ÉCONOMIES AVANCÉES

Retrouvez notre scénario et nos prévisions

ÉTATS-UNIS

L'effet des tarifs commence à se faire ressentir sur les prix. L'inflation *headline* de juin est ressortie légèrement supérieure au consensus (2,7% contre 2,6% a/a et 0,3% m/m), tandis que la mesure sous-jacente y est inférieure (2,9% contre 3,0% a/a ; 0,2% contre 0,3% m/m). Dans les services, la désinflation semble s'estomper, avec des prix en légère hausse (+3,6% a/a contre +3,5% a/a en mai). L'inflation des biens hors revente automobile est de +0,55%, un plus haut depuis mars 2022. L'indice PPI est resté stable en juin. Les derniers indicateurs suggèrent une économie en bonne forme : les ventes au détail du mois de juin ont dépassé les attentes (+0,6% m/m vs. -0,9% en avril). La production industrielle a légèrement progressé (+0,3% entre mai et juin). Le sentiment du consommateur (Université du Michigan) poursuit son rebond en juillet à 61,8 contre 60,7 en juin (et 52,2 en avril-mai, mais 74 en décembre). Les anticipations d'inflation à 1 an retombent à 4,4% (contre 5% en juin et 2,8% en décembre). Alors que la Maison-Blanche poursuit ses attaques contre le Président de la Fed, John Williams, président de la Fed de New York, et Christopher Waller, membre du Board de la Fed, se sont positionnés respectivement contre et pour une baisse de taux lors du FOMC du 30 juillet, exposant deux visions différentes de l'état de l'économie américaine et des risques inflationnistes posés par les tarifs.

ZONE EURO / UE

Un nouveau cadre budgétaire européen déjà contesté : le cadre financier pluriannuel (CFP) 2028-34 a été dévoilé par la Commission européenne. Parmi les propositions les plus importantes, l'enveloppe budgétaire globale serait nettement réhaussée avec EUR 1 985 mds, soit 1,26% du revenu brut national de l'UE (contre EUR 1 210 mds pour le budget 2021-27). Cette enveloppe inclut les remboursements du fonds NGEU (EUR 168 mds). Un fonds de partenariat national et régional (EUR 865 mds) rassemblera 14 fonds (dont la PAC et le fonds de cohésion), tandis qu'un fonds européen pour la compétitivité (EUR 409 mds), incluant la défense et le programme Horizon Europe, serait créé. Deux enveloppes additionnelles financeraient le soutien à l'Ukraine (EUR 100 mds) et un mécanisme de crise (EUR 395 mds). Côté recettes, une hausse des droits d'accise sur le tabac, une taxe forfaitaire sur le chiffre d'affaires des entreprises et une taxe sur les déchets électroniques non recyclés sont proposées. Le gouvernement allemand a immédiatement rejeté l'augmentation de l'enveloppe totale et la taxe sur les grandes entreprises. Le CFP devra être adopté à l'unanimité avant fin 2027. *À venir : réunion de politique monétaire de la BCE, confiance des ménages, enquête PMI, rapport sur le crédit et les agrégats monétaires.*

ALLEMAGNE

L'indice ZEW sur la situation économique actuelle progresse à -59,5, son niveau le plus élevé depuis juin 2023 (-72 en juin). *À venir : enquête PMI, confiance des ménages GFK et climat des affaires IFO.*

FRANCE

Présentation du budget 2026 : François Bayrou a présenté un projet de budget qui ramènerait le déficit public de 5,4% en 2025 à 4,6% en 2026. Le déficit serait réduit de près de EUR 20 mds grâce à des mesures permettant d'améliorer le solde public de EUR 43,8 mds, compensant les hausses de dépenses liées à la charge d'intérêt (+ 11,4 mds), à la défense (+ 6,7 mds) et l'augmentation de la contribution au budget européen (+ 5,7 mds). L'augmentation de la dépense publique serait contenue à EUR 15 mds (+0,9%), soit un gel de la dépense hors augmentation de la charge d'intérêt et du budget de la défense. Ainsi, le poids des dépenses publiques diminuerait à près de 56% du PIB en 2026 (contre 57% en 2025). Les principales mesures concernent une année blanche (dont une absence totale d'indexation, EUR 7 mds d'économies, et le gel des budgets des ministères hors défense), des économies sur les dépenses des collectivités locales (EUR 5,3 mds) et sur les dépenses de santé (EUR 5 mds). Le poids des recettes publiques resterait proche de 51,5%, des mesures nouvelles (suppression de jours fériés, non indexation du barème de l'impôt sur le revenu) venant compenser la non-reconduction d'une partie des mesures exceptionnelles de 2025 (impôt sur les sociétés). La difficulté pour faire adopter le budget dans un Parlement fragmenté nous conduit à anticiper un effort budgétaire moindre et un déficit de 5% en 2026. Ce dernier resterait toutefois conforme aux engagements pris auprès de la Commission européenne. **Rebond de la production de blé** : le ministère de l'Agriculture a annoncé un rebond de 27% de la récolte de blé en 2025. Les faibles récoltes de 2024 (céréales, légumes) avaient amputé la croissance française de 0,2 point. Ce rebond contribuerait pour 0,1 point à la croissance du T2 2025 (prévision BNP Paribas à 0,2% t/t), qui s'ajoute à une croissance hors agriculture estimée à 0,1 point (Banque de France). *À venir : enquête PMI et climat des affaires Insee le 24 juillet et confiance des ménages le 25 juillet.*

ITALIE

La production industrielle replonge en mai (-0,9% a/a), principalement en raison des produits pharmaceutiques et automobile. Le solde de la balance commerciale atteint EUR 17 472 mds sur les cinq premiers mois de l'année. Par rapport à la même période de 2024, les importations ont crû davantage que les exportations (4,5% et 1,6% respectivement). Les exportations vers les pays de la zone euro augmentent, portées par celles à destination de l'Espagne (+11,7%). Parallèlement, les exportations à destination des États-Unis continuent de croître (+7,3%). L'inflation harmonisée est légèrement plus forte qu'anticipé en juin mais reste sous contrôle (1,8% a/a ; +0,1pp m/m), et l'indice sous-jacent s'établit à 2,0% (+0,1pp m/m).

ESPAGNE

L'inflation harmonisée s'établit à 2,3% a/a en juin (+0,3pp m/m) du fait d'un ralentissement de la déflation de la composante énergétique, principalement causé par une hausse des prix des carburants. L'indice sous-jacent reste stable à 2,5%. *À venir : taux de chômage pour le T2, PPI pour le mois de juin.*

ROYAUME-UNI

Des airs de stagflation. L'inflation *headline* a rebondi en juin : 3,6% a/a (+0,2 pp et plus haut depuis janvier 2024). L'inflation s'est stabilisée dans les services (4,7% a/a) mais s'est accrue dans les biens (2,4% a/a plus haut depuis octobre 2023). La mesure sous-jacente progresse de 0,2 pp à 3,7% a/a. L'indice RPI (qui détermine le coût déjà important de la dette publique indexée à l'inflation) est en hausse de 4,4% a/a. Les destructions d'emplois salariés se poursuivent pour le 5e mois consécutif : -41 000 en juin et -141 000 au 1er semestre. Le taux de chômage remonte à nouveau (+0,1 pt à

4,7%, moyenne sur 3 mois), tandis que l'évolution annuelle des salaires de base ralentit mais reste soutenue (+5%). La Chancelière de l'Échiquier a annoncé une série de réformes pour déréguler le secteur bancaire et faciliter l'investissement. Le secteur financier y a réagi avec scepticisme. *À venir : enquête PMI, confiance des ménages (Gfk), ventes au détail, enquête du CBI dans l'industrie, rapport mensuel des finances publiques.*

JAPON

Malgré la majorité perdue à la Chambre haute, le Premier ministre Ishida entend se maintenir. Bien qu'ayant perdu la majorité absolue dans les deux Chambres, le Premier ministre a indiqué qu'il allait chercher à former une majorité de gouvernement, conformément aux attentes des marchés. Le risque est que ces efforts impliquent des largesses budgétaires que les marchés obligataires auraient du mal à digérer. L'inflation ralentit en juin à +3,3% a/a (vs. 3,5% a/a en mai). Néanmoins, l'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires périssables et énergie) grimpe à nouveau (+3,3% a/a). Le prix du riz en particulier a doublé en un an.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

Forte progression des investissements de portefeuille (marchés actions et obligataires) des non-résidents en juin, largement à destination de la Chine. D'après les estimations de l'IFI, ces investissements se seraient élevés à USD 42,8 mds dont 33,6 pour la Chine. Hors Chine, les investissements en actions ont repris au cours des 2 derniers mois. Les marchés obligataires continent d'attirer les investisseurs étrangers, visiblement plus que ce qu'indiquent les estimations de l'IFI (ces dernières sous-estiment nettement les investissements vers les pays d'Asie hors Chine lorsqu'on les compare aux données des balances de paiements des cinq principaux pays de la zone).

ARABIE SAOUDITE

Légère hausse de l'inflation en juin. Elle a atteint 2,3% en g.a. contre 2,2% en mai. La croissance de l'IPC reste tirée par la hausse des loyers (+7,6% en g.a.), de loin son principal poste. L'IPC hors loyers demeure contenue à +0,6%, mais elle pourrait s'intensifier dans les mois à venir en raison notamment de la faiblesse du dollar, auquel la monnaie saoudienne est arrimée. Par ailleurs, la demande domestique reste soutenue, et le crédit bancaire continue de progresser à un rythme élevé (+15% en g.a. en mai). Dans ce contexte, le maintien du taux directeur à un niveau élevé à 5%, en lien avec la politique monétaire américaine, apparaît approprié.

BRÉSIL

Ralentissement de l'activité au T2 et tensions commerciales avec les États-Unis. L'activité économique montre des signes de ralentissement. Le *proxy* du PIB (IBC-Br) publié par la Banque centrale (BCB) a enregistré en mai sa première baisse depuis le début de l'année, confirmant l'inflexion de l'activité, déjà visible dans les données « dures » (repli de la production industrielle et des ventes de détail en avril et mai, ralentissement du crédit et des émissions obligataires des entreprises). En juin, les données d'enquête confirment ce constat : l'indice PMI composite montre que l'activité dans le secteur privé a continué de se contracter. Ce fléchissement conjoncturel intervient alors que les tensions commerciales avec les États-Unis s'intensifient. La menace, brandie par Washington, d'une hausse de 50% des droits de douane sur les importations brésiliennes devrait, dans l'ensemble, avoir un impact direct modéré sur le PIB (les exportations vers les États-Unis représentent un peu moins de 2% du PIB). En revanche, les répercussions sur la balance commerciale et sur certains secteurs d'activité (fortement dépendants du marché américain, tels que l'agroalimentaire, l'aéronautique, l'industrie du bois et la sidérurgie) devraient être plus importantes.

INDONÉSIE

Accord commercial avec les Etats-Unis. Les droits de douane réciproques appliqués par les États-Unis sur les biens indonésiens s'élèveront à 19%, et une pénalité additionnelle pour les biens « *Made in China* » transitant par l'Indonésie est prévue. Jakarta réduit ses taxes à 0% sur ses importations de biens américains et s'engage à acheter aux États-Unis de l'agro-alimentaire, de l'énergie et des Boeing. Nouvelle baisse de taux. La Banque centrale a baissé son taux directeur de 25 pb à 5,25% le 16 juillet. L'inflation reste maîtrisée (attendue à moins de 2% en 2025) et la priorité est donnée au soutien à l'activité en raison de la hausse des droits de douane américains. La roupie indonésienne s'est à peine dépréciée face au dollar depuis l'annonce de l'accord le 15 juillet (-0,3%) ; elle a gagné +2,6% par rapport au *Liberation Day* du 2 avril.

MALAISIE

Croissance plus solide qu'attendu au T2 2025. Selon les estimations préliminaires, le PIB réel a progressé de +4,5% en g.a. au T2, après +4,4% au T1. La croissance dans le secteur manufacturier a ralenti et les perspectives d'exportation se dégradent en raison de la politique tarifaire des États-Unis. L'activité dans les services et la demande intérieure ont été plus dynamiques. Elles pourraient le rester à très court terme, aidées par le cycle d'assouplissement monétaire initié début juillet par la Banque centrale.

MATIÈRES PREMIÈRES

Des menaces supplémentaires sur les exportations d'hydrocarbures russes soutiennent les prix du pétrole. Les pays de l'Union européenne se sont accordés pour réduire le plafond de prix d'achat du pétrole russe (théoriquement appliqué par les pays du G7, mais l'accord des États Unis n'est pas acquis) de 60 à 47,6 USD/b. Un mécanisme d'ajustement automatique du plafond sera mis en place. De plus, une interdiction frappera les importations de produits raffinés issus du brut russe à l'exception de celles provenant de Norvège, de Suisse, du Royaume-Uni, du Canada et des États-Unis.

Le gouvernement américain a menacé de sanctions secondaires les pays qui importent des hydrocarbures provenant de Russie si les combats entre la Russie et l'Ukraine continuaient au-delà du 2 septembre prochain. La Chine et l'Inde sont les principaux importateurs de pétrole russe, avec respectivement 21% et 33% de leurs importations totales de pétrole brut. Par ailleurs, environ 14% des importations chinoises de gaz naturel proviennent de Russie.