

ÉCONOMIES AVANCÉES

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

Le Sommet de La Haye (24-25 juin) devrait consacrer l'annonce d'un objectif de 5% du PIB dédié à la défense. Les États membres devraient s'engager, d'ici 2035, à allouer 3,5% de leur PIB annuel à des dépenses militaires et 1,5% à des dépenses liées à la défense au sens large (infrastructures, dont les satellites). Bien que la plupart des pays, notamment l'Allemagne, s'y sont engagés, d'autres comme l'Espagne, l'Italie et le Portugal y restent réticents. La mise en œuvre de cet effort devrait soutenir la croissance (+0,3pp en 2025, puis +0,5pp en 2026 comme en 2027 selon nos estimations). Cet effet pourrait même être plus important si l'objectif de 3,5% était atteint plus rapidement. Cet impact pourrait toutefois être atténué par des effets d'éviction, notamment en cas d'augmentation des dettes publiques, des taux d'intérêt et de l'inflation.

ÉTATS-UNIS

La Fed, sans surprise mais pas sans divisions. La réunion du FOMC des 17-18 juin a abouti au maintien de la cible de taux des *Fed Funds* à 4,25% - 4,50%. La Fed juge sa politique « bien positionnée » pour attendre que l'impact des politiques tarifaires se matérialise, alors que l'économie américaine et le marché du travail sont jugés « solides ». Le *Summary of Economic Projections* rapporte une révision à la hausse des attentes médianes d'inflation PCE et à la baisse de celles sur la croissance du PIB en 2025 et 2026. Les attentes concernant la cible de taux sont stables (à +3,9% en fin d'année). Elles masquent néanmoins une division importante au sein du comité (9 membres anticipent deux baisses, 7 n'en anticipent aucune), tandis que J. Powell a suggéré de les prendre avec distance ([cf. notre analyse détaillée](#)). Les ventes au détail reculent de -0,9% m/m en mai (précédent : -0,1%), dont -3,5% m/m dans le secteur automobile. La production manufacturière revient en zone de croissance (+0,1% m/m, +0,6pp). Les permis de construire ont diminué en mai (-2,0% m/m), comme les mises en chantier (-9,8% m/m). Enfin, le climat des affaires sectoriel s'est contracté (NAHB à 31, plus bas depuis octobre 2023). *À venir : confiance du consommateur (mardi), inflation PCE (vendredi).*

ZONE EURO / UE

Les indices de confiance résistent. Le PMI composite est inchangé en juin, à 50,2. L'indice dans les services revient sur le seuil des 50, tandis que l'industrie manufacturière reste en dessous de celui-ci (49,4). L'indice flash des consommateurs de la zone euro a très légèrement reculé en juin (-0,2 point à 15,3). L'intégralité de l'enquête sera publiée cette semaine.

ALLEMAGNE

Nette progression du sentiment économique dans les milieux d'affaires tandis que les tensions sur les prix s'atténuent. L'indice de sentiment économique ZEW a bondi à 47,5 points au mois de juin (+ 22,3 points m/m), traduisant un regain d'optimisme des analystes financiers et économiques quant aux perspectives économiques à six mois. L'indice des conditions actuelles s'améliore également (+10 points m/m pour atteindre -72) mais il reste très négatif. L'indice composite PMI Flash remonte à 50,4 en juin ; il rebondit après avoir atteint son plus bas niveau en cinq mois en mai (à 48,5), tiré par la production manufacturière. S'ils demeurent en territoire négatifs, les PMI flash manufacturier et services augmentent à 49 (+0,7 point m/m) et 49,4 (+2,3 points m/m) respectivement. Les prix à la production ont reculé de 0,2% m/m en mai, prolongeant la baisse amorcée en décembre dernier. Toutefois, le rythme de cette baisse tend à ralentir. *À venir : annonce du budget 2025 le 24 juin, enquête Ifo sur le climat des affaires et indice GfK sur le sentiment des consommateurs pour le mois de juin.*

FRANCE

Le climat des affaires de l'Insee est resté stable en juin (à 96 comme en mai, et 97 en mars-avril, 100 en moyenne historique). Le climat de l'emploi retrouve, à 97, son niveau d'avril (après un mois de mai perturbé par le nombre inhabituellement élevé de ponts), soit un plus haut depuis janvier 2025. Selon S&P, le PMI composite s'est contracté à 48,5 en juin (49,3 en mai), principalement en raison du PMI manufacturier (47,2 en juin, contre 51 en mai). L'Insee maintient sa prévision de croissance à 0,2% t/t pour le T2. Elle relève toutefois la faiblesse persistante de la consommation des ménages (et le rôle prédominant des retraités dans le niveau élevé du taux d'épargne) et une perte de parts de marché à l'exportation (automobile et pharmacie). Un rebond de l'investissement des ménages est anticipé. **Diminution des taux d'intérêt et de l'endettement du secteur privé non financier :** le taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits bancaires aux sociétés non financières a nettement baissé en avril (-19 pb m/m) pour s'établir à 3,61%, un niveau inédit depuis janvier 2023. La croissance sur un an de l'encours des crédits bancaires, tirée exclusivement par les crédits à l'investissement, est néanmoins demeurée stable pour le troisième mois consécutif à 2,3%, un niveau assez faible historiquement. À l'inverse, l'encours des financements de marché s'est replié sur un an (-0,4%) ; c'est la première fois depuis août 2023. Les taux d'intérêt, quant à eux, ont baissé de 16 pb à 3,4%. L'endettement des ménages en France a poursuivi son repli en 2024, sous l'effet de la baisse de l'encours des prêts à l'habitat. Il s'est établi à 60% (-2pp a/a) en part du PIB au T4 2024. L'endettement des SNF s'est également replié (-1,43 pp) pour s'établir à 75% en part du PIB au T4 2024. *À venir : nouvelles discussions du conclave sur les retraites le 23 juin, publication de la confiance des ménages le 25 juin et de l'inflation le 27 juin.*

ITALIE

Inflation confirmée sous la barre des 2%. L'estimation finale de l'inflation harmonisée pour le mois de mai est inférieure (+1,7% a/a) à l'estimation flash (+1,9%) contre 2,0% en avril. L'inflation sous-jacente repasse sous le seuil des 2% (+1,9%). *À venir : indice des ventes industrielles pour le mois d'avril (vendredi 27 juin).*

ROYAUME-UNI

Inflation stable et ventes au détail en chute. Après révision des chiffres d'avril (qui affine l'impact de la hausse de la taxe d'accise), l'inflation s'est stabilisée à 3,4% a/a en mai. L'accélération dans les biens (1,7% a/a à 2,0% a/a) est compensée par une décélération dans les services (de 5,4% a/a à 4,7% a/a). L'inflation sous-jacente atteint 3,5% a/a. Le composite PMI remonte à nouveau en juin (+0,4 point à 50,7). L'indice GfK de la confiance des ménages se redresse (-18 en juin contre -20 en mai) grâce à une meilleure perception de la situation économique de ces douze derniers mois et des prochains, mais les ventes au détail de mai diminuent (-2,7% m/m et -1,3% a/a). La BoE a maintenu son taux directeur à 4,25% mais trois membres du MPC ont voté pour une baisse de 25 points de base, augmentant la probabilité d'une baisse de 25 pb en août. Les États-Unis et le Royaume-Uni ont officialisé leur accord commercial lors du G7. Le secteur automobile britannique subira ainsi un tarif douanier réduit de 10% sur un quota de



100 000 véhicules, tandis que l'aéronautique sera exemptée de droits de douane. Les tarifs sur l'acier et l'aluminium sont maintenus à 25% mais des négociations, notamment sur l'introduction de quotas, sont envisagées. *À venir : enquête CBI dans l'industrie, compte courant et estimation finale du PIB pour le T1 2025.*

POLITIQUE MONÉTAIRE EN EUROPE

Trois baisses de taux : la Riksbank (Suède) a décidé de baisser de 25 pb son taux directeur lors de sa réunion du 18 juin ; il s'établit désormais à 2,0%. La Norges Bank (Norvège) a décidé, le même jour, de réduire le sien à +4,25% (-25 pb) ; ce dernier était stable depuis décembre 2023. Dans les deux cas, la banque centrale annonce que le mouvement est un prélude à davantage d'assouplissement en 2025 (selon les scénarii centraux). Le 19 juin, la BNS (Suisse) a abaissé son taux directeur de 25 pb à 0% (en raison d'un taux d'inflation à -0,1% a/a en mai et de l'appréciation de +10% du CHF YtD).

JAPON

La BoJ répond, partiellement, aux pressions obligataires. La Banque du Japon (BoJ) a décidé de maintenir stable l'*uncollateralized overnight call rate* lors de la réunion des 16-17 juin. Les craintes concernant la croissance et la perspective associée d'une baisse des tensions inflationnistes retardent la hausse des taux. La BoJ annonce aussi un ralentissement du resserrement quantitatif à partir de l'année fiscale 2026 (qui débute le 1^{er} avril) : les achats mensuels de titres passeront de JPY 400 mds, le rythme actuel, à 200 mds. Les taux à 10 ans ont augmenté après la réunion mais terminent la semaine à un plus bas (+1,395%) depuis le 12 mai. En mai, l'inflation sous-jacente (hors nourriture fraîche) atteint +3,7% a/a (+0,2pp), tandis que la *core-core inflation* (qui exclut l'énergie) atteint +3,3% a/a (+0,3pp).

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

ARGENTINE

Accentuation de la désinflation. En mai, la hausse sur un mois des prix à la consommation est ressortie à seulement 1,5% contre 2,7% au cours des 6 mois précédents. Sur un an, le taux d'inflation atteint 43,5%. Sur le même mois, les prix à la production ont baissé de 0,3% (22,4% sur un an) grâce au ralentissement de l'inflation des prix locaux mais surtout à la baisse des prix à l'importation, conséquence du renforcement du taux de change.

BRÉSIL

Le cycle de resserrement monétaire touche à sa fin. Le 18 juin, la Banque centrale (BCB) a relevé son taux directeur de 25 points de base, portant le SELIC à 15%, après sept hausses consécutives (+450 pb depuis août 2024). La BCB justifie ce dernier relèvement – qu'elle présente comme la probable conclusion du cycle de resserrement – par la résistance inattendue de l'activité, les tensions persistantes sur le marché du travail et le désancrage des anticipations d'inflation. L'inflation (en légère baisse en mai à 5,3% en g.a.) reste au-dessus de la fourchette cible de la Banque centrale (1,5%–4,5%). En termes nominaux comme réels, le SELIC est à un plus haut en près de 20 ans.

COLOMBIE

La présentation du cadre budgétaire à moyen terme confirme la détérioration des finances publiques. Le déficit du gouvernement central atteindrait 7,1% du PIB en 2025, 6,2% en 2026 et 4,9% en 2027. Les efforts de consolidation budgétaire, qui reposent encore sur des mesures imprécises, sont reportés d'un an. Ce sera donc au prochain gouvernement, qui sera formé à l'issue des élections présidentielles de mai 2026, de mettre en œuvre les réformes visant à réduire le déficit public.

PAYS DU GOLFE

Les fondamentaux solides des pays du Golfe rassurent face à la montée du risque sécuritaire dans la région. Depuis le début du conflit entre Israël et l'Iran le 13 juin, les primes de couverture du risque sur la dette souveraine à 5 ans sont restées relativement stables et à des niveaux bas, à l'exception de celle de Bahreïn (222 pb), dont les finances publiques sont une source de préoccupation. L'évolution des principales places boursières de la région ne traduit pas non plus de panique particulière. La baisse cumulée des indices est modérée : -2,1% en Arabie Saoudite ; -2,2% au Bahreïn, -2,5% au Koweït, -3,4% au Qatar, -3,6% à Dubaï, et -3,7% à Abu Dhabi. L'escalade des tensions reste cependant à surveiller. À ce titre, l'annulation en cascade des dessertes de compagnies aériennes à destination de ces pays constitue un des signaux les plus visibles des conséquences potentielles du conflit sur ces économies.

MATIÈRES PREMIÈRES

Réaction immédiate contenue des marchés aux tensions au Moyen-Orient. L'intervention américaine contre les installations nucléaires iraniennes fait craindre une régionalisation du conflit. À l'ouverture des marchés, les prix du Brent et du gaz sur le marché européen ont peu réagi, augmentant de moins de 5%.

Le maintien du Brent sous les 80 USD/baril dépendra de la nature de la riposte iranienne, des capacités américaines mobilisées pour y faire face et de l'évolution politique en Iran. À ce stade, trois catégories d'événements propulseraient les prix à un niveau très élevé (au-dessus de 120 USD/b) :

- Un blocage du détroit d'Ormuz (25% du commerce pétrolier et 20% de celui du GNL) empêcherait une grande partie des exportations originaires du Golfe (Arabie Saoudite, EAU, Koweït, Iraq, Iran, Qatar, Bahreïn), les routes alternatives ne pouvant prendre en charge que 15% des volumes exportés. Au-delà d'un blocage total du détroit (ce qui n'est jamais arrivé), des attaques de basse intensité contre les navires perturberaient fortement le trafic sans le stopper. Cela pourrait maintenir le prix du Brent à un niveau élevé (autour de 100 USD/b) pendant quelques mois.
- Une perturbation des exportations de GNL du Qatar et, dans une moindre mesure, de celles des EAU par un blocage d'Ormuz pousserait les prix du gaz européen à des niveaux très élevés au vu des tensions actuelles sur ce marché (niveau bas des stocks européens). Une attaque des installations gazières israéliennes aurait un impact limité sur le marché européen étant donné la capacité israélienne de recourir à des alternatives (charbon et pétrole), et les rationnements qui seraient mis en place en Égypte, premier importateur de gaz israélien.
- Un effondrement du pouvoir iranien entraînerait des conséquences pour certains pays sous son influence, par exemple l'Irak, le second plus important producteur de l'OPEP (env. 4 mb/j).

