

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

ÉCONOMIES AVANCÉES

ZONE EURO

La BCE laisse ses taux inchangés mais une hausse est probable en septembre alors que l'activité se maintient. La BCE a maintenu à l'unanimité son taux de dépôt à 2,25%. Elle s'est montrée assez restrictive lors de sa conférence de presse, même si plusieurs de ses membres ont exprimé leur souhait de conserver une marge de manœuvre. L'apaisement des dernières anticipations d'inflation rassure, qu'elles proviennent des consommateurs (celles à 1 an sont tombées à 3% en juin contre 3,5% en mai, celles à 3 ans ont reculé à 2,8% [-0,1pp]), ou des prévisionnistes professionnels (l'enquête du T3 2026 prévoit une inflation en zone euro de 2,7% pour 2026, 2,2% pour 2027 et 2% pour 2028 et au-delà). En outre, les entreprises de la zone euro ne prévoient pas d'accélération de la croissance des salaires en 2026 ou 2027 (absence d'effets de second tour soulignée par Christine Lagarde). **Les enquêtes d'activité sont solides en juillet malgré le resserrement des conditions financières.** Le PMI composite s'est amélioré (à 51,9 ; +1,9 m/m), son plus haut niveau depuis février, les nouvelles commandes progressant au rythme le plus rapide depuis avril 2023. L'indice de production manufacturière atteint son plus haut niveau depuis quatre ans et demi (à 53 ; +1,3 m/m), tandis que le PMI services revient en zone d'expansion (à 51,6 ; +2,2 m/m). Les indices de prix de production et des intrants ont de nouveau reculé (mais à partir d'un niveau élevé). La confiance des ménages s'améliore pour le 3e mois consécutif en juillet (à -15,9 ; +1,8 m/m). Parallèlement, les conditions d'octroi de crédit (entreprises et ménages) ont continué de se resserrer au T2 mais moins qu'attendu. Un nouveau resserrement est attendu au T3.

France : le climat des affaires se redresse, les pressions inflationnistes s'atténuent en juillet. Les PMI sont globalement meilleurs : le PMI composite (à 49,6 ; 47,2 en juin), celui des services (à 49,8 ; 46,8 en juin), le PMI manufacturier tombant (à 50 ; 51,2 en juin) et évitant ainsi de basculer en contraction. Parallèlement, le climat des affaires mesuré par l'INSEE a dépassé les attentes (à 97 ; 95 en juin), son plus haut niveau depuis quatre mois ; cela est principalement dû au commerce de détail (99 en juillet, +8 m/m), aux services (98 en juillet ; +2 m/m) et à l'industrie manufacturière (101 en juillet ; +1 m/m). Les secteurs rencontrant des difficultés depuis mars se redressent en juillet (commerce de détail, hébergement et restauration, services aux entreprises, intérim). Les deux enquêtes montrent un recul des pressions inflationnistes, en particulier dans l'industrie manufacturière et la construction. **Les créations d'entreprises** ont reculé de 2,2% m/m en juin (après +10,6% en mai). Mais elles ont tout de même progressé de 11,7% au premier semestre (+5% en 2025), principalement sous l'impulsion des secteurs liés à l'IA (information et communication, services aux entreprises), et leur nombre dépasse toujours largement celui des défaillances. Dans son rapport annuel sur la France, le FMI anticipe un **déficit budgétaire** de 5,2% du PIB en 2026. Le Premier ministre S. Lecornu semble partager cet avis et s'est dit « peu optimiste » quant à la capacité de la France à atteindre son objectif de 5% en 2026.

Allemagne : l'activité économique surprend et progresse pour la première fois depuis mars. Le PMI composite atteint 51,2 en juillet (+1,7 m/m), dépassant ainsi le seuil des 50, tiré par le PMI manufacturier (52,2 ; plus haut niveau en quatre mois, six mois d'expansion). Le PMI services s'est également amélioré (49,6 ; +1 m/m).

Une enquête de l'Institut Ifo a révélé que les droits de douane américains affectaient négativement près des deux tiers des industriels allemands avec pour 40% des entreprises l'annulation le report ou l'ajustement d'au moins un projet d'investissement. L'indice ZEW a grimpé en juillet à son plus haut niveau depuis février (26,3 ; +10,5 m/m) contre des attentes du marché à 18.

ROYAUME-UNI

De bonnes surprises pour le nouveau gouvernement en matière d'activité, d'inflation et d'emploi. Andy Burnham a pris ses fonctions de Premier ministre lundi 20 juillet. Son gouvernement est composé de « blairistes », notamment le ministre des Finances, et de membres plus à gauche. Ses priorités concernent le coût de la vie, la responsabilité budgétaire, la décentralisation et la résolution des difficultés dues à la privatisation des services publics dans les années 1980 et 1990. Le PMI composite a bondi en juillet à 52,1 (+2,8 m/m), son plus haut niveau depuis trois mois, dépassant largement les attentes. Ce rebond a été soutenu par l'indice de la production manufacturière (53,6 ; +1 m/m) et le PMI services (51,8 ; +3 m/m). Le PMI manufacturier a également grimpé à 52,8 (+0,3 m/m), avec des nouvelles commandes au plus haut depuis février 2022. L'industrie et les services font état d'un allègement des pressions sur les coûts. L'inflation a atteint son plus bas niveau depuis 15 mois, avec 2,6% a/a en juin. Le volume des ventes au détail a progressé de 1% en juin, le cinquième mois consécutif de résultats supérieurs aux prévisions. Le taux de chômage s'est maintenu à 4,9% sur trois mois (mars-mai), tandis que le salaire hebdomadaire moyen a augmenté de 4,3% a/a, dont +2,9% dans le secteur privé (plus faible croissance depuis octobre 2020). Nous prévoyons que la Banque d'Angleterre maintiendra son taux directeur à 3,75% cette semaine.

ÉTATS-UNIS

Des données solides renforcent l'incertitude autour de la réunion de la Fed. Les demandes hebdomadaires d'allocations chômage ont chuté plus que ne le prévoyaient les analystes, atteignant leur plus bas niveau depuis 1969. Le PMI composite S&P a fortement progressé en juillet (53,6 ; +1,7 m/m), porté par les services (53,6 ; +2,4 m/m), alors que le PMI manufacturier est resté globalement stable (proche de 54). Compte tenu de la hausse continue des cours du pétrole et de la crédibilité de la Fed en matière de lutte contre l'inflation, une majorité des membres votants du FOMC pourrait soutenir une hausse des taux cette semaine. Toutefois, selon notre scénario de base, la Fed attendrait la fin des élections de mi-mandat pour agir.

Retour de l'élément perturbateur des droits de douane : l'administration Trump a annoncé de nouveaux droits de douane de 10% à 12,5% à compter du 25 juillet sur les produits de près de 60 partenaires commerciaux (86 si l'on compte les membres de l'UE individuellement), invoquant une protection insuffisante contre le travail forcé. Ces droits de douane remplaceront le droit universel de 10% prévu à la section 122 (expiré le 24/7 et mis en place après l'invalidation, par la Cour suprême, de la plupart des droits de douane imposés en 2025). Les aliments, l'énergie et les produits soumis à des droits spécifiques à certains secteurs en sont exemptés. Le taux effectif qui en résulte reste pratiquement inchangé pour la plupart des pays (et il est plus bas en termes absolus pour la Belgique et l'Italie, et en termes relatifs pour la plupart des pays européens). Le Canada est menacé d'un droit de douane de 50% sur 5% de ses exportations vers les États-Unis, dans un



délai de 30 jours, tandis qu'un nouveau droit de douane de 100% sur les médicaments génériques devrait entrer en vigueur en août 2028 (il passerait à 200% en août 2029 pour les fabricants qui ne délocaliseraient pas leur production aux États-Unis). Le président Trump a également brandi la menace de droits de douane supplémentaires à l'encontre de l'UE en représailles aux récentes amendes « contraires à l'éthique » infligées à des entreprises technologiques américaines. Il a par ailleurs annoncé son intention de réduire les droits de douane sur les importations d'aluminium brut afin de diminuer les coûts des intrants pour l'industrie américaine de la défense.

JAPON

Les annonces de soutien ne parviennent pas à endiguer la dépréciation du yen. La parité USD/JPY a atteint un nouveau plus bas depuis 40 ans à 163,99, alors que le ministère des Finances et des responsables de la Banque du Japon ont menacé d'intervenir de nouveau. La BoJ a signalé qu'elle pourrait relever les taux plus rapidement que ne le prévoit le consensus, la faiblesse persistante du yen accroissant l'inflation. Celle-ci a rebondi à 1,7% a/a en juin (+0,2 pp) : la réduction des subventions gouvernementales a réduit la déflation énergétique. Cela dit, l'inflation sous-jacente a encore ralenti de 0,1pp (à 1,6%, son plus bas niveau depuis près de quatre ans). L'activité est restée soutenue en juillet grâce à la production manufacturière (56,1 ; +1,8 m/m, plus haut niveau depuis février 2024). Le PMI composite a légèrement progressé (53,1, +0,3 point) alors que le PMI services a reculé (51,9 ; -0,3 m/m). La BoJ devrait maintenir son taux directeur inchangé lors de sa réunion du 31 juillet, après une hausse à 1% en juin (notre scénario table sur une nouvelle hausse en octobre).

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

ASIE

Chine : Restrictions aux exportations vers des entités de l'UE et « carton jaune » donné par les États-Unis. Pékin a ajouté 14 entreprises de l'Union européenne à sa liste d'entités soumises à des restrictions, leur interdisant immédiatement l'accès à des biens chinois à double usage civil et militaire, en représailles aux sanctions de l'UE. Par ailleurs, le rapport semestriel du Trésor américain sur les devises a critiqué la Chine pour son « manque relatif de transparence » en matière de gestion de son taux de change, sans toutefois aller jusqu'à la qualifier de « manipulatrice » de sa monnaie.

Indonésie : La Banque d'Indonésie a maintenu son taux directeur inchangé à 5,75%. Bien que les pressions à la baisse sur la roupie restent fortes (le taux de change approche le seuil des 18 000 IDR pour 1 USD), la Banque centrale a estimé que des mesures ciblées visant à attirer les entrées de capitaux et à soutenir la roupie seraient plus efficaces que des hausses de taux. La démission inattendue du gouverneur de la Banque d'Indonésie, Perry Warjiyo, a ravivé les inquiétudes quant à l'indépendance de la Banque centrale et la continuité de sa politique. Cela accroît l'incertitude sur l'évolution du sentiment des investisseurs, de la roupie et des marchés financiers indonésiens jusqu'à la nomination d'un successeur crédible.

Corée du Sud : La croissance du PIB réel est restée solide au T2 à 3,7% en glissement annuel (après 3,8% au T1). Les exportations continuent de progresser rapidement et l'essor du secteur technologique a des répercussions positives sur le reste de l'économie.

EUROPE, MOYEN-ORIENT ET AFRIQUE

Hongrie : Nouvel assouplissement de la politique monétaire. Comme prévu, la Banque centrale a abaissé son taux directeur de 25 points de base, à 5,75%. Depuis le début de l'année, le taux directeur a été réduit de 75 pb au total. Les déclarations de la Banque centrale laissent entrevoir une nouvelle baisse en août. L'inflation modérée (1,7% en g.a. en juin) et la récente appréciation du forint offrent une marge de manœuvre pour assouplir la politique monétaire.

Turquie : Statu quo monétaire. La Banque centrale (CBRT) a maintenu son taux directeur inchangé à 37% conformément aux attentes du marché. La fourchette des taux d'intérêt (limite inférieure à 35,5%, limite supérieure à 40,0%) est également restée inchangée. Dans l'ensemble, le communiqué du Comité de politique monétaire reconnaît un ralentissement de l'activité, mais apparaît plus préoccupé par l'inflation que par la croissance, et il ne semble pas prêt à signaler le début d'un cycle d'assouplissement.

Afrique du Sud : Inflation et décision de politique monétaire surprises. L'inflation est passée de 4,5% en g.a. en mai à 5,0% en juin, dépassant les prévisions du consensus. L'inflation sous-jacente a atteint 4,1%, son plus haut niveau depuis deux ans. Pourtant, la Banque centrale a maintenu son taux directeur à 7% le 23 juin, alors qu'une hausse de 25 pb était largement attendue.

AMÉRIQUE LATINE

Argentine : Amélioration du rating, mais indicateur d'activité médiocre. Moody's a relevé la note de l'Argentine d'un cran, la portant à B3 (contre Caa1) avec une perspective positive. Les trois principales agences de notation classent désormais l'Argentine au-dessus de la catégorie « *highly distressed* ». Dans le même temps, l'indicateur mensuel du PIB réel s'est contracté de 0,5% en glissement mensuel en mai, pour le 2^e mois consécutif. En g.a., il n'a progressé que de 0,2%, bien en deçà de l'estimation médiane de 2,5% des économistes interrogés par Bloomberg. L'agriculture et l'exploitation minière ont tiré la croissance en g.a., tandis que l'industrie manufacturière et le commerce de détail ont reculé.

MATIÈRES PREMIÈRES

Les cours du pétrole sont restés stables d'une semaine sur l'autre après une semaine marquée par la volatilité. Les cours du Brent ont franchi la barre des 100 dollars par baril la semaine dernière, les exportations de pétrole du Moyen-Orient ayant été fortement limitées par la situation géopolitique. Le niveau historiquement bas des stocks stratégiques américains et des stocks commerciaux de l'OCDE accentue la pression sur le marché. **La pause dans le conflit entre les États-Unis et l'Iran au cours du week-end dernier a entraîné une forte baisse des prix ce lundi 27**, à 90 dollars le baril à l'ouverture.

Quant au gaz, les indices de référence européens (TTF) ont connu une forte volatilité : ils ont atteint la semaine dernière leur plus haut niveau depuis janvier 2023 (64 euros/MWh) avant de chuter brutalement ce lundi 27. Les perspectives à court terme d'une reprise des exportations de GNL du Golfe se détériorent, tandis que l'intensification de la concurrence entre les marchés européen et asiatique entraîne une hausse des prix. Depuis la mi-juillet, les prix du TTF et du JKM (l'indice de référence du marché asiatique) ont augmenté respectivement de 10% et 29% (par rapport aux cours du lundi 27).

