

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

## MONDE/COMMERCE

**Dans l'attente des annonces américaines sur les droits de douane.** Les 90 jours de suspension des tarifs réciproques expireront le 9 juillet. D. Trump a annoncé la notification des tarifs applicables à plusieurs pays, allant de 10 à 70%, dès le 4 juillet, avec une entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> août. Le Vietnam et les États-Unis seraient parvenus à un accord commercial bilatéral : les droits de douane « réciproques » appliqués par les États-Unis s'élèveraient à 20% sur les biens vietnamiens et à 40% sur les biens « *Made in China* » transitant par le Vietnam (le « *Made in China* » reste à définir) ; et le Vietnam réduit ses taxes à 0% sur ses importations de biens américains. L'Union européenne envisagerait un accord commercial avec les États-Unis : elle pourrait accepter un tarif douanier de base de 10% sur les importations en provenance de l'UE, en échange notamment d'exemptions de tarifs sectoriels (position soutenue par l'Allemagne). **Chine/UE** : la Chine a décidé d'imposer des droits *antidumping* sur le brandy européen pour une durée de cinq ans, une mesure qui s'inscrit dans la montée récente des tensions entre les deux blocs économiques. Des exemptions sont prévues pour les producteurs qui s'engageraient sur un prix minimal à l'importation, dont les principaux producteurs de Cognac.

## ÉCONOMIES AVANCÉES

### ÉTATS-UNIS

**« Belle » loi budgétaire et beau marché du travail** : la *One, Big, Beautiful Bill* a été adoptée par le Congrès. Le texte élargit les dispositions non permanentes du *Tax Cuts and Jobs Act* de 2017. La loi inclut également des coupes dans Medicaid, le retrait du crédit d'impôts pour les véhicules électriques et le relèvement du plafond de la dette (+USD 5 000 mds). Les créations d'emplois salariés sont très supérieures aux attentes (147k, consensus ; +111k) en juin, mais le résultat mensuel du secteur privé est le plus faible depuis octobre. Le taux de chômage se réduit à 4,1% (-0,1pp). Les enquêtes ISM progressent en juin. L'indice manufacturier atteint 49,0 (+0,5pp) et l'indice non manufacturier revient en zone d'expansion (50,8, +0,9pp). Le *GDP Now* de la Fed d'Atlanta recule pour le T2 (de +2,9% à +2,5% en rythme annualisé). **Un allègement des exigences de solvabilité pour l'autonomie** : Les exigences de fonds propres pondérés des risques de certaines grandes banques américaines diminueront à partir du 1<sup>er</sup> octobre prochain à la suite des résultats des derniers tests de résistance de la Fed. En moyenne, l'exigence *Common Equity Tier 1* des huit banques d'importance systémique pourrait diminuer d'environ 60 à 100pb selon la méthodologie retenue, en partant de 11,54% actuellement. La Fed communiquera les exigences définitives d'ici le 31 août. *À venir* : *NFIB* (mardi).

### ZONE EURO / UE

**L'inflation reste sous contrôle.** La hausse des prix à la consommation s'est légèrement renforcée en juin, à 2,0% (1,9% en mai), tandis que les prix à la production ont ralenti de 0,6% a/a à 0,3% a/a en mai. Les anticipations d'inflation médianes des ménages ont baissé à 2,8% en mai. Le taux de chômage est remonté en mai (+0,1 pp à 6,3%), tiré par une révision méthodologique en Italie. Les ratios d'endettement des ménages et des entreprises non financières ont de nouveau reflué au T1 2025 (respectivement à 81,7% du revenu disponible brut et 67,3% du PIB en termes consolidés). Les ventes au détail ont reculé de 0,7% m/m en mai. En préambule au Forum de Sintra (30 juin-2 juillet), **la BCE a dévoilé une mise à jour de sa stratégie de politique monétaire** (cf. *notre éditorial*). D'après les minutes de la réunion de politique monétaire de juin, les membres du conseil de la BCE ont tous voté (sauf un gouverneur) pour la **baisse de 25 pb des taux directeurs**. **La croissance de l'encours des crédits bancaires tend à se stabiliser en zone euro** (+2,8% sur un an en mai 2025). Les crédits aux ménages ont augmenté dans la fourchette basse des évolutions observées historiquement (+2,0%). Les encours de crédits à l'habitat ont encore enregistré une légère accélération sur un an (+2,0% en mai 2025), tandis que l'encours des crédits à la consommation, stable entre avril et mai, restait dynamique sur un an (+4,3%). La croissance sur un an des encours de crédits aux entreprises s'est légèrement repliée (+2,5%). Le taux des crédits aux entreprises et celui des crédits aux particuliers sont généralement orientés à la baisse en mai, sauf certains taux fixes longs.

### ALLEMAGNE

**Les indicateurs conjoncturels continent de s'améliorer.** L'inflation s'est établie à 2% a/a en juin (contre 2,1% en mai). Le taux de chômage est resté stable en mai, à 3,7%. La moyenne sur six mois des commandes à l'industrie se redresse un peu et atteint son plus haut niveau depuis le début de l'année, à 86,6. Les évolutions restent toutefois minimales en 2025 : la demande intérieure de la zone euro affiche la hausse la plus marquée, tandis que la demande hors zone euro reste stable. En parallèle, la commission sur le salaire minimum a validé deux revalorisations du SMIC, qui passerait de EUR 12,82 actuellement à EUR 13,90 en 2026, puis à EUR 14,6 en 2027 (l'accord de coalition visait EUR 15 dès 2026).

### FRANCE

**La production manufacturière s'est contractée de 1% m/m en mai 2025.** Cela s'explique probablement par une baisse des heures travaillées (si le nombre de jours ouvrés en mai a été proche de celui de 2024, le nombre de ponts a été plus élevé). Les nouvelles immatriculations se sont repliées de 8% a/a au 1<sup>er</sup> semestre. La Cour des Comptes a publié son rapport annuel sur les finances publiques. Elle souligne le rôle de la croissance des dépenses publiques et des hypothèses trop optimistes en termes de croissance économique et de recettes dans le décalage entre cibles et exécutions budgétaires en 2023-24. Elle alerte également sur le risque que la croissance et les recettes déçoivent de nouveau en 2025, et sur le fait que l'ajustement repose surtout sur des hausses de recettes (pour moitié exceptionnelles), et donc que les efforts en termes de dépenses restent devant nous.

### ITALIE

**Le PMI composite reste en zone d'expansion mais ralentit en juin** (51,1 ; -1,4 pt m/m) : la croissance de l'activité dans le secteur des services (52,1 ; -1,1 pt) est moindre et l'activité dans l'industrie (48,4 ; -0,8pt) se détériore. L'inflation harmonisée s'est stabilisée à 1,7% a/a en juin et l'inflation sous-jacente à 1,9%. Le taux de chômage augmente en mai (+0,4pp à 6,5%). Le volume des ventes au détail se détériore [-0,9% a/a et -0,5% m/m (contre -0,1% a/a et +0,6% m/m en avril)]. *À venir* : *production industrielle pour le mois de mai* (jeudi).



## ESPAGNE

**Le climat des affaires s'améliore encore.** Le PMI composite augmente en juin (+0,7 pt à 52,1) du fait d'une amélioration dans les services (51,9 ; +0,6 pt) et l'industrie (51,4 ; +0,9 pt). L'inflation préliminaire s'est établie à 2,2% en juin (+0,2pp m/m) en raison d'un effet de base sur les prix des carburants et d'une hausse des prix de la composante alimentaire. L'inflation sous-jacente ralentit à 2,1% (-0,1pp). Le marché du travail se porte bien, le taux de chômage diminue (10,8% en mai ; -0,1pp m/m) et le nombre d'affiliés à la sécurité sociale augmente (+2,2% a/a en juin ; à 21,9 millions de personnes).

## ROYAUME-UNI

**Tensions sur le marché du Gilts.** La crainte d'une éviction de Rachel Reeves du poste de Chancelière de l'Échiquier a fait se décrocher, le 2 juin, le marché obligataire (+25 pb sur le 30 ans, +16 pb sur le 10 ans). Keith Starmer a depuis réaffirmé son soutien à sa ministre, ce qui a provoqué un recul partiel des taux. L'indice PMI composite final ressort au-dessus du flash (52 contre 50,3 en mai) avec une révision à la hausse dans les services (52,8). L'indicateur manufacturier progresse à 47,7 (46,4 en mai). Les nouvelles immatriculations automobiles ont progressé de 6,7% a/a en juin. L'indice des prix immobiliers recule de 0,8% m/m en juin mais progresse de 2,1% a/a selon Nationwide et 2,5% a/a selon Halifax. Le volume des nouveaux crédits à l'habitat (hors renégociations) a atteint GBP 2,1 mds en mai, en hausse par rapport à avril. *À venir : l'enquête RICS (juillet) dans l'immobilier, l'estimation mensuelle du PIB et de la production industrielle pour mai, la revue de stabilité financière de la BoE.*

## JAPON

**Résistance du climat des affaires.** L'enquête Tankan est stable au niveau agrégé au T2. Le sentiment et les perspectives des grandes entreprises manufacturières surprennent à la hausse (+1 point t/t) en dépit des tensions commerciales. Des projets d'investissement solides compensent les projections de ventes en baisse à l'étranger.

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES

**Évolutions différenciées des indices PMI du secteur manufacturier en juin.** Les indices PMI restent en dessous du seuil de 50 dans 75% des cas pour l'indice d'ensemble, et 80% pour les sous-indices sur les carnets de commandes à l'exportation. Les indices résistent plutôt bien dans les principaux pays d'Asie, contrairement aux pays d'Europe centrale, la Turquie et les pays d'Amérique latine. On observe ainsi une forte progression de l'opinion sur l'évolution future des carnets de commandes à l'exportation en Inde (de 56,9 en mai à 60,6 en juin) et, au contraire, une forte détérioration en Pologne (de 47,3 à 41,5) et au Brésil (de 49,2 à 41,1).

**Dans les pays de l'ASEAN, les PMI manufacturiers du mois de juin signalent une contraction de l'activité** en Indonésie, en Malaisie et au Vietnam (PMI à 46,9, 49,3 et 48,9, respectivement) et des commandes toujours en baisse. L'activité est restée plus solide en Thaïlande et aux Philippines.

**Dans les pays du Golfe, les PMI (activité hors pétrole) restent solides en juin** en Arabie Saoudite (57,2) et aux Émirats Arabes Unis (53,5) malgré le pic de tensions régionales. En revanche, l'indice se dégrade à Dubaï à 51,8 (contre 52,9 en mai). L'essentiel de cette baisse s'explique par la chute de l'activité du tourisme, dont l'indice est repassé en dessous de 50 pour la première fois depuis mars 2021. L'accord de cessez-le-feu pourrait permettre une reprise dans les mois à venir.

## POLOGNE

**Baisse surprise du taux directeur.** Contre toute attente, la Banque centrale de Pologne a réduit son taux directeur de 25 pb à 5,00%, encouragée par le reflux de l'inflation depuis le début de l'année (à 4,1% a/a en juin contre 4,0% a/a en mai et 4,9% a/a au T1 2025). Les prévisions d'inflation de la Banque centrale ont été revues à la baisse pour 2025 et 2026 et se rapprochent davantage de leur objectif cible de 2,5% (avec une marge de fluctuation de +/-1%). De nouvelles baisses de taux sont à prévoir dans l'année.

## THAÏLANDE

**La situation politique reste instable.** La première ministre Paetongtarn Shinawatra a été suspendue de ses fonctions par la Cour constitutionnelle le 1<sup>er</sup> juillet à la suite d'un appel téléphonique fuité avec l'ancien leader cambodgien Hun Sen. Elle dispose de 15 jours pour préparer sa défense. Si la Cour constitutionnelle tranchait en sa défaveur, la première ministre serait destituée définitivement. La coalition au pouvoir est fragilisée après le retrait du parti Bhumjaithai (à la suite des révélations sur la première ministre) ; elle ne serait plus composée que de 245-250 députés fiables sur les 500 députés au parlement. L'instabilité politique pèse sur les réformes économiques et les investissements étrangers. En 2024, les entrées nettes d'IDE en Thaïlande ont atteint 1,9% du PIB (alors qu'ils s'élevaient à 4,2% du PIB au Vietnam, par exemple).

## MATIÈRES PREMIÈRES

**Pessimisme des producteurs de pétrole américains.** Selon une enquête de la Fed de Dallas, 47% des dirigeants du secteur pétrolier texan interrogés (environ 50% de la production américaine totale) anticipent une réduction du nombre de forages actifs en 2025. Pour 32%, une hausse des droits de douane sur l'acier (à 50%) réduirait le nombre de forages actifs ; pour 70%, la stabilisation du prix du pétrole (référence WTI) à 60USD/b dans les 12 prochains mois (68USD/b en moyenne depuis le début de l'année) impliquerait une réduction de leur production.

**Indifférence des marchés à l'annonce d'une hausse surprise de production des pays de l'OPEP+ pour le mois d'août.** Le cartel a annoncé augmenter sa production de 548 kb/j (+411 kb/j lors des 2 précédentes hausses) afin de profiter des conditions de marché favorables. La demande de pétrole est traditionnellement élevée durant les mois d'été, et les stocks américains de brut (hors réserves stratégiques) sont actuellement à leur plus bas depuis 5 ans pour cette période de l'année. Le cours du Brent est resté quasi-stable à l'ouverture ce lundi. La mise sur le marché d'une quantité équivalente de brut en septembre prochain permettrait au cartel de conclure son programme de hausse de production avec un an d'avance.

