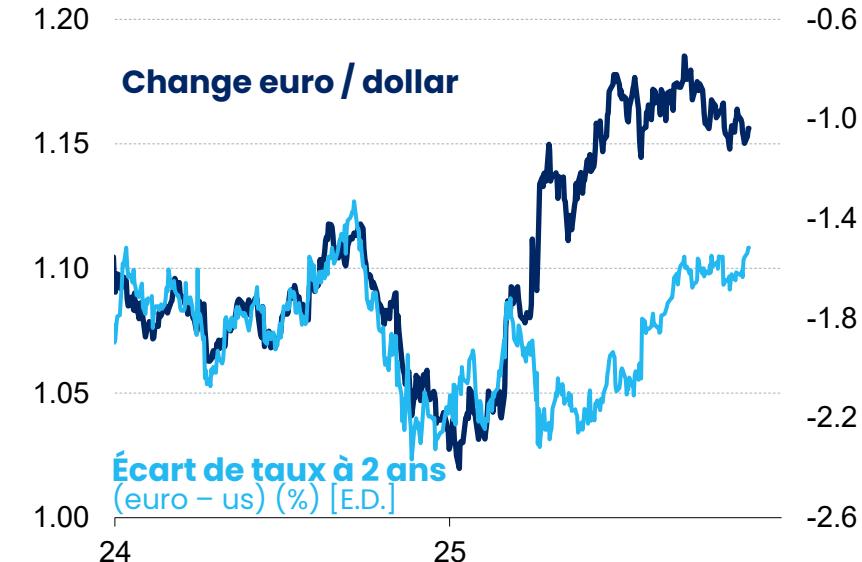


Sources : LSEG Datastream, Candriam

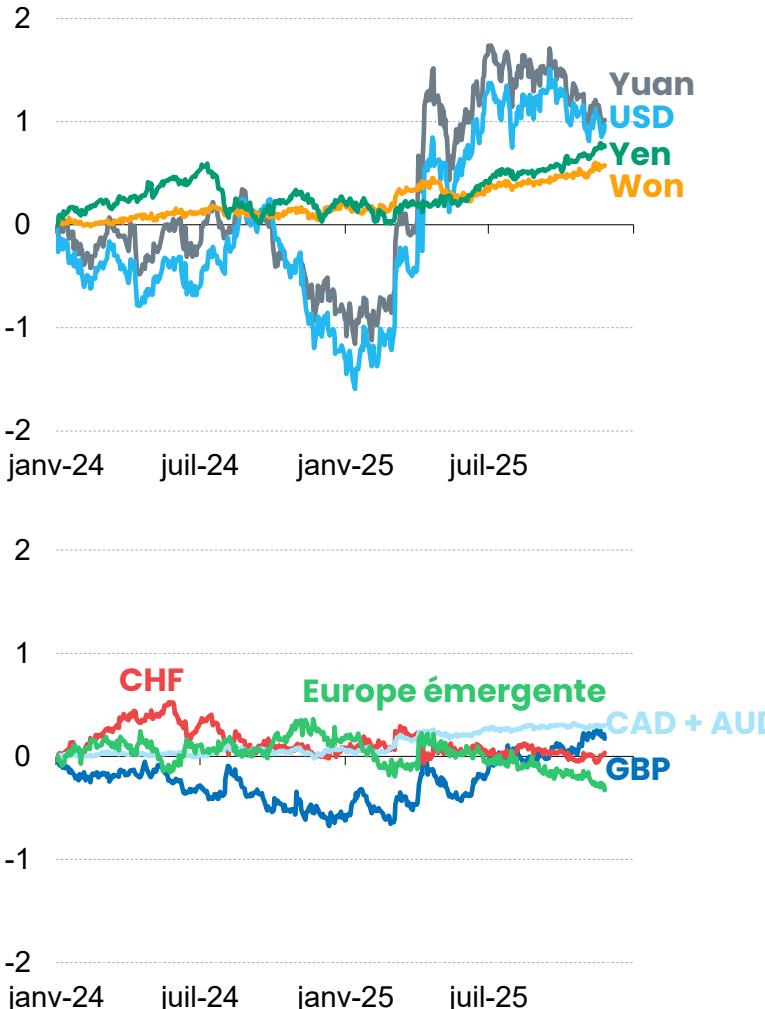


Memo. Taux de change de l'euro

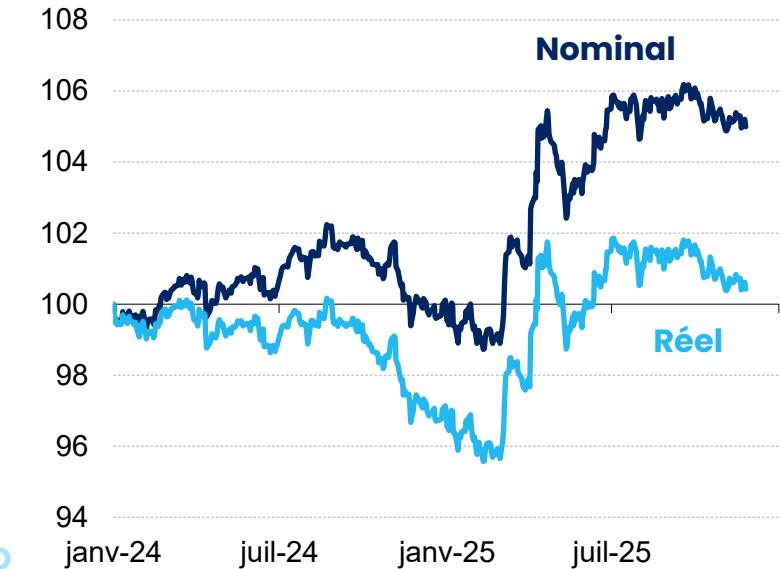
Écarts de taux anticipés et change de l'euro / dollar



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



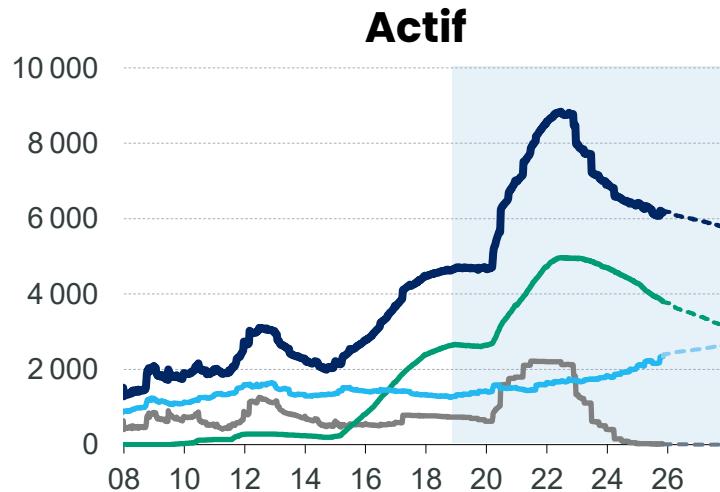
Taux de change effectif (zone euro, janvier 2024 = 100)



Sources : LSEG Datastream, Candriam

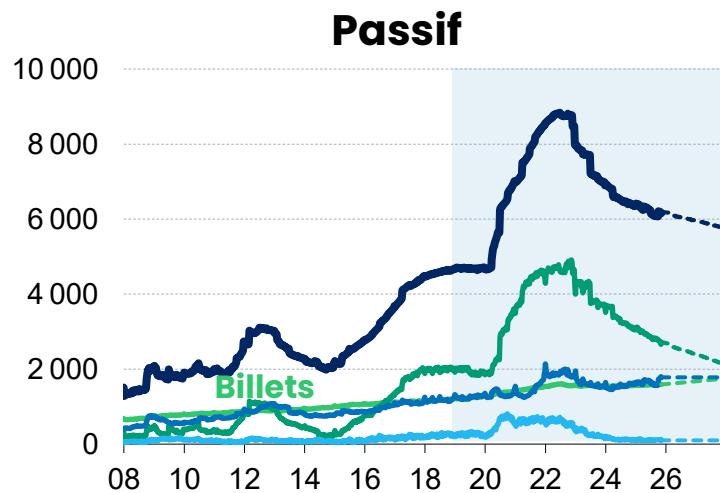


Memo. Bilan de la BCE

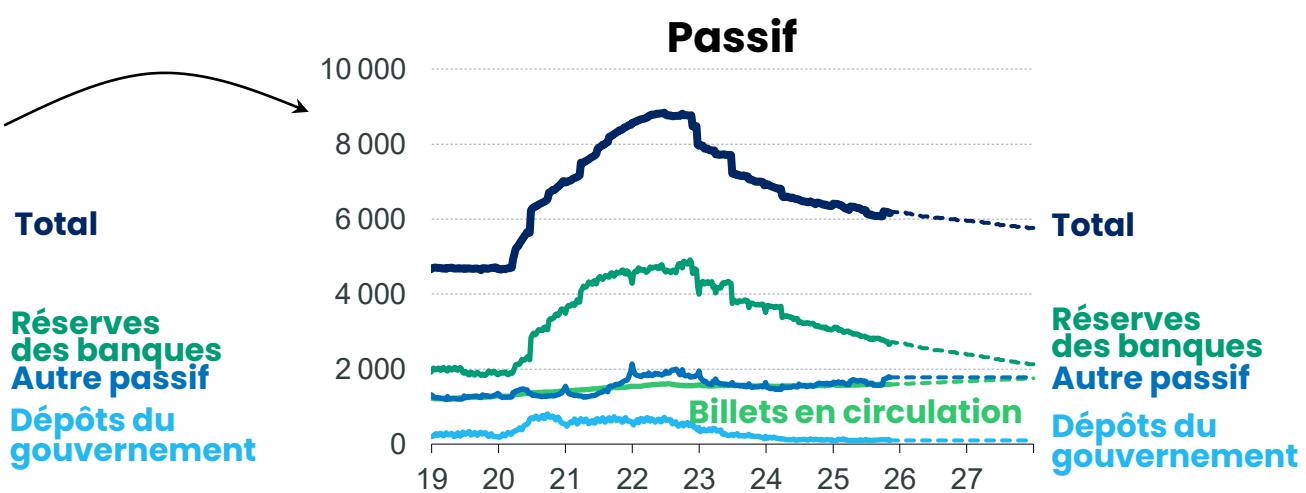
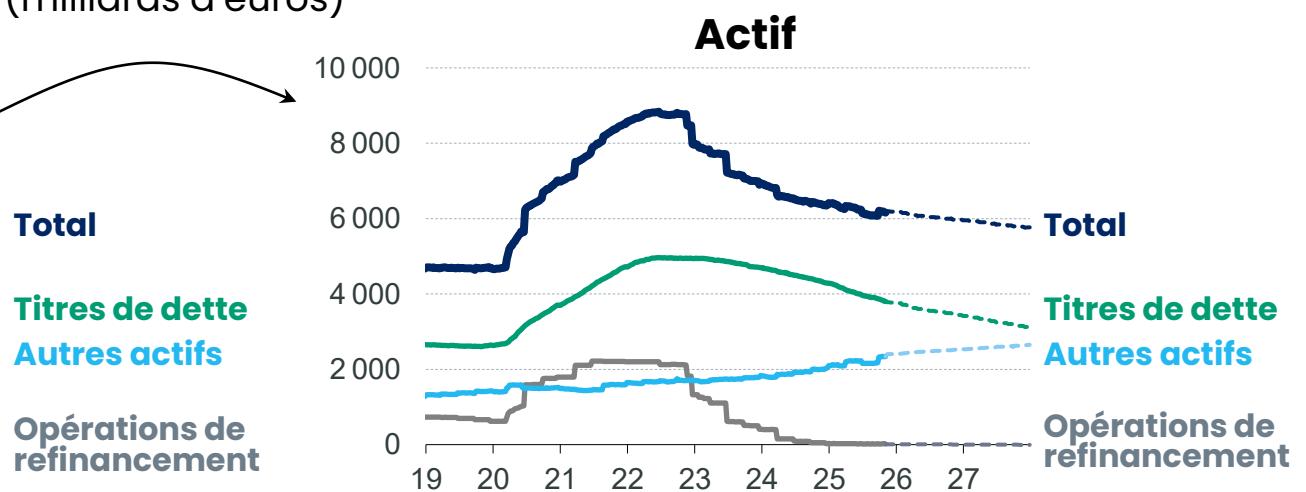


Bilan de la BCE
(milliards d'euros)

Total
Titres de dette
Autres actifs
Opérations de refinancement



Total
Réserves des banques
Autre passif
Dépôts du gouvernement



Total
Réserves des banques
Autre passif
Billets en circulation
Dépôts du gouvernement

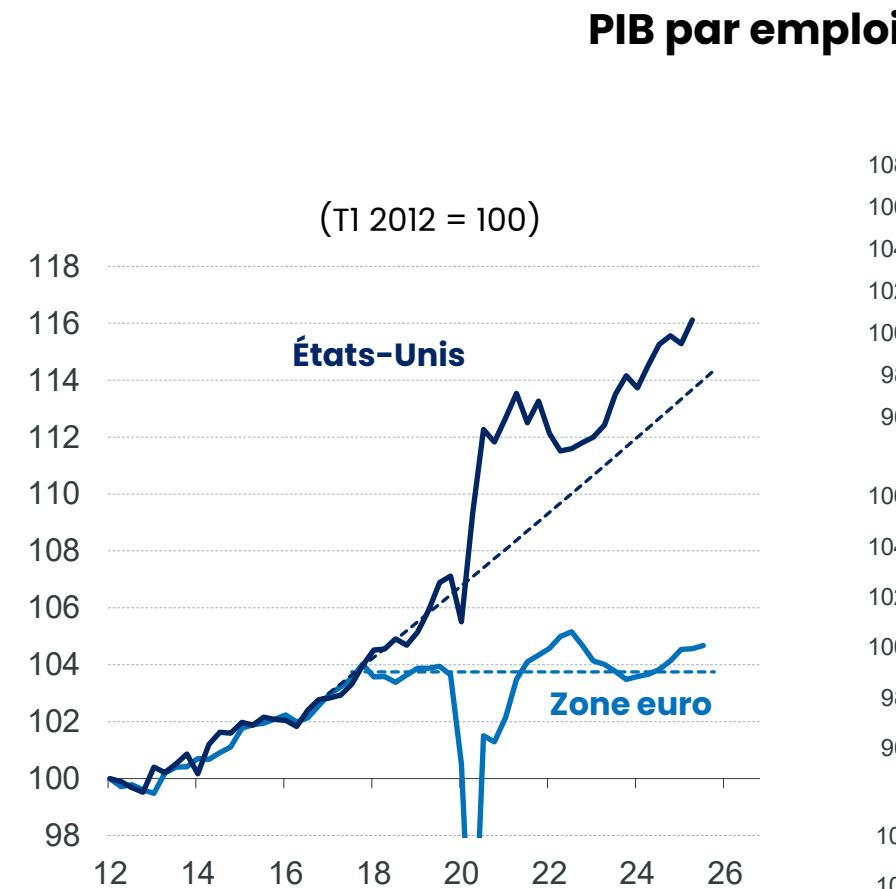




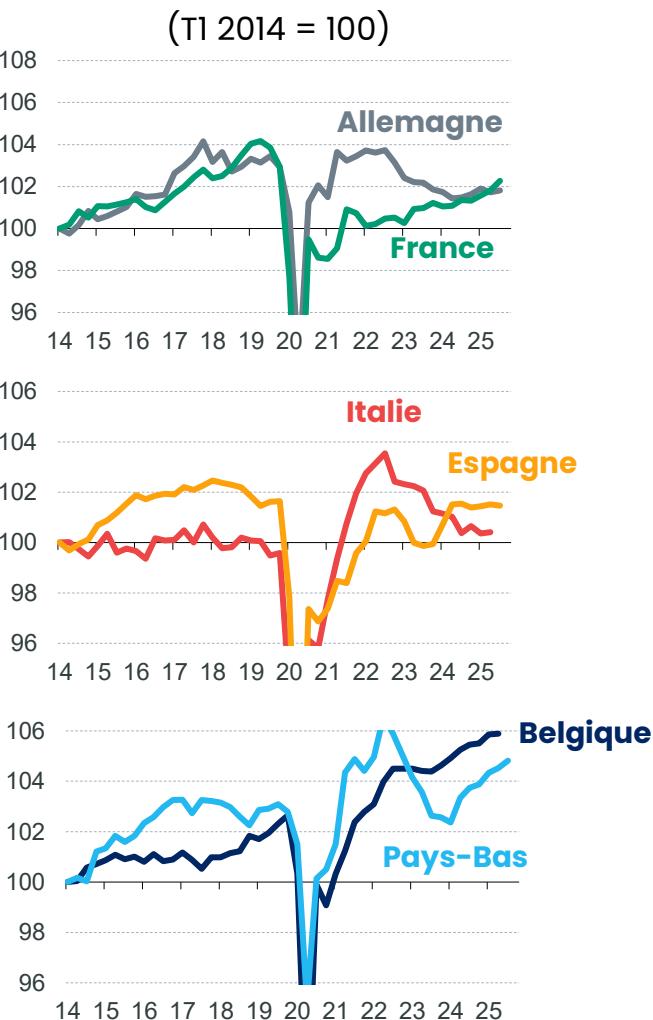
Focus. L'Europe accumule du retard...



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

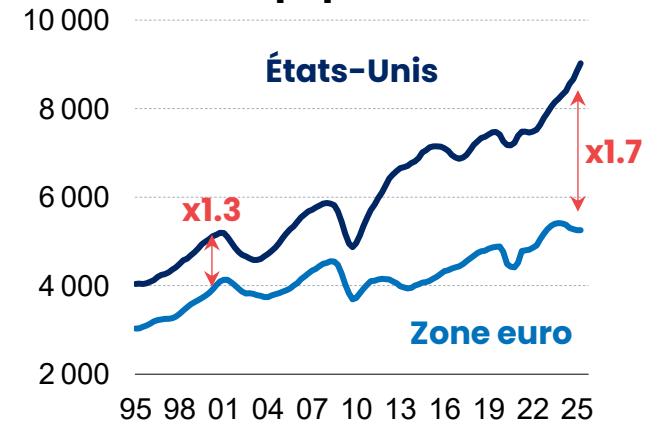


Sources : LSEG Datastream, Eurostat, Candriam

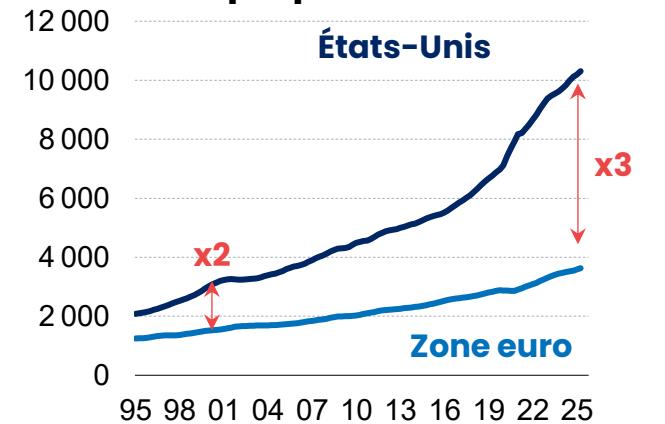


Investissement par emploi (volume, en euros, 1€ = 1.2\$)

Équipement

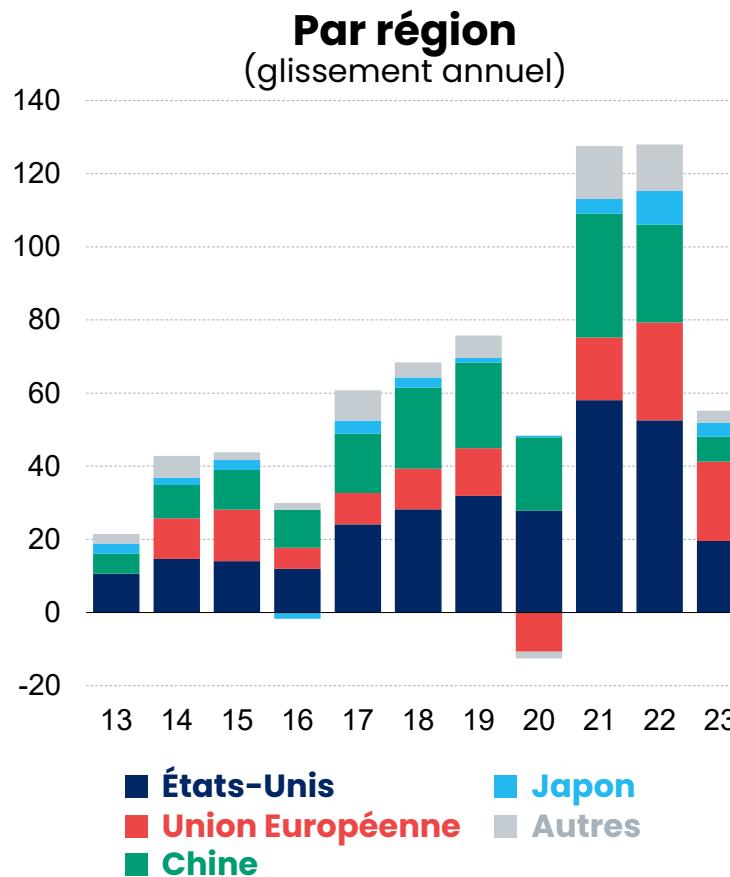


Droits de propriété intellectuelle

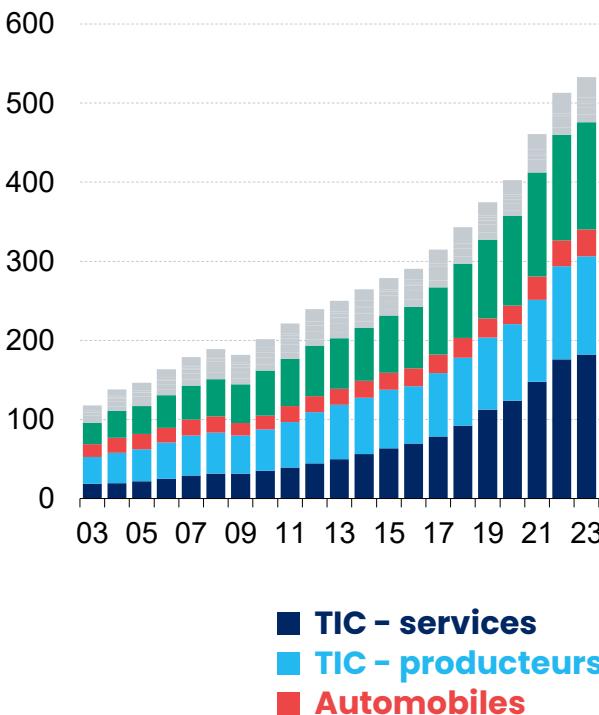


L'effort d'investissement est nettement plus modeste en Europe... surtout dans les nouvelles technologies

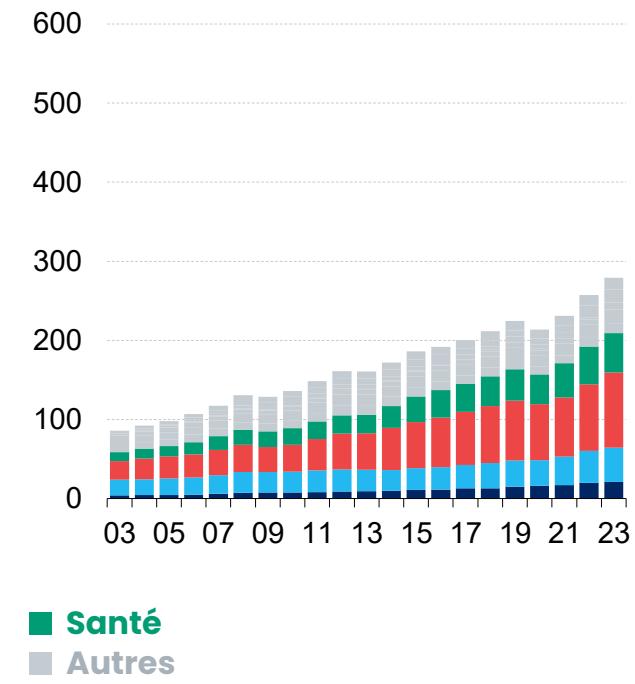
Investissement en recherche et développement (milliards d'euros de 2023, enquête de la CE auprès des 2 000 plus grands investisseurs en R&D)



États-Unis



Union Européenne

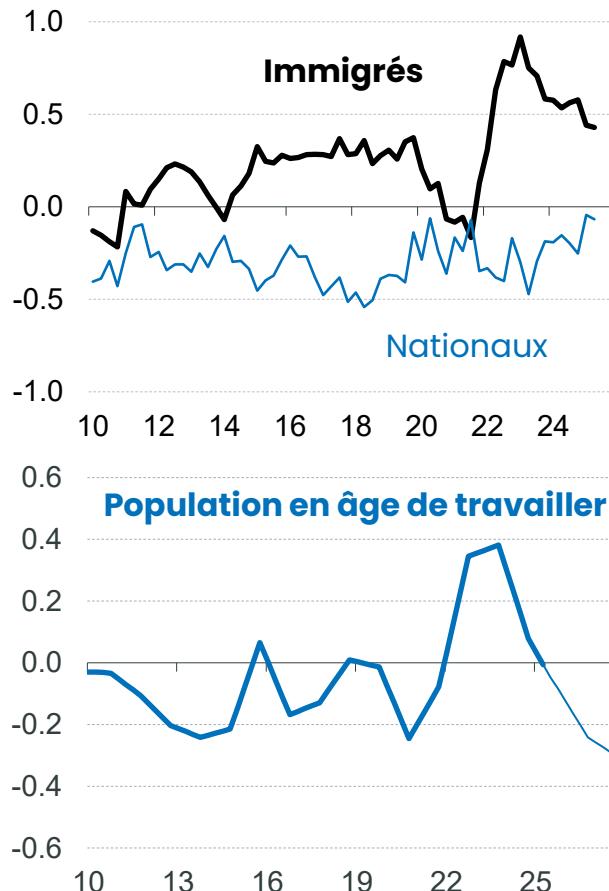


Sources : Commission européenne, Candriam

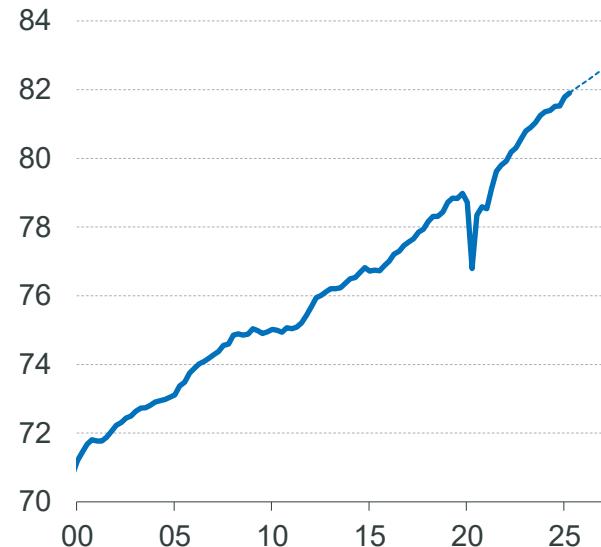


La population active devrait au mieux croître de 0,5% l'an

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



Taux de participation (%, 15-64 ans)



Population active (% glissement annuel)



Sources : LSEG Datastream, Eusotat, Candriam

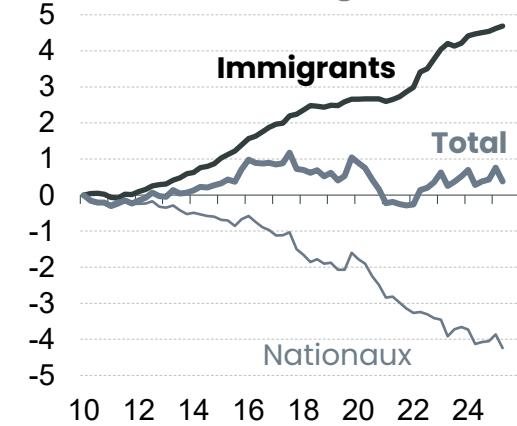


Memo. Population en âge de travailler et taux de participation dans quelques pays de la zone euro

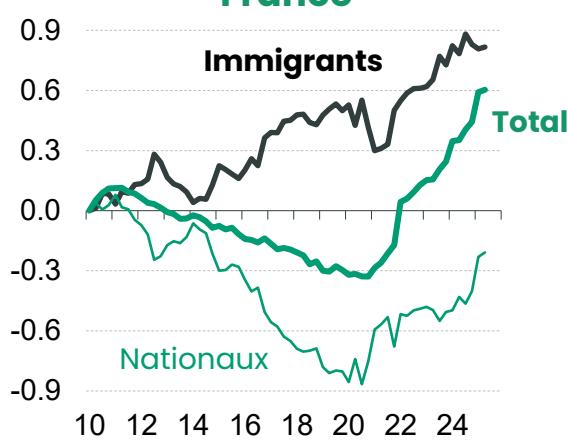
Population en âge de travailler

(variation cumulée depuis 2010, en millions de personnes)

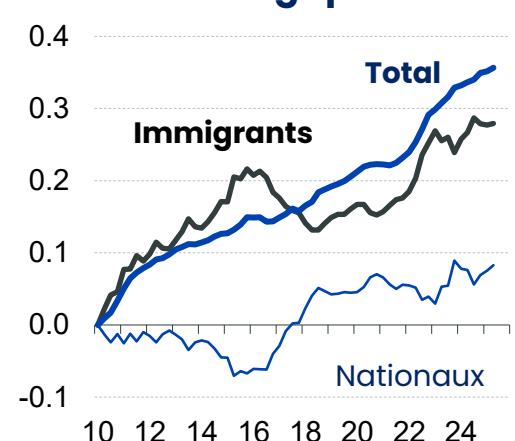
Allemagne



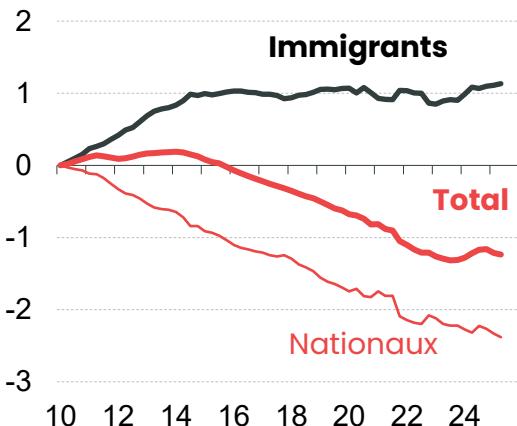
France



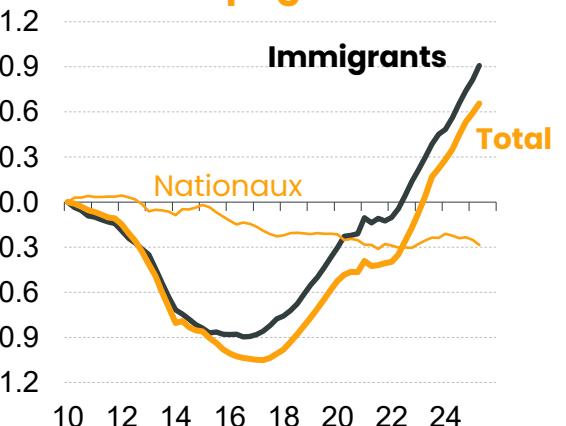
Belgique



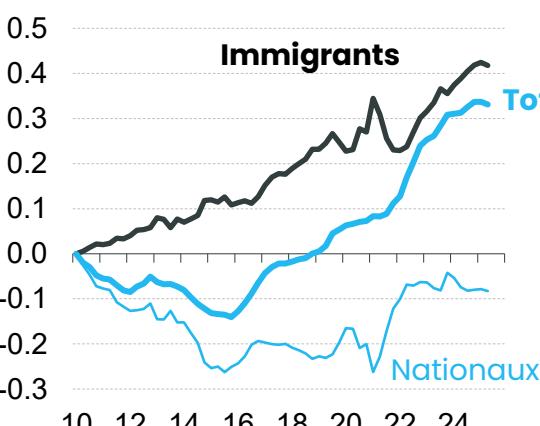
Italie



Espagne



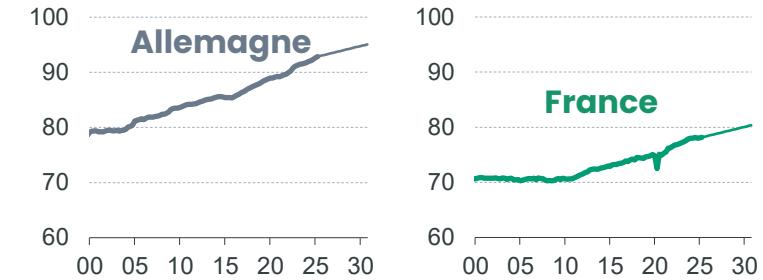
Pays-Bas



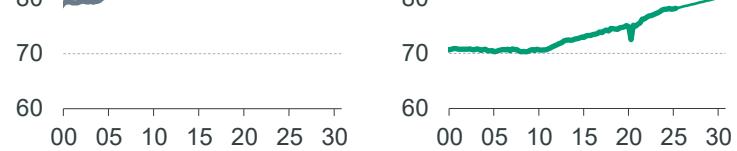
Taux de participation

(%, population âgée de 15 à 64 ans)

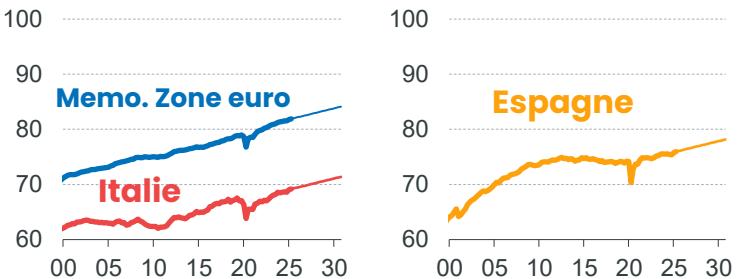
Allemagne



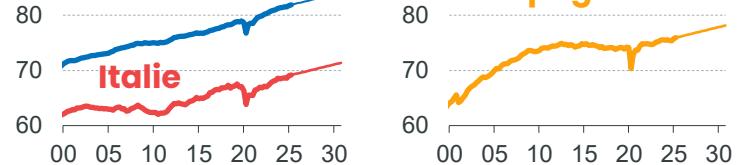
France



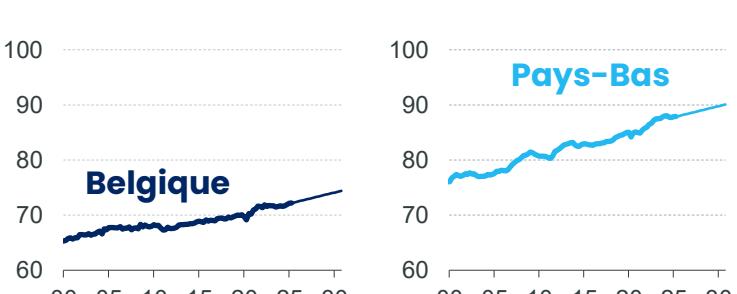
Memo. Zone euro



Espagne



Pays-Bas



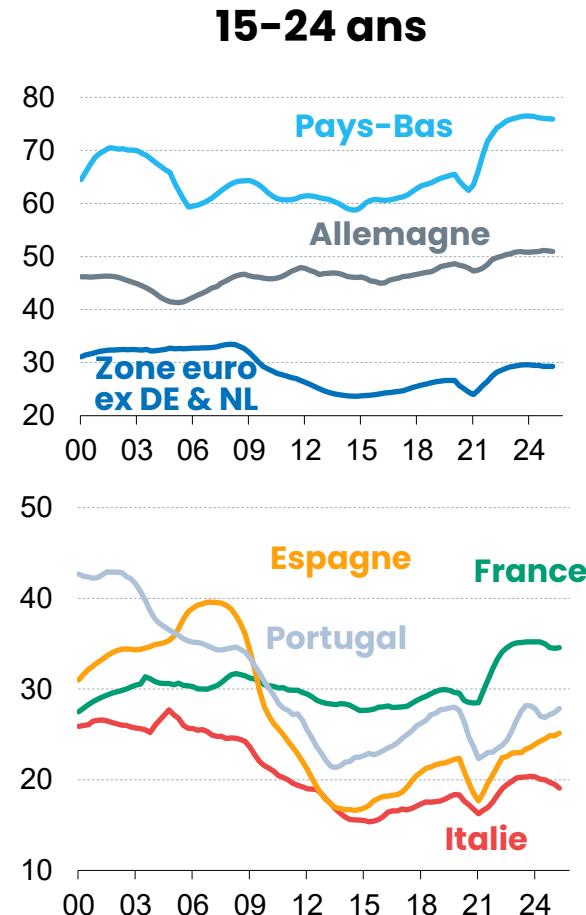
Belgique



Sources : LSEG Datastream, Eurostat, Candriam



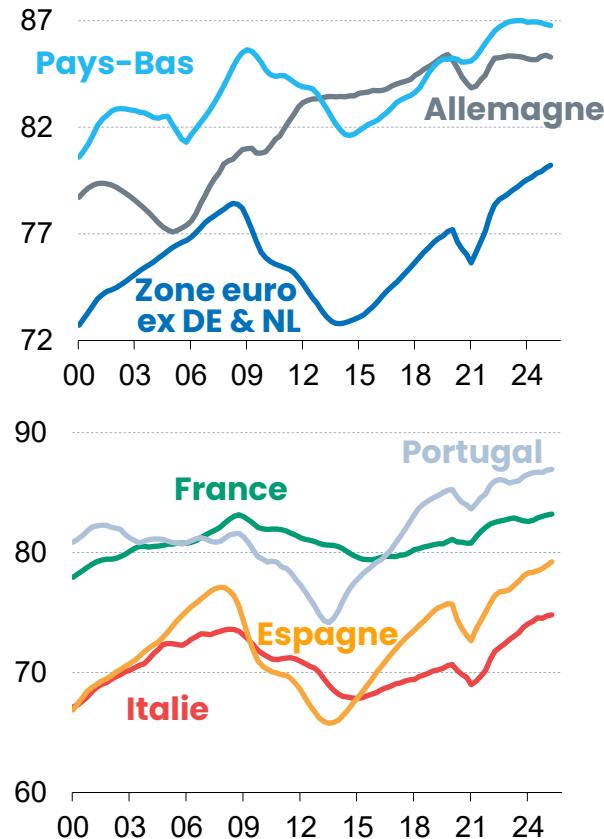
Memo. Taux d'emploi



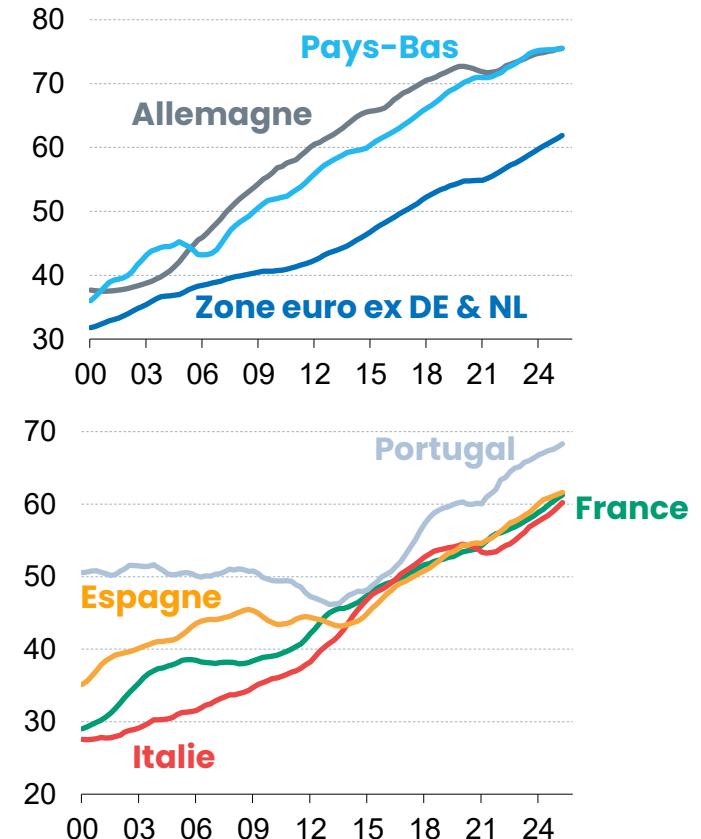
Sources : Eurostat, Candriam

Taux d'emploi (%)

25-54 ans



55-64 ans

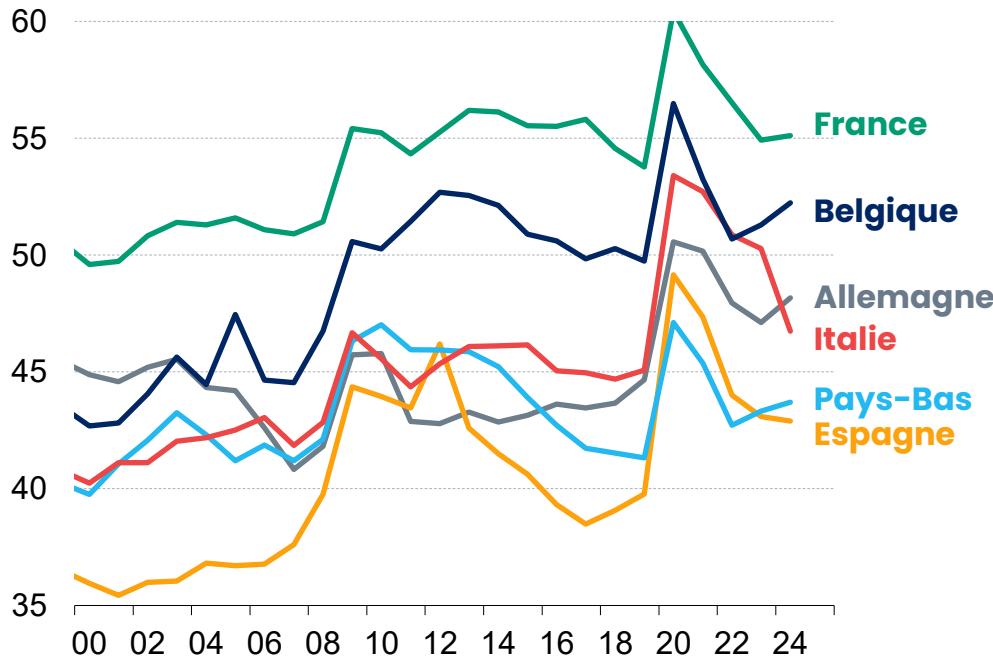


Focus. Quelles trajectoires pour les dettes publiques ?

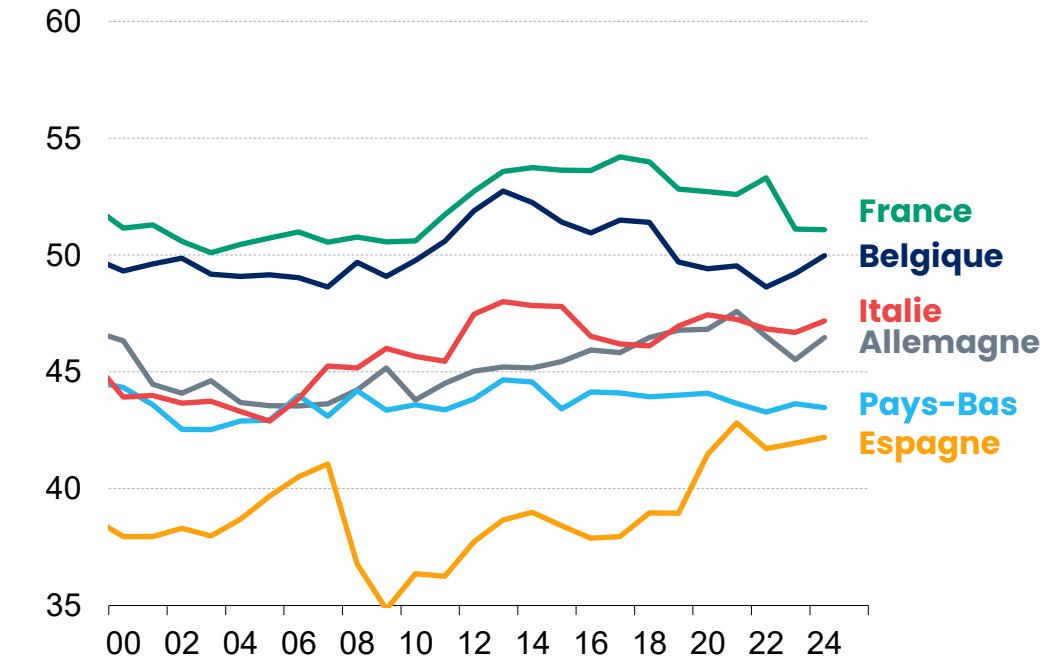


Dépenses et recettes budgétaires

Dépenses publiques
(% du PIB, hors intérêts payés)

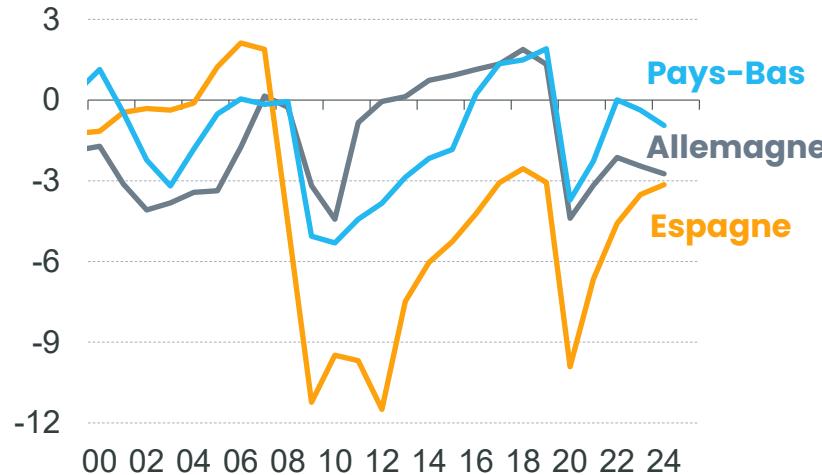


Recettes publiques
(% du PIB)

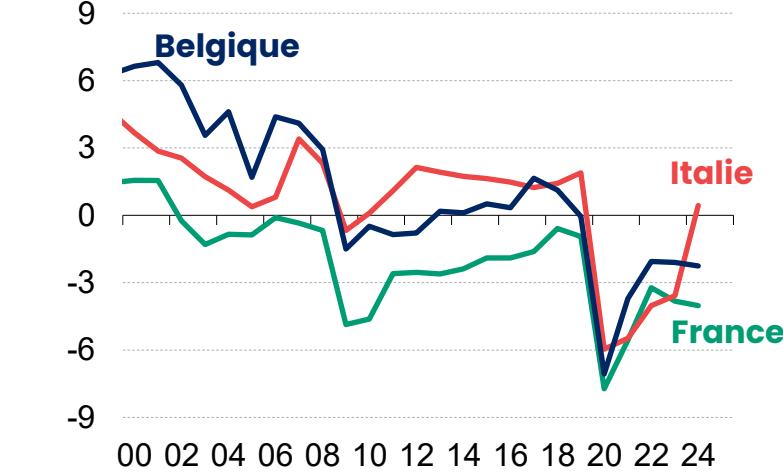
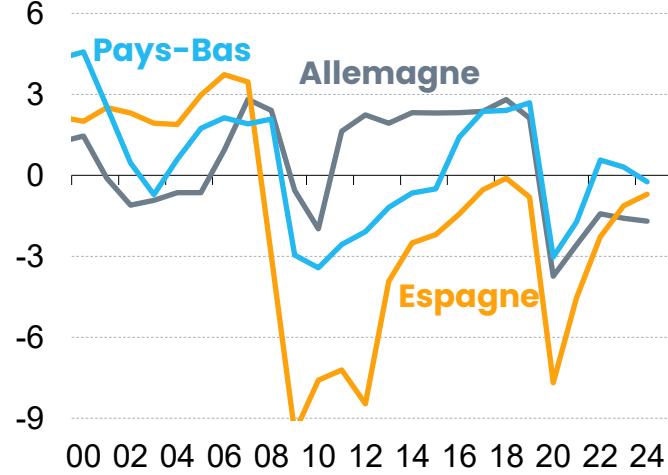


Soldes budgétaires

Solde budgétaire
(% du PIB)



Solde budgétaire primaire
(% du PIB)

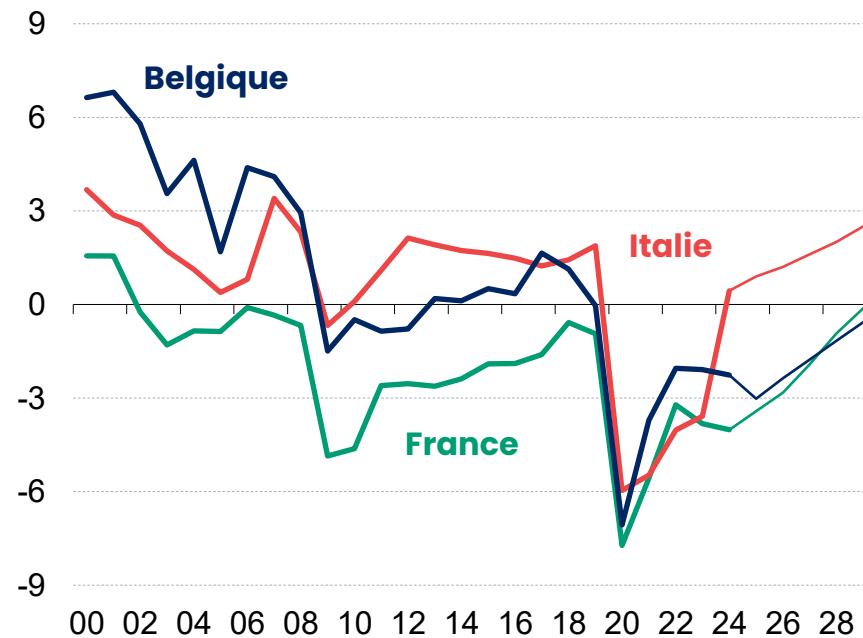
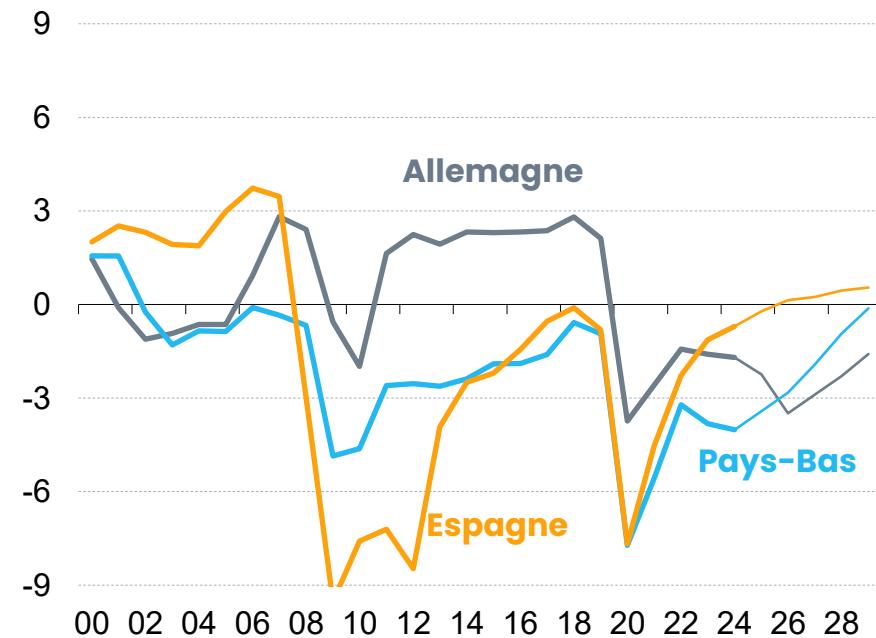


Sources : Eurostat, Candriam



Prévisions de soldes primaires dans les programmes européens

Solde budgétaire
(% du PIB)



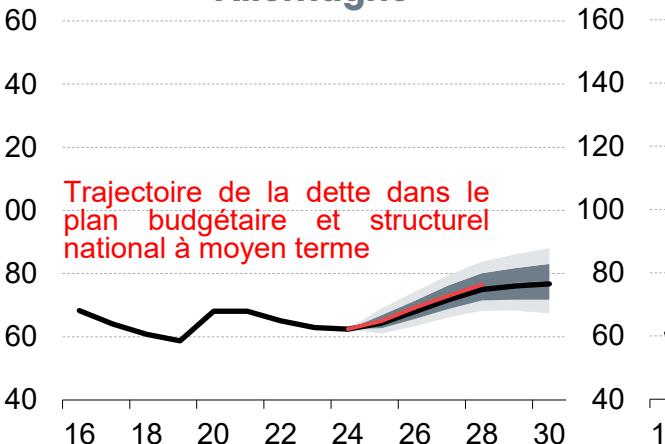
Sources : Eurostat, European Commission, Candriam



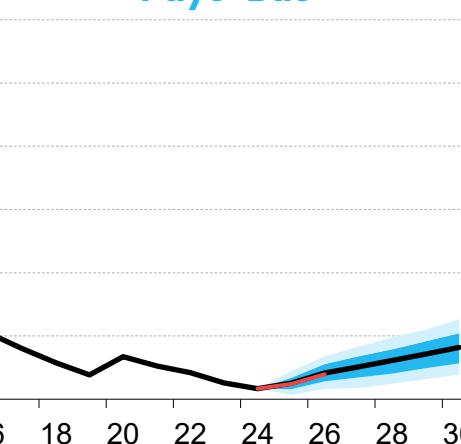
Trajectoires des dettes publiques

Trajectoires de dettes publiques (% du PIB)

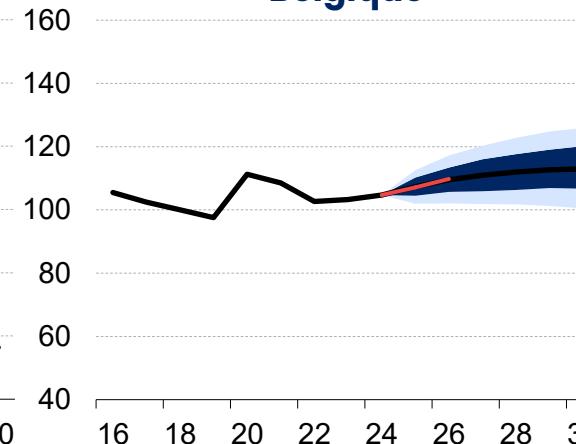
Allemagne



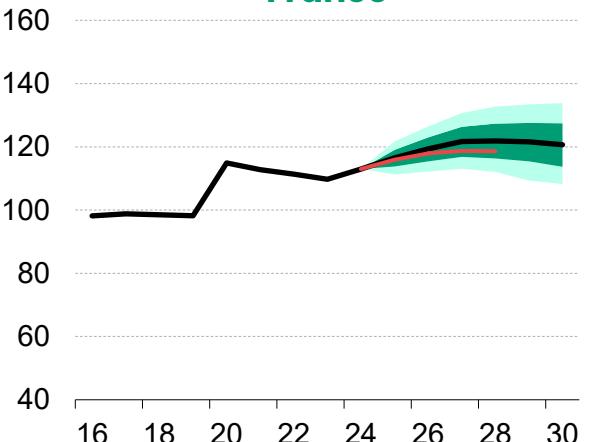
Pays-Bas



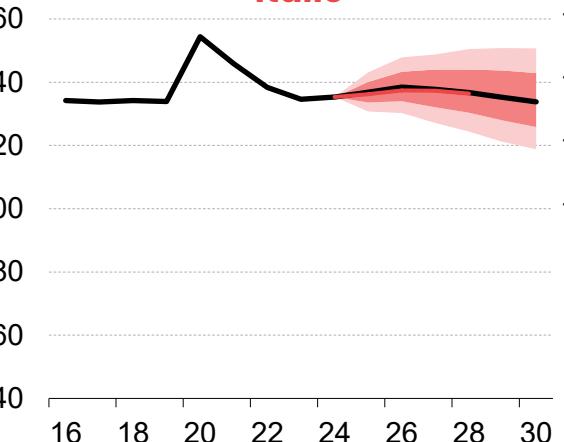
Belgique



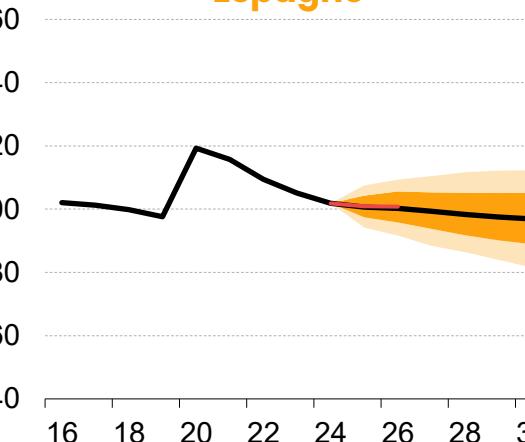
France



Italie

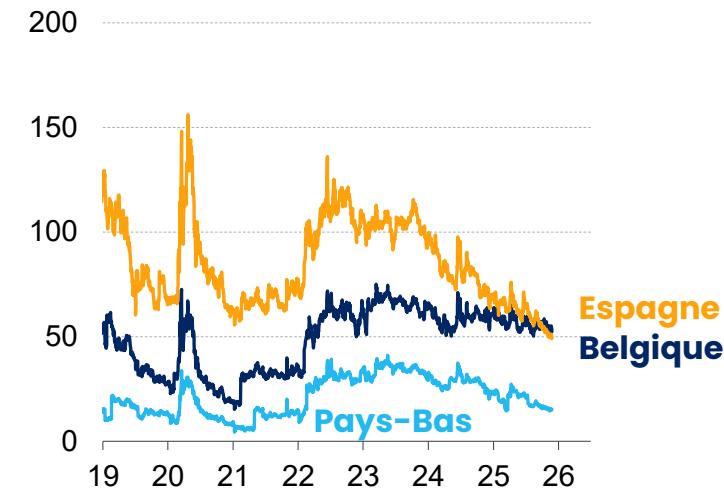


Espagne



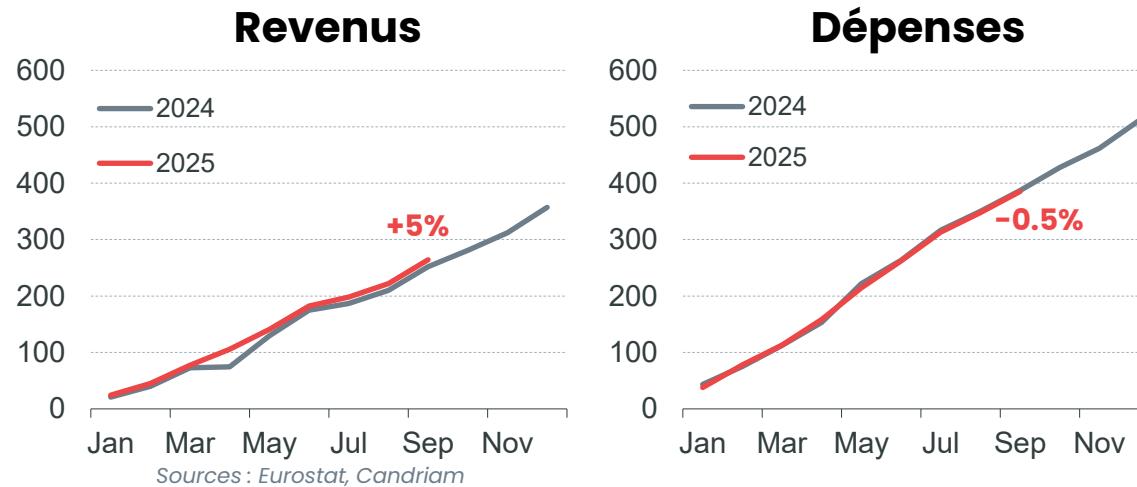
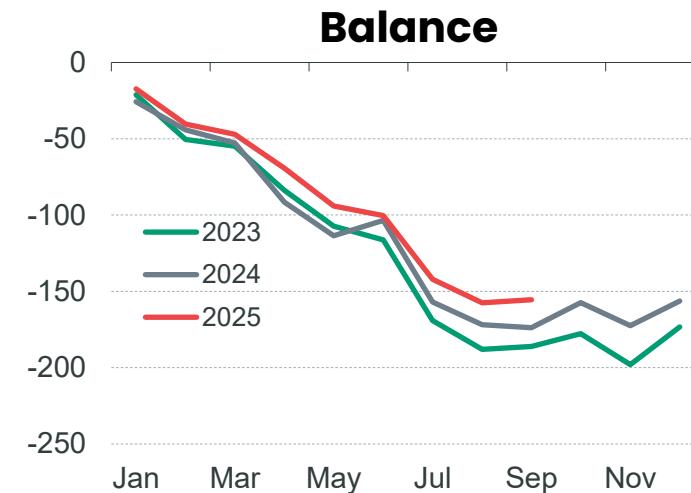
Sources : LSEG Datastream, Eurostat, Candriam

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

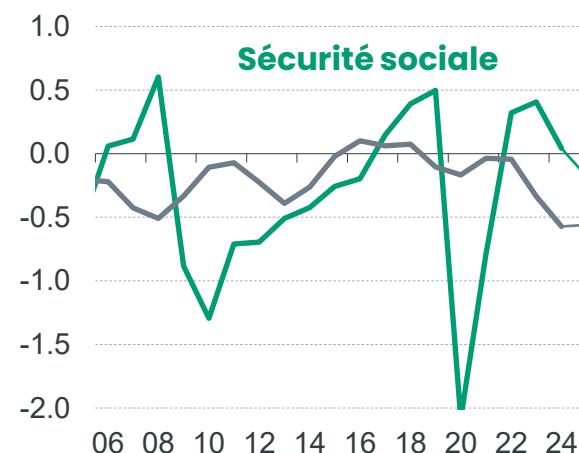
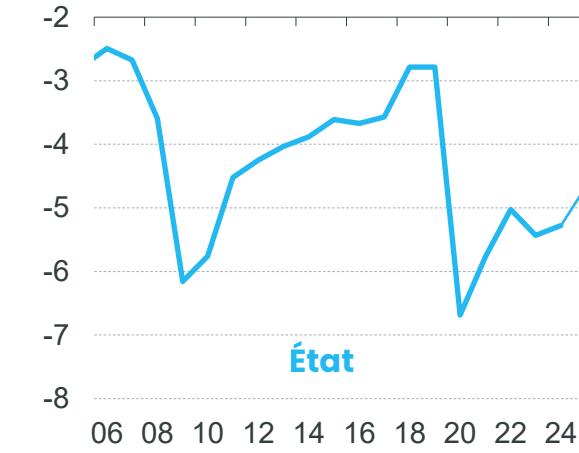


Évolution du solde budgétaire de la France

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



Solde budgétaire total
(% du PIB)

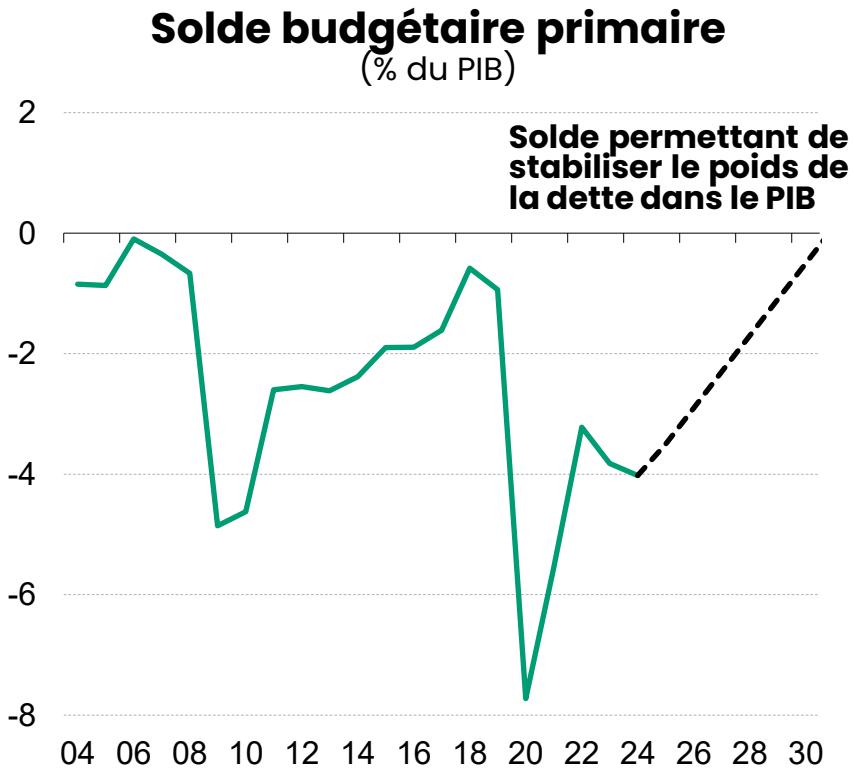


Collectivités
locales



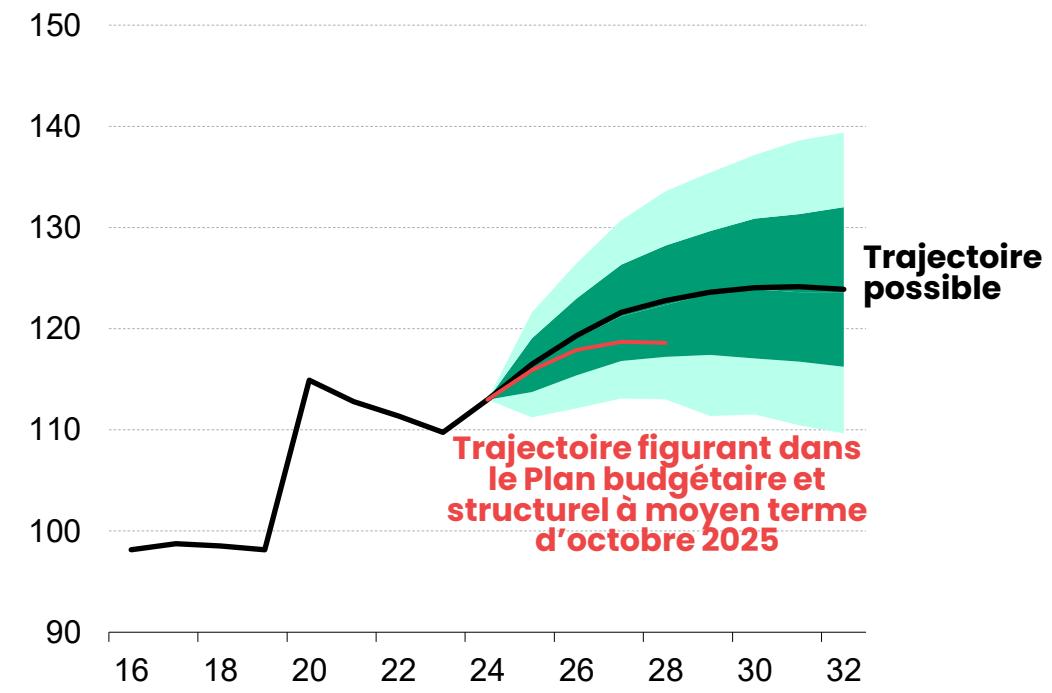
Stabiliser le poids de la dette publique dans le PIB en France nécessite de poursuivre les efforts pendant plusieurs années

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



Dette publique

(% du PIB)

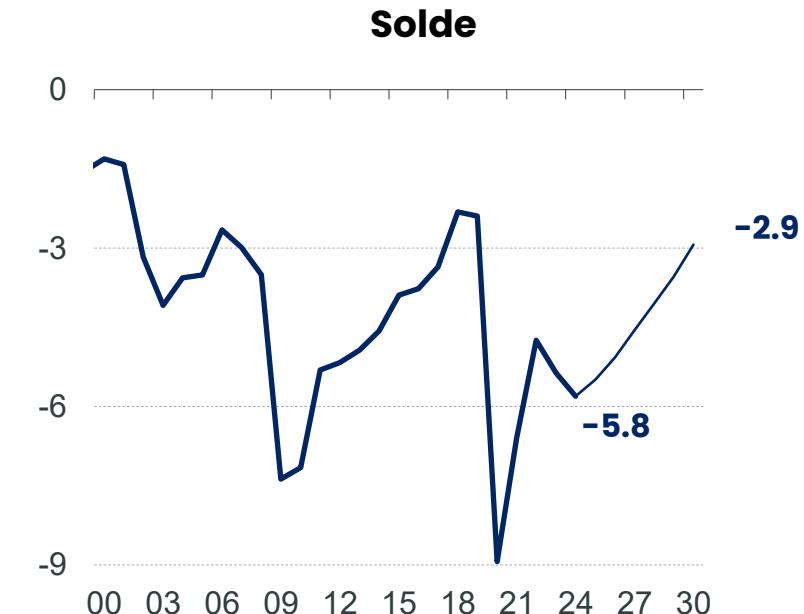
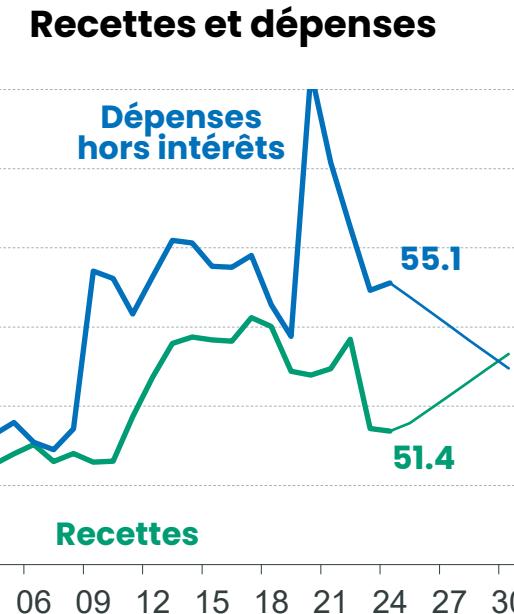
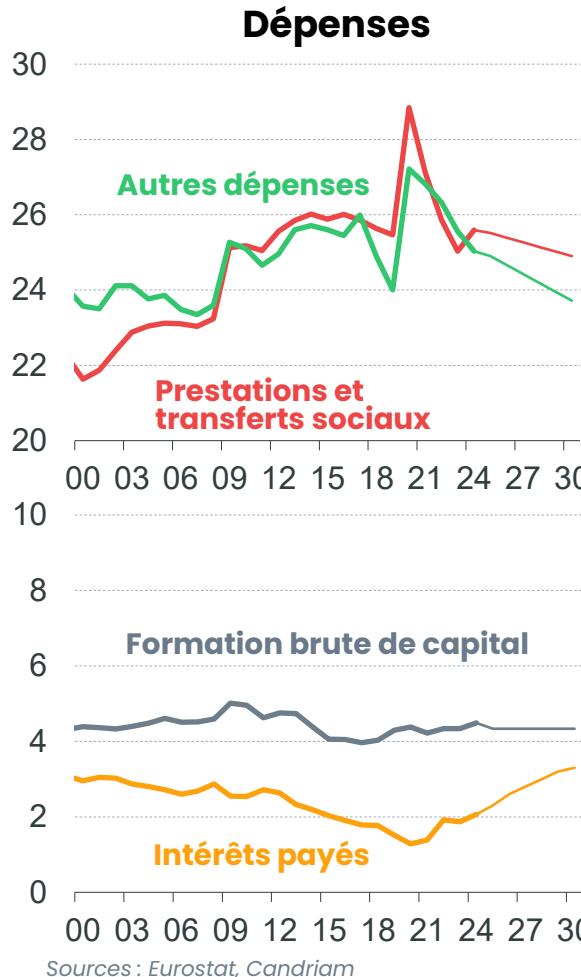


Sources : Eurostat, Candriam



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)



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

Dubaï

Centres de gestion

Luxembourg

Bruxelles

Paris

Londres

