

SCENARIOECO

Société Générale Études économiques et sectorielles

Les incertitudes mutent en fragmentation

- **La politique économique de l'administration américaine fait grimper l'inflation et pèse sur la croissance.** Les incertitudes sur les tarifs douaniers et sur le dollar augmentent les craintes d'inflation. La politique monétaire toujours contraignante, l'absence d'impulsion budgétaire majeure et l'affaiblissement progressif du marché du travail, vont peser sur la demande intérieure.
- **La fin des dividendes de la paix de l'Europe :** l'Europe va augmenter ses dépenses de défense. À court terme, cela dope la croissance potentielle, financée par la dette. Les annonces de Friedrich Merz incluent des dépenses d'infrastructure qui ajouteront au potentiel.
- **La fragmentation géoéconomique devient visible.** Nous ne présumons pas d'une expansion géographique des conflits en cours. Cependant, la persistance de fortes incertitudes géopolitiques va peser sur les décisions d'investissement et de consommation.
- **Les coûts de financement mondiaux restent élevés, ce qui entrave la demande.** Malgré un assouplissement monétaire progressif, les rendements obligataires à long terme restent assez élevés. Les taux d'intérêt réels sont redevenus positifs au cours des deux dernières années dans un contexte d'endettement mondial élevé et de faible croissance.
- **Le dollar comme valeur refuge.** Le débat sur la place du dollar dans le système financier mondial pourrait, à un moment donné, alimenter la volatilité des marchés. Les craintes d'un dollar plus faible dans un contexte d'aversion au risque pourraient affecter la stabilité financière.
- **Le défi de la croissance de la Chine** demeure. De nouvelles mesures de relance donneront un coup de pouce temporaire jusqu'en 2025, mais la croissance risque de ne pas atteindre l'objectif de 5 %, notamment en raison des vents contraires extérieurs.

Table des matières

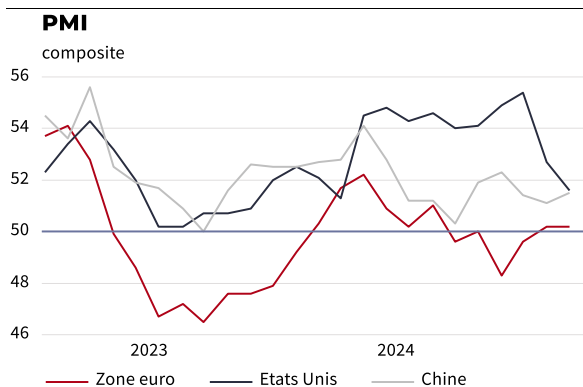
ÉDITO	3
PREVISIONS ECONOMIQUES	6
ZONE EURO	8
ALLEMAGNE	11
FRANCE.....	14
ITALIE	17
ESPAGNE.....	20
ROYAUME-UNI	23
ÉTATS-UNIS.....	27
JAPON.....	31
CHINE.....	34
INDE	38
BRESIL.....	40
AFRIQUE.....	42
AMERIQUE LATINE	44
ASIE ÉMERGENTE	47
PAYS DU GOLFE	50
EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE	52
CONTACTS.....	55
DISCLAIMER	56

ÉDITO

INCERTITUDES ET FRAGMENTATION

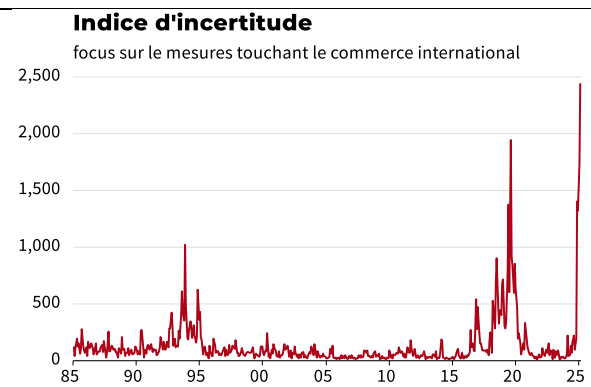
L'activité économique mondiale se caractérise par une faiblesse persistante. Les incertitudes politiques et géopolitiques sont fortes, notamment en ce qui concerne les politiques de l'administration américaine, tandis que les conditions globales de financement restent tendues. Les taux d'intérêt réels augmentent en Europe, en particulier, et les enquêtes de crédit bancaire se détériorent. Les enquêtes PMI de janvier et février font état d'une détérioration dans le secteur des services, en particulier aux États-Unis, où les ventes au détail ont également surpris à la baisse en janvier, reflétant la détérioration de la confiance des consommateurs. Ces récentes détériorations méritent d'être surveillées car, au cours des deux dernières années, l'activité mondiale a été tirée par la résilience des services, tandis que le secteur manufacturier et le commerce mondial sont restés en territoire de contraction ou de stagnation.

Activité toujours faible...



Source : SG Etudes économiques et sectorielles, LSEG

... dans un contexte d'incertitudes croissantes



Source : SG Etudes économiques et sectorielles, EPU

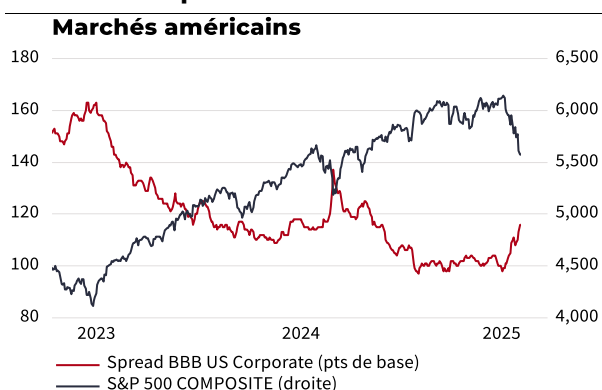
L'administration américaine souffle le chaud et le froid sur les droits de douane, ce qui entraîne une incertitude accrue pour les entreprises et les marchés financiers. Les annonces tarifaires ont causé des niveaux d'incertitudes supérieurs à ceux observés au plus fort des perturbations pendant la pandémie. Il s'agit d'un vent contraire important pour l'économie mondiale.

L'augmentation modérée de la volatilité des marchés, depuis février, ne semble pas refléter le niveau élevé d'incertitude politique et géopolitique des États-Unis. L'évolution des fondamentaux des économies américaine et européenne, les États-Unis se dirigeant vers un ralentissement substantiel, tandis que l'Europe devrait connaître une augmentation des dépenses de défense, se reflète dans les performances boursières relatives.

Les propositions de la présidente de la Commission européenne, Ursula von der Leyen, d'assouplir les règles budgétaires pour stimuler les dépenses de défense et

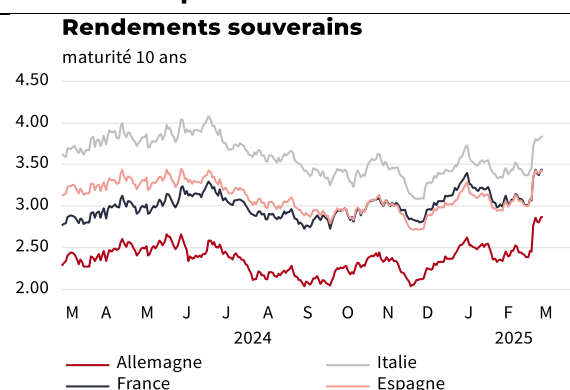
d'offrir 150 milliards d'euros de prêts sont premier p positif. En outre, Friedrich Merz, prochain chancelier d'Allemagne, a annoncé un plan massif de soutien aux infrastructures et à la défense. Ce plan n'a pas encore été voté au moment de la mise sous presse, mais a déjà un impact très significatif sur les marchés, notamment en faisant grimper les rendements du Bund allemand et d'autres rendements de la zone euro. Cela a déclenché sur les rendements obligataires allemands le mouvement journalier le plus fort depuis la réunification du pays.

L'incertitude pèse sur les marchés



Source : SG Etudes économiques et sectorielles, LSEG

Défense européenne et rendements à la hausse



Source : SG Etudes économiques et sectorielles, LSEG

QUESTION A UN MILLION DE DOLLARS

La volatilité du dollar s'est considérablement accrue depuis le début de l'année. Tout d'abord, il s'est renforcé compte tenu des différences de perception de l'orientation de la politique monétaire et des inquiétudes concernant la croissance économique en dehors des États-Unis. Mais à mesure que les perceptions relatives de l'économie et de la politique monétaire américaines ont changé, le dollar s'est affaibli. Il est cependant inhabituel, alors que l'incertitude mondiale s'est accrue, que le dollar n'a pas connu la hausse traditionnelle des flux de valeurs refuges.

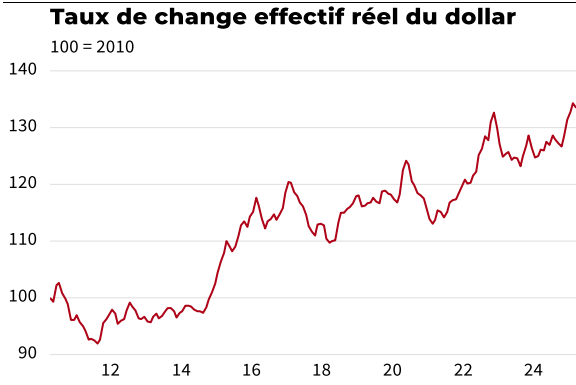
Cette dernière observation semble liée à l'idée que l'administration américaine veut atteindre un niveau plus compétitif du taux de change du dollar afin de reconstruire le secteur manufacturier national. Le sujet a été soulevé par le président Trump dès son premier mandat, accusant ses partenaires commerciaux, et notamment la Chine, de manipulation des devises. Cette idée est revenue en force, maintenant aussi avec les discussions du marché sur un nouvel Accord de Mar-A-Lago, qui, sous sa forme de coopération multilatérale, chercherait à reproduire une sorte d'Accord du Plaza. L'accord du Plaza conclu en 1985 entre les États-Unis, le Japon, l'Allemagne, le Royaume-Uni et la France visait à ajuster les taux de change dans le but de dévaluer le dollar. L'Accord du Plaza est souvent considéré comme l'une des causes profondes de la crise de la déflation de la dette japonaise qui a suivi.

Dans sa version unilatérale et/ou plus coercitive, les menaces tarifaires pourraient être appliquées pour imposer des politiques de dépréciation du dollar. Des

propositions circulent également pour « taxer » la détention de bons du Trésor américain par des agents publics étrangers.

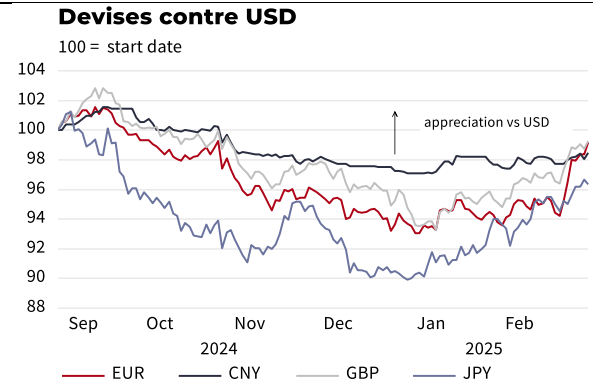
La perspective d'un dollar plus faible dans un contexte de plus grande aversion au risque, et donc d'un affaiblissement de facto de son statut de valeur refuge, pourrait affecter la stabilité financière.

Appréciation réelle structurelle...



Source : SG Etudes économiques et sectorielles

... faiblesse à court terme ?



Source : SG Etudes économiques et sectorielles

PREVISIONS ECONOMIQUES

PIB, GA, %	2024e	2025p	2026p	2027p
Pays Développés	1,6	1,6	1,2	1,2
États-Unis	2,8	1,9	1,4	1,0
Japon	0,1	1,0	0,7	0,7
Royaume-Uni	0,9	1,1	1,0	1,0
Zone Euro	0,8	0,7	0,8	1,0
Allemagne	-0,2	0,6	1,1	1,3
France	1,1	0,6	0,6	0,9
Italie	0,5	0,4	0,5	0,5
Espagne	3,2	1,9	1,6	1,4
Pays Émergents	4,1	3,9	3,6	3,6
Asie	5,1	4,7	4,3	4,3
Chine	5,0	4,5	3,8	3,8
Inde	6,5	6,2	6,2	6,2
Europe Centrale et Orientale	3,2	2,0	1,7	1,7
Amérique Latine	2,2	2,2	2,2	2,2
Brésil	3,4	1,9	1,3	2,0
Moyen-Orient et Asie Centrale	2,3	3,5	3,5	3,1
Afrique	3,0	3,5	3,8	3,8
Monde (pondéré par PPA)	3,2	3,0	2,7	2,7

Inflation, % (moyenne)	2024p	2025p	2026p	2027p
Pays Développés	2,6	2,8	2,4	2,2
États-Unis	3,0	3,5	2,9	2,6
Japon	2,8	2,3	1,8	1,5
Royaume-Uni	2,5	2,6	2,3	2,1
Zone Euro	2,4	2,4	2,0	1,7
Allemagne	2,5	2,5	2,0	1,9
France	2,3	1,8	1,8	1,7
Italie	1,1	2,0	1,8	1,7
Espagne	2,9	2,5	2,2	1,8
Pays Émergents	7,8	6,2	4,9	4,4
Chine	0,2	1,0	1,5	1,8
Inde	4,7	4,7	4,7	4,7
Brésil	4,4	4,9	3,9	3,3

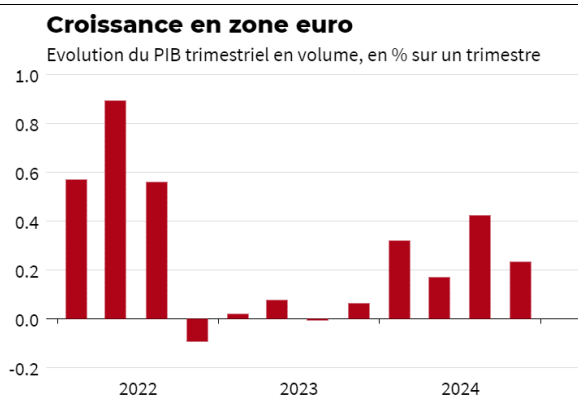
%, FdP (sauf indication contraire)	Actuel 12/03	2025p	2026p	2027p
Taux Fed Funds (borne haute)	4,50	4,25	3,75	3,75
Taux 10 ans (gouv.), États Unis	4,28	4,00	4,00	4,50
BCE, facilité de dépôt	2,50	2,25	2,25	2,25
Taux 10 ans (gouv.), Allemagne	2,87	2,50	2,50	2,75
Taux 10 ans (gouv.), France	3,59	3,30	3,30	3,45
Taux 10 ans (gouv.), Italie	3,96	3,70	3,70	3,95
Taux 10 ans (gouv.), Espagne	3,53	3,25	3,25	3,45
BoE, taux de pol. monétaire	4,50	4,00	3,75	3,50
Taux 10 ans (gouv.), Royaume-Uni	4,68	4,25	4,00	4,00
BoJ, taux de pol. monétaire	0,50	0,75	1,00	1,00
Taux 10 ans (gouv.), Japon	1,50	1,40	1,50	1,50
EUR / USD	1,09	1,08	1,10	1,10
EUR / GBP	0,84	0,85	0,85	0,85
USD / JPY	147	140	130	135
USD / CNY	7,2	7,4	7,4	7,3
Pétrole, Brent (USD/b)	70	70	70	70
Gaz naturel UE (TTF, EUR/MgW/h)	43	60	50	45
Carbone UE ETS (EUR/tonne)	67	80	100	110

ZONE EURO

- **La dynamique de croissance de la zone euro est faible et elle continue d'être freinée par les incertitudes politiques et géopolitiques**
- **La politique budgétaire est appelée à devenir plus restrictive, mais un espace pour les dépenses de défense devrait être trouvé**
- **Une nouvelle baisse de taux de la BCE est attendue en 2025, mais les conditions financières resteront restrictives, ouvrant la voie à une pause du QT**

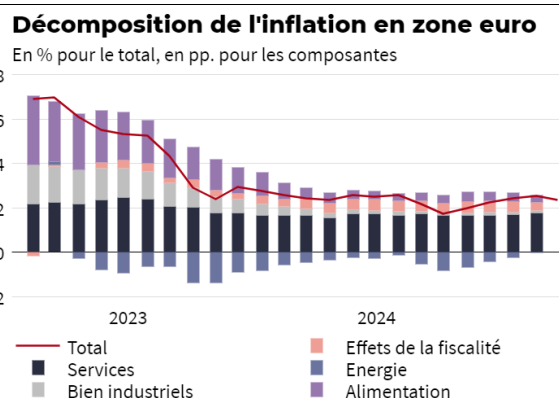
La dynamique de croissance est faible. L'économie de la zone euro a ralenti au quatrième trimestre 2024. L'Allemagne (-0,2 %) et la France (-0,1 %), les deux plus grandes économies, ont affiché des contractions plus importantes que prévu, renforçant les craintes de faiblesse économique dans la région. C'est un ralentissement significatif par rapport à la croissance de 0,4 % du T3. L'économie italienne a quant à elle stagné pour un deuxième trimestre consécutif. Certaines économies périphériques ont mieux performé, comme le Portugal (+1,5 %), la Lituanie (+0,9 %) et de l'Espagne (+0,8 %). La France et l'Allemagne sont toutes deux confrontées à des vents contraires structurels et à des incertitudes politiques.

L'activité a calé en T4 2024



Sources : Eurostat, SG Études économiques et sectorielles

La désinflation devrait reprendre



Sources : Eurostat, SG Études économiques et sectorielles

La tendance à la désinflation devrait reprendre. L'inflation a atteint 2,5 % en janvier 2025, un point haut depuis juillet 2024, sous l'effet d'une hausse des coûts de l'énergie. Dans le même temps, l'inflation des biens industriels non énergétiques est restée stable, tandis que la hausse des prix des services et des produits alimentaires a continué de ralentir. Le taux d'inflation sous-jacente est demeuré inchangé à 2,7 % pour un cinquième mois consécutif. En 2025, les prix de l'électricité devraient baisser dans divers pays. Avec la baisse de la rémunération des employés, l'inflation des prix des services devrait également diminuer progressivement. Nous estimons que ces tendances de désinflation devraient compenser en 2025 l'impact de la hausse des

prix du gaz et d'éventuels droits de douane supplémentaires qui pourraient être imposés en représailles aux tarifs américains.

Des baisses de taux de la BCE restent attendues. La faible dynamique de l'activité renforce les attentes de baisse des taux de la BCE en 2025. Après une baisse de 25 points de base en mars, nous ne prévoyons qu'une nouvelle baisse de 25bp en 2025, les faucons exprimant les craintes d'inflation. Le resserrement quantitatif (QT) de la BCE pèse sur les primes de terme et il induit un resserrement des conditions de liquidité. Nous pensons que la BCE mettra fin à l'assouplissement quantitatif en 2025. Dans l'ensemble, nous nous attendons à ce que l'impulsion du crédit reste modeste.

Les mesures tarifaires annoncées par le président Trump constituent un vent contraire supplémentaire. Les droits de douane globaux de 25 % sur les importations en provenance de l'UE pourraient constituer une contrainte supplémentaire importante pour la zone euro, à un moment où la productivité de son secteur industriel est en difficulté. L'UE pourrait cependant répondre avec son instrument anti-coercition, un cadre juridique cohérent avec celui de l'OMC, qui lui permettent d'adopter des mesures fortes de réponse (tarifs, quotas, etc.) en représailles aux actions coercitives d'un pays tiers. Le risque de droits de douane sur les exportation européennes augmente également en Chine, en réponse à l'augmentation des droits de douane sur les importations de véhicules électriques chinois. La croissance des exportations mondiales restera modeste en raison de la faiblesse de la demande mondiale.

La demande intérieure devrait rester faible. Le pouvoir d'achat des ménages ne progresserait que modestement. Dans un environnement très incertain, les entreprises chercheront à préserver leur rentabilité en modérant la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre, ce qui se traduira par une croissance modeste des salaires réels et de l'emploi. Le niveau élevé de l'épargne des ménages pourrait offrir une marge de manœuvre, mais des effets de richesse modérés et les incertitudes élevées inciteront les consommateurs à la prudence. Du côté des entreprises, la faiblesse de la demande, le resserrement persistant des conditions de crédit et les fortes incertitudes pèseront sur la dynamique des entreprises.

La politique budgétaire est appelée à devenir plus restrictive, mais un espace pour les dépenses de défense devrait être trouvé. Les politiques budgétaires deviennent plus restrictive dans plusieurs pays de l'Union, en particulier en France et en Italie, où des ajustements importants sont nécessaires, même s'ils ne sont pas encore entièrement planifiés. Cependant, plusieurs facteurs resteront en soutien : Le décaissement actuel des fonds de NextGenerationEU devrait rester favorable dans plusieurs États membres jusqu'en 2026. Le prochain gouvernement allemand devrait trouver un moyen d'assouplir son frein constitutionnel à l'endettement. Pour l'UE, la Commission a annoncé le 4 mars plusieurs mesures visant à augmenter les dépenses de défense. Une dérogation au pacte de stabilité et de croissance

permettra aux États membres de dépenser davantage pour la défense sans faire l'objet d'une procédure de déficit excessif. Cela permettrait de disposer d'une marge budgétaire supplémentaire pouvant atteindre 650 milliards d'euros sur une période de quatre ans si les États membres augmentent leurs dépenses de défense de 1,5 % du PIB en moyenne. En outre, un nouvel instrument permettra aux États membres d'avoir accès à une facilité de prêt, garantie par le budget européen à hauteur de 150 milliards d'euros pour les dépenses militaires. Les membres pourront utiliser les fonds de cohésion européens pour des investissements liés à la défense. Le mandat de la Banque européenne d'investissement sera élargi pour permettre le financement public et privé des entreprises de défense. À titre de référence, en 2024, selon l'Institut international de recherche sur la paix de Stockholm, les dépenses militaires s'élevaient à 2,1 % du PIB en France, 1,5 % en Allemagne et 3,8 % en Pologne (contre 1,9 % en 2022).

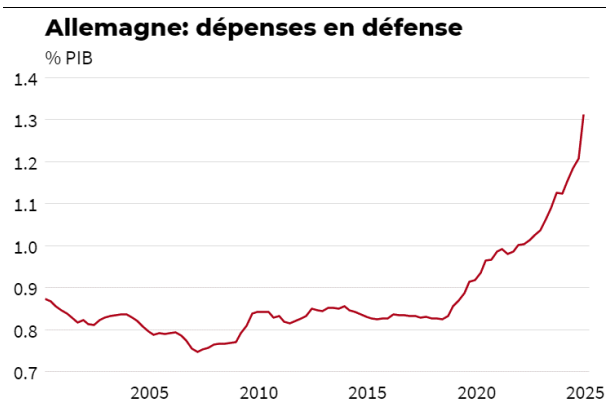
Zone euro	2024	2025p	2026p	2027p
PIB en volume, GA, %	0,8	0,7	0,8	1,0
Consommation des ménages	1,0	0,6	0,6	0,7
Consommation publique	2,8	0,6	0,6	0,8
Investissement	-2,0	0,6	1,5	1,7
Exportations de biens & services	1,0	1,4	2,0	2,2
Importations de biens & services	0,2	1,3	2,3	2,4
Inflation, % moyenne annuelle	2,4	2,4	2,0	1,7
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2,8	2,3	1,8	1,7
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	2,2	0,3	0,6	0,7
Épargne des ménages, % du RDB	15,3	15,0	15,0	15,0
Chômage, % de la population active	6,3	6,9	6,9	6,8
Solde budgétaire, % du PIB	-3,6	-3,5	-3,3	-3,2
Dettes publiques, % du PIB	89	90	91	92
Solde courant, % du PIB	2,8	2,1	2,0	2,0

ALLEMAGNE

- **Si adopté par le Bundestag, la relance annoncée augmentera la croissance de 2pp sur cinq ans**
- **La montée en puissance des investissements en infrastructures et en défense entraînera des frictions dans les chaînes d'approvisionnement et le marché du travail**
- **Un environnement international plus hostile continuera de peser sur les perspectives**

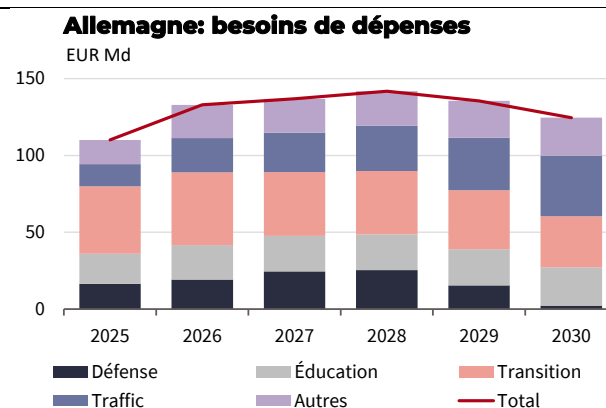
La croissance rebondira (0,6% en 2025, 1,1% en 2026), tirée par des facteurs internes et sous l'hypothèse que la plupart du programme budgétaire soit adopté. Nous faisons l'hypothèse de travail que l'accord entre la CDU/CSU et le SPD -probablement partenaires de coalition dans le prochain gouvernement- verra le jour et qu'il comprend (i) un fonds hors budget de EUR 500Md sur 10 ans pour l'infrastructure et (ii) une réforme du frein à l'endettement pour exclure toutes les dépenses de défense supérieures à 1% du PIB (libérant environ 0,3% du PIB en espace budgétaire) et pour permettre aux *Länder* d'enregistrer des déficits dans la limite de 0,35% du PIB. Le paquet doit encore être adopté par le Bundestag et nous faisons ici l'hypothèse de travail que l'essentiel des mesures seront adoptées. Ceci entraînerait une forte accélération des investissements publics et privés de 3% GA en moyenne sur cinq ans. La consommation privée devrait également rebondir (0,7% en 2025), les ménages tirant parti de l'augmentation de leur revenu disponible réel à la suite du choc énergétique, grâce au dynamisme -bien que ralentissant- des salaires.

Les dépenses de défense vont accélérer, grâce à une dérogation partielle aux règles budgétaires



Source : Destatis, SG Études économiques et sectorielles

Le fonds d'infrastructure répond en partie aux besoins massifs de dépenses



Source : Dezernat Zukunft, SG Études économiques et sectorielles

Les supposées dépenses militaires et d'infrastructure auront des retombées positives bien que progressivement et avec des frictions. Le secteur de la défense bénéficiera de la hausse des dépenses en Allemagne (sans contraintes du frein à l'endettement) et dans la région grâce à la mobilisation de EUR 800Md proposée par

le programme *ReArm Europe*. Cela offre l'opportunité de réallouer des ressources d'industries en difficulté (e.g. automobile) à la production d'équipements de défense, corrigeant partiellement la faible utilisation de la capacité de production, tombée à 76,5%, son niveau le plus bas hors crise depuis 1992. Les dépenses de défense ont un contenu en importations relativement faible (moins de 20%) et comportent des activités de R&D qui pourraient conduire à des innovations profitant sur l'économie civile, la productivité et la croissance à moyen terme. Le fonds d'infrastructure contribuera à financer les besoins d'investissement en transport et en éducation (incluant la garde d'enfants), estimés par *Dezernat Zukunft* à EUR 300Md sur cinq ans. Le fonds vise à éviter une détérioration accrue des infrastructures existantes, limitant les effets multiplicateurs. Une hausse progressive des dépenses est attendue, car les projets doivent être identifiés et approuvés, et devront surmonter des obstacles administratifs. Des frictions sont probables, avec des défis pour l'approvisionnement en matériaux avec des chaînes de valeur mondiales davantage fragmentées, ainsi que des défis de réallocation sectorielle (e.g. reconversion, délais de réaffectation des usines, faible productivité lors du lancement de nouveaux produits).

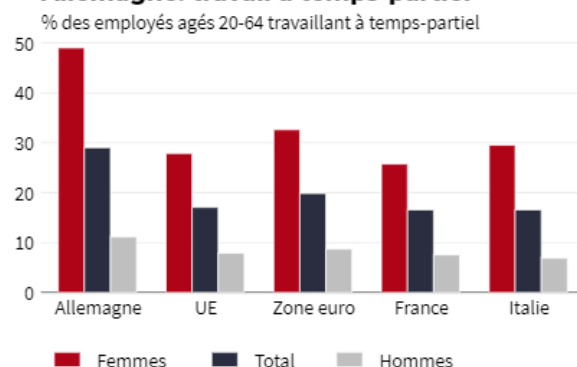
L'économie doit opérer une réallocation sectorielle des ressources Les tensions sur le marché du travail pourraient être résolues à la marge

Allemagne: utilisation capacités production



Source : Ifo, SG Études économiques et sectorielles

Allemagne: travail à temps-partiel



Source : Eurostat, SG Études économiques et sectorielles

La hausse du chômage se poursuivra cette année (6,4%), mais les pénuries de main-d'œuvre persistent, limitant les effets multiplicateurs. Le taux de participation a atteint des niveaux historiquement élevés, dépassant 80%, et plus de 16% des entreprises industrielles citent le manque de main-d'œuvre comme un facteur limitant la production au 1T25. La population active continuera à subir des pressions baissières au fur et à mesure que la population vieillit. Sa robustesse dépendra des flux migratoires –que les politiques cherchent à limiter– et de l'augmentation du temps de travail des personnes employées. Il s'agirait principalement des *seniors* (même si 74% des adultes âgés de 55 à 64 ans travaillent actuellement, soit environ 10pp de plus que la moyenne de l'UE) et des femmes, qui ont une forte propension à travailler à temps partiel. La hausse de l'offre de main-d'œuvre féminine serait soutenue par l'investissement dans les infrastructures de garde d'enfants.

Le plan de relance proposé porterait la dette publique à 70% du PIB en 2029, sans mettre en péril la soutenabilité de la dette. Le déficit budgétaire devrait atteindre 3% du PIB en 2027. L'annonce a entraîné une hausse de 30bp des taux longs. Le rendement du Bund à 10 ans devrait rester supérieur d'environ 25bp aux prévisions précédentes, pour atteindre 2,75% fin 2027. Bien que les déficits primaires et les taux d'intérêts soient plus élevés, la soutenabilité de la dette de l'Allemagne ne devrait pas être remise en question à moyen terme, à cause d'une croissance nominale accrue. En outre, le pays devrait maintenir son statut d'émetteur de référence, et son engagement en faveur de la prudence budgétaire.

La hausse de la demande intérieure rééquilibrera le modèle économique dans un monde moins enclin à les absorber les excédents courants. La baisse de compétitivité sur la scène mondiale affecte les volumes d'exportation, y compris dans les biens d'équipement et les segments de luxe (e.g. voitures). Une nouvelle hausse des tensions commerciales pèserait sur les perspectives, avec une croissance molle des principaux partenaires commerciaux (États-Unis, Chine). La hausse de la demande interne, et des déficits budgétaires, l'utilisation de l'épargne pour financer l'investissement et la reconfiguration des flux commerciaux contribueront à ramener la balance des comptes courants sous la barre des 5 % d'ici 2027.

Les risques sont équilibrés. Une mise en œuvre efficace du paquet fiscal proposé, e.g. en réduisant les obstacles bureaucratiques, pourrait stimuler la croissance. Un gouvernement bipartisan efficace pourrait également réduire l'incertitude économique, stimuler le sentiment et encourager les dépenses privées. À l'inverse, un échec d'adoption, des tensions sur les chaînes d'approvisionnement, la volatilité des prix du gaz et l'implémentation de tarifs avec rétaliation entraîneraient une hausse de l'inflation, incitant des hausses de taux. En outre, un contenu en importations plus élevé que prévu dans les dépenses d'infrastructure et de défense ou un déploiement trop lent des fonds pourraient annuler les effets de la croissance.

Allemagne	2024	2025p	2026p	2027p
PIB en volume, GA, %	-0,2	0,6	1,1	1,3
Consommation des ménages	0,3	0,7	0,9	1,0
Consommation publique	3,5	1,5	1,4	1,2
Investissement	-2,6	0,5	3,4	3,4
Exportations de biens & services	-1,0	0,0	1,6	1,9
Importations de biens & services	0,3	1,5	2,7	2,5
Inflation, % moyenne annuelle	2,5	2,5	2,0	1,9
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	3,2	2,2	2,0	1,9
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	1,3	0,6	0,8	1,1
Épargne des ménages, % du RDB	20,2	20,0	19,9	19,9
Chômage, % de la population active	6,0	6,4	6,4	6,3
Solde budgétaire, % du PIB	-2,8	-2,8	-2,8	-3,0
Dette publique, % du PIB	63	65	66	67
Solde courant, % du PIB	5,8	5,4	5,0	4,8

FRANCE

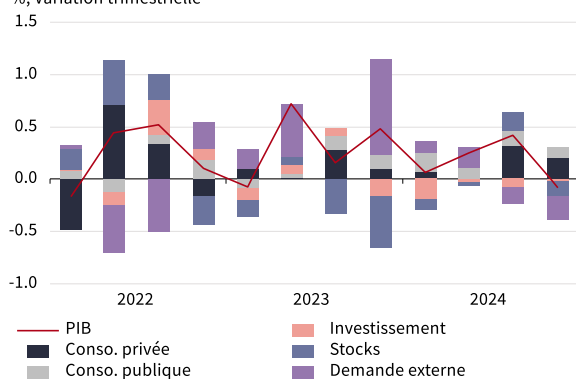
- **Après une année 2024 résiliente, soutenue quelque peu par les Jeux Olympiques, l'activité économique devrait se monter atone en 2025 et 2026, en raison des incertitudes tant au niveau local qu'international**
- **Cette atonie de l'activité s'accompagnera de pressions haussières sur le chômage**
- **Le déficit public est attendu en légère baisse en 2025 mais la trajectoire des finances publiques reste incertaine**

Les perspectives de croissance pour 2025 apparaissent médiocres. L'incertitude politique, qui pénalisait déjà l'activité au second semestre 2024, persiste et devrait continuer à peser sur l'activité économique. L'adoption du budget 2025 a réduit les risques d'instabilité imminente, mais la confiance reste fragile. L'incertitude internationale, liée au programme protectionniste de l'administration américaine, vient s'ajouter à l'incertitude intérieure. Nous anticipons que la contribution positive du commerce international, très bénéfique pour la France en 2024, marquera une pause en 2025 et 2026.

Une activité pénalisée par l'incertitude

France: Contribution à la croissance du PIB

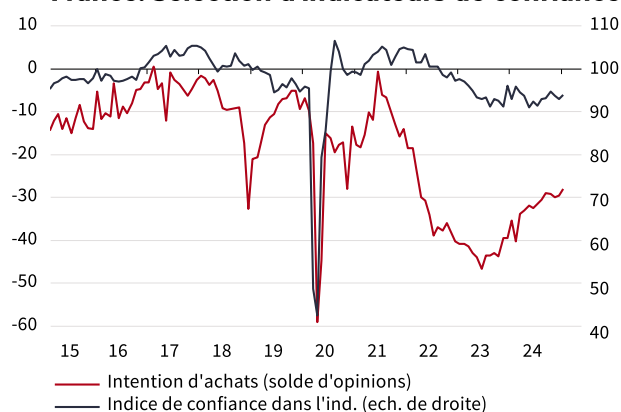
%, Variation trimestrielle



Source : INSEE, SG Études économiques et sectorielles

La confiance des agents reste faible

France: Sélection d'indicateurs de confiance



Source : INSEE, BDF, SG Études économiques et sectorielles

Le contexte économique en France restera marquée par l'instabilité politique.

La renouvellement du budget 2025 a affecté l'activité au premier trimestre, en raison de la maîtrise des dépenses publiques et de l'attentisme des agents économiques. Bien que la France dispose désormais d'un budget pour 2025, l'incertitude sur la situation politique demeure. Le budget a été adopté par décret (article 49.3), le gouvernement n'ayant pas trouvé de majorité favorable au parlement. Les risques de regain de tensions politiques restent élevés. Le degré d'incertitude mesuré par l'enquête mensuelle de la Banque de France auprès des entreprises a fortement augmenté en février, atteignant son niveau de juin 2024. Dans ce contexte, nous ne

prévoyons pas d'amélioration significative de l'activité pour le reste de l'année. La croissance devrait ainsi être en retrait par rapport à 2023 et 2024, où elle s'établissait à 1,1 %.

L'investissement des entreprises restera faible en 2025 en raison de l'atonie de la demande, dans un contexte marqué par une hausse de fiscalité et la réduction des aides aux entreprises. Les conditions de prêt qui restent restrictives continuent de pénaliser l'investissement. Il devrait repartir modérément à la hausse à partir de 2026, porté par la nécessité d'investir dans la transition verte (introduction attendue de « gigafactories » de batteries électriques, entre autres) et la défense militaire, les gouvernements réagissant aux tensions géopolitiques en augmentant leurs budgets de défense.

Le marché du travail devrait ralentir quelque peu. L'effet des contrats d'apprentissage sur la croissance de l'emploi devrait diminuer à mesure que l'aide gouvernementale diminuera. Le ralentissement de l'activité et les efforts déployés pour rétablir la productivité devraient peser sur la croissance de l'emploi.

La demande des ménages restera faible. Malgré la baisse de l'inflation, qui devrait se poursuivre en 2025, le pouvoir d'achat des ménages ne devrait augmenter que modérément. La contraction de l'emploi, le ralentissement des salaires et le ralentissement de la croissance de la richesse et des revenus du capital auront un impact négatif sur le pouvoir d'achat. En outre, les incertitudes budgétaires et (géo)politiques plus larges devraient continuer de peser sur la confiance des ménages, qui reste faible selon les enquêtes de l'INSEE. Les intentions d'achat restent contenues, ce qui devrait se traduire par une faible consommation et l'investissement résidentiel.

La dynamique du commerce extérieur devrait être moins favorable, en raison de la faiblesse de la demande extérieure due à un environnement mondial difficile et des mesures tarifaires envisagées par le président Trump. La croissance des exportations françaises devrait être modeste sur l'horizon de prévision.

La dette devrait rester à des niveaux élevés en raison de la persistance de déficits élevés. Le budget adopté pour 2025 s'aligne étroitement sur les mesures proposées par le gouvernement Barnier, mais il comporte des hypothèses de croissance et d'inflation plus réalistes, ainsi qu'un objectif de déficit plus faible. Sur la base de ces ajustements, nous estimons que le solde budgétaire sera conforme aux attentes des autorités. Au-delà de 2025, la trajectoire budgétaire reste semée d'embûches. Elle dépendra essentiellement de l'exécution effective du budget 2025 et de la capacité du gouvernement à mettre en œuvre les réformes. La composition actuelle du Parlement laisse peu de marge de manœuvre. Le prochain obstacle est la réforme des pensions. Les discussions avec les partenaires sociaux ont été relancées par le gouvernement, à condition que l'équilibre financier soit atteint en 2030. Cela pourrait alimenter de nouvelles tensions politiques. En outre, l'engagement du gouvernement d'augmenter les dépenses militaires (à 3,5 % du PIB

d'ici 2030, hors pensions, ce qui correspond à une augmentation d'environ EUR 20 Md par an) en réponse à la montée des tensions géopolitiques en Europe mettra davantage à rude épreuve les finances publiques. Cet engagement à renforcer les capacités de défense pourrait nécessiter une réaffectation des ressources, ce qui pourrait avoir une incidence sur d'autres priorités budgétaires et exacerber les difficultés liées à l'atteinte des objectifs budgétaires. Dans ce contexte, nous prévoyons un ajustement structurel inférieur à celui envisagé dans le programme à moyen terme approuvé par la Commission européenne en octobre 2024. L'objectif de 3 % pour 2029 semble difficile à atteindre. Dans ce contexte, le ratio de la dette publique continuera d'augmenter.

Les risques pesant sur ce scénario sont orientés à la baisse. Ils incluent notamment d'une détérioration de l'environnement socio-politique national, en particulier au cours du processus budgétaire 2026, qui pourrait accroître l'incertitude et prolonger les comportements attentistes du personnel. Une détérioration plus forte que prévu des tensions commerciales, en raison des plans de mesures protectionnistes du président Trump, serait également défavorable, en raison de la baisse de la demande étrangère.

France	2024	2025p	2026p	2027p
PIB en volume, GA, %	1,1	0,6	0,6	0,9
Consommation des ménages	1,0	0,7	0,7	0,9
Consommation publique	2,1	0,3	0,1	0,6
Investissement	-1,5	0,4	1,0	1,4
Exportations de biens & services	1,6	1,6	2,3	2,6
Importations de biens & services	-1,1	1,7	2,5	2,7
Inflation, % moyenne annuelle	2,3	1,8	1,8	1,7
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2,3	2,0	1,8	1,8
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	2,3	0,2	0,2	0,4
Épargne des ménages, % du RDB	18,0	17,5	17,0	16,6
Chômage, % de la population active	7,2	7,8	7,9	7,8
Solde budgétaire, % du PIB	-6,1	-5,6	-5,0	-4,6
Dette publique, % du PIB	113	116	118	120
Solde courant, % du PIB	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2

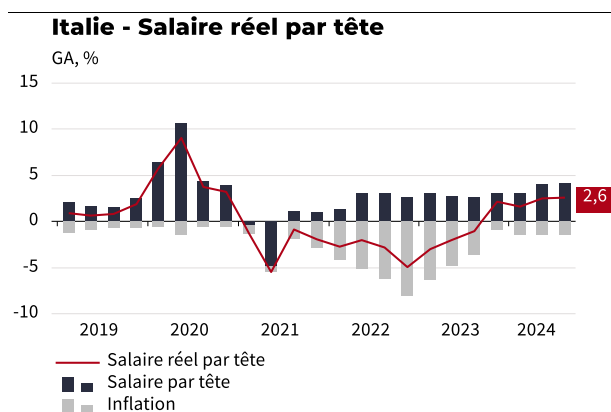
ITALIE

- **Après une reprise post-Covid dynamique, la croissance italienne serait inférieure à son potentiel en 2025 et 2026 avec une normalisation de l'investissement des ménages**
- **Les ménages engrageraient de faibles gains de pouvoir d'achat et stabiliseraient leur épargne**
- **Malgré le retour à un faible excédent primaire en 2025, la dette publique se maintiendrait sur une trajectoire haussière**

Plus faible qu'anticipée en 2024, la croissance restera modeste en 2025 et 2026.

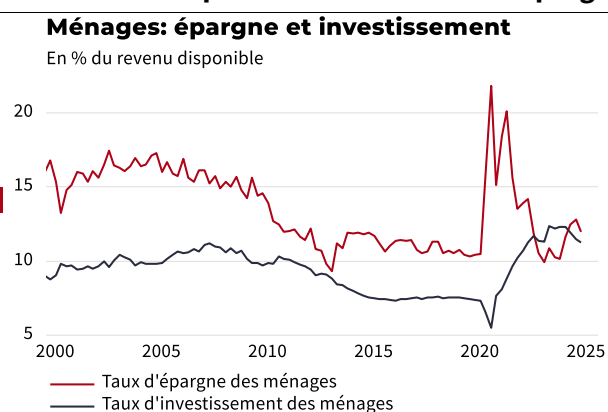
Le retrait des aides à la rénovation de logement (*superbonus*) va générer une contraction prolongée de l'investissement des ménages, tandis que la demande mondiale risque d'être fragilisée par les tensions commerciales induites par les mesures protectionnistes envisagées par le Président Trump. Cependant, la consommation des ménages, la poursuite de la baisse des taux directeurs et les fonds du programme Next Generation EU soutiendront la croissance jusqu'en 2026.

La hausse des salaires réels...



Source : Eurostat, SG Études économiques et sectorielles

...s'est traduit par un rebond du taux d'épargne



Source : Istat, SG Études économiques et sectorielles

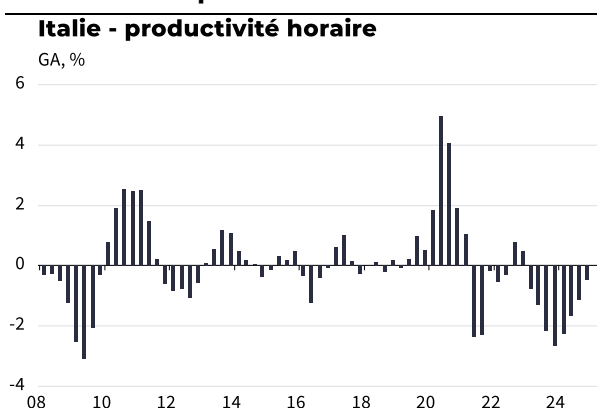
L'inflation a fortement ralenti en 2024 avec le repli des prix de l'énergie. Elle retrouverait en 2025 la cible de la BCE, se stabilisant autour de 2%. L'inflation sous-jacente, passée sous la barre des 2%, pourrait réaccélérer en 2025 dans le sillage des prix des produits importés, impactés par d'éventuelles mesures de rétorsion commerciales et par la dépréciation de l'euro.

L'emploi ralentirait sensiblement au cours des prochaines années après de fortes créations sur la période 2022-24. Cela conduirait à une stabilisation puis une légère hausse du taux de chômage, qui se maintiendrait néanmoins à un niveau structurellement plus bas que la moyenne des dix dernières années du fait de tensions persistantes liées aux évolutions démographiques : baisse de la population en âge de travailler et fort ralentissement des flux migratoires. Cependant, la hausse de la participation au marché du travail dépasserait la baisse prévue de la population

en âge de travailler, permettant une légère progression de la population active. Les difficultés de recrutement restent élevées et sont citées comme le principal facteur limitant la production en Italie. Les raisons principales étant liées à la faiblesse des flux migratoires entrants et une démographie déclinante.

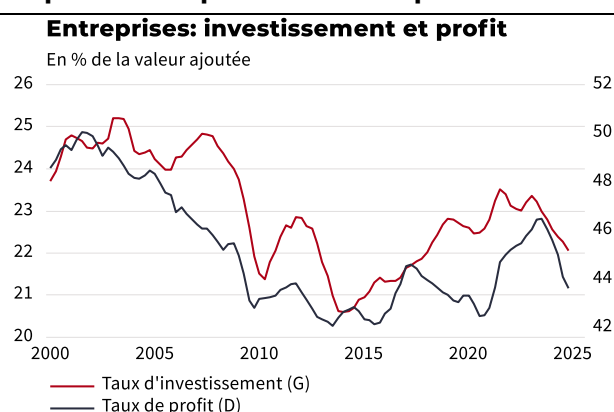
Le pouvoir d'achat des ménages progresserait faiblement sur la période 2025-27 après une année 2024 très dynamique. Les salaires nominaux, qui ont bénéficié en 2024 des renouvellements de contrats reflétant les hausses de prix passées, ralentiraient progressivement. A partir de 2026, la consommation des ménages serait soutenue par une légère baisse du taux d'épargne, qui a fortement rebondi en 2024.

La baisse de la productivité horaire...



Source : Istat, SG Études économiques et sectorielles

... pèse sur les profits des entreprises



Source : Eurostat, SG Études économiques et sectorielles

L'investissement a nettement ralenti en 2024 et se contracterait en 2025. Le retrait des crédits d'impôt à la rénovation de logements entraîne une forte contraction de l'investissement des ménages, partiellement compensée par la croissance des investissements en infrastructures soutenus par les fonds européens. Le dispositif d'aides à la rénovation de logements a été largement allégé : le taux de crédit d'impôt passe de 110% à 70% en 2024 et 65% en 2025 et la transférabilité des crédits d'impôt a été supprimée, tout comme la possibilité d'avancer les échéances pour bénéficier de crédits sur les travaux engagés en 2023. La dynamique du crédit est négative : l'encours de crédit aux entreprises se contracte de 2,4 % sur un an et le crédit aux ménages stagne.

Les fonds européens soutiennent toujours l'économie. Il reste 81 Mds EUR (3,7 % du PIB) de fonds disponibles au gouvernement italien, sur un total alloué de 194 Mds EUR, et donc une forte incitation à conserver une attitude coopérative avec l'Union européenne et mettre en œuvre les réformes structurelles clé, en particulier celle de la refonte du système judiciaire. Les principaux investissements prévus sur la période 2022-26 pour la transition verte sont : i) l'efficacité énergétique dans les bâtiments résidentiels et publics (16,9 Mds EUR), ii) la mobilité durable (34,5 Mds EUR), iii) le développement des énergies renouvelables et de l'économie circulaire et l'amélioration de la gestion des déchets et de l'eau (24,7 Mds EUR).

Le solde primaire s'est sensiblement réduit en 2024 (-0,1 %) et deviendrait excédentaire en 2025. Il serait néanmoins loin de retrouver le niveau de 2 %, condition nécessaire à la décline tendancielle de la dette publique. Le déficit public diminuerait très progressivement de 4% en 2024 à 3,5% en 2027 grâce à des dépenses primaires modérées et à des dépenses d'intérêts globalement stables. L'Italie serait donc toujours en procédure de déficit excessif à l'horizon de notre prévision.

La dette publique reprendrait une trajectoire ascendante. La hausse passée des taux d'intérêt et la faiblesse de la croissance vont peser sur la dynamique de la dette publique à moyen terme. En outre, le ratio de dette publique est impacté en 2025 et 2026 par des éléments exceptionnels liés à l'étalement dans le temps de l'utilisation des crédits d'impôts pour la rénovation de logements. La dette publique se situe déjà trois points au-dessus de son niveau pré-Covid et reprendrait une trajectoire ascendante pour atteindre près de 143 % du PIB en 2027.

La situation de la dette publique reste, de manière générale, assez vulnérable au risque de tensions souveraines, qui pourraient s'accroître avec une nouvelle hausse du ratio de dette publique. Toutefois, l'instrument de protection de la transmission monétaire (TPI) devrait limiter les risques de mouvements excessifs sur les marchés financiers. Cependant, cet instrument n'a jamais été utilisé et ne fonctionne que pour les États membres qui respectent les règles budgétaires européennes.

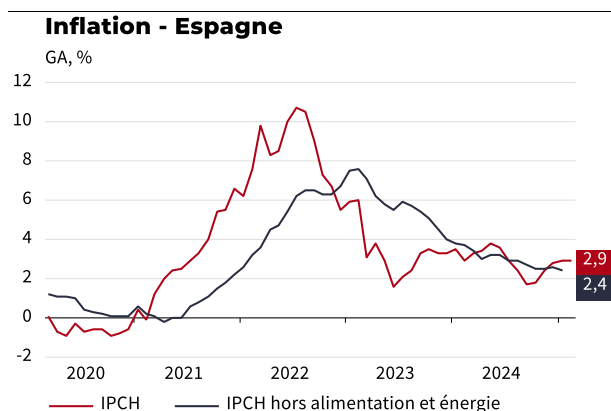
Italie	2024	2025p	2026p	2027p
PIB en volume, GA, %	0,5	0,4	0,5	0,5
Consommation des ménages	0,5	1,1	0,5	0,5
Consommation publique	0,5	0,5	0,4	0,4
Investissement	0,2	-0,8	0,9	0,7
Exportations de biens & services	-0,1	0,6	1,8	2,3
Importations de biens & services	-2,1	1,1	2,1	2,5
Inflation, % moyenne annuelle	1,1	2,0	1,8	1,7
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2,2	2,0	1,8	1,7
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	2,8	1,0	0,6	0,4
Épargne des ménages, % du RDB	12,7	12,6	12,7	12,6
Chômage, % de la population active	6,5	6,2	6,3	6,6
Solde budgétaire, % du PIB	-4,0	-3,8	-3,6	-3,6
Dette publique, % du PIB	136	139	141	142
Solde courant, % du PIB	1,2	0,8	0,7	0,5

ESPAGNE

- **La croissance continuera de surperformer celle de la zone euro en 2025 mais ralentirait vers son potentiel à l'horizon 2027**
- **Le pouvoir d'achat des ménages ralentirait en 2025 après deux années de forte croissance et le taux de chômage se stabiliserait**
- **Le déficit budgétaire, après une hausse temporaire en 2025 liée aux inondations, reviendrait sous la barre des 3%**

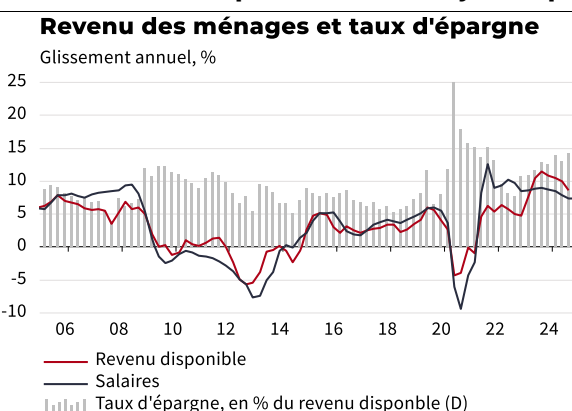
Encore très dynamique en 2024, la croissance ralentira en 2025 et retrouverait son potentiel en 2027. Elle restera néanmoins supérieure à celle de ses partenaires européens, toujours soutenue par le plan de relance européen, un secteur touristique très dynamique et un marché de l'emploi bénéficiant d'un afflux de main d'œuvre étrangère. Cependant, les inondations inédites ont amputé la croissance d'environ 0,2 point de PIB au T4-24, et en 2025-26, la demande mondiale sera fragilisée par les tensions commerciales induites par les mesures protectionnistes envisagées par le Président Trump. Le taux de chômage, désormais inférieur à son niveau structurel, se stabiliserait autour de 11% de la population active.

L'inflation ralentit...



Source : INE, SG Études économiques et sectorielles

...et le revenu disponible est très dynamique



Source : INE, SG Études économiques et sectorielles

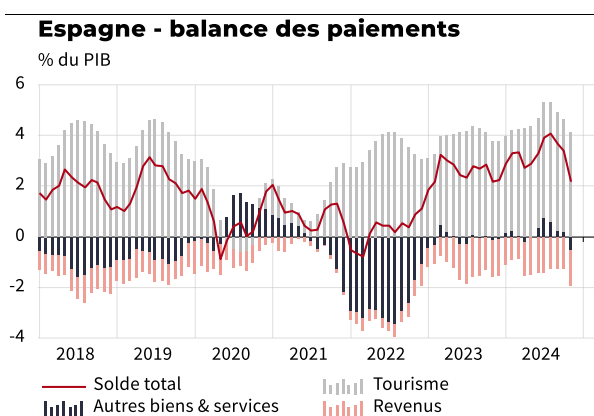
Encore proche de 3% en 2024, l'inflation ralentirait autour de 2,5% en 2025 et retrouverait la cible de la BCE en 2027. La baisse du prix des carburants et de l'alimentation sont les principaux facteurs de désinflation, tandis que les prix des services restent dynamiques, soutenus par les hausses de salaire. L'inflation sous-jacente se maintiendrait à un niveau élevé l'an prochain, poussée par la hausse du prix des produits importés, impactés par la dépréciation de l'euro et par de possibles mesures de rétorsion commerciales.

La consommation des ménages continuerait de soutenir la croissance jusqu'en 2026. Les gains de pouvoir d'achat ralentiraient en 2025 après deux années de forte croissance soutenue par la dynamique des salaires et de l'emploi. Les créations d'emploi se poursuivraient en 2025, mais à un rythme plus modéré permettant aux

entreprises d'enregistrer des gains de productivité et de reconstituer leurs marges. Le ralentissement de l'inflation, les hausses de salaires négociées ainsi que les hausses des pensions soutiendront le revenu des ménages à l'horizon de notre prévision. Le taux d'épargne – qui a fortement progressé depuis deux ans et atteint un niveau supérieur à sa moyenne historique – s'ajusterait légèrement, permettant aux ménages de faire face au ralentissement de leur pouvoir d'achat.

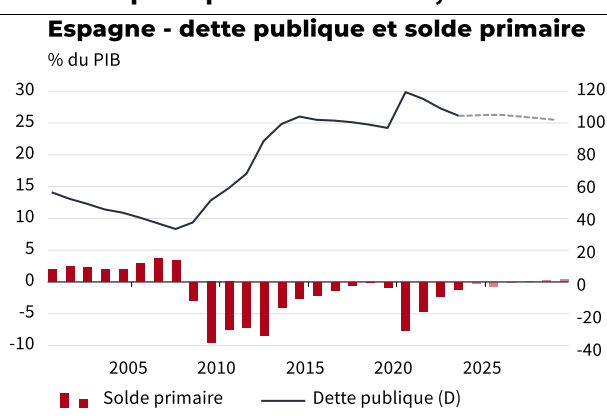
L'investissement des entreprises resterait dynamique jusqu'en 2026, malgré la faiblesse du crédit. Il est toujours soutenu par les prêts et subventions du plan de relance européen, dont il reste 32 Mds EUR de subventions disponibles (2 % du PIB) sur un total de 80 Mds EUR (5,5 % du PIB), dont 40 % doivent soutenir des objectifs climatiques. Les principaux investissements prévus sur la période 2022-26 sont : i) plus de 12 Mds EUR dans l'efficacité énergétique des bâtiments publics et privés, y compris les nouveaux logements sociaux, ii) 13,2 Mds EUR dans la mobilité durable dans les zones urbaines et les grandes distances, iii) 6,9 Mds EUR pour la décarbonisation du secteur de l'énergie dans le cadre du chapitre *REPowerEU* et 22 Mds EUR dans le cadre de l'instrument financier *ICO Green Line*, dans les technologies et les infrastructures propres (y compris les réseaux de stockage et d'électricité) et l'accélération du développement et de l'utilisation des énergies renouvelables, dont l'hydrogène.

Le solde courant se maintient en excédent



Source : INE, SG Études économiques et sectorielles

La dette publique restera élevée, mais stable



Source : INE, SG Études économiques et sectorielles

La politique budgétaire a pris un caractère restrictif en 2024, la baisse des subventions énergétiques ayant permis un retour du déficit à 3% du PIB. Le solde public se creuserait de 0,5 point de PIB en 2025, du fait du coût budgétaire des inondations d'ampleur inédite ayant eu lieu dans la région de Valence, qui ont causé la mort de plus de 200 personnes. Le gouvernement a annoncé un plan d'aide de 14Mds EUR pour aider les ménages et les entreprises à faire face aux conséquences de cette catastrophe. Le déficit reviendrait en 2026 sous la barre des 3% du PIB. Après quatre années de baisse, la dette publique est encore supérieure de 6 points de PIB à son niveau pré-Covid, et elle diminuerait légèrement à l'horizon de notre prévision.

Au-delà de 2024, l'orientation budgétaire du gouvernement redeviendrait accommodante. Le gouvernement minoritaire de M. Sánchez, élu en novembre 2023, n'a pas réussi à faire voter le budget 2025, et il y a une probabilité non nulle qu'il n'arrive pas à son terme. M. Sánchez a néanmoins obtenu fin novembre 2024 le soutien du parti d'extrême gauche Podemos pour de nouvelles mesures fiscales qui garantissent le décaissement de 7,2 Mds EUR de subventions de l'UE. Au cœur du dispositif se trouve un renforcement de la législation de l'impôt sur les sociétés qui garantit que les entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 750 Mn EUR paieront un minimum de 15% d'imposition sur les bénéfices. S'y ajoute une prolongation de trois ans de l'impôt annuel sur les bénéfices exceptionnels des banques. La politique économique restera axée sur la lutte contre l'inégalité des revenus, la redistribution et les politiques sociales et environnementales.

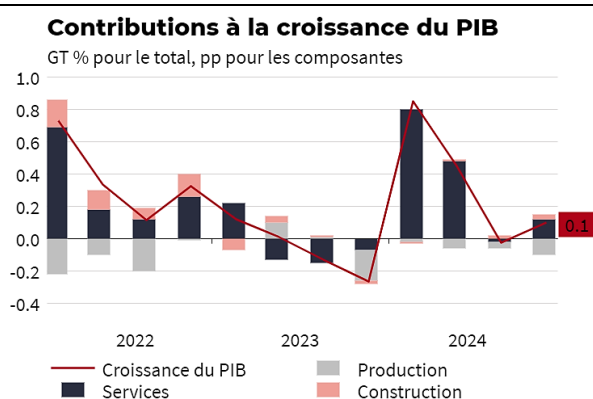
Espagne	2024	2025p	2026p	2027p
PIB en volume, GA, %	3,2	1,9	1,6	1,4
Consommation des ménages	2,9	2,0	1,9	1,6
Consommation publique	4,9	1,9	1,3	0,8
Investissement	2,3	1,8	1,7	1,2
Exportations de biens & services	2,9	1,8	1,9	2,5
Importations de biens & services	2,0	2,5	2,3	2,5
Inflation, % moyenne annuelle	2,9	2,5	2,2	1,8
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2,8	2,6	2,3	1,8
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	4,3	1,6	1,4	1,3
Épargne des ménages, % du RDB	13,5	13,2	12,8	12,5
Chômage, % de la population active	11,3	10,9	10,9	11,1
Solde budgétaire, % du PIB	-3,0	-3,4	-2,8	-2,7
Dettes publiques, % du PIB	102	102	103	103
Solde courant, % du PIB	3,0	2,2	2,1	2,1

ROYAUME-UNI

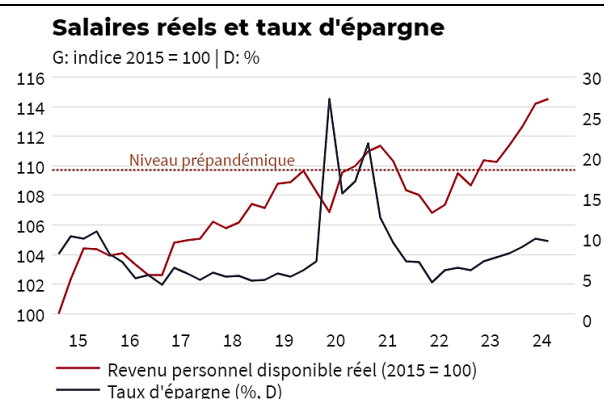
- **La consommation et l'investissement public vont soutenir la croissance en 2025 mais avec un risque d'éviction de la demande privée**
- **L'inflation resterait persistante en 2025-26, mais les pressions devraient s'atténuer à mesure que le marché du travail se détendra**
- **Les risques sur l'activité sont orientés à la baisse en raison des coûts de financement élevés et des tensions géopolitiques**

La croissance reprend lentement son élan. Au 4T24, le PIB a augmenté de 0,1 GT, % et de 1,3 GA, %, ce qui représente une légère accélération par rapport à la croissance plate du 3T24. La croissance annuelle pour 2024 a été de 0,9 GA, %, contre 0,4 % l'année précédente. Du côté de l'offre, la croissance au 4T24 a été soutenue par le secteur des services, qui a été le principal moteur de la croissance. Du côté de la demande, l'expansion des stocks et de la consommation publique a été partiellement compensée par les contributions négatives des exportations nettes et de l'investissement brut. À l'avenir, la croissance devrait continuer à s'accélérer, en particulier au second semestre, avec une augmentation de 1,1 GA, % prévue en 2025. La consommation et l'investissement publics devraient tirer la croissance au cours des prochains trimestres, conformément à l'augmentation des dépenses publiques prévue dans le Budget d'Automne. Les indicateurs avancés prospectifs, tels que le PMI composite et l'indicateur composite avancé de l'OCDE, présentent toujours des perspectives plus positives pour le Royaume-Uni que pour ses pairs européens. Toutefois, les politiques annoncées dans le budget pèsent sur la confiance des entreprises et des consommateurs. Les risques sont orientés à la baisse en raison des vulnérabilités du marché des obligations d'État et de la possibilité de tarifs douaniers américains.

La croissance reprend lentement son élan



Salaires réels et taux d'épargne élevés



Sources : ONS, Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

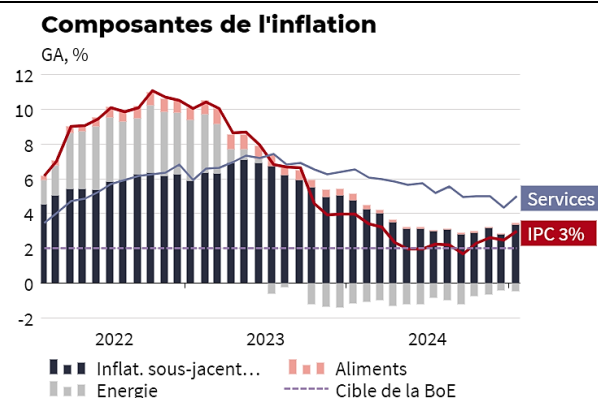
La consommation et l'investissement publics devraient être les moteurs de la croissance tout au long de l'année 2025, avec un risque d'éviction de la demande

privée. Les dépenses publiques devraient augmenter de 72Md GBP (2,5 % du PIB de 2024) par an au cours des cinq prochaines années, dont un tiers sera consacré à l'augmentation des investissements publics, et deux tiers à la consommation publique. Toutefois, comme prévu, certains signes indiquent que l'augmentation des dépenses publiques est déjà partiellement compensée par une certaine éviction de la consommation et de l'investissement privés, étant donné que l'économie fonctionne presque à pleine capacité. Le coût de l'emploi a augmenté après le Budget d'Automne, et les indicateurs d'activité des entreprises se sont détériorés. Leur confiance s'est effondrée, l'investissement a baissé au 4T24 et les indices PMI montrent des signes de faiblesse, en particulier dans le secteur manufacturier.

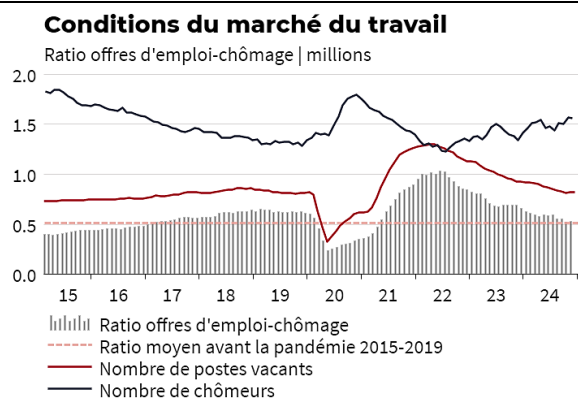
En réponse, **le gouvernement se concentre désormais sur la promotion de l'investissement des entreprises et l'attraction d'IDE.** Pour y parvenir, il cherche à assouplir les réglementations et annonce des grands projets. Il a accéléré le corridor de croissance Oxford-Cambridge avec la création d'un centre commun de R&D et donné le feu vert aux plans de construction d'une troisième piste à l'aéroport d'Heathrow, malgré les préoccupations environnementales. Il réforme également les règles d'urbanisme existantes pour faciliter la construction. Cette approche devrait soutenir à moyen terme l'investissement privé et l'activité immobilière. À long terme, l'augmentation des dépenses publiques en capital vise à attirer l'investissement privé et stimuler l'offre globale.

La consommation des ménages devrait augmenter progressivement au cours des prochains trimestres. Le soutien du gouvernement et la croissance des salaires nominaux ont entraîné une augmentation du revenu personnel disponible réel en 2024, dans un contexte de décélération de l'inflation. Les salaires nominaux devraient continuer à croître plus rapidement que l'inflation cette année, ce qui contribuera à rétablir le pouvoir d'achat des ménages. Cette évolution ne serait que partiellement compensée par la baisse des niveaux d'emploi, les entreprises réduisant leurs embauches pour maintenir leurs marges bénéficiaires dans le contexte de la hausse des coûts de l'emploi à la suite du Budget d'Automne. La demande privée devrait donc se redresser et contribuer à la croissance en 2025. La politique monétaire poursuit son cycle d'assouplissement prudent et le revenu disponible réel continue d'augmenter. Les consommateurs resteront toutefois prudents, avec un taux d'épargne supérieur à ses niveaux historiques.

L'inflation reste persistante



Le marché du travail se détend



Sources : ONS, Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

L'inflation devrait rester persistante en 2025-26, mais les pressions domestiques s'atténueront à mesure que le marché du travail se détendra. La hausse de l'IPC atteint 3 % en janvier, contre 2,5 % en décembre, son niveau le plus élevé depuis 10 mois. Cependant, cette hausse sera transitoire, car elle est principalement le résultat d'effets de base. La tendance à la baisse de l'inflation des services s'est momentanément interrompue en janvier, en raison d'augmentations ponctuelles des tarifs des bus et de la TVA sur les écoles privées. Cela maintient l'inflation sous-jacente à un niveau élevé de 3,7 %. Le marché du travail reste toujours tendu, mais des signes d'assouplissement sont perceptibles. La proportion d'entreprises signalant des pénuries de main-d'œuvre demeure élevée, mais le ratio entre offres d'emploi et chômage est revenu à son niveau d'avant la pandémie. Nous prévoyons que l'inflation totale restera persistante en 2025-26 en raison des effets de base, de la répercussion par les entreprises de la hausse des coûts de l'emploi sur les consommateurs et de l'augmentation du prix du gaz, la principale source d'énergie du mix énergétique britannique. L'inflation s'établirait en moyenne à 2,6 % cette année, ce qui est supérieur aux prévisions précédentes, et elle ne reviendrait à l'objectif de 2 % de la BoE qu'en 2027. L'inflation sous-jacente baisserait dans un contexte d'atténuation des pressions sur le marché du travail et d'essoufflement de l'expansion budgétaire en 2026.

La BoE devrait suivre un rythme prudent de baisse des taux, avec un taux revenant à de 4 % en fin d'année. Lors de sa réunion du 5 février, la BoE a opté pour une baisse de 25 pb à 4,5 %, en ligne avec nos prévisions. Nous nous attendons deux baisses supplémentaires de 25 pb en 2025, une par trimestre jusqu'au 3T25, conformément à un rythme prudent de baisses de taux dans un contexte d'inflation totale soutenue mais de baisse de l'inflation sous-jacente.

Les risques sont orientés à la baisse. La principale source de risque est liée au marché des obligations d'État. La hausse des rendements des obligations d'État à 2 et 10 ans en janvier a montré que le pays est vulnérable, car une hausse imprévue des rendements des obligations d'État pourrait forcer des réductions de dépenses si le gouvernement entend respecter les règles budgétaires. Des risques supplémentaires

sont liés aux tensions géopolitiques internationales. Une hausse des droits de douane américains pourrait peser sur les perspectives d'inflation et de croissance du pays. Cependant, la probabilité d'une hausse semble atténuée par le fait que le Royaume-Uni enregistre un déficit commercial de biens par rapport aux États-Unis.

Royaume-Uni	2024	2025p	2026p	2027p
PIB en volume, GA, %	0,9	1,1	1,0	1,0
Consommation des ménages	0,7	1,1	0,8	0,8
Consommation publique	2,0	4,3	2,1	1,7
Investissement	1,3	1,4	1,5	2,1
Exportations de biens & services	-2,2	1,1	1,2	1,4
Importations de biens & services	1,6	2,5	2,5	2,5
Inflation, % moyenne annuelle	2,5	2,6	2,3	2,1
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	3,7	2,3	2,1	2,0
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	3,3	0,9	1,1	0,9
Épargne des ménages, % du RDB	9,4	9,2	9,3	9,4
Chômage, % de la population active	4,3	4,5	4,6	4,6
Solde budgétaire, % du PIB	-5,8	-5,7	-5,5	-5,3
Dette publique, % du PIB	97	99	101	102
Solde courant, % du PIB	-2,9	-3,6	-3,4	-3,5

ÉTATS-UNIS

- **Le président Trump s'est rapidement attelé à la mise en œuvre de sa vision du commerce, de l'immigration et de la politique fiscale**
- **Les annonces de tarifs douaniers ont accru les incertitudes, pèseront sur les investissements et augmenteront les coûts pour les consommateurs américains**
- **Le marché du travail montre des signes de ralentissement. La réduction des flux d'immigration et les expulsions réduiront l'offre de travail à court terme, mais dès 2026, la baisse de la migration nette et le ralentissement de la croissance entraîneront une hausse du chômage**
- **Le déficit budgétaire devrait rester supérieur à 6 %, car les coupes dans les dépenses fédérales et les recettes tarifaires prévues seront plus que compensées par le coût de la prolongation des principales dispositions de la Loi sur les réductions d'impôt et l'emploi**
- **La Fed adoptera une approche prudente de la politique monétaire en raison des risques d'inflation accrus**

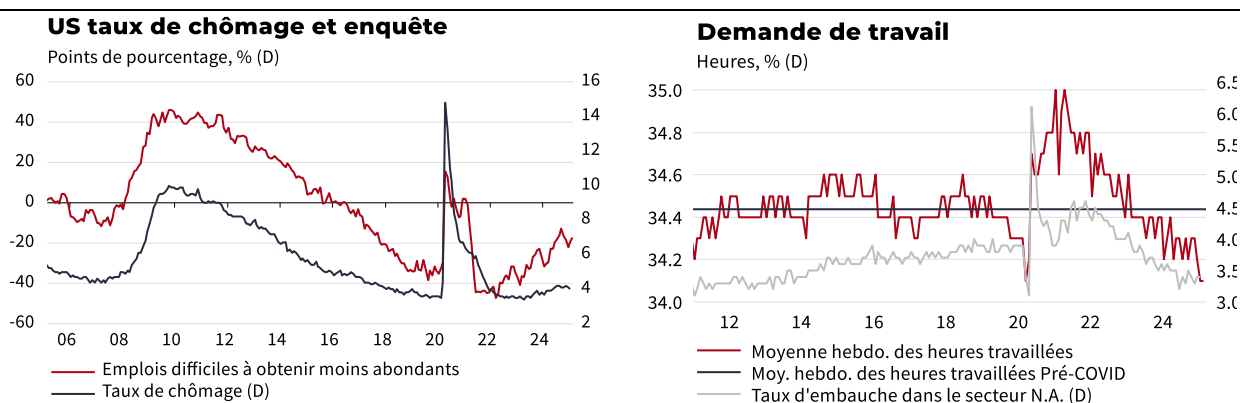
L'économie montre des premiers signes de ralentissement, que l'accumulation d'incertitudes en matière de politique pourrait accentuer. Au 4T24, le PIB a progressé de 2,3 % GA, ralentissant après une forte croissance de 3,1 % GA au 3T24. Au cours de son premier mandat, Trump a cherché à stimuler les marchés par des baisses d'impôts avant de lancer sa politique commerciale pugnace. Cette fois-ci, cependant, la prolongation de ses réductions d'impôts de 2017 nécessite un travail de fond de la part du Congrès, tandis que Trump n'a pas perdu de temps avant de pointer son arme préférée directement sur les principaux partenaires commerciaux de l'Amérique avec l'*International Emergency Economic Powers Act* (IEEPA). Des droits de douane supplémentaires de 10 % ont déjà été imposés à la Chine, qui a représenté 439Md USD d'importations américaines l'année dernière, tandis que des droits de douane de 25 % ont été annoncés au Mexique, au Canada, et à l'UE, respectivement 506Md USD, 413Md USD, et 607Md d'importations.

Une série de tarifs sectoriels sur l'acier, l'aluminium, l'automobile, les semi-conducteurs et les médicaments semblent devoir suivre, ainsi que la présentation en avril d'un « plan équitable et réciproque ». Le nombre des mesures qui seront finalement mises en œuvre est incertain, mais leur ampleur augmente l'incertitude. Cela est particulièrement dommageable pour les chaînes d'approvisionnement hautement intégrées entre les signataires de l'AEUMC, où les produits non finis traversent les frontières à plusieurs reprises pendant la fabrication. Nous révisons à la baisse nos prévisions de croissance des importations pour 2025. Les droits de

douane se répercutent sur les prix, ils agiront comme une hausse d'impôt sur les consommateurs domestiques, dont la confiance chute dans les enquêtes depuis décembre. Nous révisons également à la baisse notre prévision de croissance de la consommation des ménages pour 2025.

Le marché du travail pourrait se dégrader dès 2026. Le taux de chômage atteint 4,0 % en janvier, en légère hausse par rapport à 3,7 % à la même période l'année dernière. L'embauche a ralenti, les répondants au sondage signalent qu'il est plus difficile de trouver un emploi, et le nombre moyen d'heures hebdomadaires des travailleurs du secteur privé a continué de baisser pour atteindre son plus bas niveau depuis mars 2020. La demande de travail devrait ralentir à mesure que l'économie ralentit. Une diminution des flux de migration nette constituera également un frein à la croissance de la production en réduisant l'offre de travail, ce qui affectera les secteurs avec une concentration élevée de travailleurs migrants réguliers et irréguliers, tels que la construction et l'agriculture, selon le Bureau du recensement et le Pew Research Center. En outre, Clemens et Lewis (2022) suggèrent que les travailleurs migrants ont un effet positif ou neutre sur l'emploi des travailleurs américains en raison de leur faible substituabilité, de sorte qu'il est peu probable qu'un contrôle plus strict de la délivrance des visas de travail stimule l'emploi. Il est par ailleurs très peu probable que les 300 000 employés fédéraux (13 % de l'effectif de l'exécutif) qui risquent de perdre leur emploi puissent se diriger vers les postes vacants créés par les mesures de resserrement de l'immigration, en raison de l'inadéquation évidente des compétences. Nous révisons à la hausse nos attentes en matière de chômage pour l'ensemble de la période de prévision.

Un marché du travail toujours tendu mais la demande de travail tend à s'affaiblir



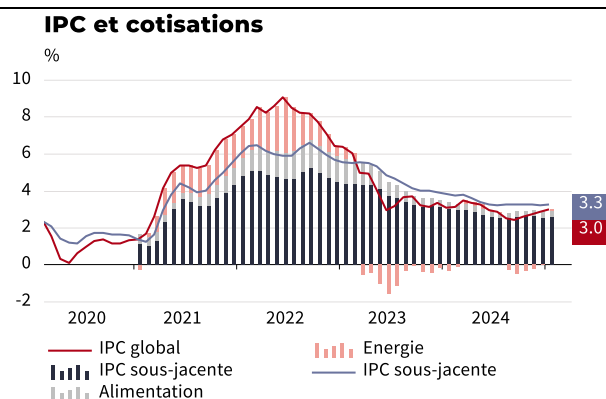
Sources : BLS, Conference Board, Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

Le déficit budgétaire devrait rester au-dessus de 6 % sur la période 2025-2027.

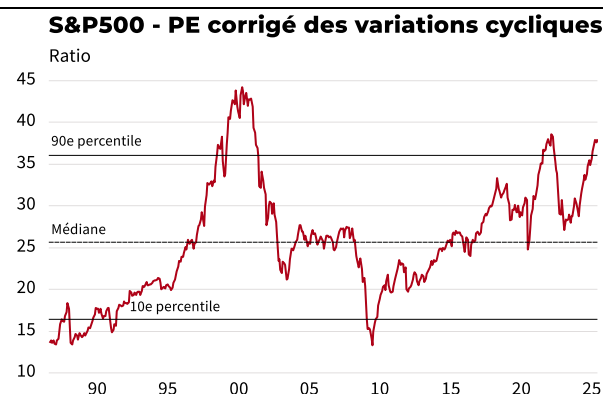
L'administration espère augmenter ses revenus par le biais de tarifs douaniers. Elle compte réduire les crédits d'impôt pour l'énergie verte de la loi sur la réduction de l'inflation. Les républicains de la Chambre souhaitent réduire les dépenses obligatoires de 2Tn USD au cours de la prochaine décennie. Un héritage majeur du premier mandat de Trump, le *Tax Cuts and Jobs Act*, doit expirer à la fin de cette

année. Son extension équivaudrait à environ USD 4,2Tn de réductions d'impôts au cours de la prochaine décennie.

Les pressions inflationnistes persistent mais les marchés tiennent le blues à distance



Sources : BLS, Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles



Sources : Robert J. Shiller, Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

L'inflation devrait augmenter en 2025-26 en raison de la hausse des droits de douane. L'inflation de l'IPC a atteint 3 % GA en janvier, contre 2,9 % en décembre. Nous maintenons notre prévision selon laquelle l'inflation de l'IPC devrait s'établir en moyenne à 3,5 % GA cette année et rester supérieure à l'objectif de 2 % de la Fed jusqu'en 2027. Après être passé de 3,2 % GA en décembre à 3,3 % en janvier, l'IPC de base devrait atteindre 3,6 % en moyenne en 2025. Lors de sa réunion des 28 et 29 janvier, la Fed a maintenu les taux d'intérêt stables dans la fourchette de 4,25 % à 4,5 %, préconisant une approche attentiste concernant les effets de la politique sur l'inflation. Nous prévoyons une réduction de 25 pb au dernier trimestre de 2025, et de 50 pbs au cours du premier semestre de 2026, alors que la Fed adoptera une position plus accommodante pour répondre à la hausse du chômage.

Les risques qui pèsent sur les perspectives sont orientés à la baisse. Le cocktail politique de l'administration américaine est stagflationniste. Il pourrait rapidement décevoir le consommateur américain. Le taux d'épargne personnel a baissé à 3,8 % en décembre, laissant peu de marge de manœuvre supplémentaire pour soutenir la consommation. La confiance des consommateurs s'est détériorée depuis décembre. Elle pourrait sérieusement chuter si les marchés actions devaient passer de leurs valorisations élevées actuelles à des ratios cours/bénéfices proches des plus moyennes historiques. Les marchés ont intégré les annonces de baisse des impôts et de déréglementation, ce qui crée un risque de baisse si les tarifs douaniers font grimper l'inflation et que la Fed maintient les taux plus élevés plus longtemps.

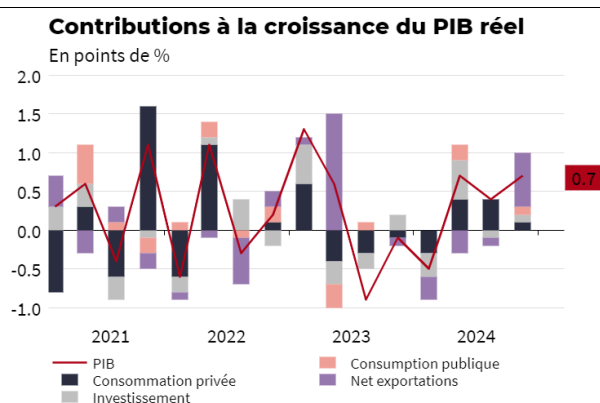
États-Unis	2024	2025p	2026p	2027p
PIB en volume, GA, %	2,8	1,9	1,4	1,0
Consommation des ménages	2,8	1,9	1,5	1,2
Consommation publique	2,4	1,9	1,4	1,1
Investissement	4,3	1,9	2,2	2,1
Exportations de biens & services	3,2	2,6	1,4	1,0
Importations de biens & services	5,4	3,4	2,7	2,5
Inflation, % moyenne annuelle	3,0	3,5	2,9	2,6
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	3,4	3,6	2,8	2,6
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	2,9	1,5	1,7	1,6
Épargne des ménages, % du RDB	4,7	4,3	4,5	4,9
Chômage, % de la population active	4,0	4,4	4,9	5,2
Solde budgétaire, % du PIB	-6,4	-6,3	-6,3	-6,4
Dette publique, % du PIB	99	100	101	104
Solde courant, % du PIB	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6

JAPON

- Avec les premiers signes d'amélioration des salaires réels, les obstacles à la reprise de la consommation devraient s'atténuer progressivement
- La normalisation de la politique monétaire devrait se poursuivre graduellement
- La politique budgétaire restera en soutien de l'activité sur l'horizon de prévision
- Les principaux risques sont baissiers, avec la possibilité de tensions commerciales extérieures

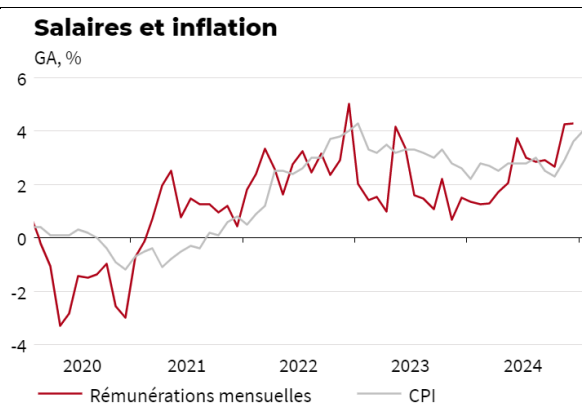
Avec les premiers signes d'une croissance des salaires réels, les obstacles à une reprise de la consommation devraient s'atténuer. La confiance des consommateurs reste fragile, mais elle devrait se redresser progressivement. Les négociations salariales du printemps semblent bien orientées, à la hauteur de celles de l'an dernier, et le rythme de l'inflation ralentirait. Les grandes entreprises se sont exprimées sur une augmentation de 4,74% (5% en moyenne les années passées) dans la dernière enquête du Japan Centre for Economic Research, ce qui devrait être soutenir la croissance des revenus réels. Structurellement, la pénurie de main-d'œuvre devrait favoriser l'augmentation des salaires et du revenu disponible des ménages. La politique gouvernementale devrait également soutenir l'augmentation des salaires.

La croissance reste fragile et hésitante



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

...mais les salaires réels progressent



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

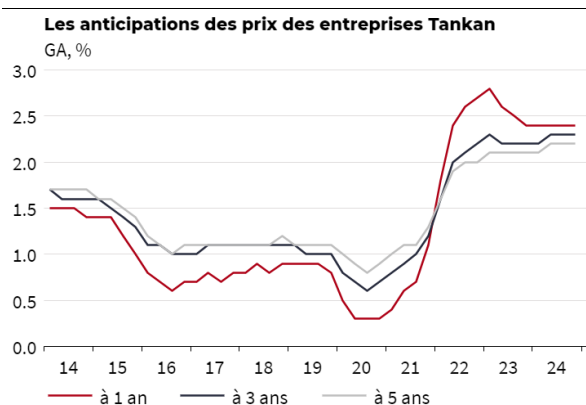
Les investissements des entreprises devraient continuer d'augmenter. Les bénéfices des entreprises ont été supérieurs aux niveaux pré-pandémiques et sont stimulés par la dépréciation du yen, ce qui soutient les investissements. Ils devraient continuer d'augmenter, bien qu'à un rythme plus lent, appuyés par les subventions gouvernementales, en particulier pour les investissements verts et numériques. La nécessité structurelle d'accroître la productivité compte tenu des contraintes de

main-d'œuvre devrait également tirer les investissements des entreprises à moyen terme.

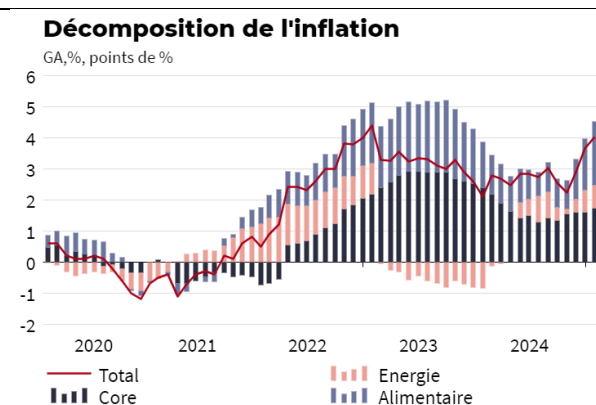
L'inflation se rapproche de la cible de la BOJ sur l'horizon de prévision.

L'intensification des tensions géopolitiques, la faiblesse du yen et des conditions météorologiques défavorables ont maintenu les prix de l'énergie et des denrées alimentaires à un niveau élevé. Ces différents facteurs ont soutenu les pressions inflationnistes. On s'attend maintenant à ce qu'ils diminuent, mais la croissance des salaires réels devrait apporter une force supplémentaire à la trajectoire de l'inflation. À moyen terme, les pénuries de main-d'œuvre et le vieillissement de la population pourraient maintenir la pression sur les salaires et les prix. Cependant, les performances passées appellent à la prudence. La trajectoire de l'inflation pourrait décevoir, même si les anticipations semblent mieux ancrées.

Les anticipations de prix se stabilisent autour de la cible de la BoJ



L'inflation accélère avec la progression des prix alimentaires.



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

La politique monétaire devrait continuer à se normaliser. La Banque du Japon devrait normaliser progressivement sa politique monétaire au cours des deux prochaines années et porter son taux directeur à environ 1 % d'ici la fin de 2026. Le rythme des nouvelles hausses de taux dépendra des données sur l'inflation et la croissance des salaires. La banque centrale restera prudente tout au long de cette période afin d'éviter que la normalisation de sa politique ne provoque un ralentissement économique ou ne compromette son succès dans la relance. Le rythme des hausses de taux d'intérêt dépendra en grande partie de la vigueur et de la durabilité de la croissance des salaires. En raison de son histoire de déflation, nous nous attendons à ce que la BoJ pêche par excès de prudence. Une hausse des tensions commerciales pourrait compliquer sa tâche. La normalisation devrait être très progressive. Elle devrait être favorable au yen et devrait aussi relever le plancher des coûts d'emprunt sur les marchés internationaux.

Le déficit budgétaire devrait légèrement se réduire sur l'horizon de prévision, mais la politique budgétaire restera en soutien de l'activité. Le déficit devrait légèrement se creuser en 2025 compte tenu du dernier plan de relance fin 2024, avec

la reprise des subventions pour atténuer les pressions inflationnistes sur les ménages (4% du PIB). La consolidation budgétaire est retardée d'un an, car le gouvernement vise à dégager un excédent budgétaire primaire à partir de l'exercice 2026. A moyen terme, les dépenses liées au vieillissement, en particulier dans le secteur de la santé, continueront d'exercer une pression sur le déficit budgétaire. L'augmentation prévue des dépenses de défense à l'horizon 2027 est importante, pour s'aligner sur la référence de l'OTAN à 2% du PIB. Les coûts du service de la dette ne peuvent qu'augmenter. Nous prévoyons que le déficit budgétaire se maintiendra en moyenne à près de 3 % du PIB sur l'horizon de prévision.

De nouveaux risques baissiers pourraient peser sur les perspectives économiques. Une hausse des droits de douane sous le deuxième mandat de Trump et une diminution de la demande mondiale pourraient exercer une pression sur les exportations japonaises (20% du PIB). Une dépréciation persistante du yen pourrait également augmenter les prix à l'importation et se répercuter sur l'inflation, entravant la progression des salaires réels et la reprise de la consommation.

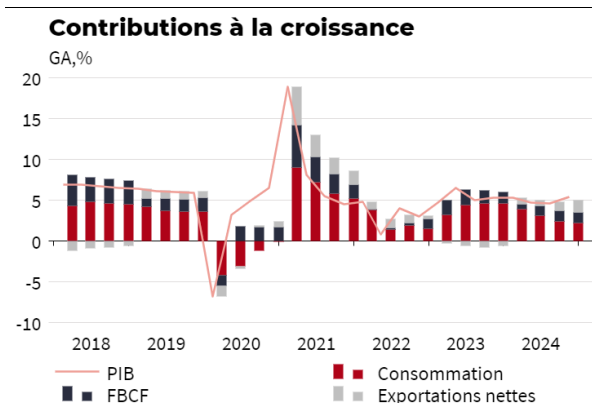
Japon	2024	2025p	2026p	2027p
PIB en volume, GA, %	0,1	1,0	0,7	0,7
Consommation des ménages	-0,1	0,9	0,8	0,8
Consommation publique	0,9	0,8	0,8	0,4
Investissement	0,4	0,6	0,6	0,7
Exportations de biens & services	1,0	2,1	1,3	1,7
Importations de biens & services	1,3	1,9	2,2	2,0
Inflation, % moyenne annuelle	2,8	2,3	1,8	1,5
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2,5	2,1	1,6	1,2
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	2,7	0,8	0,7	0,7
Épargne des ménages, % du RDB	3,6	3,5	3,4	3,4
Chômage, % de la population active	2,5	2,3	2,2	2,1
Solde budgétaire, % du PIB	-3,0	-3,2	-3,0	-2,8
Dette publique, % du PIB	255	256	258	258
Solde courant, % du PIB	4,7	4,2	4,0	4,2

CHINE

- **L'économie pâtit de la faiblesse de la demande intérieure, de la faible confiance et du ralentissement de la consommation privée.**
- **Le secteur immobilier est toujours en phase d'ajustement et les exportations seront contraintes par les mesures protectionnistes des Etats-Unis.**
- **Les mesures incrémentales ciblant la consommation s'accélèrent mais ne devraient qu'offrir une compensation partielle de l'impact de la hausse des droits de douanes des Etats-Unis et résorber en partie l'offre excédentaire.**

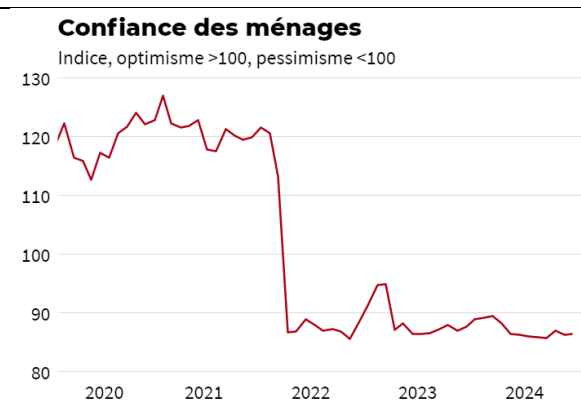
La croissance du PIB enregistre une décélération structurelle sur l'horizon de prévision. La correction en cours dans le secteur immobilier va continuer de peser sur l'investissement dans un contexte de tensions financières persistantes chez les promoteurs immobiliers et les administrations locales, de ralentissement de la demande de logements et d'un excédent de logements. Sur le front des exportations, les tensions croissantes avec les États-Unis et leurs alliés devraient peser sur les performances commerciales de la Chine. À moyen terme, les perspectives de croissance se détériorent en raison de la crise de confiance qui se prolonge et des effets durables du ralentissement du marché du logement. Le rééquilibrage de la croissance vers la consommation pourrait accroître le potentiel de croissance de la Chine. Les mesures liées à la consommation restent pour le moment incrémentales. Sans redressement du secteur immobilier et sans mesures structurelles (amélioration de la protection sociale etc.), la confiance des ménages restera faible et freinera la consommation. En mars, le Congrès National du Peuple a placé la stimulation de la demande intérieure (consommation et investissement) comme priorité absolue en 2025, mais les détails des mesures montrent qu'elle pourrait ne pas être suffisante pour compenser l'impact des droits de douane américains sur la croissance du PIB. Outre le programme d'échange déjà en place, le gouvernement s'est engagé à réduire le fardeau des groupes à revenu faible ou moyen, mais n'a fourni aucune mesure concrète. L'économie aura donc du mal à atteindre l'objectif de croissance de 5 % en 2025, à moins que des mesures de soutien supplémentaires ne soient prises plus tard dans l'année (par le biais d'émissions obligataires plus spéciales

La dynamique de croissance ralentit



Source : SG Études économiques et sectorielles, LSEG

La confiance des ménages ne remonte pas



Source : SG Études économiques et sectorielles, LSEG

Le ralentissement de l'immobilier continuera d'être un frein à la croissance.

Malgré les mesures annoncées en octobre, les prix immobiliers restent en contraction en glissement annuel. Structurellement, la diminution de la population et le ralentissement de la croissance de la population urbaine réduiront la demande de logements dans les années à venir et rendront difficile l'absorption des stocks excédentaires (projets immobiliers non vendus sont estimés à CNY 93 Bn s'ils sont complètement achevés, soit 60% du PIB).

Les exportations pourraient rester résilientes au cours de la première partie de 2025,

bien que des droits de douane plus élevés puissent limiter sa dynamique. Compte tenu de la déflation domestique persistante et de la faiblesse de la demande, les exportateurs continueront d'offrir des prix à l'exportation concurrentiels.

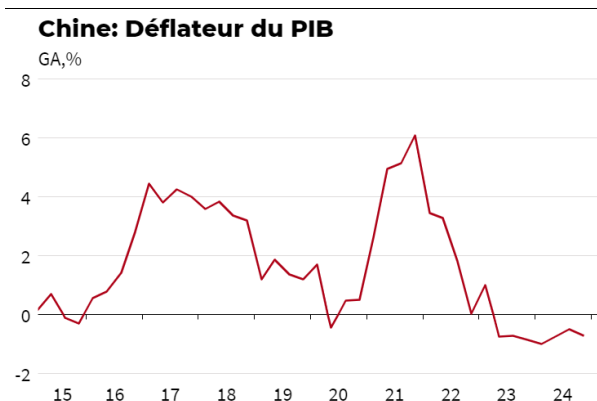
Le dosage des politiques restera accommodant et incrémental, mais ne devrait pas apporter de solution structurelle.

Si d'autres mesures ciblant la consommation sont en cours de discussion, elles devraient soutenir la consommation, mais resteront limitées par la faiblesse du secteur immobilier, freinant la confiance des ménages. Les fonctionnaires ont reçu une augmentation de salaire mensuelle de 300 à 500 CNY. En supposant que les fonctionnaires consomment une part plus élevée de leur revenu (75 %) en raison de niveaux plus élevés de prestations de sécurité sociale et que le multiplicateur budgétaire est de 1,7, l'augmentation salariale des fonctionnaires devrait stimuler la croissance entre 0,17pp et 0,28pp, ce qui pourrait compenser en partie l'impact de l'augmentation des droits de douane américains de 10%. Le programme *Trade-in* annoncé en juillet 2024, qui consiste à remplacer des appareils (notamment électroménagers) à plus haut rendement énergétique a contribué à l'accélération de la consommation d'un point de pourcentage en 2024. Si le champ d'application a été étendu aux téléphones portables en janvier, l'impact devrait être moins significatif en 2025.

L'inflation reste proche de zéro en 2025, malgré une baisse des pressions désinflationnistes. La baisse des prix mondiaux des produits de base et les prix

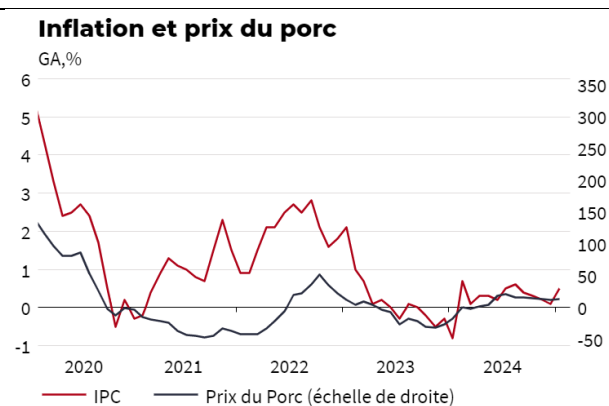
négatifs des denrées alimentaires ont contribué aux pressions désinflationnistes. L'inflation est proche de zéro et la contraction du déflateur du PIB depuis un an reflète la faiblesse de la demande intérieure. L'augmentation du prix du porc devrait ralentir compte tenu d'une consommation domestique stable et une offre qui continue d'augmenter cette année.

Le déflateur reste en contraction



Source : SG Études économiques et sectorielles, LSEG

L'inflation est tirée par le prix du porc



Source : SG Études économiques et sectorielles, LSEG

Les risques baissiers pesant sur les perspectives de croissance sont liés aux surcapacités, aux risques désinflationnistes, et à la faiblesse persistante de la demande. Certains secteurs spécifiques, comme les véhicules électriques brillent mais ne constituent pas encore un contrepois de l'ampleur requise et ils pourraient se heurter à des obstacles sur les marchés d'exportation. Les autorités ont montré leur volonté de continuer à soutenir les « nouvelles forces productives », sans soutenir significativement la consommation domestique, qui reste déprimée par le marché immobilier. Cela pourrait accentuer les déséquilibres existants de la croissance chinoise entre l'industrie manufacturière et la consommation.

Les tensions géopolitiques resteront présentes et pourraient s'intensifier avec les risques de surcapacité. Sur le plan géopolitique, les relations commerciales et de sécurité nationale avec les États-Unis continueront de peser et de façonner les chaînes de valeur mondiales et le rôle de la Chine dans celles-ci. Les enjeux géopolitiques et sécuritaires à Taiwan restent également une source de risque. La rhétorique de la Chine s'est durcie à l'égard de l'île, conduisant à une augmentation des activités militaires coercitives. De ce fait, les risques d'erreurs liés aux exercices militaires chinois ne peuvent être exclus.

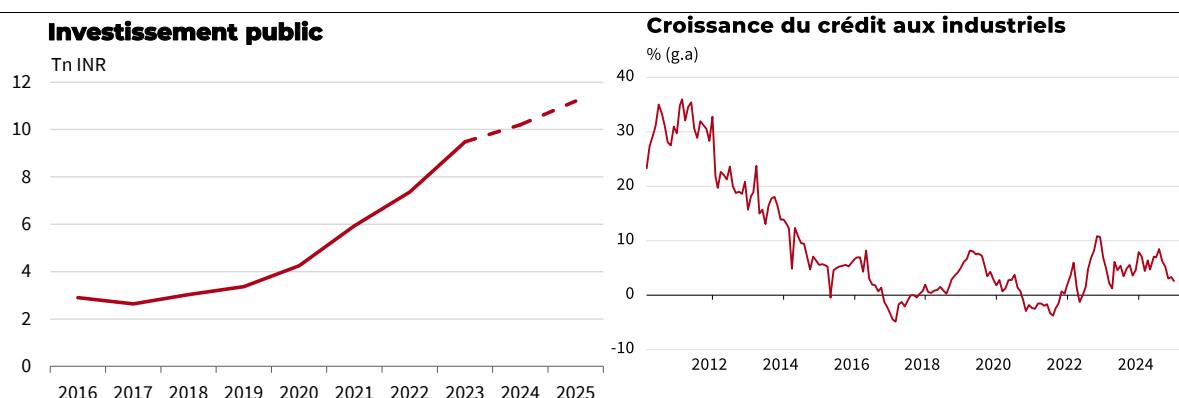
Chine	2024	2025p	2026p	2027p
PIB en volume, GA, %	5,0	4,5	3,8	3,8
Consommation des ménages	5,8	5,2	4,3	3,8
Consommation publique	6,9	5,0	4,9	4,8
Investissement	2,8	4,8	3,6	3,6
Exportations de biens & services	4,8	1,8	1,8	2,1
Importations de biens & services	2,9	3,7	2,5	2,0
Inflation, % moyenne annuelle	0,2	1,0	1,5	1,8
Solde budgétaire, % du PIB	-7,1	-7,8	-7,8	-7,6
Dette publique, % du PIB	91	93	96	98
Solde courant, % du PIB	2,2	1,3	1,0	1,0

INDE

- **L'investissement devrait ralentir au cours des prochaines années, après une période de forte dynamique liée à l'investissement public**
- **La croissance devrait progressivement retourner à son potentiel qui est estimé entre 6% et 6,5%**

L'investissement devrait commencer à décélérer. L'investissement public, contributeur majeur de la croissance sur les deux dernières années, a commencé à ralentir, en ligne avec la consolidation fiscale prévue. La croissance de l'investissement des entreprises privées est pour l'instant trop faible pour espérer prolonger la dynamique actuelle de l'investissement total. Cela contribuerait ainsi au ralentissement de la croissance indienne, actuellement au-dessus de son potentiel. Ce ralentissement commence déjà à se faire sentir : la croissance du PIB au T3-24 était de seulement 5,4% (en g.a), avec une croissance de l'investissement en fléchissement à 5,4%. Il reste cependant encore une partie du budget d'investissement public à dépenser au cours de cette année fiscale, ce qui devrait éviter à la croissance indienne de décélérer trop fortement sur le court-terme.

La forte dynamique d'investissement public va ralentir L'investissement des entreprises privées contribue moins à la croissance

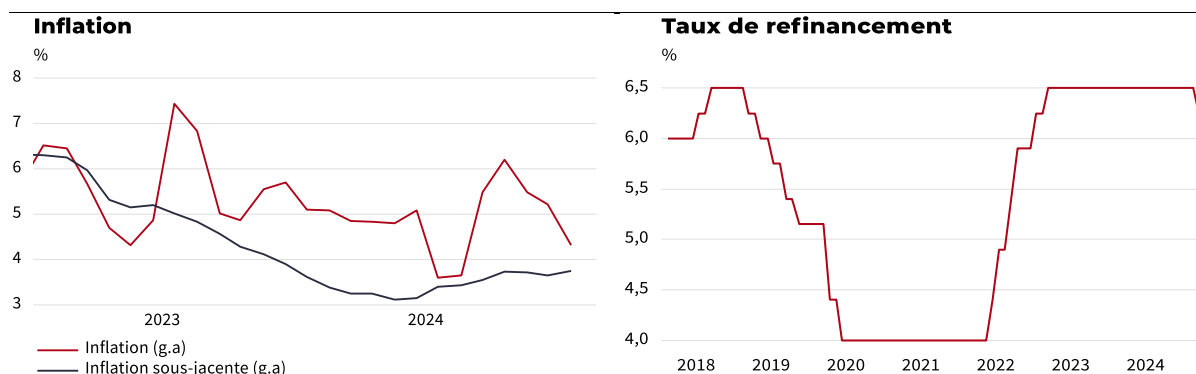


Source: CSO, Budget, SG Economics and Sector Studies

Source: RBI, SG Economics and Sector Studies

L'inflation sous-jacente reste modérée, ce qui devrait soutenir la consommation privée. La décélération de l'inflation sous-jacente devrait se poursuivre malgré la révision des tarifs de forfaits mobiles en juillet, qui crée un effet d'acquis. Une inflation moins forte soutiendra la consommation privée, qui devrait rebondir après une croissance nettement en-deçà de sa moyenne historique en 2023. La croissance réelle de la consommation privée au T3-24 de 6% (en g.a), nettement supérieure à celle des trois précédents semestres (autour de 2%), est un premier signe de ce rebond. Il faut toutefois noter que les prix alimentaires sont très volatils. La reprise de la demande pourrait être retardée en fonction des performances agricoles.

L'inflation se stabilise autour de l'objectif de 4% de la RBI... ... qui a amorcé un cycle de baisse de taux



Source: RBI, Refinitiv and SG Economics and Sector Studies

La consolidation fiscale s'est amorcée, le solde budgétaire s'améliorera sur le moyen-terme. Le budget de 2024-2025 prévoit une contraction du déficit public du gouvernement central à 4,9% du PIB (vs. 5,8% en 2023). L'investissement public augmentera (certes moins rapidement que les deux dernières années) légèrement plus vite que le PIB nominal.

L'administration Trump 2.0 ne constitue pas une menace majeure à ce stade. La visite du Premier Ministre Modi à Washington en février s'est soldée sur la promesse d'accords bilatéraux, limitant la probabilité d'une augmentation soudaine des taxes douanières sur les produits indiens dans le court-terme. La roupie s'est légèrement dépréciée contre le dollar sur les six derniers mois, en ligne avec les autres devises émergentes, impliquant des interventions de la RBI sur les marchés.

Les risques pour l'Inde sont liés aux incertitudes climatiques compte tenu de la taille du secteur agricole et de son impact sur les prix des denrées alimentaires (qui représentent environ la moitié du panier de consommation indien). Jusqu'à présent les entreprises du secteur privé ont été réticentes à investir, car les crises passées les ont amenées à garder des liquidités disponibles pour faire face à d'éventuelles tensions financières. Ceci constitue un risque pour la croissance à moyen terme.

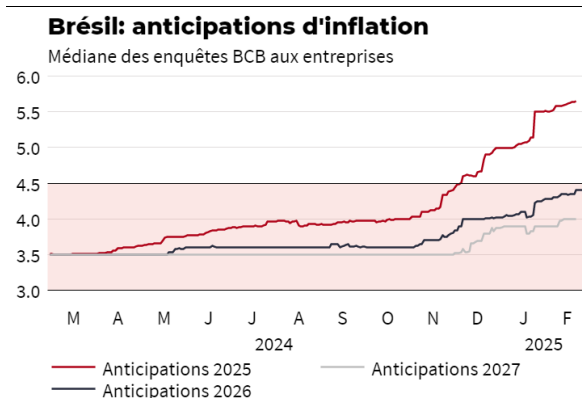
Inde (année fiscale d'avril à mars)	2024	2025p	2026p	2027p
PIB en volume, GA, %	6,5	6,2	6,2	6,2
Consommation des ménages	6,8	6,0	6,0	6,0
Consommation publique	6,0	5,6	5,6	5,6
Investissement	7,0	6,5	6,5	6,5
Exportations de biens & services	7,5	5,5	6,0	6,0
Importations de biens & services	7,9	5,5	6,0	6,0
Inflation, % moyenne annuelle	4,7	4,7	4,7	4,7
Solde budgétaire, % du PIB	-7,7	-7,5	-7,5	-7,5
Dette publique, % du PIB	83	82	81	80
Solde courant, % du PIB	-1,2	-1,5	-1,5	-1,5

BRESIL

- **L'impulsion de la demande interne sera atone cette année dans un contexte d'inflation et de taux réels élevés**
- **La BCB gardera une approche agressive dans la conduite de la politique monétaire et le soutien au BRL**
- **Les incertitudes géopolitiques pourraient sensiblement peser sur le scénario de moyen terme**

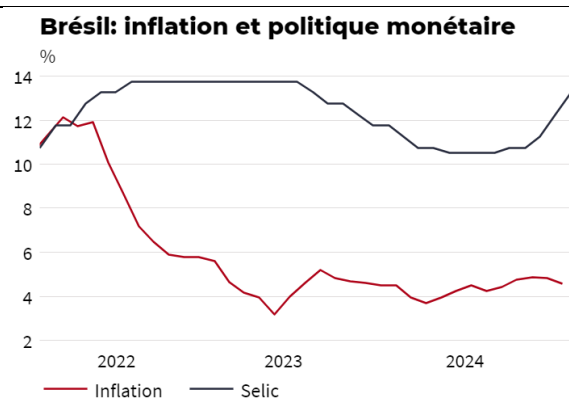
Le dynamisme de la croissance s'est poursuivi en 2024 (3,4% GA), grâce à une accélération de la consommation privée et à un rebond des investissements. Les ménages ont bénéficié de la solidité du marché du travail, avec un faible taux de chômage (6,2% au 4T24) et une progression des salaires réels (+4,7% en 2024), ainsi que du soutien public pour la population à faible revenu. L'investissement a augmenté en moyenne de 6,5% GA au cours des neuf premiers mois de l'année, se remettant de la contraction de l'année précédente.

Des anticipations d'inflation qui dérapent...



Source : BCB, SG Études Économiques et Sectorielles

... entraînant une réponse ferme de la BCB



Source : IBGE, BCB, SG Études Économiques et Sectorielles

La croissance va ralentir en 2025 (1,9% GA) alors qu'une inflation plus élevée (4,9%) pousse la BCB à adopter une position restrictive. L'inflation a augmenté au cours des huit derniers mois, en partie en raison des conséquences d'événements climatiques sur les prix alimentaires et de l'énergie. L'inflation totale a stagné, mais les anticipations des agents montrent des signes de dérapage. L'inflation resterait au-dessus de la limite supérieure de l'intervalle de tolérance de la BCB, fixé à 4,5%, au moins jusqu'au 2H25, car les prix des aliments restent sous pression (notamment ceux de la viande), et les prix des biens industriels s'ajusteront à un BRL déprécié (de 15% contre dollar depuis le début de 2024). La BCB maintiendrait une position restrictive, avec des marchés anticipant un Selic au delà de la barre de 15% d'ici la fin du 2T25, supérieur au pic du précédent cycle de resserrement. Elle s'est aussi montrée prête à défendre le BRL, y compris par des opérations *spot* significatives (utilisation de 9% des réserves en Janvier). L'inflation élevée et les conditions financières plus strictes devraient modérer le sentiment des agents et ralentir la

consommation, et l'investissement. La capacité de service de la dette des entreprises se resserre,-notamment pour les micro et petites entreprises- et les ménages, limitant le canal de crédit pour soutenir l'activité.

La politique fiscale sera contrainte par des coûts d'emprunt élevés. Les transferts devraient ralentir alors que le gouvernement fait preuve de contrainte fiscale, mais une augmentation du crédit subventionné par le BNDES pourrait compenser l'impact de ce resserrement. Le respect du cadre fiscal dépend d'hypothèses macroéconomiques optimistes qui soulèvent des doutes, qui sont amplifiés à l'approche des élections de 2026. Les investisseurs restent vigilants, ce qui maintient les taux d'intérêt élevés et exerce des pressions sur le BRL. La charge d'intérêt dépasse 6% du PIB dans un contexte de taux onéreux.

Les incertitudes géopolitiques augmentent les risques, même si le pays cherche à maintenir une position neutre. Les tarifs annoncés par les États-Unis ne ciblent pas explicitement les exportations brésiliennes au moment où nous écrivons, mais ils pourraient se retrouver davantage dans la ligne de mire. Les tarifs de 25% annoncés sur l'acier et l'aluminium devraient réduire le volume total des exportations d'environ 0,4%. Alors que la Chine reste le premier client du pays (~1/3 des exportations totales) -tant pour les produits agricoles comme le soja que pour les produits minéraux- son ralentissement freinera les exportations.

Nous continuons de voir des risques à la baisse pour notre scénario dans un environnement mondial incertain. La menace de tarifs réciproques de la part des États-Unis ferait passer la tarification des exportations brésiliennes de 2,2% à 11,3%, nuisant à la compétitivité du pays sur son deuxième plus grand marché, après la Chine. Une dégradation soudaine du marché du travail impacterait l'activité dans le cadre de politiques déjà restrictives. Un scénario avec un dollar plus fort et une Fed plus restrictive doperait l'inflation importée et retarderait l'assouplissement de la BCB. Enfin, le pays reste vulnérable aux événements climatiques affectant la production agricole et les exportations.

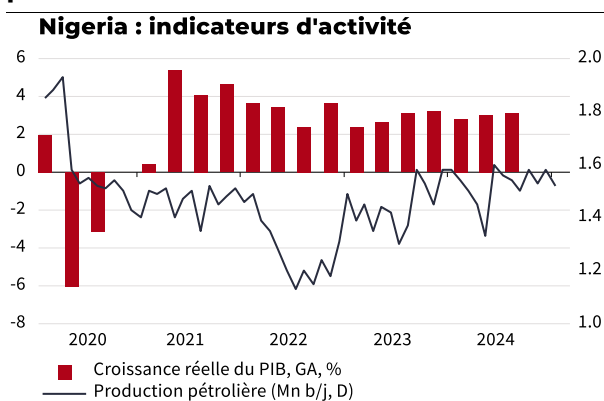
Brésil	2024	2025p	2026p	2027p
PIB en volume, GA, %	3,4	1,9	1,3	2,0
Consommation des ménages	5,4	2,0	1,8	2,3
Consommation publique	1,9	1,5	1,0	1,0
Investissement	7,3	2,0	1,4	2,2
Exportations de biens & services	3,0	2,5	2,5	2,5
Importations de biens & services	13,5	2,0	1,8	2,5
Inflation, % moyenne annuelle	4,4	4,9	3,9	3,3
Solde budgétaire, % du PIB	-6,9	-7,3	-7,0	-6,5
Dette publique, % du PIB	88	90	92	93
Solde courant, % du PIB	-1,7	-1,7	-1,5	-1,9

AFRIQUE

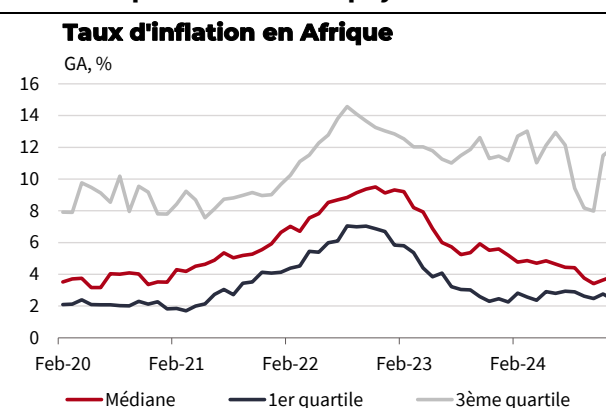
- **Après la contre-performance de 2024 (3%), la croissance régionale devrait accélérer en 2025 et 2026, à hauteur de 3,5% puis 3,8%**
- **Ces taux restent insuffisants pour assurer un développement réel et généralisé des niveaux de richesse dans la région**
- **Les risques pesant sur ces prévisions se sont renforcés, notamment du fait des Etats-Unis (taux d'intérêt plus élevés qu'attendus, gel des décaissements de l'agence de développement USAID)**

La croissance moyenne régionale a vraisemblablement atteint 3% en 2024, soit la 3^{ème} plus mauvaise performance depuis le début des années 2000 (2,2% en 2016, -1,4% en 2020). Comme expliqué le trimestre dernier, cette contre-performance s'explique principalement par des facteurs locaux. Le report de certains importants projets d'hydrocarbures ou miniers (Sénégal, Libye, Zambie, Botswana) et/ou la détérioration rapide des environnements politico-sécuritaires (Libye, Soudan et Soudan du Sud) ont conduit à des croissances beaucoup plus faibles qu'attendues dans ces pays, retirant quelques points de pourcentage à la moyenne régionale.

Nigeria : un rebond progressif de la production pétrolière



Une baisse graduelle de l'inflation, malgré de fortes disparités entre les pays

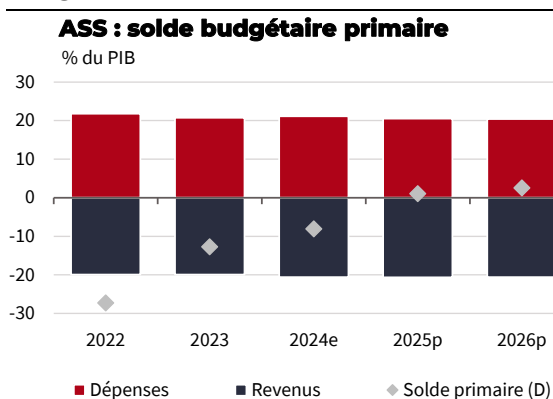


Source : Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

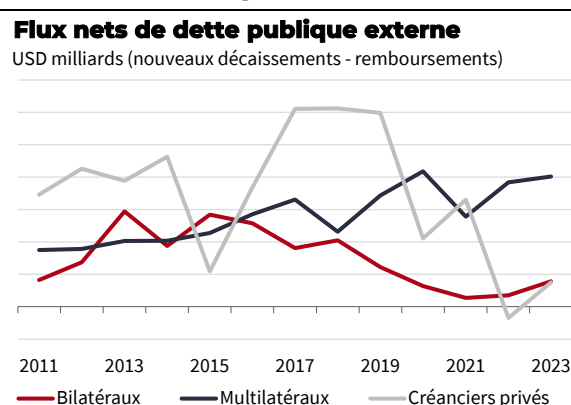
Nous attendons toujours une accélération (modeste) de la croissance à 3,5% en 2025, puis 3,8% en 2026. Tout d'abord, la croissance régionale bénéficierait du démarrage des projets reportés en 2024 (hypothèse déjà vérifiée dans certains cas, comme au Sénégal avec la mise en route du projet gazier offshore GTA en janvier 2025). D'autres facteurs locaux positifs sont également attendus : poursuite de l'amélioration de la production électrique en Afrique du Sud (qui reste toutefois sensiblement inférieure à son plus haut historique de mi-2011) ; rebond de la production pétrolière au Nigeria (là aussi, encore loin de son niveau pré-Covid). Une bonne surprise n'est également pas à exclure en Égypte (qui représente plus de 20% du PIB régional, vs. 10% pour l'Afrique du Sud et 15% pour le Nigeria), où une reprise

de la demande privée est probable (malgré d'importants risques) après le « choc de confiance » – dépréciation du change, hausse des taux d'intérêts – du 1T24. Plus généralement et dans la plupart des pays de la région, ce rebond de croissance s'appuierait principalement sur une plus forte vigueur de la demande privée, permise par la poursuite de la réduction graduelle des niveaux d'inflation – même si la situation reste problématique dans plusieurs pays (notamment ceux ayant connu des épisodes récents de forte dépréciation de leur monnaie : Nigéria, Angola, Zambie dans une moindre mesure).

Afrique sub-saharienne : une consolidation budgétaire qui contraint la demande publique



Un soutien financier multilatéral de plus en plus important pour la région



Source : Refinitiv, Banque Mondiale, SG Études Économiques et Sectorielles

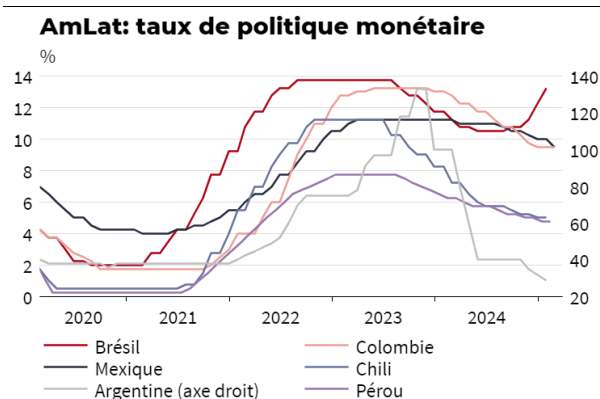
Les risques pesant sur ces prévisions semblent s'être globalement renforcés au cours des derniers mois. Sur le plan conjoncturel, la combinaison de taux d'intérêts américains plus élevés, d'un USD fort et d'incertitudes politico-économiques plus importantes (se traduisant habituellement par une baisse de l'appétit pour le risque) pourrait détériorer à nouveau les conditions de financement en devise et renforcer des risques de refinancement déjà élevés (pour rappel, la région devra rembourser environ 12Mds USD d'eurobonds par an en 2025 et 2026). Ceci viendrait – a minima – affaiblir une demande publique déjà obérée par les efforts de consolidation budgétaire en cours dans la plupart des pays et des conditions de financement en monnaie locale toujours tendues. Plus structurellement, ces efforts de consolidation restent insuffisants pour améliorer significativement la soutenabilité des dettes publiques dans la région, avec un ratio intérêts/revenus toujours aux alentours de 20% (contre moins de 10% en moyenne pour les marchés émergents). Deuxièmement, la région pourrait pâtir d'un « retrait financier » des États-Unis, illustré dès aujourd'hui par l'annonce du gel des décaissements de l'agence de développement USAID (environ 18Mds d'encours en Afrique à fin 2023). Une moindre coopération américaine au sein des institutions financières multilatérales (FMI, Banque Mondiale), bien que très improbable aujourd'hui, serait encore plus dangereuse pour la région. Enfin, comme rappelé les trimestres précédents, la conjonction de taux de croissance encore insuffisants (pour assurer un réel développement) et d'événements climatiques plus réguliers fait toujours peser un risque fort sur des structures politiques encore souvent fragiles dans la région.

AMERIQUE LATINE

- **La croissance régionale ralentira légèrement à 2,2% en 2025 (vs 2,4% en 2024) avec des risques baissiers**
- **La nouvelle politique américaine pose des défis pour la région, même si la plupart des pays ne devraient pas être spécifiquement ciblés**
- **Les tensions fiscales restent sensibles alors qu'un nouveau cycle électoral est amorcé**

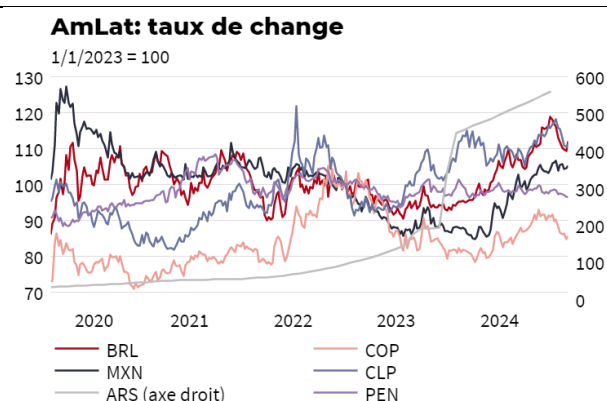
La croissance restera légèrement inférieure à sa moyenne à long terme (2,4%) pendant la période de prévision, masquant les différences entre les pays. Notre prévision pour 2025 (2,2%) est soutenue par de bonnes performances des petites économies -e.g. Guyane, République Dominicaine, Guatemala, Paraguay, Nicaragua- ainsi qu'une forte reprise de l'Argentine après deux années de récession. En effet, l'Argentine commence à voir les bénéfices de l'ajustement macroéconomique et fiscal majeur qu'elle a subi l'année dernière, avec une croissance réelle positive (5% selon le FMI) alors que la désinflation se poursuit et que les salaires réels se redressent. Les deux plus grandes économies de la région, le Brésil et le Mexique, font face à des vents contraires significatifs. Le cas du Brésil est développé dans une section précédente. Quant au Mexique, son économie restera bridée par des incertitudes liées à la politique commerciale américaine, à la volatilité des marchés financiers internationaux et aux tensions géopolitiques.

Une divergence des politiques monétaires...



Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

... et des trajectoires de change

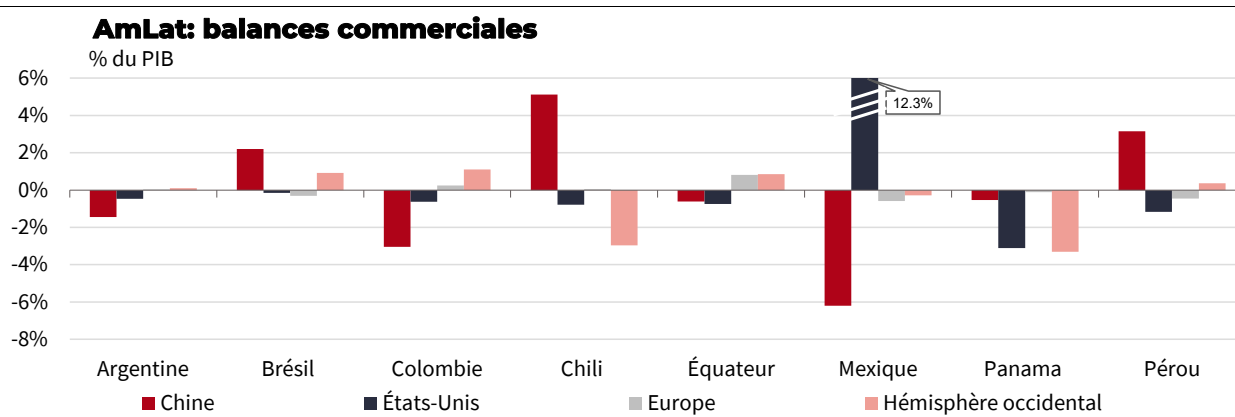


Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Sur le plan monétaire, la région continue de connaître des divergences dans l'évolution de l'inflation et des taux d'intérêt. Au Brésil -et dans une moindre mesure en Uruguay-, la hausse de l'inflation et le désancrage des anticipations ont poussé la banque centrale à engager un nouveau cycle de resserrement des conditions de financement. Les taux d'inflation montrent des signes de persistance au Chili, en Colombie, en Guyane et en République Dominicaine, où les autorités monétaires ont interrompu leurs cycles d'assouplissement. En revanche, au Mexique

et au Pérou, la désinflation continue de progresser, permettant aux banques centrales de continuer à abaisser les taux au début de 2025. Banxico, a maintenu la position accommodante annoncée l'année dernière, malgré la forte incertitude à laquelle le pays est confronté et la possibilité de s'écarter de la position de la Fed. Les devises continueront d'être sous pression pendant la période de prévision en raison d'un environnement mondial incertain. Les différences dans les positions de politique monétaire pourraient exacerber cette situation.

La plupart des pays ne devraient pas être spécifiquement ciblés par les tarifs américains



Source : FMI, SG Études Économiques et Sectorielles

La région risque de se retrouver au carrefour des tensions commerciales, même si la plupart des pays ne sont pas ciblés par les États-Unis. L'administration Trump a montré un intérêt global limité pour la région, comme ce fut le cas durant le mandat 2017-2021, à l'exception du Mexique et du Panama. Les décisions des États-Unis concernant les tarifs sur les importations mexicaines et la renégociation - le cas échéant - de l'USMCA seront centrales pour les perspectives de ce pays. Le Panama pourrait être sujet à des actions géopolitiques difficiles à prédire étant donné l'intérêt des États-Unis pour les conditions d'utilisation du Canal, mais nous pensons qu'une solution politique sera trouvée entre les gouvernements. Pour les autres pays de la région, les États-Unis n'ont pas de déficits commerciaux avec eux, les écartant l'hypothèse des sanctions ciblées. Les gouvernements, même de gauche (Brésil, Chili, Colombie, Honduras), ont jusqu'à présent été coopératifs avec la nouvelle administration américaine - acceptant notamment les vols de déportation - afin de minimiser les tensions diplomatiques. Cependant, les tensions géopolitiques pèseront sur la région. La croissance plus lente des partenaires commerciaux, en particulier des États-Unis et de la Chine, combinée aux perspectives de tarifs plus élevés - même s'ils ne sont pas ciblés comme le tarif de 25% sur l'acier et l'aluminium - réduira la possibilité pour la région de tirer parti de la demande externe pour croître. De plus, l'incertitude retardera ou annulera les flux d'IDE que la région espérait pour ses efforts de relocalisation.

La région continue de faire face à des perspectives difficiles. L'espace fiscal est réduit dans toute la région, les gouvernements devant équilibrer leurs budgets tout en répondant aux besoins d'investissement. Le niveau élevé des incertitudes

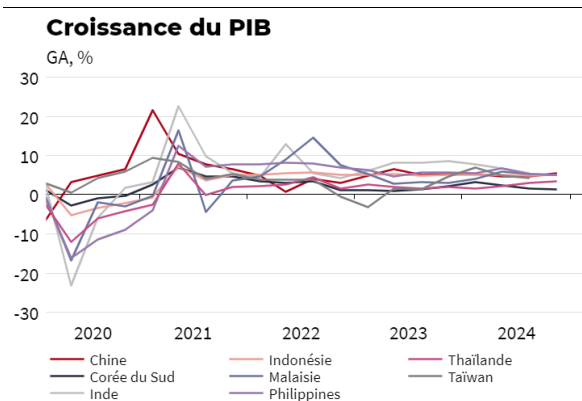
mondiales continuera de mettre la pression sur les devises et les spreads souverains, limitant la capacité des gouvernements à emprunter, surtout si la Fed adoptait une position plus restrictive. Enfin, un rythme plus lent des efforts de transition pourrait retarder la demande pour des matières premières critiques (lithium, cuivre, gaz), restreignant le potentiel de croissance en Amérique du Sud.

ASIE ÉMERGENTE

- **La croissance régionale devrait rester résiliente en 2025, malgré une baisse attendue de la demande chinoise, grâce à leurs demandes domestiques**
- **Les pressions inflationnistes devraient continuer de se modérer, ouvrant la voie à un cycle d'assouplissement monétaire**
- **Les risques baissiers liés aux incertitudes économiques et géopolitiques s'intensifient et peuvent peser sur l'investissement et le commerce régional**

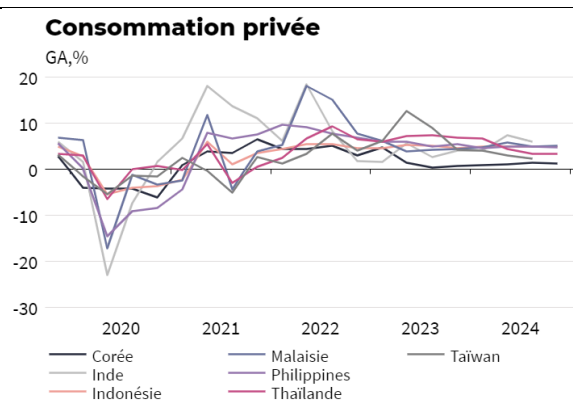
La croissance régionale des pays émergents d'Asie en dehors de la Chine devrait rester dynamique en 2025, malgré une baisse de la demande chinoise. La consommation domestique, qui représente plus de la moitié du PIB pour la plupart des pays, continue de soutenir la croissance. Le marché du travail s'améliore avec un taux de chômage dans la plupart des économies qui est revenu aux niveaux pré-pandémiques. Le tourisme continue de se redresser, soutenant la consommation et l'activité des services. Les exportations sont restées favorables jusqu'à présent, soutenues par un commerce régional dynamique, toujours tiré par le secteur des semi-conducteurs.

La croissance de la région reste dynamique



Source : SG Études économiques et sectorielles, LSEG

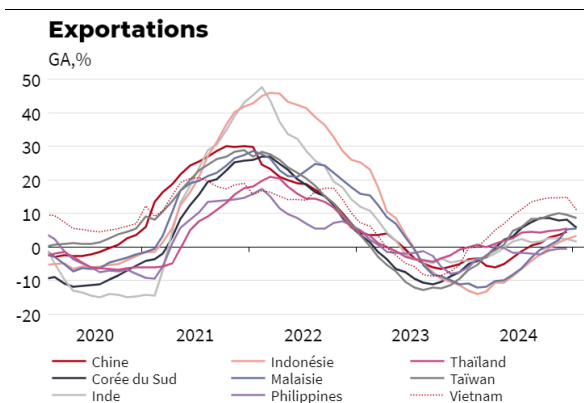
...soutenue par la consommation privée



Source : SG Études économiques et sectorielles, LSEG

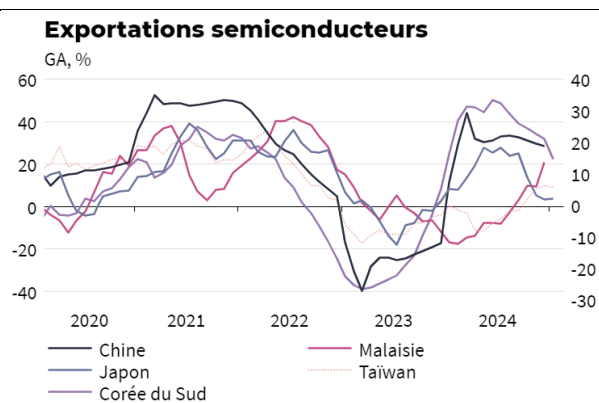
La demande extérieure s'est progressivement redressée mais pourrait ralentir, une décélération de la demande de la Chine et des États-Unis est prévue en 2025. Le cycle des semi-conducteurs arrive également à maturité. Les exportations et la production de semi-conducteurs se sont accélérées en Corée du Sud depuis l'été 2023, mais leur reprise cyclique arrive à maturité. En outre, la fragmentation et les tensions géopolitiques, notamment avec la réélection de Trump font peser un risque à la baisse pour les exportations.

La dynamique des exportations ralentit



Source : SG Études économiques et sectorielles, LSEG

Le point haut du cycle des semi-conducteurs semble dépassé



Source : SG Études économiques et sectorielles, LSEG

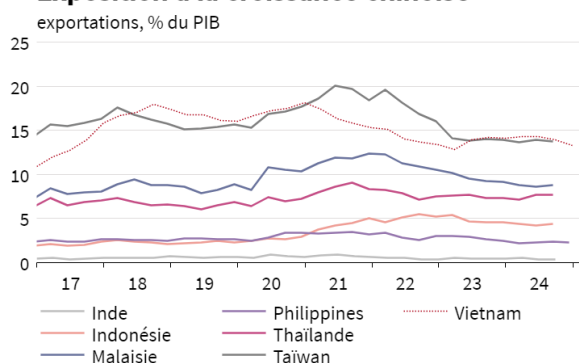
Les pressions inflationnistes devraient se modérer, toutefois les risques haussiers émergent. La plupart des économies sont revenues aux moyennes d'inflation pré-pandémiques, dans la fourchette cible des banques centrales, alors que les pressions sur les prix de l'énergie et des denrées alimentaires se sont atténuées. Cependant, les risques haussiers augmentent, avec les pressions inflationnistes générées par les mesures protectionnistes sur le court terme et le risque climatique.

Le cycle d'assouplissement monétaire a débuté et devrait soutenir la demande domestique. De nombreux pays ont enregistré les effets de la hausse des taux d'intérêt depuis 2022. Ce frein devrait maintenant s'estomper sous l'effet d'un assouplissement progressif de la politique monétaire. Toutefois, le rythme des baisses de taux devrait être plus mesuré que prévu initialement. Les banques centrales devraient adopter une approche prudente et trouver un équilibre entre le soutien à la croissance et la gestion des pressions inflationnistes résultant des politiques protectionnistes des Etats-Unis. Parallèlement au ralentissement de l'inflation des prix à la consommation, la confiance des consommateurs à l'égard des dépenses devrait se rétablir. Un dernier vent contraire viendra sous la forme d'un assainissement budgétaire progressif.

La région est vulnérable à un ralentissement de la demande chinoise

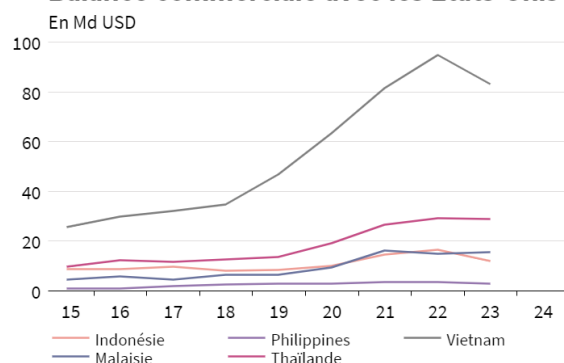
L'Asie du Sud-Est a de larges excédents commerciaux avec les Etats-Unis

Exposition à la croissance chinoise



Source : SG Études économiques et sectorielles, LSEG

Balance commerciale avec les Etats-Unis



Source : SG Études économiques et sectorielles, LSEG

Les risques baissiers s'intensifient. Une correction prolongée du marché immobilier chinois et une hausse des droits de douane à l'encontre de la Chine suite au deuxième mandat de Trump affecteraient les pays de la région dont les exportations sont fortement liées aux investissements et à la demande de matières premières de la Chine. De plus, les pays d'Asie du Sud-Est bénéficient de la stratégie *China +1*, et ils ont de larges excédents commerciaux (Vietnam en particulier) avec les Etats-Unis. En cas d'escalade des tensions entre les États-Unis et la Chine, l'Asie du Sud-Est pourrait faire l'objet d'un examen minutieux compte tenu de ses liens commerciaux étroits avec la Chine, notamment leur rôle dans la ré-exportation des produits manufacturiers chinois. Pour les exportateurs en tech, les contrôles à l'exportation des États-Unis sur la Chine (principal partenaire commercial) ralentiront la dynamique des exportations en semi-conducteurs.

Sur le front de la géopolitique, l'évolution de la situation à Taiwan, en mer de Chine méridionale et dans la péninsule coréenne restera le principal point chaud, à mesure que le protectionnisme commercial s'intensifie avec la réélection de Trump.

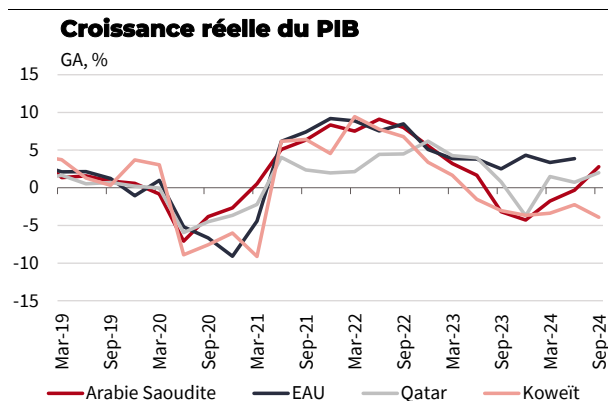
Le changement climatique reste un défi majeur pour la région. De nombreux pays d'Asie émergente sont vulnérables au réchauffement climatique qui pourrait causer des dommages structurels (insécurité alimentaire, perturbations de la chaîne d'approvisionnement, infrastructures). Les investissements dans la prévention de ces risques climatiques peseront sur les finances publiques.

PAYS DU GOLFE

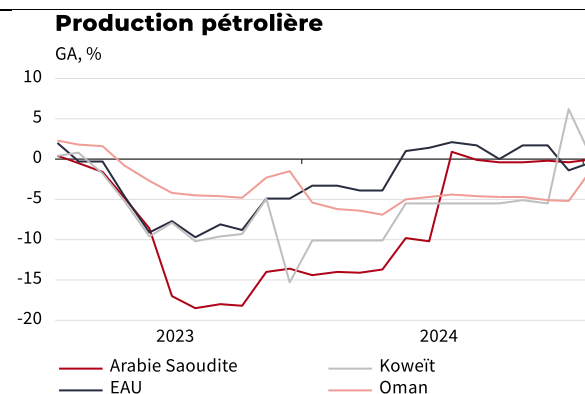
- **La croissance a été faible en 2024 (sous les 2%), obérée par les réductions de production pétrolière décidées par l'OPEP+ en 2023**
- **Elle devrait accélérer à partir de 2025, en fonction d'éventuelles hausses (limitées) de productions pétrolières, et toujours portée par le dynamisme des secteurs non pétroliers**
- **Les pays du Golfe paraissent résilients face à des risques géopolitiques en hausse dans la région**

La croissance moyenne des pays du CCG (Conseil de Coopération du Golfe) s'est vraisemblablement établie sous les 2% en 2024. Bien qu'en légère amélioration par rapport à 2023 (0,4%), ce taux serait le 5^{ème} plus bas depuis 2010. Le maintien des réductions de production pétrolière décidées par l'OPEP+ en 2023 a fait qu'en glissement annuel, les secteurs pétroliers ont représenté un frein important à la croissance. Ainsi, les performances estimées pour 2024 illustrent le niveau de diversification des économies du CCG : croissance supérieure à 3% aux Émirats Arabes Unis (EAU) et à Bahreïn ; performances « moyennes » en Arabie Saoudite, à Oman et au Qatar ; contraction du PIB au Koweït. Point rassurant, les secteurs non-pétroliers restent dynamiques, comme l'attestent des PMI non-pétroliers toujours solidement en zone d'expansion.

Une croissance 2024 généralement décevante, mais plus résiliente aux Émirats Arabes Unis



Après 18 mois de contraction, les productions ne font « que » se stabiliser

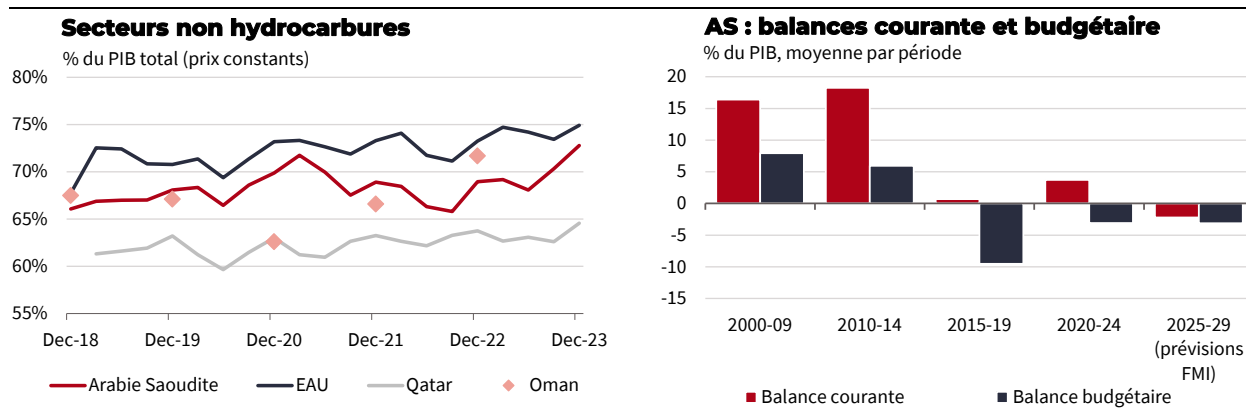


Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

La croissance régionale est toujours attendue en accélération, aux alentours de 3% en 2025 puis 3,5%/4% en 2026 et 2027. Sans surprise, les chiffres dépendront en grande partie des futures décisions de l'OPEP+. Selon nous, la perspective de productions pétrolières en hausse dans plusieurs pays « non-OPEP+ » (États-Unis, Brésil, Guyana) et d'une demande mondiale moins dynamique que prévue (risques pesant sur la croissance chinoise et européenne) fait que les redémarrages des productions pétrolières dans les pays du CCG resteraient limités et tardifs (au mieux au 3Q ou 4Q-24). Dans tous les cas et a minima, une stabilisation (en GA) de ces

productions signifierait que les secteurs pétroliers ne constitueraient plus un « poids » pour la croissance totale. Comme rappelé les précédents trimestres, les productions gazières restent mieux orientées, ne serait-ce que parce que le gaz est souvent considéré comme une « énergie de transition » (moins négative pour le climat que le pétrole) – ce qui rend les perspectives de sa demande à long-terme plus solides. Ceci devrait principalement bénéficier au Qatar (avec la mise en route des extensions du champ North Field à partir de 2026) et à Oman (dans une moindre mesure). Dans tous les cas, les secteurs hors hydrocarbures resteraient dynamiques, bénéficiant toujours d'importants investissements « verts » (plus particulièrement, d'atténuation) et de diversification économique, alors que la région demeure l'une des plus exposées aux risques climatiques (plus particulièrement aux risques de transition). Ces efforts seront particulièrement importants en Arabie Saoudite, qui fait face aux besoins de diversification les plus urgents dans la région (du fait notamment de sa population locale importante – plus de 30 millions d'habitants – et jeune – plus de 60% ont moins de 30 ans). Les projections de la « Vision 2030 » ont récemment été revues (tout en gardant l'objectif d'investissement total : 3 300Md USD entre 2021 et 2030, soit environ 3 fois le PIB actuel), repoussant certains projets « d'apparat » (NEOM) au profit de besoins d'infrastructures plus pressants. Le pays doit recevoir plusieurs événements internationaux d'envergure : Jeux Asiatiques d'hiver en 2029, Exposition Universelle en 2030, Coupe du Monde de football en 2034.

Une diversification très progressive des économies Déficits jumeaux en Arabie Saoudite : une situation nouvelle, mais tout à fait « gérable »



Source : FMI, SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

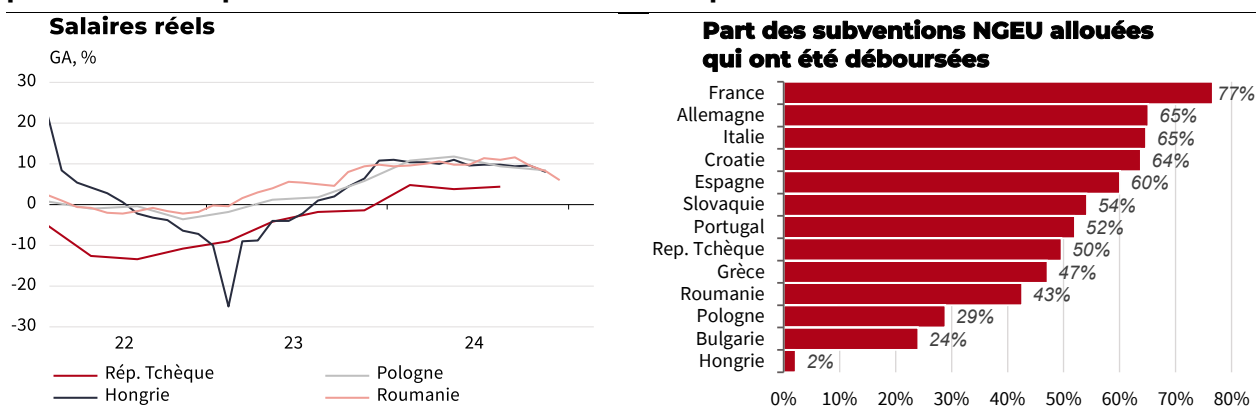
Jusqu'à présent, les pays du Golfe se sont montrés résilients face à des risques géopolitiques toujours croissants dans la région (et encore plus difficiles à anticiper depuis l'élection de Trump). D'un point de vue conjoncturel, la demande privée de la région pourrait (modérément) pâtir de politiques monétaires plus restrictives que prévu, puisque les *pegs* régionaux les lient mécaniquement à celle de la Fed (que nous attendons désormais moins accommodante). À plus long terme, les principaux plans de diversification de la région (Arabie Saoudite, EAU, Oman) restent très ambitieux, pourraient « inclure » une mauvaise allocation des fonds (avec d'éventuels effets inflationnistes à court terme), et devraient dégrader des équilibres budgétaires et courants (qui sont pour l'instant très solides).

EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE

- **Malgré les consolidations budgétaires attendues dans la région, la croissance devrait poursuivre sa reprise graduelle en 2025-26, tirée par la demande intérieure**
- **Après une forte baisse, l'inflation devrait rester modérée en 2025 malgré la récente hausse des prix du gaz**
- **Les risques baissiers sur l'activité sont liés aux tensions avec les Etats-Unis, avec de possibles droits de douane touchant le secteur automobile et des incertitudes sur les négociations en cours concernant la guerre en Ukraine**

La reprise de la croissance dans la région en 2024 a été très graduelle et essentiellement tirée par la demande interne. La consommation des ménages a bénéficié de la forte désinflation qui a permis une progression des salaires réels et, dans certains pays, par des dépenses publiques accrues dans un contexte électoral (notamment en Roumanie et en Pologne). L'investissement a été tiré par les fonds européens, même si leur absorption a été inégale. Fin décembre 2024, 50% des fonds *NextGeneration EU* alloués à la République Tchèque ont été déboursés, 43% pour la Roumanie, 29% pour la Pologne, 24% pour la Bulgarie, 2% pour la Hongrie (dont les deux tiers des fonds restent gelés du fait du déclenchement du mécanisme de conditionnalité) contre plus de 77% en France et 65% en Italie et en Allemagne. En revanche, la demande externe est restée atone en raison des faibles performances de la zone euro, pesant sur la production industrielle notamment pour le secteur automobile.

L'activité a été tirée par la consommation privée soutenue par les hausses de salaire... et par l'investissement grâce aux fonds européens



Source : SG Études économiques et sectorielles, LSEG

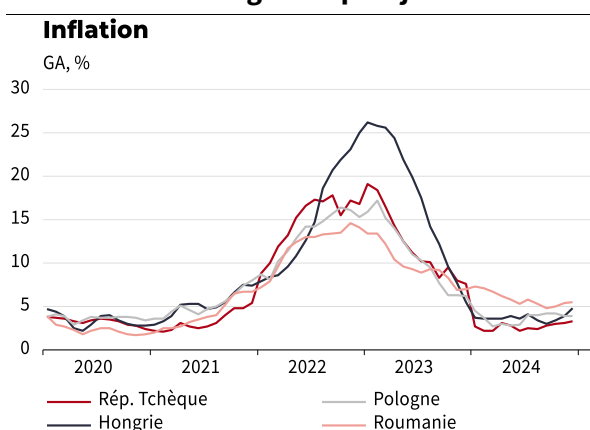
En 2025-2026, l'activité continuera d'accélérer progressivement, soutenue par le dynamisme de la demande interne, et ce malgré les consolidations budgétaires attendues dans la plupart des pays de la région. La consommation des ménages devrait rester forte dans un contexte de marché du travail tendu

(faibles taux de chômage et taux de vacances d'emploi élevés) et de progression des salaires réels. L'investissement public devrait accélérer en raison de la poursuite de l'absorption des fonds européens – fonds structurels et fonds *NextGeneration EU*. En revanche, l'investissement privé et les exportations devraient rester faibles dans un contexte de reprise lente de la demande en zone euro et notamment dans le secteur automobile.

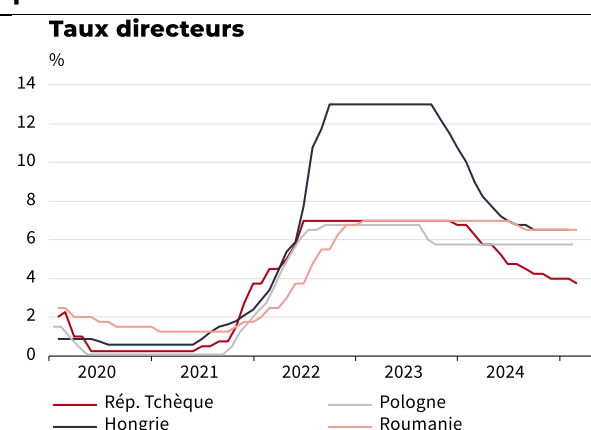
La politique budgétaire devrait devenir plus restrictive, la Commission Européenne ayant ouvert en juin 2024 une procédure de déficit excessif pour plusieurs pays de la région : Pologne, Hongrie, Slovaquie et Roumanie. Cette dernière affiche un des déficits budgétaires les plus élevés de la région mais pourrait retarder sa consolidation budgétaire en raison des élections présidentielles prévues en mai 2025 (après leur annulation par la Cour Constitutionnelle fin 2024 suite à d'importantes irrégularités). Une consolidation budgétaire importante en Roumanie sera nécessaire au second semestre 2025 et en 2026 avec notamment des possibles hausses de taxes, faute de quoi les conditions d'accès du pays aux financements internationaux pourraient se dégrader.

L'inflation devrait rester modérée, malgré la hausse récente des cours du gaz liée à la forte demande de GNL suite à la fin du transit de gaz russe par l'Ukraine depuis janvier 2025, à la hausse de la consommation récente en période hivernale et à la nécessité de reconstituer les stocks, relativement bas fin janvier en comparaison avec 2023 et 2024. Dans ce contexte, les banques centrales de la région pourraient continuer à légèrement baisser leurs taux en 2025.

Après une forte désinflation, l'inflation se stabilise dans la région depuis janvier



De nouvelles baisses de taux directeur pourraient intervenir en 2025



Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

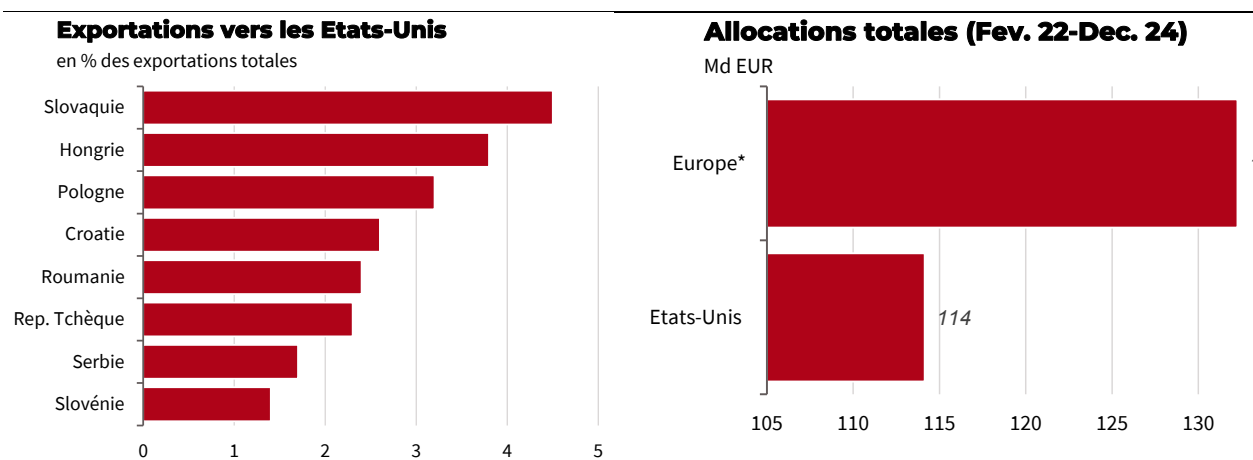
Les risques pesant sur les perspectives de croissance sont principalement liés aux incertitudes autour des politiques de la nouvelle administration américaine notamment sur les droits de douanes potentiels qui pourraient toucher l'Europe ainsi que sur les négociations concernant la guerre en Ukraine.

Si l'exposition commerciale directe de la région envers les Etats-Unis reste faible, la mise en place de droits de douanes notamment sur le secteur automobile et sur le

secteur pharmaceutique affecterait significativement la région. Le secteur automobile représente en effet une part importante de la valeur ajoutée et des exportations des principaux pays de la région : 15% des exportations tchèques, 27% des exportations slovaques, 12% des exportations hongroises et 8% des exportations polonaises. Par ailleurs, le secteur pharmaceutique représente 17% des exportations slovènes. Des droits de douane touchant ces secteurs pourraient perturber considérablement les chaînes de valeur, très intégrées dans la région.

Par ailleurs, les incertitudes autour de la réduction de l'aide bilatérale américaine à l'Ukraine et autour des négociations sur un cessez-le-feu en Ukraine pourraient mettre sous pression les dépenses de défense des pays de la région.

Une exposition commerciale directe aux Etats-Unis limitée. Des conséquences importantes en cas de coupe de l'aide bilatérale américaine à l'Ukraine



Source : LSEG, Kiel Institute, SG Études économiques et sectorielles

CONTACTS

Michala MARCUSSEN

Chef économiste Groupe
+33 1 42 13 00 34
michala.marcussen@socgen.com

Olivier de BOYSSON

Chef économiste Pays émergents
+33 1 42 14 41 46
olivier.de-boysson@socgen.com

Emmanuel MARTINEZ

Chef économiste Environnement
+33 1 57 29 57 88
emmanuel.martinez@socgen.com

Ariel EMIRIAN

Responsable analyse macroéconomique
+33 1 42 13 08 49
ariel.emirian@socgen.com

Edgardo TORIJA ZANE

Responsable analyse macrosectorielle et
macrofinancière
+33 1 42 14 92 87
edgardo.torija-zane@socgen.com

Foly ANANOU

Zone euro, France,
+33 1 57 29 37 39
folly.ananou@socgen.com

Benoit ASTIER

Asie centrale et du sud, Turquie, Climat
+33 1 42 14 39 06
benoit.astier@socgen.com

Evelyne BAHN

Asie
+33 1 57 29 37 39
evelyne.bahn@socgen.com

Paul BERTHIER

Analyse macrosectorielle
+33 1 42 14 38 90
paul.berthier@socgen.com

Constance BOUBLIL-GROH

Climat, Europe centrale et orientale, Russie
+33 1 57 29 08 73
constance.boublil-groh@socgen.com

Natalia CARDENAS FRIAS

Zone Euro, Allemagne, Amérique Latine
natalia.cardenas-frias@socgen.com

Jacopo Maria D'ANDRIA

Analyse macrofinancière
33 1 42 14 25 51
jacopo-maria.d'andria@socgen.com

Joe DOUAIHY

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 64 87
joe.douaihy@socgen.com

Clément GILLET

Afrique, Moyen-Orient
+33 1 42 14 31 43
clement.gillet@socgen.com

Dominic LOCK

Etats-Unis, Canada
dominic.lock@socgen.com

Francesco PESTRIN

Analyse macrosectorielle
+33 1 57 29 01 59
francesco.pesttrin@socgen.com

Danielle SCHWEISGUTH

Europe de l'ouest
+33 1 57 29 63 99
danielle.schweisguth@socgen.com

Antonio VISANI

Environnement et Royaume-Uni
antonio.visani@socgen.com

Stéphanie HUET

Assistante
+33 1 57 29 34 97
stephanie.huet@socgen.com

Yolande NARJOU

Assistante
+33 1 42 14 40 07
yolande.narjou@socgen.com

Société Générale | Société Générale Études Économiques et Sectorielles | 75886 PARIS CEDEX 18

Abonnez-vous aux publications des économistes :

<https://www.societegenerale.com/fr/s-informer-et-nous-suivre/etudes-economiques/nos-etudes>

DISCLAIMER

La présente publication reflète les vues du département des études économiques et sectorielles de Société Générale S.A. à la date de sa publication. Cette publication est susceptible d'être modifiée à tout moment sans préavis. Elle est fournie à titre purement informatif et ne constitue ni une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement au sens de la réglementation en vigueur. Cette publication n'a aucune valeur contractuelle. Cette publication n'est pas produite par le département Recherche de SG et ne doit pas être regardé comme tel.

Ni les informations qui y figurent, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation visant à souscrire, acheter, vendre un produit ou exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale SA ou de l'une quelconque de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Les particuliers, clients professionnels ou contreparties éligibles qui viendraient à en obtenir un exemplaire ne doivent nullement fonder leurs décisions d'investissement sur la seule base du présent document, mais doivent s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.

L'exactitude, le caractère exhaustif ou la pertinence des informations tirées de sources extérieures ne sont pas garantis, même si elles proviennent de sources jugées dignes de foi. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale SA décline toute responsabilité à cet égard. Les informations économiques citées dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné, et peuvent donc changer à tout moment.

Société Générale S.A. est un établissement de crédit français agréé et supervisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR »), régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »). Société Générale S.A est également agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle britannique) et dispose des autorisations nécessaires à la conduite de ses activités.

Société Générale est soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation anglaise) et de la Prudential Regulation Authority. La nature et l'étendue de la protection des clients peut différer selon que l'entreprise est située au Royaume-Uni ou non. La succursale Londonienne de Société Générale dispose des autorisations nécessaires à la conduite de ses activités par la Prudential Regulation Authority et est soumise à la réglementation de la FCA et de la PRA. Des informations détaillées concernant le Régime temporaire de permission, qui permet aux entreprises situées au sein de l'Espace économique européen d'exercer leur activité au Royaume-Uni pour une période limitée en attendant une autorisation complète, sont disponibles sur le site internet de la Financial Conduct Authority.

Avis aux investisseurs américains : cette publication est écrite par des analystes économiques de SG localisés en dehors des Etats-Unis et a vocation à être distribuée uniquement à destination des Grands (Major) investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Cette publication n'est pas produite par le département Recherche de SG et ne doit pas être regardé comme tel. Elle n'a pas été préparée conformément aux dispositions destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. Tout Grand (Major) investisseur institutionnel américains souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions sur un titre financier ou un instrument financier évoqué dans cette publication doit le faire auprès ou via les vendeurs de SG Americas Securities, LLC. Le siège social de SG Americas Securities LLC est situé au 245 Park Avenue, New York, NY, 10167 (212) 278-6000.

Avis aux investisseurs asiatiques : ce document est destiné à être distribué en Asie uniquement à des clients sophistiqués et professionnels et a été préparé à cette fin. Vous devez donc être qualifié en tant qu'investisseur professionnel, « accrédité », « wholesale », expert ou institutionnel (quelle que soit la définition de ces termes dans votre territoire).

La présente publication ne peut en aucun cas être reproduite (en tout ou en partie) ou transmise à toute autre personne ou entité sans l'autorisation écrite préalable de Société Générale SA.

© 2025