

A dramatic black and white photograph of a sailboat with its sails up, navigating through rough, churning waves. In the background, several wind turbines are visible against a dark, overcast sky. A red ribbon graphic is in the top left corner.

PREVISIONS ECONOMIQUES

MONDE

2026

**L'ANNÉE DE TOUS
LES DANGERS**

LES POINTS CLÉS 2026

Monde en 2026, légèrement supérieure à 3 %, la croissance mondiale serait résiliente au regard des nombreuses turbulences géopolitiques et commerciales en cours. Cette croissance serait notamment entretenue par un soutien monétaire et budgétaire en Allemagne et aux Etats-Unis. Les aléas sur ces chiffres sont encore nombreux et demeurent baissiers (notamment géopolitiques, commerciaux, politiques, financiers et climatiques)

Chine le ralentissement tendanciel de la Chine se poursuivrait alors que le pays fait face aux difficultés prolongées du secteur immobilier, à la faiblesse de la demande interne ainsi qu'aux secousses induites par la politique commerciale de Donald Trump. Néanmoins, sur le front extérieur, la Chine renforce nettement ses parts de marché, profitant de sa montée en puissance technologique et d'une déflation interne qui renforce sa compétitivité prix

Etats-Unis l'activité américaine ralentirait modérément au tournant de l'année avant de se raffermir à partir de l'été. La résistance de la demande interne se fait toutefois au prix d'une baisse du taux d'épargne et d'une polarisation croissante des revenus qui interrogent sur la pérennité de cette dynamique

Fed face au ralentissement modéré du marché du travail et avec un biais un peu plus accommodant, la banque centrale américaine poursuivrait la baisse de ses taux directeurs jusqu'à atteindre [2,75-3,00 %]

Zone euro la reprise se matérialise mais les perspectives restent modestes, pénalisées par les incertitudes, internationales et domestiques, et par un net recul de parts de marché internationales. Les plans allemands se déploieraient lentement et leurs effets seraient timides en 2026

France la croissance serait portée par la reprise de la demande intérieure, qui resterait en sous-régime, pénalisée par l'instabilité politique, qui connaîtrait un nouveau pic fin 2026, lors du débat autour du PLF 2027, à l'approche de l'élection présidentielle

BCE la BCE procéderait à une nouvelle baisse des taux en milieu d'année, en raison d'une inflation largement sous la cible de 2 % au premier semestre. Le taux de dépôt serait alors de 1,75 %. En parallèle, la BCE poursuivrait la réduction de son bilan même si un assouplissement du programme n'est pas à exclure

Euro les vents contraires qui pèsent sur le dollar américain devraient perdurer. La monnaie unique poursuivrait ainsi sa hausse vers 1,22 \$ au premier semestre 2026

Royaume-Uni la croissance du Royaume-Uni diminuerait à +1,1 % en 2026, après + 1,4 % en 2025. L'activité serait toujours freinée par la faiblesse du commerce extérieur britannique malgré un léger redressement de la consommation des ménages. Du côté de l'inflation, les pressions sur les prix à la consommation s'atténueront en 2026, alors que le marché du travail ralentira. Dans ce contexte, la Banque d'Angleterre poursuivrait ses baisses de taux au premier semestre

Taux aux Etats-Unis et en Zone euro, les taux à long terme resteraient sur des niveaux élevés, l'adoption de politiques budgétaires expansives débouchant sur des programmes d'émission obligataires élevés et la diminution du bilan de la BCE tireraient les rendements à la hausse

Actions les marchés actions poursuivraient leur progression en 2026 (+7 % pour les indices américains et européens). Les entreprises cotées bénéficieraient de la transmission des baisses des taux directeurs de la Réserve fédérale américaine et de la Banque centrale européenne dans l'économie réelle. Néanmoins, la très forte valorisation des indices milite pour une progression limitée mais saine cette année



SOMMAIRE

01 2025 EN 4 GRAPHIQUES p04

02 ZOOM CLIMAT p06

2025 une année de recul pour le climat

03 PREVISIONS GLOBALES 2026 p12

2025, l'activité déformée par l'incertitude commerciale
2026, une légère amélioration de l'activité mondiale p12

Encadré Matières premières 2026

Zoom Pétrole p16

Zoom Gaz p19

Zoom Or p21

Encadré Réforme des fonds de pension néerlandais p22

04 LES RISQUES p23

Les risques entourant ce scénario

ECRIT PAR LES ÉCONOMISTES DE LA SALLE DES MARCHÉS
DONNÉES ARRÊTÉES AU 7/01/2026

FORMAT VIDÉO
PRÉVISIONS MONDE



Paul CHOLLET
Chef Economiste
02 98 00 46 70
paul.chollet@arkea.com



Julien LECUMBERRY
Economiste Senior
02 98 00 27 66
julien.lecumberry@arkea.com



Rodrigue MEAR
Economiste Senior
02 98 00 36 62
rodrigue.mear@arkea.com



Pierre BOSSUET
Economiste
02 98 34 96 90
pierre.bossuet@arkea.com

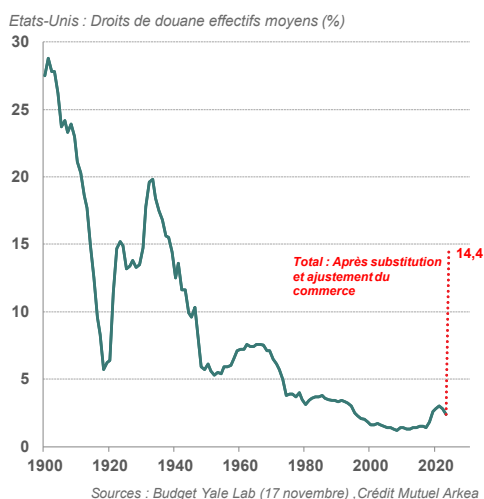
2025

EN 4 GRAPHIQUES

DONALD TRUMP MODIFIE LES RÈGLES DU COMMERCE INTERNATIONAL

Arrivée à la tête des Etats-Unis pour un second mandat en janvier 2025, Donald Trump va plus loin que lors de son premier passage à la Maison Blanche (2016-2020) en instaurant des droits de douane sur l'ensemble des secteurs d'activité et à tous ses partenaires commerciaux. **Le 2 avril, nommé « Liberation day », entrera probablement dans l'Histoire**, en marquant un virage commercial ramenant les tarifs douaniers américains au niveau de la fin du 19e siècle. Bien qu'attendue, l'ampleur de cette décision a provoqué une panique sur les marchés financiers. En quelques jours, les marchés actions et obligataires, américains et mondiaux, ont connu un ajustement baissier brutal, qui a finalement conduit Donald Trump à revenir sur sa décision initiale. Il a alors négocié des accords commerciaux bilatéraux avec tous les pays de la planète. Au final, les tarifs douaniers demeurent extrêmement élevés et auront **des conséquences durables sur la confiance des partenaires des Etats-Unis**. L'Union européenne s'est ainsi accordée le 27 juillet sur des tarifs de 15 % pour l'immense majorité des produits exportés vers les Etats-Unis (contre 2,5 % en janvier 2025). L'accord signé à Turnberry, en Ecosse, peut apparaître comme inéquitable. La Commission européenne a consenti à abolir les droits de douane sur l'ensemble des produits industriels en provenance des États-Unis. De plus, elle s'est engagée à faciliter l'accès au marché européen, en réduisant les taux de droits de douane ou en augmentant les quotas d'importation pour certains produits américains agricoles et de la mer. En outre, l'Union européenne s'est engagée à acquérir pour 250 Md\$ de produits énergétiques chaque année durant les trois prochaines années, tout en prévoyant d'investir 600 Md\$ sur le territoire américain.

Graphique A les tarifs douaniers américains atteignent un niveau record depuis 1940

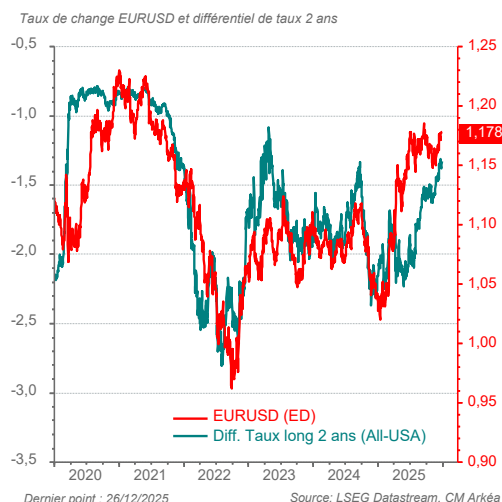


LE DOLLAR N'EST PAS ÉPARGNÉ PAR L'IMPRÉVISIBILITÉ DE DONALD TRUMP

La nouvelle posture de l'administration américaine a **modifié le comportement des investisseurs vis-à-vis des actifs américains**. Jusqu'alors, la prime de risque souveraine associée était en effet considérée comme quasi nulle en raison du poids et du rôle des Etats-Unis dans l'économie mondiale. Depuis le 2 avril, la baisse du dollar participe à la mise en œuvre d'une réévaluation du risque américain. Sur cette semaine de forte volatilité, le dollar et les bons du Trésor américain n'ont par exemple pas fait office de valeur refuge.

Pire, face à l'euro, la dépréciation du billet vert n'a pas été l'unique reflet de l'évolution du différentiel de taux à 2 ans entre les deux économies (cf. graphique), mais a connu une série d'arbitrages défavorables en avril. Ainsi en 2025, l'euro s'est apprécié de 14 % face au dollar, marquant sa meilleure performance annuelle depuis 2003. Conséquence de cette dynamique, l'euro s'est également fortement apprécié face au yuan (+9 %). En effet, cette devise demeure pilotée par la banque centrale chinoise (PBoC) pour ne pas fluctuer significativement face au dollar, notamment lors des épisodes de dépréciation de la monnaie américaine.

Graphique B en 2025 face à l'euro, l'évolution du dollar n'est pas l'unique reflet du différentiel de taux à 2 ans



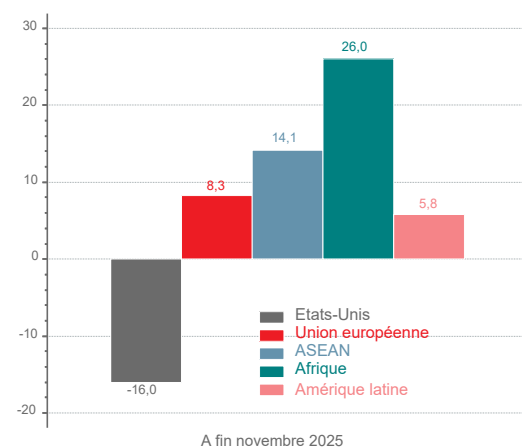
FACE À LA MONTÉE DU PROTECTIONNISME AMÉRICAIN, LES SURCAPACITÉS CHINOISES TROUVENT DE NOUVEAUX DÉBOUCHÉS

Donald Trump a imposé à la Chine des droits de douane fluctuants en 2025. Ils sont ainsi passés de 20,7 % le 1er janvier, à 135 % le 10 avril, puis à 47,5 % en novembre. Cette incertitude tarifaire a poussé les entreprises chinoises à trouver de nouveaux débouchés, car les exportations vers les Etats-Unis (premier partenaire commercial de la Chine, représentant 13 % des exportations en 2023) ont baissé en valeur de 16 % sur un an à fin novembre. Le premier d'entre eux aurait pu être le consommateur chinois, mais celui-ci demeure particulièrement prudent face à l'ajustement en cours du secteur immobilier.

Dès lors, demeurant la principale force de la Chine, les exportations se réorientent (cf. graphique C). Les entreprises chinoises bénéficient d'une compétitivité très élevée tant du côté de la valeur ajoutée des produits (hors-prix) que des prix pratiqués. L'affaiblissement du yuan constitue une force additionnelle. Finalement, en novembre 2025 et sur un an, l'excédent commercial chinois a battu un nouveau record en valeur en atteignant 1 185 Md\$ (6 % du PIB chinois, contre 3 % en 2019 et un précédent point haut à 7 % en 2007).

Graphique C l'excédent commercial chinois bat des records malgré le recul des exportations de biens vers les Etats-Unis

Chine : Exportations de biens par pays (Cumul 12 mois en \$, YoY)



ernier point : nov. 25

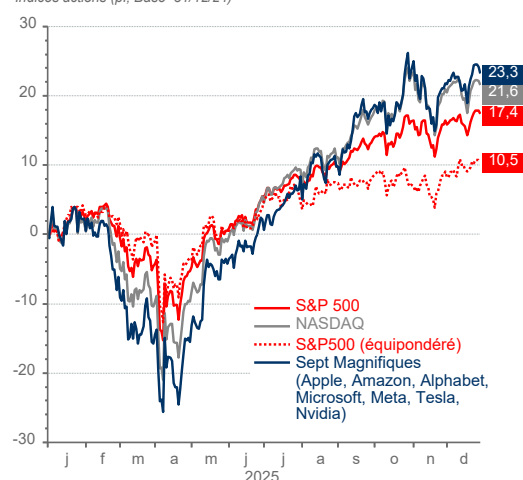
Source: LSEG Datastream, China Customs, CM Arkéa

L'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE CONTRIBUE À L'ACTIVITÉ MONDIALE ET PEUT ÊTRE À CERTAINS EXCÈS

Le développement de l'intelligence artificielle (IA) s'est accéléré en 2025. En décembre, Christine Lagarde a mentionné que la reprise de l'investissement dans la zone euro était en partie portée par l'IA. Aux Etats-Unis, la contribution à la croissance des dépenses en informatique et logiciels atteint des niveaux records. En Chine, les modèles d'IA développés en sources ouvertes viennent concurrencer les modèles fermés américains (DeepSeek, Qwen ou Kimi) et mettent en avant les difficultés auxquelles pourraient faire face les investisseurs dans les prochains mois. Pour autant, l'IA génère de l'espoir, et est portée par des Etats confrontés au **besoin de renforcement de leur souveraineté numérique, dans un contexte géopolitique fragile et face à une dynamique démographique en cours de renversement**. Ces espérances conduisent à une envolée de la valorisation des acteurs du secteur, au risque d'alimenter la formation d'une bulle. En 2025, pour la 3e année consécutive, la capitalisation des entreprises cotées du Nasdaq (indice composé uniquement de valeurs technologiques, notamment liées à l'IA, contrairement à l'indice généraliste S&P 500) continue de progresser à un rythme nettement supérieur à 20 %. Depuis 2023, la progression de l'indice excède 125 %, une progression inédite. Les besoins de financement des grandes entreprises de l'IA vont exploser dans les prochaines années et nécessitent d'être surveillés. Une rapide remontée des taux d'emprunt, dans un contexte de tensions déjà fortes sur les rendements des dettes souveraines des pays les plus endettés de la planète (Etats-Unis, Japon, Royaume-Uni, France, etc.), pourrait par exemple fragiliser les secteurs les plus consommateurs de capital comme l'IA.

Graphique D évolutions des marchés actions américains

Indices actions (pl, Base=31/12/24)



ernier point : 29/12/2025

Source: LSEG Datastream, CM Arkéa



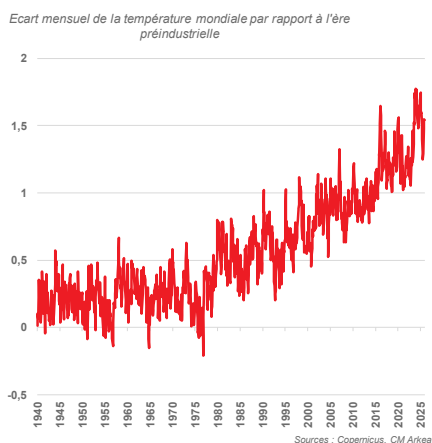
PARTIE 1

CLIMAT, 2025 UNE ANNÉE DE RECU POUR LE CLIMAT

LA CHINE NOUVEAU LEADER SUR LE CLIMAT

Malgré une urgence climatique scientifiquement établie et l'annonce du renforcement de plusieurs cibles pour 2040, voire 2050, **l'année écoulée marque un recul des ambitions climatiques mondiales à court terme. Il reflète à la fois un tournant idéologique lié à l'arrivée de Donald Trump à la Maison-Blanche et des arbitrages contraints par des impératifs de compétitivité ou de réorientation des finances publiques.** Selon le service européen Copernicus¹, 2025 figure parmi les trois années les plus chaudes jamais enregistrées, avec une température moyenne globale d'environ +1,5 °C par rapport à la période préindustrielle (1850-1900, cf. graphique 1). Un seuil, inscrit dans l'Accord de Paris (ratifié en 2015), à partir duquel les scientifiques anticipent notamment le risque d'une perte irréversible de certains écosystèmes, tels que les coraux, les glaciers, la banquise et le permafrost. Le réchauffement climatique a un coût qui progresse tendanciellement chaque année. En 2024, l'Agence européenne pour l'environnement l'a chiffré à 0,2 % du PIB de l'UE (40 Md€).

Graphique 1 en 2025, le réchauffement planétaire franchit une nouvelle fois le seuil de 1,5 degré fixé lors des accords de Paris en 2015

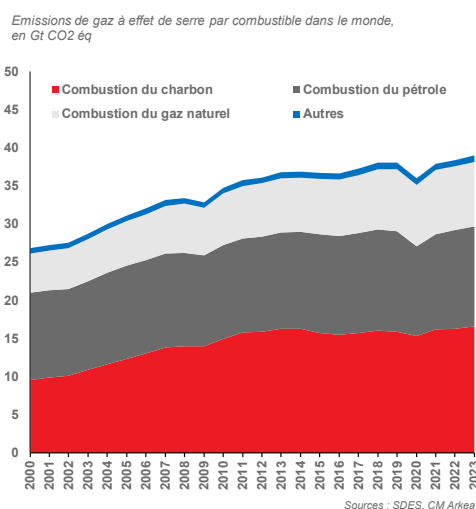


Sur le plan des émissions, les estimations du Global Carbon Project indiquent que les émissions mondiales de CO₂ issues des combustibles fossiles atteignent environ 42,2 gigatonnes (GtCO₂) en 2025, un niveau historiquement élevé plus de dix ans après la signature des accords de Paris sur le climat et de la mise en place de politiques climatiques internationales² volontaristes mais insuffisantes.

Ainsi, le budget carbone restant pour conserver une probabilité raisonnable de limiter le réchauffement à +1,5 °C d'ici 2100 est estimé à environ 170 GtCO (équivalent à quatre années d'émissions au rythme actuel). Ces chiffres illustrent l'ampleur de l'écart entre les engagements politiques et la réalité physique du système climatique.

En novembre dernier s'est tenue au Brésil la COP30. Sa localisation en Amazonie lui conférait une portée symbolique majeure, soulignant le lien entre climat, biodiversité et déforestation. Cet événement planétaire a également été marqué par la présentation de nouvelles contributions déterminées au niveau national (NDC). Selon le Programme des Nations unies pour l'environnement (PNUE), même si l'ensemble des engagements annoncés étaient respectés, le monde se dirigerait vers un réchauffement d'environ +2,7 °C d'ici 2100, bien au-delà des objectifs de l'Accord de Paris³. **La COP30 confirme ainsi une tendance structurelle : si depuis dix ans les progrès sont réels, ils sont encore insuffisants au regard de l'urgence climatique (cf. graphique 2).**

Graphique 2 si depuis 2015, les émissions de gaz à effet progressent lentement au regard de la décennie précédente, le capital restant pour atteindre les objectifs fixés en 2015 n'est plus que de quatre années d'émission



¹ Copernicus Climate Change Service, Global Climate Highlights, 2025

² Global Carbon Project, Global Carbon Budget, 2025

³ PNUE / Climate Analytics, projections post-COP30, 2025.



LES ETATS-UNIS, NOUVEAU PASSAGER CLANDESTIN DU CLIMAT AU RISQUE DE SABORDER L'ENSEMBLE DES EFFORTS ACCOMPLIS

Sur le plan climatique et de la recherche, le Président Trump a adopté des positions radicales souvent qualifiées de green-bashing. Pourtant deuxième émetteur mondial de gaz à effet de serre (16% des émissions, cf. graphique 3), les Etats-Unis se sont officiellement retirés des accords de Paris en janvier 2026⁴ pour rejoindre les trois seuls autres États à ne pas avoir ratifié le traité (Iran, Libye et Yémen).

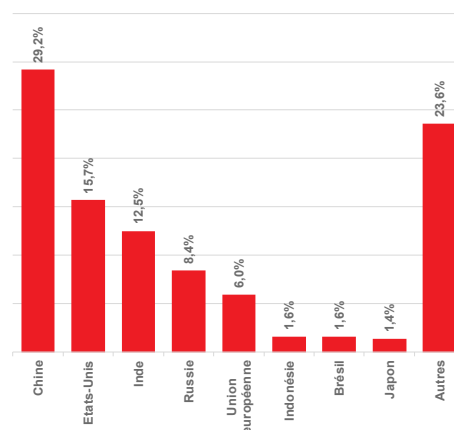
En parallèle, la Réserve fédérale a quitté le NGFS (réseau pour le verdissement du système financier) qui regroupe pourtant près de 140 banques centrales de la planète afin de soutenir la transition vers une économie durable. Pire encore, les agences fédérales à la tête de la recherche et de la réglementation sur le climat aux Etats-Unis (NASA, NOAA) subissent de fortes réductions de ressources et de périmètres d'action. **Des données essentielles à l'analyse et la prévision du dérèglement climatique mondial ne sont plus collectées, voire supprimées.**

En économie, un «passager clandestin» désigne une personne qui bénéficie d'un service ou d'un bien sans en payer le coût. Ce comportement crée des inefficacités économiques et rend difficile le maintien des politiques économiques en place.

Dans le cas du climat, **le retrait des Etats-Unis des accords de Paris ne modifie pas l'ambition du traité. Toutefois, il rend encore plus improbable l'atteinte de l'objectif** et permet par ailleurs aux Etats-Unis de bénéficier des efforts des pays encore engagés (194 pays + l'Union européenne). Pire encore, la position américaine pourrait faire effet boule de neige et saborder tous les efforts initiés depuis dix ans.

Graphique 3 la Chine, les Etats-Unis et l'Inde expliquent plus de la moitié des émissions de gaz à effet de serre mondiales

Poids de l'économie dans les émissions de gaz à effet de serre mondiales



Sources : Commission européenne, CM Arkea

⁴ La notification a eu lieu en janvier 2025 pour être effective un an plus tard



LA CHINE S'ENGAGE À RÉDUIRE SES ÉMISSIONS DE CARBONE ET ASSUME UN NOUVEAU RÔLE

La Chine demeure le premier émetteur planétaire de gaz à effet de serre (29% des émissions). Ce constat est principalement lié à la consommation de charbon du pays (énergie la plus polluante). Pourtant, forte d'une industrie verte de très haute valeur ajoutée, le pays cherche à endosser un rôle nouveau de leader, alors même que les Etats-Unis se désengagent. Pékin a aussi avancé des initiatives conjointes sur la transparence et la mesure des émissions, notamment en coopération avec la France pour améliorer les outils de suivi des émissions de méthane et de CO₂.

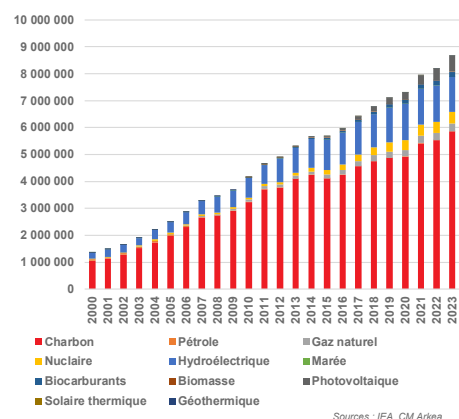
En septembre 2025, lors d'un sommet climatique de l'ONU, Xi Jinping, le Président chinois, a annoncé que la Chine visait à réduire ses émissions de gaz à effet de serre de 7 % à 10 % par rapport à leur pic d'ici 2035 (une première dans les contributions nationales chinoises sous l'Accord de Paris).

Cet objectif couvre également tous les secteurs et tous les gaz à effet de serre, ce qui marque un changement comparé aux engagements précédents centrés sur l'intensité carbone. Cet engagement a été rappelé dans le cadre du 15e plan quinquennal (2026-2030). Des orientations ont été données pour réaliser la transition vers un système énergétique propre, bas carbone, sûr et efficace et gérer plus efficacement la consommation de charbon et de pétrole.

Ces mots doivent toutefois être analysés au regard de la progression des installations de centrales à charbon dans le pays en 2024. Selon un rapport du CREA, 94,5 GW de capacité additionnelle ont été construites, représentant 93% des nouvelles capacités mondiales. Finalement, c'est la progression trois fois plus importante d'un parc neutre en émission (l'hydroélectricité, l'éolien, le solaire et le nucléaire) qui permet au pays de souligner de réels progrès. Ce parc représente 35% du mix électrique chinois.

Graphique 4 le leadership chinois ne vient pas tant de la réduction des émissions de gaz à effet de serre du pays, mais de son engagement industriel

La production d'électricité chinoise est toujours très riche en carbone bien que son poids dans le mix électrique diminue, en GWh





EN EUROPE, UN LEADERSHIP CLIMATIQUE SOUS PRESSION

En 2025, l'Union européenne demeure l'un des acteurs institutionnels les plus ambitieux sur le plan climatique. Les États membres se sont accordés sur un objectif de réduction des émissions de gaz à effet de serre de 90 % d'ici 2040 par rapport à 1990, renforçant le cadre de long terme du Pacte vert européen. Lancé en 2019, il consiste en un ensemble de mesures visant à engager l'UE sur la voie de la transition écologique, l'objectif ultime étant d'atteindre la neutralité climatique à l'horizon 2050.

Mais, après une succession de crises (sanitaire, énergétique, géopolitique), une partie de l'opinion publique européenne perçoit les politiques climatiques comme coûteuses ou contraignantes. Ensuite, la transition reste économiquement asymétrique : elle progresse rapidement dans certains secteurs (énergies renouvelables), mais beaucoup plus lentement dans d'autres, comme l'industrie lourde, l'agriculture ou les transports.

L'Europe illustre un paradoxe central de 2025 : elle reste un leader du climat, mais entre dans une phase de gestion politique de la transition, où l'objectif n'est plus uniquement la rapidité de la transformation, mais son acceptabilité sociale et économique. A cette fin, si le pacte vert européen a été renforcé à long terme, il a aussi été simplifié. Cette simplification "omnibus" est aussi justifiée par une approche différente adoptée par les États-Unis (cf. paragraphe précédent) qui soulève des questions relatives à la position concurrentielle des entreprises européennes. Le risque de ce choix est de perdre en cohérence entre les données et rapports publiés par les entreprises. Ce manque d'uniformisation pourrait rendre le financement de la transition encore plus complexe et accroître in fine les risques économiques, financiers et climatiques.

Le but affiché de la législation "omnibus" est donc de restaurer la compétitivité des entreprises européennes tout en maintenant la feuille de route pour rendre l'Europe neutre sur le plan climatique d'ici 2050.

En termes de simplification, les deux principales conséquences portent sur la directive sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité (CSDDD) et sur la directive sur la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises (CSRD).

Pour la CSDDD, qui a été conçue comme un instrument permettant de rendre les entreprises responsables des violations des droits de l'Homme et de l'environnement, l'idée fondamentale reste intacte. Si le **devoir de vigilance** se focalise toujours sur l'intégralité de la chaîne de valeur, son application se limite dorénavant aux entreprises de plus de 5 000 salariés et 1,5 Md€ de chiffre d'affaires (soit environ 1000 entreprises concernées au niveau de l'Union européenne).

Pour la CSRD, adoptée pour accroître la transparence des entreprises concernant leurs impacts environnementaux et sociaux, a révisé son cadre en excluant 80 % des entreprises de son champ d'application, restreignant ainsi les obligations de déclaration aux seules entreprises comptant plus de 1 000 salariés et 450 Mn€ de chiffre d'affaires (soit environ 10 000 entreprises concernées au niveau de l'Union européenne).

Enfin du côté du secteur automobile, les exigences de passage au tout électrique en 2035 ont également été allégées. L'objectif approuvé en 2022 visait une réduction de 55 % des émissions de CO₂ des voitures neuves d'ici 2030, par rapport aux niveaux de 1990, et une suppression totale de ces émissions d'ici 2035. À présent, les constructeurs doivent viser une diminution de 90 % des émissions de CO₂ de leurs flottes neuves d'ici 2035. Bien que les véhicules puissent encore produire des émissions, les 10 % restants devront être compensés de manière précise : soit par l'utilisation d'acier à faible teneur en carbone fabriqué dans l'Union européenne, soit en acquérant des crédits pour l'utilisation de carburants renouvelables, tels que les e-fuels et les biocarburants, dans les moteurs thermiques.



PARTIE 2

2026 : PREVISIONS GLOBALES

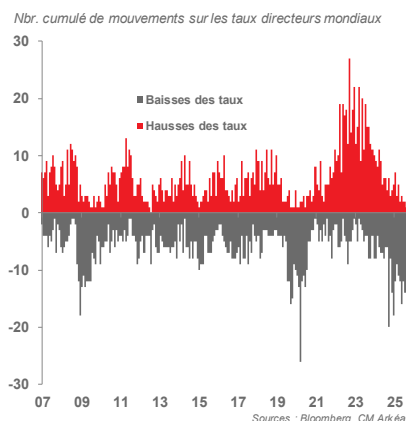
2025, L'ACTIVITÉ DÉFORMÉE PAR L'INCERTITUDE COMMERCIALE

L'année 2025 a été marquée par de nombreux bouleversements historiques. Entre remise en cause des équilibres géopolitiques et réorganisation des politiques commerciales, le retour de Donald Trump à la Maison-Blanche a été lourd de conséquences. Sans surprise, ce contexte a favorisé la volatilité sur les marchés financiers.

En 2025, la croissance mondiale s'est néanmoins maintenue autour de 3,2 %, mais demeure inférieure à la moyenne de la décennie 2010-2019. Cette performance, meilleure qu'attendue, s'explique en partie par les incertitudes liées à la politique commerciale américaine (tarifs douaniers), qui ont incité de très nombreuses entreprises à devancer leurs besoins en intrants (constitution de stocks notamment) au premier semestre. Puis, par la mise en place de ces tarifs plusieurs fois retardée et finalement sensiblement allégés en cours d'année. L'écoulement des stocks accumulés en 2025 constitue toutefois un point de vigilance pour l'activité de 2026, notamment dans l'industrie.

D'autres facteurs pèsent toujours sur la dynamique d'activité : (i) même si le cycle de désinflation s'est confirmé, les conditions monétaires sont restées restrictives une large partie de l'année, avant un assouplissement graduel (aux Etats-Unis, les taux fed funds ont été abaissés de 75 points de base (pb) à [3,50 %-3,75 %] ; en zone euro de 100 pb, le taux de facilité de dépôt est revenu à 2 %), (ii) une instabilité géopolitique qui pèse sur la confiance, (iii) la multiplication des phénomènes météorologiques extrêmes (cf. encadré climat), (iv) le ralentissement structurel de l'économie chinoise et (v) le vieillissement de la population, conjugué dans de nombreuses économies à une productivité en berne, à l'exception notable des Etats-Unis.

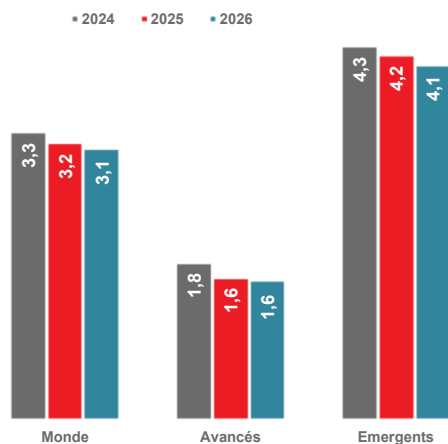
Graphique 5 globalement les politiques monétaires se sont assouplies



2026, UNE LÉGÈRE AMÉLIORATION DE L'ACTIVITÉ MONDIALE

Pour 2026, le scénario central reste celui d'une croissance mondiale proche de 3 %, portée par la poursuite de l'assouplissement monétaire, la réduction des incertitudes commerciales et, dans certaines économies, par des impulsions budgétaires plus significatives (aux Etats-Unis, et plus ponctuellement en Europe comme en Allemagne). L'enjeu principal portera encore sur la diffusion des hausses de droits de douane dans l'économie réelle et dans les prix. Les analyses disponibles suggèrent un impact inflationniste surtout concentré aux Etats-Unis et plutôt temporaire, ce qui laisserait aux banques centrales des marges de manœuvre pour poursuivre des baisses graduelles de taux. La poursuite de l'assouplissement monétaire n'empêchera toutefois pas les taux longs de demeurer sur des niveaux élevés en raison : de tensions internationales toujours importantes pouvant générer des chocs d'offre (Ukraine, Venezuela, Proche-Orient, Taïwan), de la persistance de déficits publics conséquents et l'accroissement des risques climatiques qui entretiennent des primes de terme élevées. La courbe des taux pourrait ainsi se pentifier davantage en 2026 avec une rémunération des taux courts moins élevée que celle des taux longs.

Graphique 5 projections de croissance mondiale

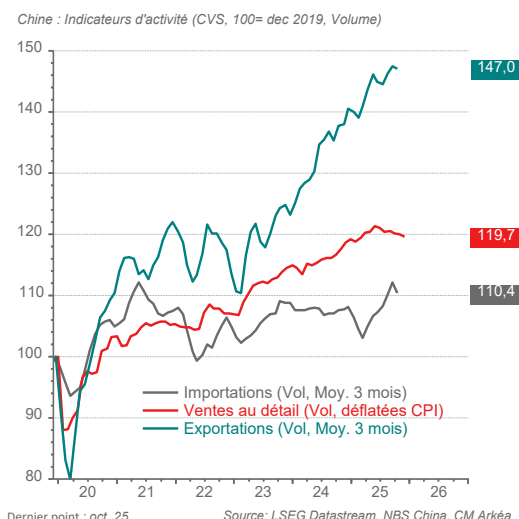


Sources : FMI, CM Arkéa

Dans le détail, la croissance américaine est attendue autour de 2,1 % en 2026 comme en 2025 (cf. focus Etats-Unis). Dans la zone euro limitée aux 4 plus grandes économies (cf. focus zone euro), la reprise resterait graduelle : 0,8 % en 2025 puis 0,9 % en 2026, avec un redressement tiré par la demande intérieure (revenus réels en hausse, bien qu'en ralentissement) mais freiné par l'incertitude et le commerce extérieur. Du côté du Royaume-Uni, la croissance diminuerait à +1,1 % en 2026, après +1,4 %. L'activité serait toujours pénalisée par la faiblesse du commerce extérieur malgré un léger redressement de la consommation des ménages (cf. focus Royaume-Uni).

En Chine, les données d'activité continuent de décrire une situation domestique dégradée, qui contraste avec le dynamisme du commerce extérieur. Sur le front extérieur, la Chine renforce nettement ses parts de marché, profitant de sa montée en puissance technologique et d'une déflation interne qui renforce sa compétitivité prix. Le revers de cette médaille est toutefois important : en interne, la crise immobilière vient pénaliser les ménages et les finances déjà détériorées des gouvernements locaux tandis que la chute des prix à la production reflète d'importantes surcapacités de production, qui mettent de nombreuses entreprises en difficulté.

Graphique 7 l'évolution comparée des exportations et de la demande interne est symptomatique des déséquilibres chinois



Cette situation met en exergue les problématiques structurelles auxquelles Pékin fait face, avec notamment d'importantes surcapacités industrielles et un endettement privé et public conséquent. Dans ce contexte, la capacité des autorités à soutenir davantage l'économie reste limitée par la nécessaire réduction des importants déséquilibres macroéconomiques du pays. Les campagnes d'austérité au niveau des gouvernements locaux et les tentatives de réduction des surcapacités industrielles nuisent à l'investissement tandis que la faiblesse des taux d'intérêt comprime les marges bancaires. Après avoir atteint 5 % en 2024, la croissance chinoise atteindrait 4,75 % en 2025, en dessous de l'objectif de 5 % des autorités. **En 2026, le ralentissement tendanciel de la Chine, sur fond de rééquilibrage de la croissance et de vieillissement de la population, se poursuivrait, avec une croissance du PIB de 4,5 %.**

Dans ce contexte, les prix de l'énergie resteraient volatils, bien que tendanciellement baissiers (cf. encadré matières premières). Le prix moyen du Brent a été de 68 \$ en 2025. Pour 2026, le marché connaîtrait une période de surabondance d'offre, inédite depuis 2015. Une nouvelle baisse des prix est ainsi attendue (55 \$ au second semestre). En effet, l'offre mondiale resterait vigoureuse et pilotée (suite à la réintroduction progressive de barils Opep+), alors que la progression de la demande demeurerait modérée. Les tensions au Moyen-Orient, au Venezuela et les aléas géopolitiques demeurent toutefois susceptibles de générer des pics temporaires sur les cours mondiaux.

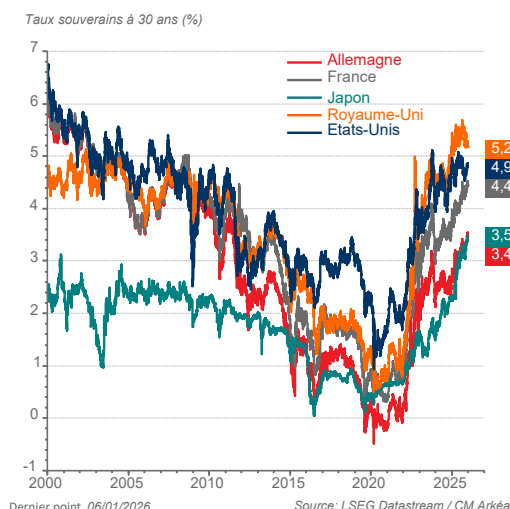


MARCHÉS OBLIGATAIRES

Du côté des marchés obligataires, les taux longs resteraient sur des niveaux élevés aux Etats-Unis, comme en zone euro. D'un côté, la diminution des taux directeurs de la Fed soulage la pression sur l'univers de taux. De l'autre, les marchés sont soumis à une pression haussière en raison de l'adoption de politiques budgétaires expansionnistes (Europe et Etats-Unis), qui déboucheront sur des émissions obligataires historiques en 2026. En zone euro, l'impact sur les taux serait d'autant plus fort que la BCE poursuivrait tout au long de l'année la réduction de son bilan.

Dans ce contexte, les pays endettés pourraient être fragilisés par la nécessité de renforcer leurs efforts de consolidation budgétaire, pour rassurer les investisseurs. Pour rappel, l'Autriche, la France, l'Italie, la Belgique, la Hongrie, la Pologne, la Slovaquie, la Roumanie et Malte font l'objet d'une procédure de déficit excessif. Toutefois, les différents garde-fous mis en place par les autorités européennes (conditionnement du plan de relance européen et Instrument de Protection de la Transmission de la BCE) permettront d'éviter une véritable fragmentation des marchés européens. De son côté, après une longue phase de réduction (2022-2025), le bilan de la Fed devrait se stabiliser voire très légèrement augmenter, limitant les risques de forte envolée des rendements américains.

Graphique 8 le marché de la dette souveraine de long terme reste sous pression



TAUX COURTS

Du côté des taux courts, la BCE procéderait à une nouvelle baisse des taux en milieu d'année, en raison d'une inflation largement sous la cible de 2 % au premier semestre. Le taux de dépôt serait alors de 1,75 %. Cette baisse répondrait ainsi à la volonté affichée par Christine Lagarde, depuis de nombreux mois, d'opérer « réunion par réunion » en fonction des données les plus récemment publiées. La présidente de la BCE adopte cette posture en raison d'un environnement très incertain conduisant, selon cette dernière, à un équilibre des risques haussiers et baissiers. De son côté, la Fed diminuerait à trois reprises ses taux pour arriver à un taux jugé neutre à long terme (autour de 3 %) par la majorité des membres du FOMC.

MARCHÉ DU CRÉDIT

Sur le marché du crédit, une augmentation des besoins de refinancement est attendue en 2026 et expose les entreprises fragiles à un risque accru de défaut. Selon S&P Global, environ 1 350 Md\$ de dettes d'entreprises non financières arriveront à maturité en 2026, ce qui représente une augmentation de 10 % par rapport à 2025. Un pic de besoins de refinancement serait atteint en 2028 (1 900 Md\$).

MARCHÉS ACTIONS

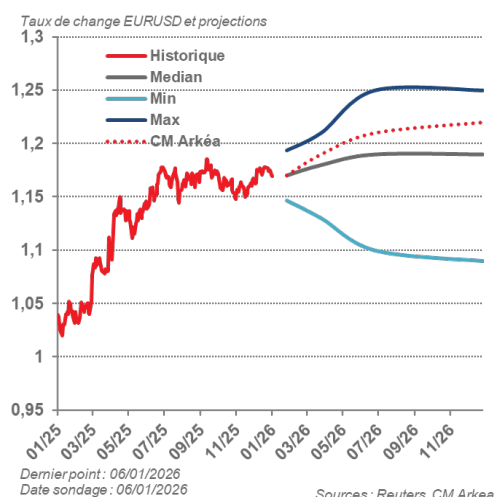
Les marchés actions poursuivraient leur progression en 2026 (+7 % pour les indices américains et européens). Les entreprises cotées bénéficieraient de la transmission des baisses des taux directeurs de la Réserve fédérale américaine et de la Banque centrale européenne dans l'économie réelle.

Par ailleurs, la levée des incertitudes commerciales et la mise en place des plans de relance budgétaires soutiendraient les indices. Aux Etats-Unis, par exemple, les consommateurs profiteront de la mise en place de la réforme fiscale One Big Beautiful Bill Act (OBBBA). Toutefois, les conséquences haussières des tarifs douaniers sur les prix pourraient diminuer ces bénéfices. En outre, la très forte valorisation des indices (cf. risques ci-après) milite pour une progression limitée mais saine cette année.

MARCHÉ DES CHANGES

Enfin du côté du marché des changes, l'euro s'est apprécié en 2025 pour s'établir autour de 1,17 \$ fin décembre. **Pour 2026, une poursuite de l'affaiblissement du dollar est anticipée, alors que le dollar semble toujours surévalué face à l'euro.** Aux Etats-Unis, le dollar demeure fort, alors les déficits jumeaux américains (budgétaire et courant) sont élevés et que les incertitudes concernant la solidité du cadre institutionnel américain ne diminueront probablement pas en 2026. A l'opposé, le solde courant de la zone euro est positif et milite pour une appréciation de la monnaie unique. Par ailleurs, la Fed procéderait à davantage de baisses de taux que la BCE, ce qui se traduirait par un moindre intérêt pour les actifs en dollars. Enfin, l'abondante épargne des Européens pourrait davantage rester libellée en euro en raison des nombreux produits d'épargne initiés en 2025 et destinés à renforcer la souveraineté des Etats européens. Dans ce cadre, à l'horizon de la prévision, **l'euro poursuivrait son redressement au cours des prochains trimestres pour se rapprocher de 1,22 \$ (cf. graphique).**

Graphique 9 l'euro s'apprécierait en 2026



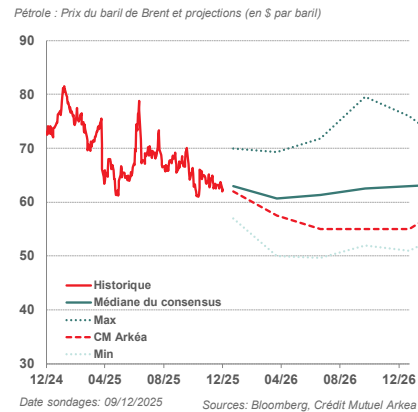


PETROLE

LA BAISSSE DES COURS DEVRAIT SE POURSUIVRE

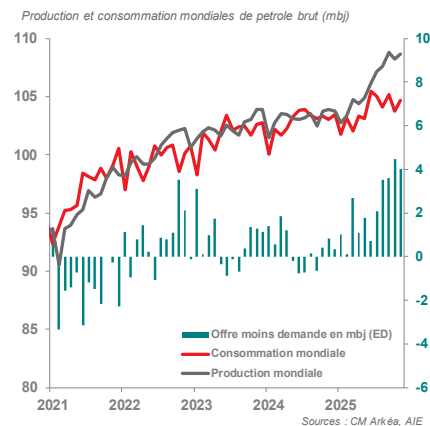
Le cours du baril de Brent était en moyenne de 80 \$ en 2024 et de 68 \$ en 2025. Il a ainsi reculé de 19 % pour clôturer l'année autour de 60 \$. Malgré un contexte géopolitique tendu, les cours baissent tendanciellement en raison d'une conjoncture économique mondiale morose, qui pénalise la demande de pétrole, et de la réintroduction progressive des barils retirés du marché par l'Opep +¹ après le Covid-19, accroissant l'offre. Cette pression baissière sur les cours de l'or noir devrait se poursuivre au cours des prochains mois, avec une offre de pétrole nettement supérieure à la demande. Dans ce contexte, le cours du baril tendrait vers de 55\$ en 2026.

Graphique 10 Evolution du prix de baril de pétrole (en \$ par baril)



Selon l'Agence Internationale de l'Energie (AIE), la demande mondiale de pétrole devrait augmenter de 0,86 million de barils par jour (mbj) en 2026 pour atteindre en moyenne 104,6 mbj (contre 103,7 mbj en 2025). Du côté de l'offre, l'AIE anticipe une augmentation de 2,4 mbj qui atteindrait alors 108,6 mbj en moyenne en 2026 (contre 106,2 mbj). Dans ce contexte, l'offre mondiale dépasserait en moyenne la demande de 3,8 mbj en 2026 contre 2,3 mbj en 2025. Cet excédent a déjà conduit à une forte correction des cours.

Graphique 11 l'augmentation de la production de l'Opep a conduit à un surplus d'offre de pétrole



Malgré ce contexte contraignant, l'Opep + (40 % de la production mondiale de pétrole) ne montre plus de volonté de réduire sa production. Après avoir réduit sa production jusqu'à 5,9 mbj en 2023 afin d'exercer une pression haussière sur les prix lors du choc pandémique mondial, l'organisation des pays exportateurs de pétrole a finalement fait volte-face. Depuis 2025, en annonçant la fin progressive de ses coupes de production, l'Opep + participe largement à l'augmentation mondiale de l'offre de pétrole. A compter du 1er janvier, l'Opep + ne retirera volontairement plus que 3 mbj du marché. L'objectif est de réduire la rentabilité de l'installation de nouveaux puits de forage aux Etats-Unis

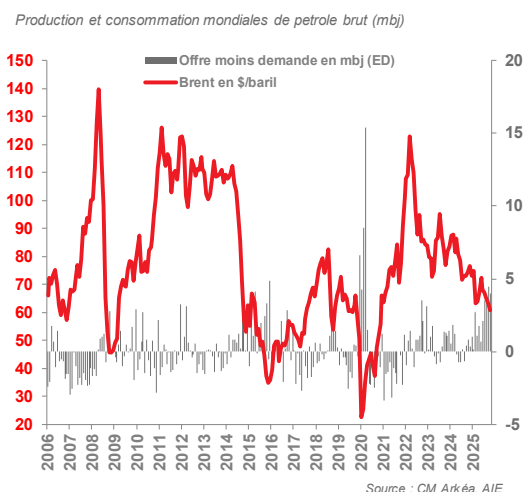
1 L'Opep + désigne un groupe de 22 pays producteurs de pétrole : les 12 pays membres de l'Opep (Organisation des pays exportateurs de pétrole) et 10 autres producteurs, dont la Russie.



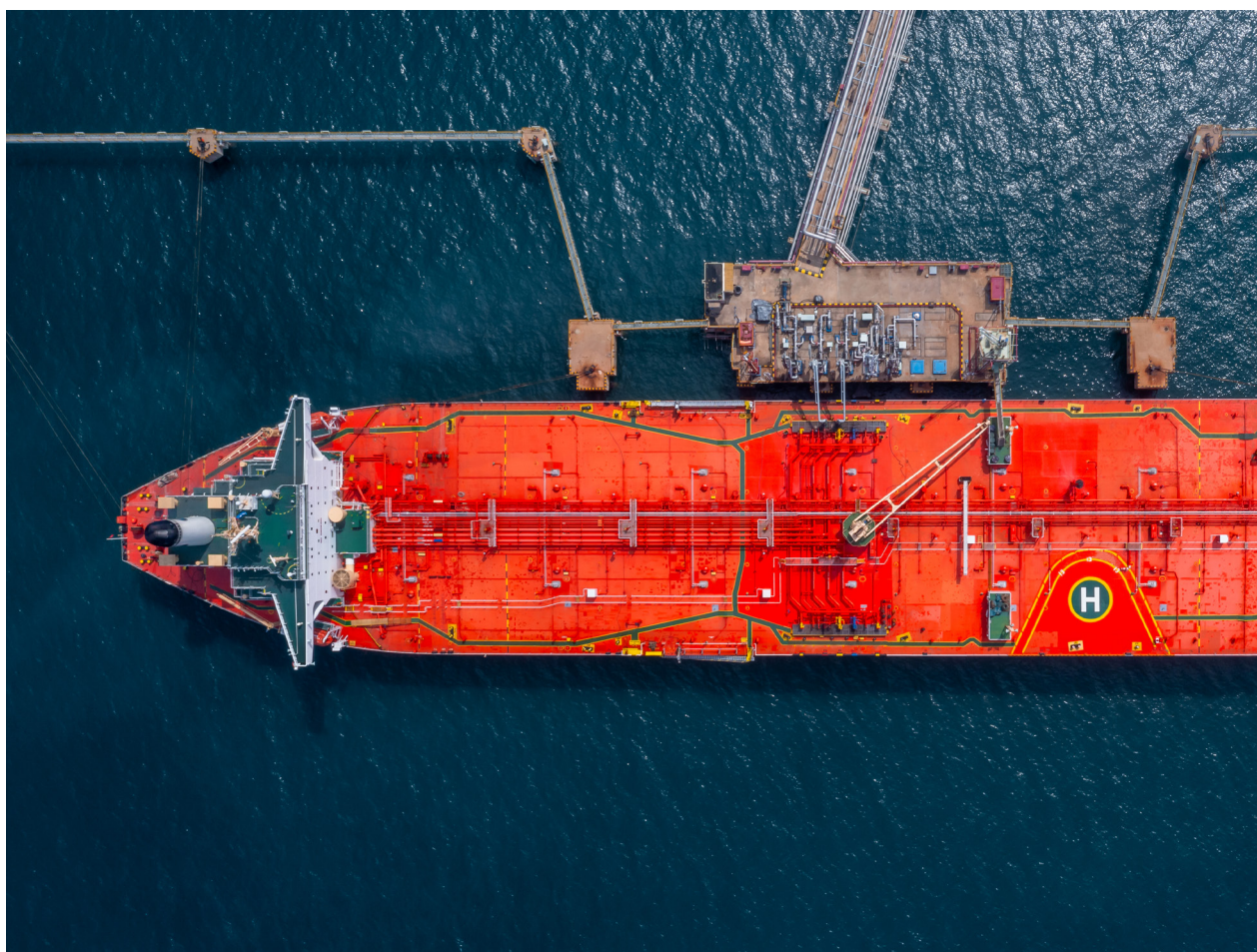
A 60 \$ le baril, celle-ci serait négative dans la plupart des bassins² et devrait contrarier le président américain, qui a fait du lancement de nouvelles extractions un objectif de sa campagne en 2024 (« drill baby drill »). En janvier 2025, un décret « Unleashing Alaska's Extraordinary Resource Potential »³ a notamment permis d'étendre l'exploitation du pétrole et du gaz en Alaska, y compris dans les aires protégées.

Selon l'Administration américaine de l'information sur l'énergie, la production de pétrole brut de l'Alaska devrait atteindre 0,477 mbj en 2026 (en hausse de 13 %) soit le niveau le plus élevé depuis 2018. Cette croissance est due à deux projets sur le versant nord plus performant et accessible. Le projet Nuna de ConocoPhillips, qui a commencé à produire en décembre 2024, devrait atteindre 20 000 bjp à son apogée, tandis que la phase 1 de Pikka de Santos et Repsol, qui commencera début 2026, pourrait atteindre 80 000 bjp à la mi-2026, ce qui représenterait près de 20 % de la production totale de pétrole en Alaska en 2025. A l'apogée de sa production, l'Alaska produisait 1,5 mbj, alors que les réserves sont estimées à 2,6 milliards de barils. Alors que l'EIA prévoit un prix moyen du baril de West Texas Intermediate (WTI) autour de 65 \$ en 2026, les projets à faible coût marginal comme Nuna et Pikka deviennent ainsi attractifs.

Graphique 12 évolution de la consommation et de la production mondiale de pétrole (en millions de barils par jour)



Au final, les marchés connaîtraient une période de surabondance d'offre inédite depuis 2015 (hors période Covid-19, en 2020). En 2015, l'excédent de production était en moyenne de 1,46 mbj, tandis que le cours du baril de Brent s'échangeait autour de 50 \$.



² Selon l'EIA (Energy Information Administration), en 2024, le bassin permien, situé à l'ouest du Texas et au sud-est du Nouveau-Mexique, a produit près de 48 % de la production totale de pétrole brut des États-Unis. Le seuil de rentabilité moyen était de 62 \$/baril pour le bassin permien de Midland et de 64 \$/baril pour celui du Delaware, les deux plus grands bassins du site.

³ « Libérer le potentiel extraordinaire de l'Alaska en matière de ressources ».



Dans un contexte géopolitique toujours de plus en plus incertain, mais avec marché en fort excédent, nous tablons sur une poursuite de la baisse du cours du baril qui tendrait vers 55\$ en 2026.

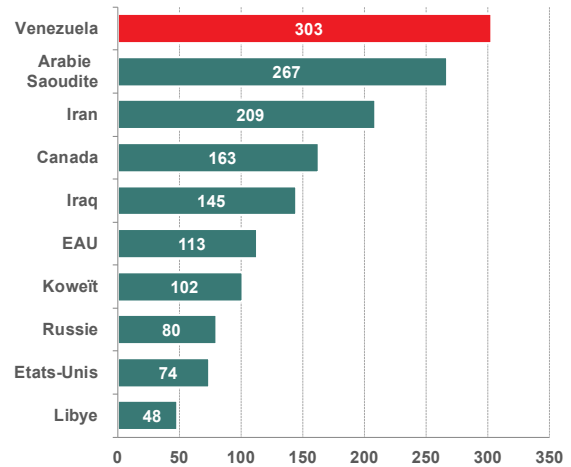
Concernant les risques entourant ce scénario, plusieurs éléments seront à suivre au cours des prochains mois. L'intervention militaire américaine au Venezuela, marquée par la capture de Nicolás Maduro, constitue une escalade sans précédent en Amérique latine depuis 1989 et s'inscrit dans un contexte international déjà fortement dégradé (Ukraine, Iran), renforçant sensiblement le risque géopolitique pour les marchés financiers, et notamment autour des enjeux énergétiques et de l'offre pétrolière mondiale.

Malgré des réserves pétrolières exceptionnelles (cf. graphique 13), la production vénézuélienne ne représente que 1% de la production mondiale demeurant contrainte par l'embargo américain, le sous-investissement en infrastructures et les difficultés structurelles de PDVSA⁴ (cf. graphique 14). La perspective d'un Venezuela post-Maduro ouvre un scénario de moyen terme plus favorable à l'offre, mais à court terme, le blocus et l'instabilité politique accentuent l'incertitude et la volatilité sur les marchés du pétrole. Le président américain Donald Trump a assuré également que les Etats-Unis sont « prêts, armés et parés à intervenir » en Iran. En réaction, l'Iran a déclaré que toute intervention américaine constituerait une « ligne rouge » et serait suivie d'une « riposte ». L'Iran borde le détroit d'Ormuz, par où transitent 20 % des barils dans le monde. Tout blocage augmenterait donc la prime de risque sur le marché. Enfin, une issue à la guerre en Ukraine conduirait les prix à la baisse, car les sanctions contre la Russie pourraient être réduites, à l'initiative notamment de Donald Trump. A l'inverse, si la relation entre la Russie et les Etats-Unis venait à se dégrader, les sanctions pourraient être renforcées et contraindre davantage les approvisionnements, exerçant une pression haussière sur les prix.

Au-delà des importantes tensions géopolitiques et des risques de conflit qui apparaissent à bien des points du globe, l'augmentation de la fréquence d'événements climatiques extrêmes aux États-Unis (ouragans en Floride, vagues de froid polaire au Texas en 2021 bloquant toute la production, etc.) pourrait perturber le premier producteur mondial et tirer les prix à la hausse.

Graphique 13 le Venezuela possédait en 2023 les plus grandes réserves prouvées de pétrole brut au monde (303 milliards de barils, environ 17% des réserves mondiales)

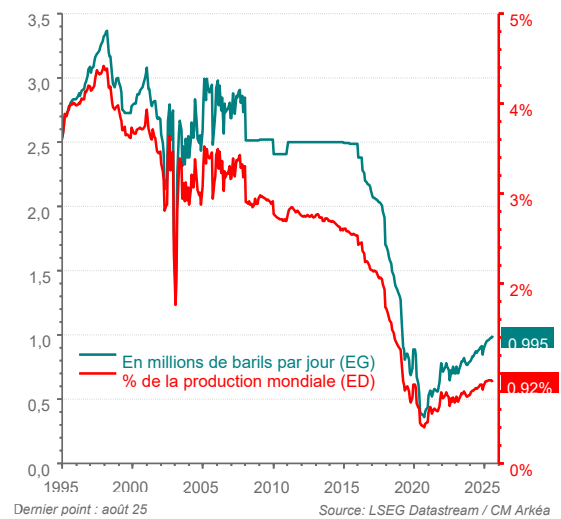
Principales réserves de pétrole brut (2023, en Mds de barils)



Sources : EIA, Oil & Gas Journal, Crédit Mutuel Arkea

Graphique 14 plusieurs facteurs limitent la production de pétrole au Venezuela, notamment la mauvaise gestion gouvernementale et les sanctions internationales

Venezuela : production de pétrole brute et de combustible



⁴ La compagnie pétrolière appartenant à l'État vénézuélien (Petróleos de Venezuela SA)



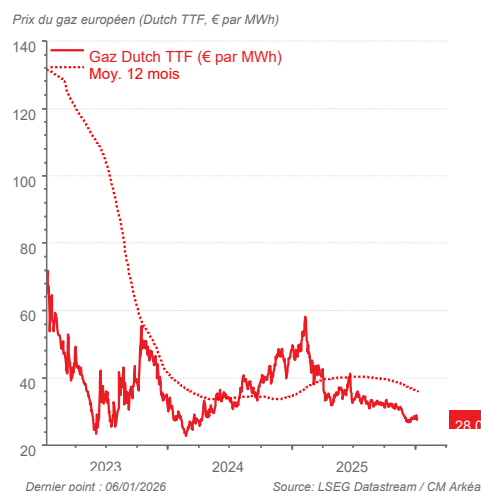
GAZ

GAZ : VERS UNE NORMALISATION

Depuis 2023 une forme de normalisation des prix de l'énergie s'opère et un nouvel équilibre apparaît. Il se situera bien en deçà des épisodes de crise connus en 2022, mais sera supérieur à l'équilibre de la décennie précédente en raison notamment d'une coûteuse diversification des sources d'approvisionnement. Cette dernière est destinée à limiter la dépendance de l'Union européenne vis-à-vis d'un partenaire afin d'assurer sa souveraineté.

La stabilité des cours énergétiques dépend pourtant encore fortement de l'évolution des tensions géopolitiques et des conditions météorologiques. Le cours du gaz naturel (Dutch TTF) était en moyenne de 36 €/MWh en 2025. Pour 2026, nous projetons un prix moyen du gaz TTF stable à 35 €/MWh, dans un contexte de poursuite d'augmentation des importations de GNL et de gestion des stocks globalement maîtrisée.

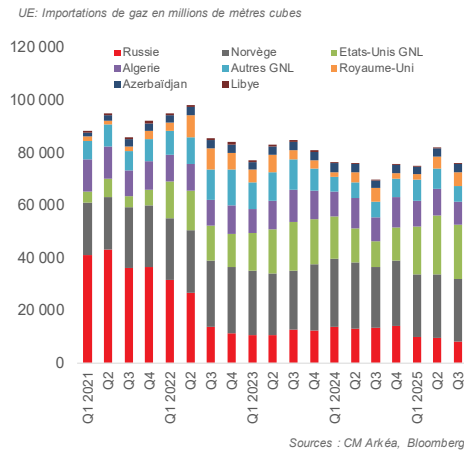
Graphique 15 le prix du gaz tend à se normaliser



Face à une première vague de froid qui a touché l'Europe en novembre 2025, le marché du gaz naturel s'est montré résilient et cela, en dépit de stocks européens moins fournis qu'à la même période un an auparavant. Les prix sont restés globalement bas à l'entrée de l'hiver. En effet, l'Union européenne continue de diversifier son approvisionnement pour sortir progressivement de sa dépendance au gaz russe, dont la part des importations est déjà passée de 45 % en 2021 à 14 % en 2024. Le gaz naturel liquéfié russe, acheté sur le marché au comptant, sera interdit dans l'UE dès début 2026, tandis que les importations de gaz par gazoduc seront supprimées progressivement d'ici au 30 septembre 2027.

Les flux russes restants seront compensés par des exportations norvégiennes soutenues et par un afflux massif de GNL venu des États-Unis, du Qatar, ou de l'Algérie. La part de l'approvisionnement des États-Unis (16 % des importations en 2024 et 2ème exportateur après la Norvège (33 %)) devrait encore augmenter après l'accord entre l'Union européenne et les États-Unis, incluant un engagement d'achat de 750 Md\$ d'énergies américaines sur trois ans. Cet accord implique donc que l'UE triple ses importations d'énergie des États-Unis sur la période 2026-2028. En 2024, l'UE a importé pour 83 Md\$ de produits énergétiques des États-Unis. En volume, les importations ont déjà augmenté de 59% au cours des trois premiers trimestres 2025 par rapport aux trois premiers trimestres de 2024.

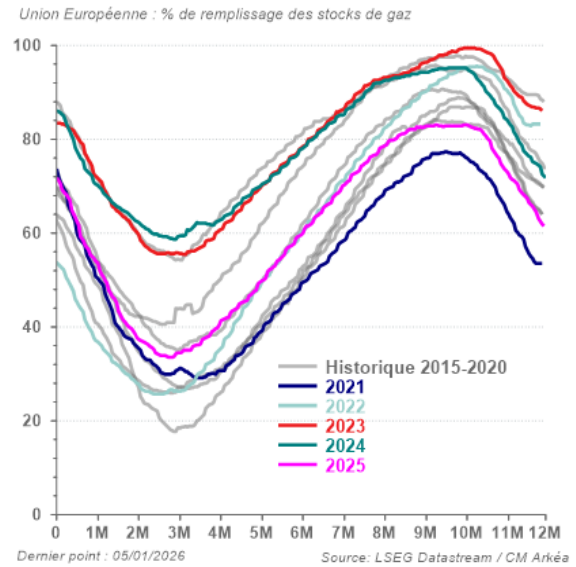
Graphique 16 importations de gaz de l'Union européenne depuis le 1er trimestre 2021



Du côté des stocks, ils sont en moyenne 10% inférieurs à ceux de l'année 2024. Ces stocks plus faibles sont notamment le résultat de l'assouplissement, par Bruxelles, de la règle imposant 90 % de remplissage des stocks avant novembre, pour éviter des achats estivaux coûteux. Désormais, ce seuil est fixé à 83 %, un objectif à atteindre entre le 1er octobre et le 1er décembre de chaque année. Selon la Commission européenne, le stockage permet de couvrir près de 30 % de la consommation gazière de l'UE durant l'hiver. Par ailleurs, le marché table aussi sur la mise en service prochaine de nouveaux terminaux au Qatar et aux États-Unis, pour compenser des stocks moins élevés.

Le terminal Plaquemines aux États-Unis a commencé à produire en cette fin d'année, permettant aux États-Unis d'augmenter leurs exportations de GNL de 20 % par rapport aux niveaux de l'été dernier. Sauf météo extrême, l'Europe paraît avoir ainsi surmonté sa crise gazière, avec des prix redevenus acceptables pour les ménages et l'industrie, bien qu'ils demeurent supérieurs à ceux des années 2010.

Graphique 17 évolution du stockage de gaz en Europe

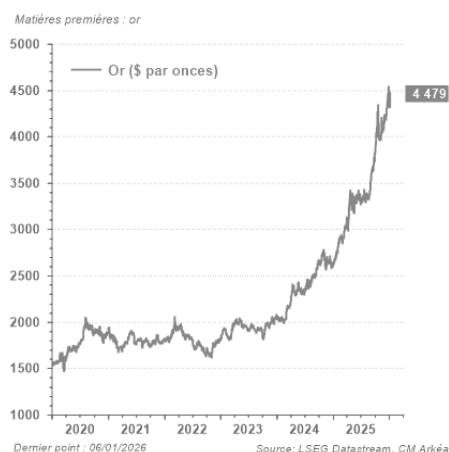




OR : AU PLUS HAUT HISTORIQUE

En 2025, l'once d'or a terminé l'année sur des plus hauts historiques, proches des 4 500 \$. Le métal jaune a progressé de 64 % en 2025 après avoir déjà grimpé de 13 % en 2023 puis de 27 % en 2024. Il s'agit de la plus forte hausse annuelle depuis le choc pétrolier de 1979. Outre son statut de valeur refuge, cette envolée s'explique par une forte demande (banques centrales, ETF⁵) tandis que la production reste limitée. Une situation qui devrait perdurer au cours des prochains trimestres et qui pourrait pousser le métal jaune vers la barre de 5 000 \$/once selon certains analystes. Attention toutefois, la Banque des règlements internationaux (BRI) tire la sonnette d'alarme, considérant que l'or, à l'instar de la Bourse américaine, présente les caractéristiques typiques d'une bulle en formation, à savoir un comportement « exubérant » des particuliers et des niveaux de valorisation extrêmes, sur fond de forte médiatisation des marchés.

Graphique 18 évolution de l'once d'or

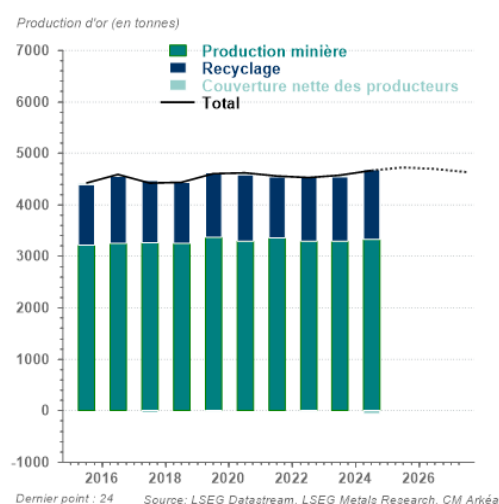


Plusieurs facteurs tirent traditionnellement l'or à la hausse. En premier lieu, face aux tensions géopolitiques, voire politique, l'or bénéficie toujours de son statut de valeur refuge. En parallèle, la défiance envers les États-Unis s'est renforcée et a poussé plusieurs pays à réduire leur exposition au billet vert. Dans ce contexte, les banques centrales (principalement dans les pays émergents, la Chine en tête) souhaitent réduire leur exposition aux États-Unis, dans un monde de plus en plus fragmenté. Selon le Conseil mondial de l'or⁶, les banques centrales ont déjà accumulé plus de 1 000 tonnes d'or par an au cours des trois dernières années, une hausse significative par rapport à la moyenne de 400 à 500 tonnes de la décennie précédente (2010-2019). Cette nette accélération s'est produite dans un contexte d'incertitudes géopolitiques et économiques. Le Conseil estime que 43 % des banques centrales prévoient d'augmenter encore leurs réserves en or au cours des douze prochains mois.

L'intérêt de l'or, valeur refuge par excellence, en tant que couverture contre les sanctions américaines réside principalement dans sa nature physique. Les investissements en dollars américains sont généralement détenus sur des comptes auprès de banques américaines, voire de la Réserve fédérale. Ils sont donc susceptibles d'être gelés par les autorités américaines. À l'inverse, l'or (actif physique) peut être stocké dans des coffres forts situés sur le territoire d'un pays, en toute sécurité et hors de portée de Washington. Le métal précieux peut également être déplacé et vendu en dehors du système bancaire basé sur le billet vert, ce qui le rend presque impossible à suivre ou à arrêter pour Washington. En parallèle, bien que relativement optimistes sur l'économie mondiale, les investisseurs restent prudents et continuent d'investir dans ces actifs jugés sûrs. Selon le Conseil mondial de l'or, les ETF adossés à l'or ont également été très recherchés en 2025. Ainsi, la demande sur ces supports a augmenté de 618 tonnes. À titre de comparaison, cette demande était en recule les années précédentes : -6 tonnes en 2024 et -244 en 2023.

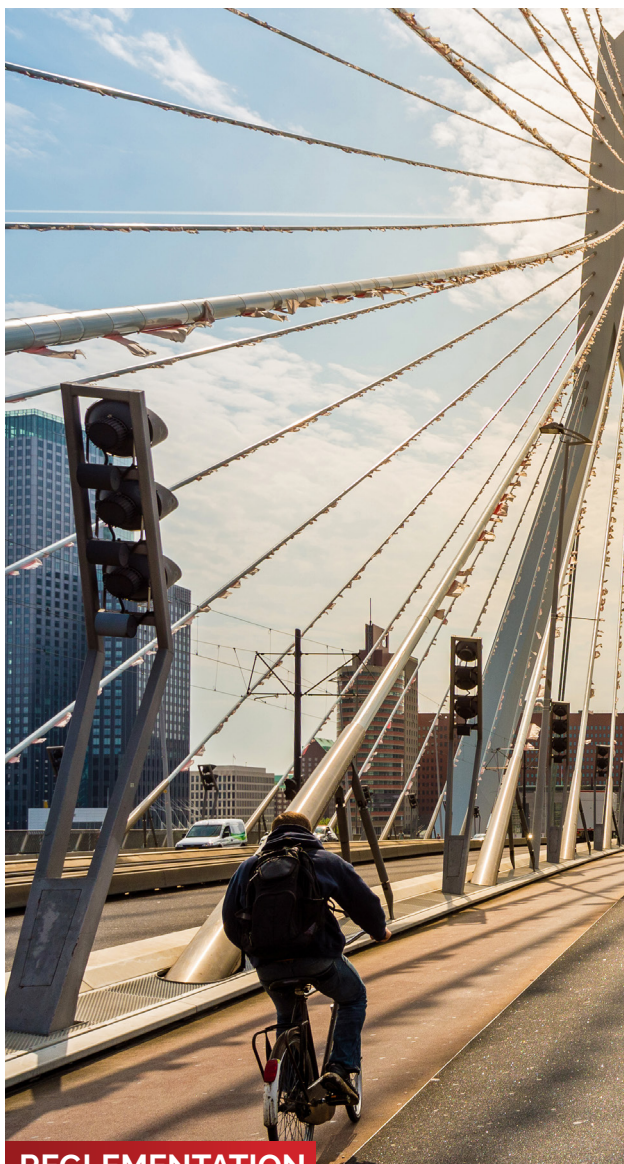
Cette dynamique haussière de la demande (+10 % sur les trois premiers trimestres de l'année 2025 par rapport aux trois premiers trimestres de 2024) s'accompagne d'une offre mondiale en progression très limitée (+1,2 % sur les mêmes trimestres). La production minière atteint pourtant un niveau record (soutenue par de nouveaux projets menés par le Ghana, le Canada et l'Australie).

Graphique 19 évolution de la production d'or



5 Exchange Traded Commodities, instrument financier permettant de répliquer la performance d'un actif sous-jacent

6 <https://www.gold.org/>



RÈGLEMENTATION

RÉFORME DES FONDS DE PENSION NÉERLANDAIS : CHIFFRES CLÉS

Sur le plan macro financier, cette réforme constitue l'un des changements réglementaires les plus significatifs en Europe depuis dix ans. Elle modifie durablement la structure de la demande institutionnelle sur les marchés obligataires de long terme et exerce déjà une influence mesurable sur les marchés européens, notamment sur les maturités longues.

Avec environ 1 600 Md€ sous gestion, soit plus de 200 % du PIB national, le système de fonds de pension néerlandais est l'un des plus importants au monde et représente la moitié de l'industrie européenne.

La dette souveraine, principalement européenne, représente environ la moitié des actifs sous gestion. Historiquement structuré autour de **régimes collectifs à prestations définies (DB)**¹, il a été fortement fragilisé par plus d'une décennie de taux d'intérêt très bas et par le vieillissement démographique. En effet, ce régime fait peser le risque du résultat sur le fonds de pension. Il y a ainsi une obligation de résultat dangereuse pour la stabilité financière. Ces contraintes ont conduit à l'adoption de la loi Wet toekomst pensioenen (Wtp), entrée en vigueur le 1er juillet 2023.

La réforme opère un basculement **vers un modèle à contributions définies (DC)**. La pension reversée devient alors directement dépendante des performances des marchés financiers, ce qui améliore la soutenabilité du système mais accroît la volatilité des pensions individuelles.

D'un point de vue prudentiel, la réforme allège aussi les contraintes réglementaires. Sous l'ancien cadre FTK, les fonds devaient maintenir des ratios de couverture compris entre 104 % et 110 %, ce qui a conduit à une forte utilisation de stratégies de gestion actif-passif (LDI). **En 2020, près de 45 % des portefeuilles des fonds néerlandais étaient investis en obligations, principalement des titres souverains à très longue maturité.**

Avec la Wtp, la nécessité de couvrir strictement les engagements diminue. La durée cible des portefeuilles est réduite et les fonds réallouent progressivement leurs actifs. **Les estimations de marché indiquent que 300 à 500 Md€ d'obligations longues pourraient être désengagés d'ici 2028, au profit des actions, du crédit et des actifs réels.** Pire encore, en débouclant des opérations de couverture via des swaps coûteux, certains fonds vont passer de receveur de taux fixe (contre taux variable à 3 ou 6 mois) à vendeur de durée à taux fixe. A la vente sur la dette long terme, ils viendront ainsi augmenter l'offre « de papier » et pénaliseront les émetteurs souverains, accentuant **la pentification de la courbe des taux.**

La transition est supervisée par De Nederlandsche Bank (DNB). Chaque fonds doit soumettre un plan de conversion détaillé intégrant des scénarios de stress. La date limite de transition est fixée au 1er janvier 2028, mais **près de 90 % des actifs sous gestion devraient avoir basculé vers le nouveau régime dès 2026-2027.**

¹ Le régime de prestations définies garantit le niveau des prestations futures définies par la convention



PARTIE 3

RISQUES SUR CE SCÉNARIO 2026 ET AU DELÀ

LES RISQUES ENTOURANT CE SCÉNARIO DEMEURENT BAISSIERS

Les incertitudes restent nombreuses, notamment sur les plans géopolitique ou climatique, avec de possibles répercussions sur la sphère financière. Les risques entourant le scénario central demeurent ainsi orientés à la baisse.

RISQUE SUR LES TAUX D'INTERET

Le premier des risques réside dans le maintien des taux d'intérêt de long terme sur des niveaux élevés. Les déséquilibres budgétaires constituent un facteur aggravant majeur. Des déficits publics élevés exposent certains États à une sanction rapide des marchés en cas de perte de crédibilité. Ainsi les risques de voir les intérêts sur la dette de certains pays progresser sensiblement sont élevés, notamment si l'indépendance des autorités monétaires liées venait à être remise en cause (Etats-Unis).

En outre, des facteurs externes au choix de politique économique pourraient également se traduire par une tension sur les marchés obligataires souverains. La hausse du taux directeur de la Banque du Japon, ainsi que la politique budgétaire expansionniste du nouveau gouvernement de Sanae Takaichi, provoquent des pressions haussières sur l'ensemble des taux souverains nippons, qui retrouvent des niveaux inédits depuis plusieurs décennies.

La hausse des taux japonais entraîne, par effet de contagion, des pressions sur les rendements obligataires des autres pays développés, alors que les investisseurs nippons¹ peuvent être poussés à rapatrier leurs investissements réalisés à l'étranger. En outre, les investisseurs internationaux, pourtant peu attirés par ce marché, pourraient également être tentés d'acheter des obligations souveraines nippones (JGBs), 3^e marché obligataire au monde après les Etats-Unis et la Chine. Par ailleurs, le plus grand marché européen de dette obligataire est néerlandais, en raison de la taille des fonds de pension dans le pays. Un changement de réglementation modifie actuellement l'appétit de ces fonds pour la dette de très long terme (cf. encadré) et exercer une pression additionnelle sur les émetteurs souverains.

Du côté des entreprises, de nombreuses dettes ont été émises en 2020/2021, dans un environnement de taux d'intérêt bas, ce qui pourrait conduire à des coûts de financement plus élevés d'environ 150 points de base pour les émetteurs de dettes à taux fixe. **Il existe des poches de risques parmi les émetteurs les moins bien notés.** Bien que la plupart des émetteurs aient pu renégocier leur dette, ceux avec des fondamentaux financiers plus faibles pourraient faire face à une pression accrue en 2026. Selon S&P Global, en dehors du secteur financier, l'industrie automobile présente le plus gros volume de dettes arrivant à échéance en 2026, un montant s'élevant à plus de 170 Md\$, dont près de la moitié provient d'émetteurs européens. Ce secteur affiche également le plus fort biais négatif (part des émetteurs sous perspective négative).

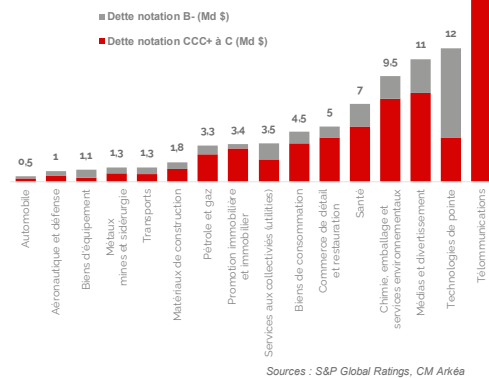


Globalement, les émetteurs notés CCC à C ont des échéances de dettes qui représentent plus du double de celles des émetteurs notés B-. Selon l'agence de notation, les secteurs des télécommunications, de la chimie, de l'emballage et des services environnementaux sont confrontés à un risque élevé de détérioration future de leurs crédits, tout en détenant la plus grande part de dettes classées dans les catégories CCC à C qui arriveront à maturité en 2026.

¹ L'encours de dette souveraine nipponne est d'environ 9 000 Md\$, reflet de l'endettement public japonais (235 % du PIB)

Graphique 20 quatre secteurs représentent 60 % des échéances mondiales de dettes d'entreprises en catégorie de risque élevé selon S&P

Dette des entreprises non financières jugées risquées : échéances 2026 (Md\$)



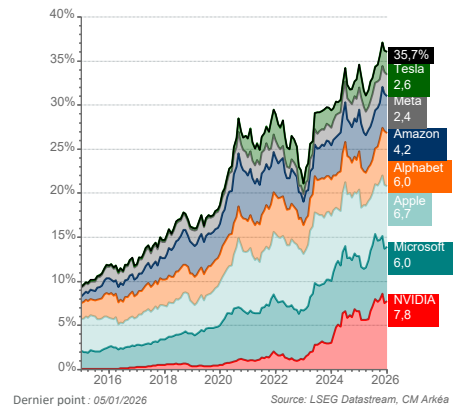
RISQUE SUR LES MARCHÉS ACTIONS

Globalement, les marchés actions, et plus particulièrement les indices américains, apparaissent risqués. En effet, malgré une incertitude extrêmement élevée, les indices boursiers ne cessent de battre des records historiques. Plusieurs points de vigilance ressortent. Le marché américain enregistre une hausse beaucoup plus rapide que celle des autres économies développées, notamment soutenue par les attentes d'une accélération de la croissance aux Etats-Unis et portée par le secteur des technologies numériques.

Corollaire de cette performance, un groupe restreint d'actions tirent le S&P 500, notamment les plus grosses capitalisations de la technologie et des sociétés liées à l'IA. Les «Magnificent 7»² à eux seuls représentent 36 % de l'indice new-yorkais, un niveau similaire à celui de la bulle des « dot-com ». Cet épisode a été caractérisé par un excès d'optimisme autour des entreprises Internet, notamment les « quatre cavaliers³ », qui ont vu leurs valorisations atteindre des sommets vertigineux, souvent sans justification solide en matière de bénéfices ou de revenus.

Graphique 21 le poids des 7 magnifiques dans l'indice S&P 500 atteint un record

Etats-Unis : Poids des sept magnifiques au sein du S&P 500 (% de la cap. totale)



² Alphabet (entreprise issue de la restructuration de Google), Amazon, Meta (ex-Facebook), Apple, Microsoft, Nvidia, Tesla

³ Cisco, Dell, Intel, and Microsoft

⁴ Rendement anticipé par rapport au taux sans risque exigé par les investisseurs pour investir dans des actions.

⁵ Le forward Price-to-Earnings ratio (P/E) est un indicateur qui mesure le cours actuel d'une action par rapport à son bénéfice par action attendu (BPA)

RISQUE SUR L'IA

La question de l'existence ou non d'une bulle autour de l'IA est d'autant plus centrale que l'empreinte de l'intelligence artificielle dépasse aujourd'hui les seuls marchés actions. En effet, la progression vertigineuse des besoins de financement des hyperscalers⁶ devrait conduire ces derniers à avoir recours à des financements externes, et donc augmenter l'empreinte financière de l'IA, à travers la dette privée ou encore le canal obligataire. Au niveau macroéconomique, une large partie de l'investissement non résidentiel américain au premier semestre 2025 apparaît également liée au développement de l'IA.

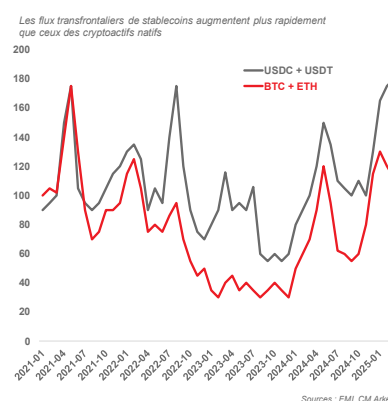
Dans ce contexte, deux questions majeures se posent. **Premièrement, les investissements colossaux annoncés dans le domaine de l'IA pourront-ils générer des profits suffisants pour être rentabilisés ?** Mesurer aujourd'hui avec précision le potentiel transformateur de l'intelligence artificielle sur les modèles d'affaires et la productivité est encore difficile. **Sans remettre en cause toutes les promesses de l'IA, on peut tout de même s'interroger sur la capacité des investisseurs à mettre un prix juste sur cette potentielle révolution.** Deuxièmement, est-ce que les champions actuels de l'IA, seront ceux de demain ?

La concurrence chinoise dans le domaine demeure une menace sérieuse pour les acteurs de la Tech américaine : les secousses boursières enregistrées à la suite des annonces autour du modèle chinois DeepSeek, en janvier 2025, sont d'ailleurs symptomatiques de cette menace.

RISQUE LES CRYPTO-ACTIFS

Les crypto-actifs s'insèrent dans l'écosystème financier grâce à l'évolution de la réglementation internationale. Toutefois, bien que l'évolution de la réglementation européenne « Market in Crypto Asset » (MiCA⁷) leur soit favorable, en les inscrivant dans un cadre juridique européen harmonisé, afin de protéger les investisseurs et les utilisateurs, l'avenir des crypto-actifs n'est pas assuré et leurs cours demeurent très volatils. Afin que les opérations restent dans la blockchain et que les utilisateurs puissent bénéficier de crypto-actifs stables en période de retournement, les stablecoins⁸ sont apparus. Le FMI⁹ note que si la plupart des volumes de transactions des stablecoins sont liés au commerce des crypto-actifs « natifs », les flux transfrontaliers des stablecoins croissent rapidement. En effet, les stablecoins pourraient permettre des paiements plus rapides et moins coûteux, notamment pour les transferts internationaux, où les systèmes traditionnels sont souvent lents et onéreux.

Graphique 22 l'utilisation des stablecoins comme moyen de transferts financiers transfrontaliers se développe



6 Un hyperscaler désigne un fournisseur de services cloud capable de déployer et gérer des infrastructures informatiques à très grande échelle (datacenters, réseaux, stockage), comme Amazon Web Services, Microsoft Azure, Oracle, Meta Platforms ou Google Cloud.

7 https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/dossiers-thematiques/mica#Questce_que_le_rglement_MiCA_

8 Les stablecoins sont un type de crypto-actif dont la valeur est indexée sur un autre actif, comme une monnaie fiduciaire (exemples : dollar, euro) ou de l'or.

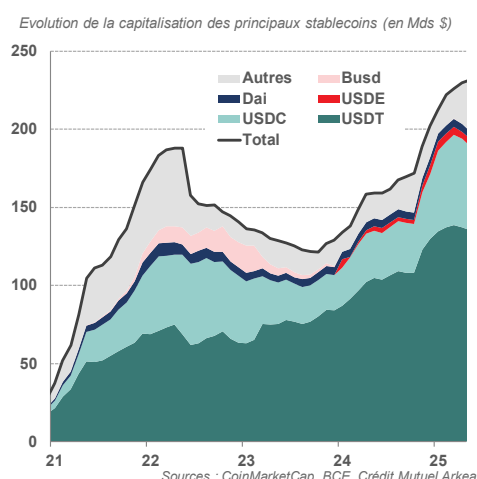
9 How Stablecoins Can Improve Payments and Global Finance, décembre 2025

Aux Etats-Unis, une loi sur le cadre réglementaire des stablecoins « Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act » (Genius Act) établit diverses règles concernant l'émission, la gestion et la régulation des stablecoins. **La réglementation stipule que pour chaque stablecoin, les émetteurs doivent détenir l'équivalent d'un dollar au comptant** ou en placements très liquides (bons du Trésor, dépôts ou certains fonds monétaires spécifiques)¹⁰.

Ainsi la demande de bons du Trésor américain de court terme (T-bills) augmente. Si les volumes de « jetons » n'apparaissent pas encore comme significatifs, ils pourraient rapidement le devenir. Proche de 270 Md\$ (cf. graphique), ils pourraient représenter un encours global de 2 000 Md\$ en 2028. Ainsi, l'encours de dette souveraine américaine de court terme relié au stablecoins représenterait environ 1 000 Md\$ (soit 17 % de l'encours de dettes souveraines américaines de court terme à fin juillet 2025). Deux sources de vulnérabilité existent. D'abord, le marché est actuellement très concentré, deux acteurs (i) Tether (émetteur du stablecoin USDT) et (ii) Circle (USDC), ont émis plus de 90 % des stablecoins en circulation (66 % pour l'USDT, près de 28 % pour l'USDC).

Ensuite, ce lien entre les stablecoins et les bons du Trésor américain, engendre des risques de contagion pour l'ensemble du secteur financier, en cas de choc défavorable ou de perte de parité. Une pression sur les marchés obligataires pourrait ainsi naître d'une rupture de confiance dans un crypto-actif. D'autres facteurs de risques structurels sont également à surveiller tels que : (i) les liaisons étroites entre stablecoins et crypto-actifs traditionnels, mis en exergue par les agents de notation privée et par la BCE et (ii) risque de perte souveraineté européenne.

Graphique 23 évolution mondiale de la taille du marché des stablecoins



¹⁰ Selon l'AMF, Le rapport des réserves trimestriel de l'USDT 35 indique qu'au 31 mars 2025, les 149 milliards de jeton Tether émis étaient adossés à des détentions en dollars équivalentes dans ses réserves, se composant à 81 % de cash et équivalents (avec 66 % de bons du Trésor américains).

¹¹ Nom donné à la période interglaciaire qui a succédé au dernier cycle glaciaire

RISQUE CLIMATIQUE

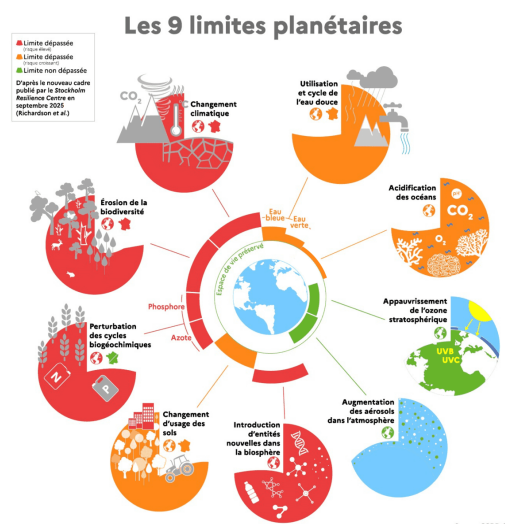
Le risque climatique continuera de jouer un rôle crucial dans la fluctuation des prix des matières premières et, de manière plus générale, dans les risques macro-financiers. La hausse des températures progresse rapidement : les événements extrêmes tels que les sécheresses, les inondations et les incendies de forêt se multiplient, impactant l'agriculture, le secteur de l'assurance et les infrastructures.

Pour comprendre cette accélération des transformations, le concept des limites planétaires constitue un cadre analytique central pour évaluer la soutenabilité du développement humain. Reconnu par les Nations unies, le GIEC, le FMI et le NGFS, il permet d'identifier les seuils biophysiques au-delà desquels les perturbations du système Terre deviennent non linéaires et potentiellement irréversibles. Le GIEC montre que le changement climatique a dépassé un niveau compatible avec la stabilité holocène¹¹.

L'augmentation de la température moyenne mondiale (+1,5 °C) et la concentration atmosphérique de CO₂ (>420 ppm) confirment l'entrée du système climatique dans une zone de risque élevé. Selon l'ONU et l'IPBES¹², cette dynamique interagit avec l'érosion rapide de la biodiversité et compromet les services écosystémiques essentiels. Le cadre des limites planétaires identifie **neuf processus biophysiques critiques** (cf. graphique 24).

Le changement climatique et l'intégrité de la biosphère sont clairement dépassés selon le GIEC et l'ONU. Les cycles biogéochimiques de l'azote et du phosphore excèdent largement les seuils soutenable, entraînant **la perte de fertilité des sols**. Enfin, le changement d'usage des sols, notamment la déforestation tropicale, a franchi le seuil de sécurité. **L'utilisation de l'eau douce dépasse localement les capacités de renouvellement**, générant un stress hydrique croissant. L'acidification des océans, liée à l'absorption du CO₂, atteint désormais un niveau critique. Le FMI¹³ et le NGFS¹⁴ concluent que le dépassement simultané de plusieurs limites planétaires représente un risque systémique majeur pour la stabilité économique et financière mondiale.

Graphique 24 depuis 2025, sept des neuf limites planétaires ont été dépassées



12 Plateforme intergouvernementale scientifique et politique sur la biodiversité et les services écosystémiques

13 Fonds monétaire international, Climate Change and Economic Policy

14 Network for Greening the Financial System, Climate and Nature-related Financial Risks



NOS PRÉVISIONS DE MARCHÉ

Croissance		Moy 2006-2019	2024	2025	2026	
Monde - Croissance du PIB		3,7	3,3	3,2	3,1	
Avancés	Avancés	1,6	1,8	1,6	1,6	Avancés
	Emergents	5,4	4,3	4,2	4,1	Emergents
	Etats-Unis	1,7	2,8	2,1	2,1	Etats-Unis
	Japon	0,6	0,1	1,1	0,6	Japon
	Royaume-Uni	1,5	1,1	1,4	1,1	Royaume-Uni
	Zone euro	1,2	0,7	0,8	0,9	Zone euro
	Allemagne	1,6	-0,5	0,2	0,5	Allemagne
	France	1,2	1,1	0,8	1,0	France
	Italie	0,0	0,7	0,6	0,6	Italie
	Espagne	1,1	3,5	2,8	2,2	Espagne
Emergents	Amérique latine	2,4	2,4	2,4	2,3	Amérique latine
	Brésil	2,1	3,4	2,4	1,9	Brésil
	Asie émergente	7,6	5,3	5,3	4,9	Asie émergente
	Chine	8,7	5,0	5,0	4,5	Chine
	India	7,2	6,5	6,6	6,2	India
	Communauté des Etats Indépendants (CEI)	3,1	4,5	1,7	1,8	CEI
	Russie	2,5	4,3	0,6	1,0	Russie
	Afrique du nord / Moyen-Orient	3,6	2,2	3,3	3,7	Afrique du nord / Moyen-Orient
	Afrique subsaharienne	4,6	4,1	4,1	4,4	Afrique subsaharienne
	Prix du baril de pétrole (Brent, \$/bbl)	74	80	68	55	

Taux		dec 2025	juin 2026	dec 2026
Etats-Unis	Fed funds	Taux directeurs 3,5%-3,75%	3,00%-3,25%	2,75%-3,00%
	Emprunts d'Etat à 10 ans	4,20%	4,10%	4,00%
Royaume-Uni	Bank rate	Taux directeurs 3,75%	3,50%	3,25%
	Emprunts d'Etat à 10 ans	4,50%	4,50%	4,50%
Zone euro	Taux de dépôt	Taux directeurs 2,00%	1,75%	1,75%
	Emprunts d'Etat à 10 ans			
	Allemagne	2,90%	3,00%	3,00%
	France	3,60%	3,70%	3,80%

Change		dec 2025	juin 2026	dec 2026
	EUR/USD	1,17	1,22	1,22
	EUR/GBP	0,87	0,89	0,89

Actions		dec 2025	juin 2026	dec 2026
	CAC40	8 100	8 500	8 500
	Eurostoxx 50	5 800	6 100	6 200
	S&P	6 900	7 200	7 400
	Nasdaq	25 250	26 500	27 100

Source : CM Arkéa

NOS PUBLICATIONS



HEBDO ÉCO

Informations hebdomadaires
sur les mouvements récents dans le monde



FLASH CHANGE

Informations quotidiennes
sur les opérations en devises



FLASH TAUX

Informations hebdomadaires
sur les marchés de taux



FLASH PLACEMENT

Informations hebdomadaires
sur les principales classes d'actifs

AVERTISSEMENTS

La présente publication est diffusée uniquement à titre d'information et ne constitue ni une proposition d'investissement ni un conseil aux investisseurs. Il ne s'agit ni d'une offre, ni d'une invitation de la part du Crédit Mutuel Arkéa («Arkéa»), à acheter ou vendre des titres ou des instruments financiers ou à participer à une stratégie de négoce particulière dans une juridiction quelconque. Ce document a été établi sans tenir compte des objectifs, de la situation financière et des besoins d'un investisseur en particulier.

Il décrit des performances passées qui ne préjugent en rien des performances futures et présente des perspectives à court terme qui ne doivent pas être considérées comme des prévisions de performances futures mais comme de simples hypothèses. Ces projections sont soumises à des risques, des incertitudes et d'autres facteurs et reposent sur des conjectures, des considérations et des prévisions liées à des événements futurs et par conséquent incertains. Aucune garantie ne peut être donnée quant à la réalisation de ces prévisions. Les résultats qui sont projetés pourraient différer significativement.

Les informations présentées ont été obtenues et étayées à partir de sources que le Crédit Mutuel Arkéa estime fiables, cependant, aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et leur exhaustivité. Le Crédit Mutuel Arkéa ne s'engage pas à mettre à jour ces informations après leur publication et décline toute responsabilité pour toute perte découlant de l'utilisation de ce document. Les informations et les opinions contenues dans le présent document sont celles du Crédit Mutuel Arkéa au moment de la rédaction et peuvent être modifiées sans préavis.

ABONNEMENT À NOS PUBLICATIONS :
sdm.strategie@arkea.com

PERSPECTIVES **ECONOMIQUES** & des marchés financiers



CREDIT MUTUEL ARKEA

Document réalisé par nos économistes
Mise en page par Juliette LE LANN
Études économiques — Direction des Marchés Financiers

Siège social :
1, rue Louis Lichou
29480, LE RELECQ-KERHUON