

SCENARIOECO

Société Générale Études économiques et sectorielles

Fragilisation des politiques

- **Les incertitudes et les tarifs douaniers continuent de peser sur l'économie mondiale.** Bien que les mesures de relance budgétaire et la déréglementation puissent donner un coup de pouce à l'économie américaine, cela ne suffira pas à compenser les vents contraires liés à l'immigration, aux tarifs douaniers et à l'incertitude générale. Des risques baissiers, notamment liés à la volatilité financière, demeurent.
- **Le dollar américain conservera son statut de monnaie de réserve, mais des signes de tension apparaissent.** La trajectoire insoutenable de la dette va entraîner une hausse des primes de terme des bons du Trésor. Cela devrait maintenir durablement la volatilité des marchés financiers à un niveau plus élevé. La dépréciation du dollar qui a suivi le «Liberation Day» et les pressions à la hausse sur les taux longs sont les premiers signes d'une réévaluation de la place du dollar dans les portefeuilles mondiaux.
- **La compétitivité de la zone euro ne devrait refléter que de lents progrès.** Des points d'interrogation sur l'industrie, comme les écarts technologiques et les coûts de l'énergie structurellement plus élevés pèseront au cours de l'horizon de prévision. La BCE devrait baisser ses taux à l'extrémité inférieure du niveau neutre, mais poursuivre le QT jusqu'en 2026 (et peut-être au-delà).
- **La Chine devrait partiellement compenser l'impact des tarifs douanier par des mesures de relance temporaires.** Le surendettement immobilier se réduit, mais les surcapacités demeurent. Nous prévoyons une croissance inférieure à l'objectif de 5 %. Un défi majeur pour les autorités chinoises reste le rééquilibrage de la croissance vers plus de consommation dans un contexte où la confiance des ménages reste structurellement faible.
- **La fragmentation géoéconomique entraîne** une réorganisation progressive des chaînes de valeur mondiales. Nous faisons l'hypothèse qu'il n'y aura pas d'expansion géographique supplémentaire des conflits en cours.

Table des matières

ÉDITO	3
PREVISIONS ECONOMIQUES	7
ZONE EURO	9
ALLEMAGNE	13
FRANCE.....	16
ITALIE	20
ESPAGNE.....	23
ROYAUME-UNI	26
ÉTATS-UNIS.....	30
JAPON	34
CHINE.....	37
INDE.....	41
BRESIL.....	44
AFRIQUE.....	47
AMERIQUE LATINE	49
ASIE ÉMERGENTE	52
PAYS DU GOLFE	55
EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE	57
CONTACTS.....	61
DISCLAIMER	62

ÉDITO

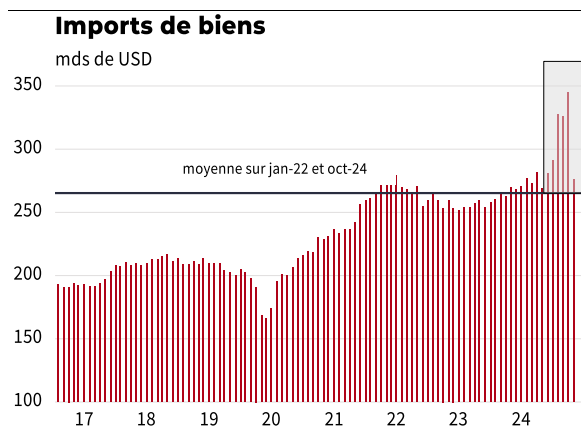
L'ECONOMIE MONDIALE RESTE FRAGILE

Les mesures de l'administration américaine peseront durablement sur la croissance américaine. Des risques baissiers, notamment liés à la volatilité financière, demeurent.

Dans le reste du monde, les droits de douane américains sont généralement accueillis avec retenue, en termes de représailles, mais l'incertitude politique pèse sur l'économie mondiale. L'incertitude tarifaire s'est maintenant déplacée sur le terrain judiciaire, le Tribunal du commerce international des États-Unis ayant jugé illégaux les droits de douane réciproques le 28 mai. Cette décision fait maintenant l'objet d'un appel. Les contestations judiciaires n'ont toutefois pas empêché le président Trump de porter les droits de douane sur l'acier et l'aluminium à 50 % à compter du 4 juin.

Après avoir été stimulée au premier trimestre, la dynamique du commerce international est revenue en territoire plus normal, comme en témoigne la baisse des importations américaines en avril. L'augmentation spectaculaire des importations américaines observée début 2025, en anticipation des hausses de droits de douane, est d'une magnitude historique (voir graphique de gauche ci-dessous). Au cours de la période allant de novembre 2024 à avril 2025, le « surplus » d'importations par rapport aux importations mensuelles moyennes a représenté 0,2 % du PIB mondial. Ce coup de fouet temporaire à la croissance mondiale devrait maintenant être derrière nous.

Coup de fouet sur les imports terminé



Source : SG Études Économiques et Sectorielles

Et toujours une incertitude sur le commerce mondial



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, EPU

La combinaison de l'incertitude, de marges de manœuvres limitées pour un soutien budgétaire et d'un assouplissement monétaire timide continue de peser sur nos prévisions à court et à moyen terme. Cette dynamique est conforme à notre scénario

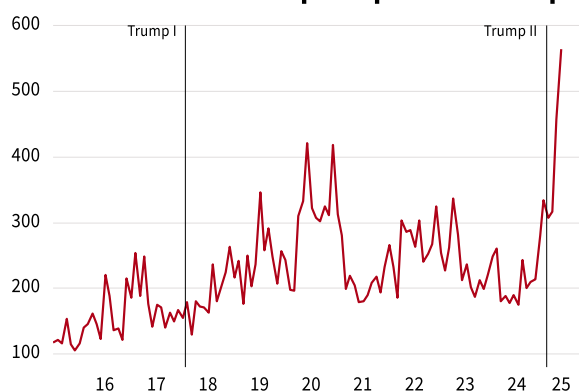
d'une croissance faible au moins au cours des deux prochaines années. Nous maintenons notre scénario d'un ralentissement significatif aux États-Unis jusqu'en 2027, avec une croissance inférieure à 1 % dans la zone euro et inférieure à 4 % en Chine.

Les mesures de l'administration américaine ont créé une forte incertitude, comme en témoigne la détérioration des enquêtes de confiance. Elle n'est pas encore reflétée dans les données dures, car le marché du travail reste ferme, même s'il y a des signes d'affaiblissement. La consommation a été forte au T1, mais la confiance des consommateurs est tombée à son plus bas niveau depuis 2022 en avril-mai. L'épisode du « Liberation Day » a créé un choc d'incertitude durable, qui est exacerbé par les discussions en cours sur le budget américain et notamment par les points d'interrogation croissants sur le rôle du dollar en tant que monnaie de réserve.

La hausse des droits de douane devrait peser sur la consommation et la rentabilité des entreprises. La hausse des anticipations d'inflation devrait freiner le cycle de baisse de taux et maintenir les coûts de financement à un niveau élevé. Dans ce contexte, les trimestres à venir devraient se caractériser par un commerce international moins dynamique, une demande des ménages affaiblie et la volatilité des marchés financiers.

L'incertitude sur les politiques économiques... ...affecte la confiance des entreprises

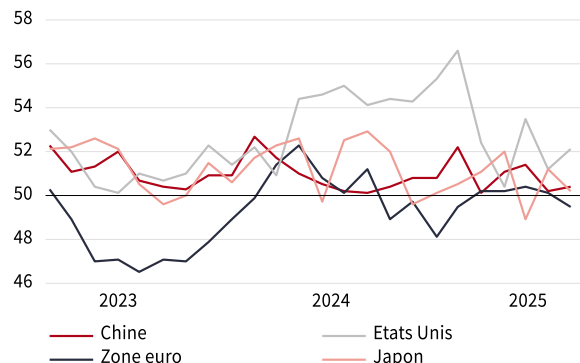
Incertitudes sur les politiques économiques



Source: SG Études Économiques et Sectorielles, EPU

PMI

en dessous de 50 = contraction



Source : SG Études Économiques et Sectorielles

Après le choc du 2 avril qui a fait grimper la volatilité des marchés à des niveaux de crise, la nervosité des marchés s'est atténuée. Les marchés actions se sont fortement redressés mais de nouveaux épisodes de volatilité ne sont pas à exclure car les incertitudes sur la politique américaine et les tensions géopolitiques restent fortes. À l'heure où nous mettons sous presse, de nouveaux doutes apparaissent concernant les négociations sur les droits de douane, l'administration américaine ayant promis d'envoyer des lettres aux pays avec lesquelles les États-Unis enregistrent un déficit commercial avec une offre « à prendre ou à laisser », ébranlant à nouveau les marchés. Sur le front géopolitique, l'enlisement des pourparlers entre

les États-Unis et l'Iran sur le nucléaire et le surgissement de tensions au Moyen-Orient ont provoqué une flambée des prix du pétrole.

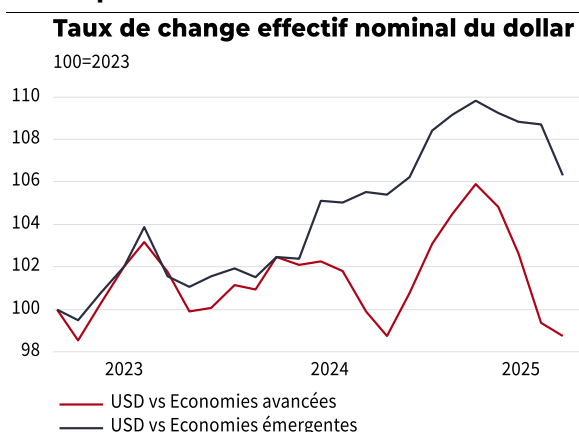
LE STATUT DU DOLLAR : DE LA GUERRE COMMERCIALE A LA GUERRE DES CAPITAUX

Le débat sur le statut du dollar gagne du terrain, sous deux piliers principaux : la liberté de mouvement des flux de capitaux internationaux vers les États-Unis et la qualité à long terme de la dette souveraine américaine.

- Le premier pilier pourrait être endommagé par le traitement potentiel des investisseurs étrangers détenant des actifs américains. La section 899 proposée par le « One Big Beautiful Bill » Act introduirait une surtaxe américaine qui pourrait avoir un impact sur les investisseurs des pays appliquant des impôts considérés comme injustes par l'administration américaine.
- Le deuxième pilier est menacé par la trajectoire budgétaire américaine, avec des inquiétudes croissantes concernant l'évolution de la dette publique, d'éventuelles dégradations de la note souveraine et des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt à long terme. Après la dégradation de la note par Moody's en mai, le gouvernement américain a perdu sa dernière note AAA, nourrissant les doutes sur le statut des bons du Trésor américain en tant qu'actif financier de la plus haute qualité.

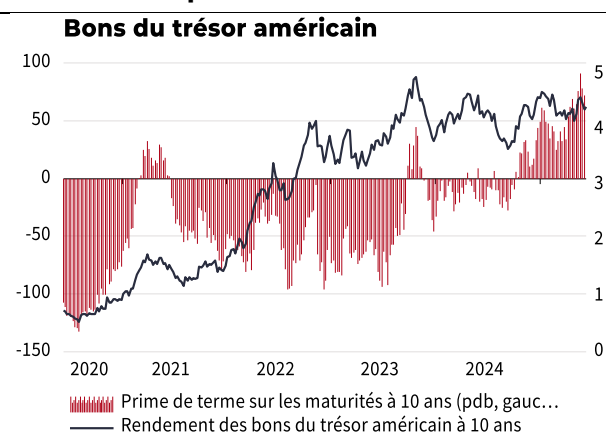
L'épisode de dépréciation du dollar en avril est un premier signe montrant les questionnements croissants sur son statut de monnaie de réserve. L'inquiétude est que les investisseurs institutionnels étrangers pourraient réévaluer leurs allocations d'actifs américains dans leurs portefeuilles.

Une dépréciation du dollar ...



Source: SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

...et des taux plus élevés



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, Réserve Fédérale de New York

Les dommages causés au statut de valeur refuge du dollar mettent en évidence le manque d'alternatives crédibles à ce stade. Les marchés financiers américains sont de loin les plus importants et les plus liquides au monde, ce qui signifie qu'un

transfert de capitaux vers les actifs financiers sur d'autres marchés plus petits et plus fragmentés est susceptible d'ouvrir une période de volatilité structurellement plus élevée et d'instabilité financière potentielle.

PREVISIONS ECONOMIQUES

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

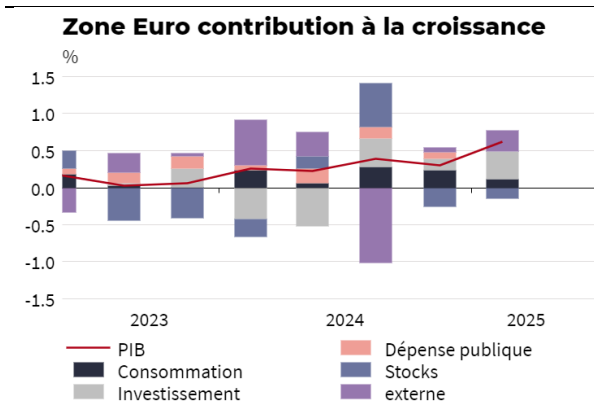
%, FdP (sauf indication contraire)	Actuel 11/06	2025p	2026p	2027p
Taux Fed Funds (borne haute)	4,50	4,25	3,75	3,50
Taux 10 ans (gouv.), Etats Unis	4,47	4,00	4,25	4,50
BCE, facilité de dépôt	2,00	1,75	1,75	1,75
Taux 10 ans (gouv.), Allemagne	2,53	2,50	2,50	2,75
Taux 10 ans (gouv.), France	3,21	3,30	3,30	3,45
Taux 10 ans (gouv.), Italie	3,45	3,60	3,60	3,85
Taux 10 ans (gouv.), Espagne	3,11	3,25	3,25	3,45
BoE, taux de pol. monétaire	4,25	4,00	3,75	3,50
Taux 10 ans (gouv.), Royaume-Uni	4,54	4,25	4,00	4,00
BoJ, taux de pol. monétaire	0,50	0,75	1,00	1,00
Taux 10 ans (gouv.), Japon	1,48	1,40	1,50	1,50
EUR / USD	1,14	1,15	1,15	1,15
EUR / GBP	0,85	0,85	0,85	0,85
USD / JPY	145	140	130	135
USD / CNY	7,2	7,4	7,4	7,3
Pétrole, Brent (USD/b)	67	60	65	70
Gaz naturel UE (TTF, EUR/MgW/h)	35	60	50	45
Carbone UE ETS (EUR/tonne)	72	80	100	110

ZONE EURO

- **La croissance devrait rester faible, avec une compétitivité externe endommagée et un chômage en augmentation**
 - **Les trajectoires de croissance divergent : la France est confrontée à des perspectives consolidation budgétaire, l'Espagne affiche de meilleures performances que prévu, l'Italie souffre d'un faible potentiel de croissance et la croissance allemande bénéficie du paquet fiscal**
 - **La BCE devrait arrêter son cycle de baisse des taux après une dernière baisse d'ici la fin de 2025. Le QT devrait se poursuivre jusqu'en 2026, limitant la transmission de la politique monétaire aux taux d'intérêt à long terme**
-

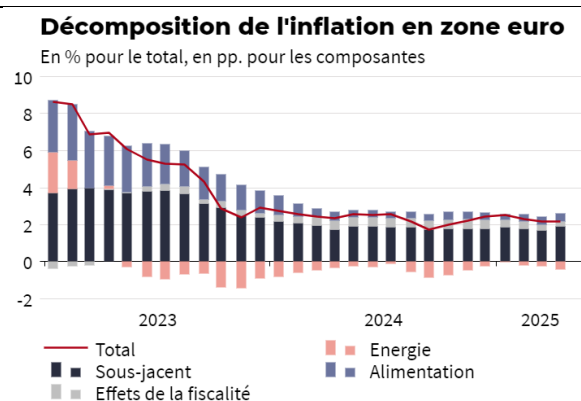
La croissance reste faible, entravée par des incertitudes politiques et géopolitiques. L'économie de la zone euro a crû de 0,6 % en GT au premier trimestre de 2025, mais ce chiffre a été gonflé par les exportations d'Irlande vers les Etats-Unis, le chiffre sous-jacent pour le reste de la zone euro étant plus faible, proche de 0,4 %. La croissance a été soutenue par une demande intérieure légèrement plus forte, avec un recul de l'inflation et un nouvel optimisme suite à la décision de l'Allemagne d'assouplir les contraintes fiscales. Les attentes d'une augmentation des dépenses de défense dans les années à venir ont contribué à contrebalancer les préoccupations continues concernant les politiques tarifaires volatiles des États-Unis. Parmi les grandes économies, l'Allemagne a réalisé une expansion de 0,4 %, tandis que l'Espagne et l'Italie ont affiché des taux de croissance respectifs de 0,6 % et 0,3 %. En revanche, la France et les Pays-Bas ont affiché des gains plus modestes, chacun ne croissant que de 0,1 %. La dynamique pourrait s'affaiblir dans les mois à venir, alors que l'impact des nouveaux droits de douane américains commence à peser sur les exportations, tandis qu'une incertitude élevée freine les investissements des entreprises et la consommation des ménages.

L'activité reste faible



Sources : Eurostat, SG Études économiques et sectorielles

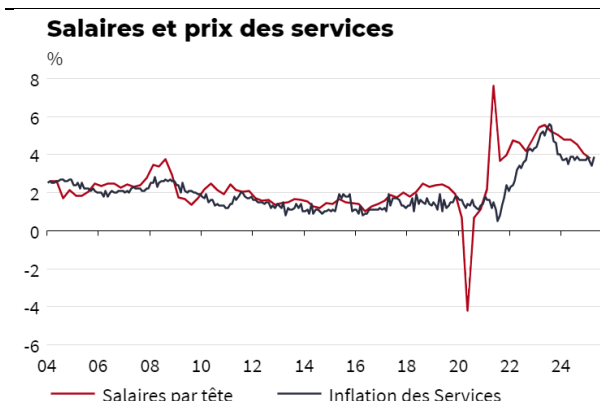
La désinflation devrait reprendre



Sources : Eurostat, SG Études économiques et sectorielles

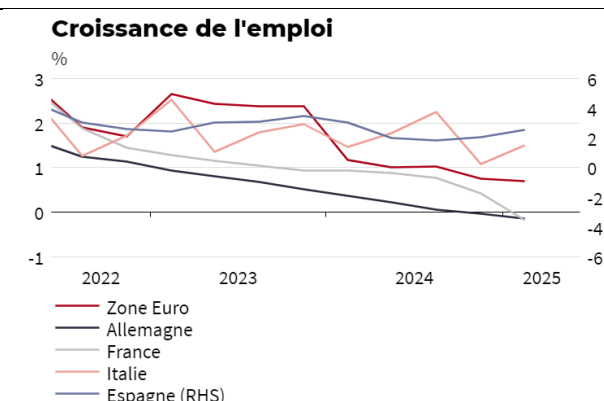
La tendance à la désinflation devrait reprendre. L'inflation a atteint 1,9 % en mai, en baisse par rapport à 2,2 % en avril et 2,5 % en janvier. Le taux d'inflation de base annuel dans la zone euro, qui exclut les prix de l'énergie, des aliments, de l'alcool et du tabac, a également diminué en mai, atteignant 2,3 %. Si cela est confirmé, cela donnerait plus de marge à la Banque centrale européenne pour assouplir la politique monétaire et répondre aux préoccupations de croissance. Les dernières prévisions de la BCE indiquent une inflation de 2,0 % en 2025, 1,6 % en 2026 et 2,0 % en 2027, marquant une révision à la baisse de 0,3 point de pourcentage par rapport aux estimations précédentes. L'inflation de base devrait en moyenne atteindre 2,4 % en 2025 et 1,9 % en 2026 et 2027, restant globalement inchangée par rapport aux prévisions antérieures. En 2025, nous prévoyons également des prix moyens du pétrole plus bas. Avec la baisse de la rémunération des employés, l'inflation des prix des services, qui s'élevait à 4,0 % d'une année sur l'autre en avril, devrait s'atténuer à l'avenir. Nous prévoyons que ces tendances de désinflation compenseront en 2025 l'impact de potentielles augmentations tarifaires commerciales supplémentaires qui pourraient être mises en place en représailles aux tarifs américains.

La croissance des salaires diminue



Sources : Eurostat, SG Études économiques et sectorielles

L'emploi décélère



Sources : Eurostat, SG Études économiques et sectorielles

Une baisse de taux de la BCE reste attendue. Après quatre réductions de 25 points de base depuis janvier, ramenant le taux à 2 %, nous anticipons une nouvelle baisse d'ici la fin de 2025. La faiblesse de l'activité pourrait justifier des baisses

supplémentaires. Dans notre scénario central, nous envisageons une seule baisse d'ici la fin de l'année, avec le risque que d'autres soient nécessaires. Les conditions monétaires resteraient restrictives, la politique de resserrement quantitatif (QT) de la BCE impliquant un maintien de conditions de liquidité tendues. Nous estimons que la BCE poursuivra son QT jusqu'en 2026, voire au-delà. Ainsi, la croissance du crédit devrait rester modeste, malgré la baisse des taux, les conditions de financement restant serrées.

Les mesures tarifaires annoncées par le président Trump constituent un vent contraire supplémentaire. Les menaces de droits de douane globaux de 50 % sur les importations en provenance de l'UE constitueraient, si elles sont mises en œuvre, 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 n'est pas non plus stabilisé vis-à-vis de la Chine, après 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. La politique fiscale devient plus restrictive dans plusieurs pays de la zone euro, en particulier en France, où des ajustements sont nécessaires. Cependant, certains facteurs resteront favorables. Le versement actuel des fonds NGEU devrait encore être favorable dans plusieurs États membres jusqu'en 2026. Le Bundestag a voté pour réformer le 'frein à la dette', ouvrant la voie à des dépenses supplémentaires en matière de défense et d'infrastructure. Au niveau de l'UE, la Commission a annoncé plusieurs mesures pour augmenter les dépenses de défense, y compris une dérogation au Pacte de stabilité et de croissance qui permettra aux États membres de dépenser davantage en défense sans être soumis à une procédure de déficit excessif.

Les risques pour ce scénario restent orientés à la baisse, en raison des risques politiques et géopolitiques, ainsi que du risque de tensions commerciales

internationales. Un autre risque serait un ajustement sur le marché du travail plus important que prévu, pesant sur la consommation. Une forte dépréciation de l'euro par rapport au dollar, que nous ne prévoyons pas dans notre scénario central, pourrait constituer un risque inflationniste.

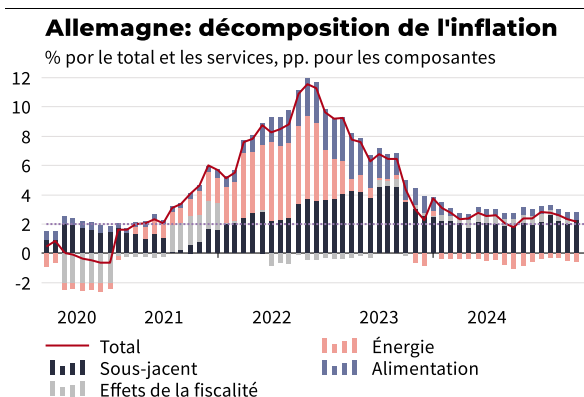
Zone euro	2024	2025p	2026p	2027p
PIB en volume, GA, %	0,8	0,7	0,8	1,0
Consommation des ménages	1,0	0,6	0,6	0,7
Consommation publique	2,7	0,8	0,6	0,8
Investissement	-1,9	0,8	1,7	1,7
Exportations de biens & services	1,0	0,0	1,5	2,2
Importations de biens & services	0,3	1,1	2,1	2,4
Inflation, % moyenne annuelle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

ALLEMAGNE

- Le contexte international tendu et les incertitudes domestiques limiteront la croissance à 0,3 % en 2025
- Un fort rebond est attendu à partir de 2026 grâce à l'assouplissement des politiques fiscales et budgétaires, avec une mise en œuvre accélérée du paquet fiscal
- Des pressions à la baisse sur l'inflation devraient se matérialiser à court terme avec le renforcement de l'euro et la baisse des prix de l'énergie

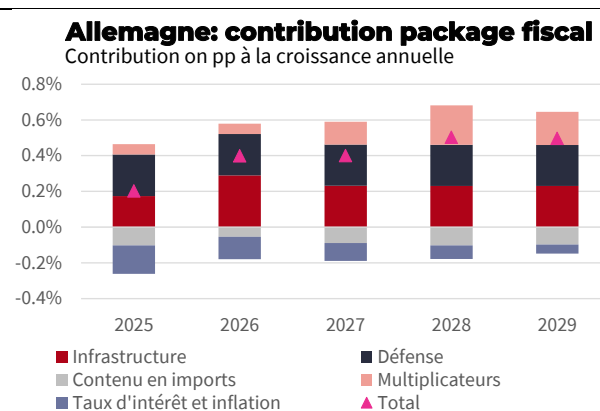
La demande extérieure pèsera sur la croissance en 2025, les exportateurs étant confrontés à un environnement mondial tendu, ne serait-ce qu'à cause des tarifs américains, et à un euro fort. La vigueur des exportations au 1T25 (notamment vers les États-Unis dans les secteurs de l'automobile et pharmaceutique) sera de courte durée. Dans le cadre de nos hypothèses sur la politique commerciale (droits de douane bilatéraux de 10% avec les États-Unis) et de taux de change, la compétitivité des exportateurs reste sous pression. Au-delà de la compétitivité-prix, des défis structurels persistent dans les industries stratégiques. Par exemple, l'automobile – représentant 17% des exportations – est en difficulté en Chine (leurs concurrents locaux ayant de meilleurs produits) et aux États-Unis (en raison de la politique commerciale). La transition vers les VE et les véhicules définis par logiciel, associée à l'évolution des préférences des consommateurs (moins d'importance accordée à la vitesse et une préférence pour les véhicules plus petits), érode l'avantage concurrentiel des constructeurs automobiles, même dans le segment du luxe central à leur force concurrentielle.

L'inflation ralentit grâce au renforcement de l'euro et à la baisse des prix de l'énergie



Source : Destatis, SG Études Économiques et Sectorielles

Le plan fiscal de Merz relèvera la croissance sensiblement sur l'horizon de prévision



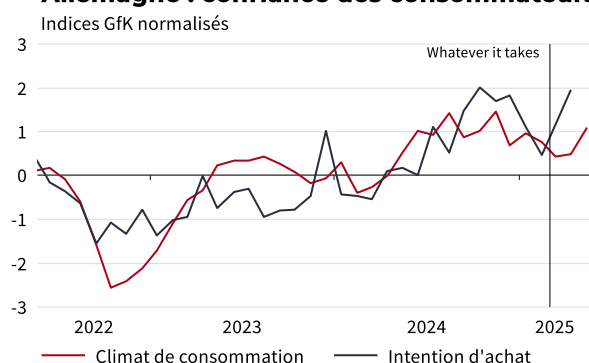
Source : SG Études Économiques et Sectorielles

L'appréciation de l'euro et la baisse des prix de l'énergie devraient ramener l'inflation à son niveau cible en 2025, malgré la politique tarifaire mise en place.

Les mesures des prix, y compris l'inflation de base et l'inflation des services, continueront à diminuer à mesure que le marché du travail se détend et que la croissance des salaires s'atténue. Les pressions déflationnistes liées aux importations augmentent, car les prix relatifs en euros chutent. Par ailleurs, le risque de *dumping* des excédents commerciaux asiatiques en Europe augmente. Nous estimons que l'appréciation de l'euro compensera la plupart des effets inflationnistes résultants de éventuelles mesures de rétorsion tarifaires.

La consommation des ménages rebondira tirant parti de la reprise du pouvoir d'achat

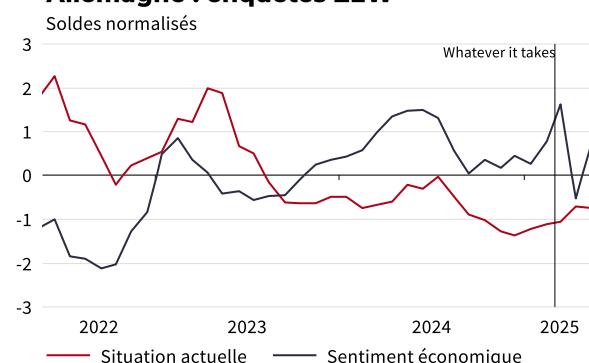
Allemagne : confiance des consommateurs



Source : GfK, SG Études Économiques et Sectorielles

Les décisions d'investissement sont pénalisées par l'incertitude

Allemagne : enquêtes ZEW



Source : ZEW, SG Études Économiques et Sectorielles

L'activité rebondira en 2026 et 2027 (respectivement 1,1 % et 1,3 %), portée par la reprise de la demande domestique et la mise en application progressive du paquet fiscal du gouvernement Merz. L'investissement budgétaire et la consommation accéléreront avec la mise en œuvre du programme du nouveau gouvernement (qui comprend des baisses d'impôts) et les premiers décaissements pour les nouveaux projets d'infrastructures et de défense. L'allocation de 100Md EUR du fonds d'infrastructure pour des projets climatiques donnera un nouvel élan aux efforts de transition du pays. Dans le secteur privé, le sentiment des agents a montré des signes d'amélioration à la suite des élections et les annonces du package fiscal, malgré les incertitudes commerciales. Les ménages continueront d'accroître leur consommation grâce au redressement de leur pouvoir d'achat, même si les salaires devraient ralentir plus que prévu. Les consommateurs devraient réduire la prudence qui caractérise leur comportement depuis la crise de l'énergie. Cette évolution, conjuguée à la baisse de l'inflation qui érode la richesse, devrait permettre au taux d'épargne de diminuer au cours de la période de prévision, tout en restant nettement supérieur à son niveau d'avant la pandémie.

L'investissement des entreprises devrait bénéficier d'une hausse induite par les politiques, et l'investissement résidentiel devrait également continuer à s'accélérer compte tenu de la reprise du marché du logement (+4 % en prix de décembre 2023 à avril 2025). À mesure que la politique commerciale mondiale se stabilisera et que les agents économiques seront plus prévoyants, l'investissement productif se redressera, ce qui favorisera la mise en œuvre du paquet fiscal. Les

perspectives de réduction de l'impôt sur les sociétés devraient stimuler l'investissement privé et améliorer les perspectives d'investissement.

Les risques sont divers, notamment en ce qui concerne la mise en œuvre du paquet fiscal. Une mise en œuvre rapide et efficace du paquet améliorerait les perspectives à court terme. Cela nécessitera au minimum une identification efficace des projets, l'élimination des obstacles bureaucratiques et une coopération efficace entre les acteurs publics et privés tout au long des chaînes de valeur. La portée et l'étendue des effets multiplicateurs du paquet dépendent d'une allocation appropriée des fonds et de la disponibilité des facteurs de production. Il convient de garder à l'esprit les risques d'initiatives de dépenses futiles, les frictions le long des chaînes d'approvisionnement et la pénurie de main-d'œuvre qualifiée. Une avancée du projet d'union des marchés de capitaux permettrait également de débloquent des fonds pour stimuler l'investissement privé. En revanche, les frictions dans les prises de décision et les processus de recrutement et d'approvisionnement dues à une bureaucratie pesante pourraient limiter les effets positifs du paquet fiscal sur l'activité. Les tensions avec les règles fiscales européennes pourraient également retarder la mise en œuvre.

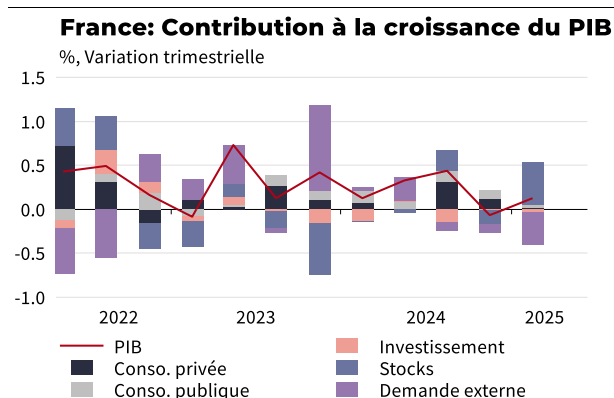
Allemagne	2024	2025p	2026p	2027p
PIB en volume, GA, %	-0,2	0,3	1,1	1,3
Consommation des ménages	0,2	0,7	0,9	1,0
Consommation publique	3,2	1,5	1,4	1,2
Investissement	-2,5	0,5	3,4	3,4
Exportations de biens & services	-1,7	-0,7	1,6	1,9
Importations de biens & services	-0,6	1,5	2,7	2,5
Inflation, % moyenne annuelle	2,5	2,0	2,0	1,9
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	3,2	2,0	2,0	1,9
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	1,3	0,6	0,8	1,1
Épargne des ménages, % du RDB	20,1	20,0	19,9	19,9
Chômage, % de la population active	6,0	6,4	6,4	6,3
Solde budgétaire, % du PIB	-3,4	-3,0	-3,0	-3,2
Dette publique, % du PIB	62	65	67	68
Solde courant, % du PIB	5,7	5,2	4,8	4,6

FRANCE

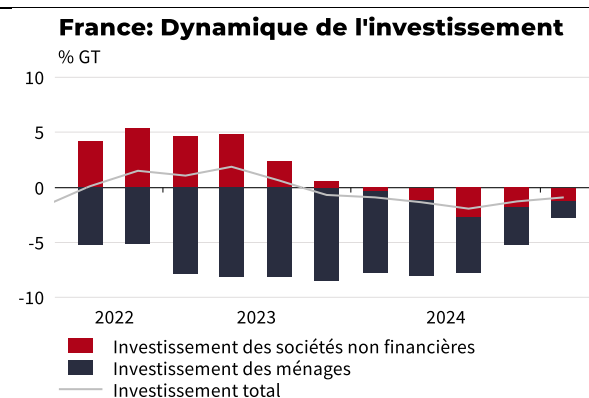
- **L'économie française est entrée dans une phase de croissance modérée, freinée par une demande intérieure fragile et un recul de l'investissement**
- **L'emploi sera sous pression, avec une légère hausse du chômage alimentée par la fin des aides aux contrats d'apprentissage et des ajustements de productivité des entreprises**
- **Le déficit public resterait élevé, malgré un ajustement progressif. La charge de la dette va augmenter sous l'effet des taux d'intérêt. Les arbitrages budgétaires à venir pourraient intensifier les tensions politiques et sociales**

L'économie française entre dans une phase de croissance modérée, freinée par une demande intérieure fragile et un investissement en recul. L'incertitude politique et les tensions commerciales continuent d'affecter les entreprises, qui retardent leurs projets d'expansion, tandis que l'investissement résidentiel reste contenu chez les ménages. L'activité devrait ainsi ralentir en 2025-26, avant une reprise progressive à partir de 2027. Cette atonie de l'activité devrait peser sur le marché du travail, avec un taux de chômage qui se rapprocherait de 8 %. Le pouvoir d'achat des ménages serait ainsi contraint malgré une inflation qui passerait sous le seuil de 2 %. La pression fiscale resterait forte. Le déficit public devrait dépasser 5 % du PIB en 2025 et 2026.

Une activité pénalisée par l'incertitude



L'investissement demeure contraint



Source : Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

La demande intérieure reste relativement stable, soutenue par une légère amélioration du revenu disponible des ménages et une consommation publique qui progresse. Toutefois, cette dynamique reste fragile et pourrait être remise en cause si l'incertitude économique persiste.

Le rebond de l'investissement tarde, affecté par des conditions de financement restrictives et une imposition accrue. Malgré quelques signes de rebond au premier

trimestre, l'investissement résidentiel des ménages reste en contraction annuelle. La faiblesse des investissements des entreprises est également due au déclin du secteur manufacturier. Cette tendance est prolongée par les incertitudes socio-politiques depuis la dissolution du parlement en juin 2024 et par les tensions commerciales mondiales. La baisse des taux d'intérêts n'aura qu'un effet limité à court terme, freinée par cet environnement économique incertain et un climat d'investissement prudent.

Le commerce extérieur devrait connaître un ralentissement. Les exportations, qui avaient bénéficié d'une demande mondiale dynamique, sont désormais confrontées à des obstacles résultants des tensions commerciales internationales, notamment avec les États-Unis. La mise en place de nouvelles barrières tarifaires affecte plusieurs secteurs clés, notamment l'aéronautique et les vins et spiritueux. En conséquence, nous nous attendons à un ralentissement marqué des exportations pour 2025, et une croissance modeste sur l'horizon de prévision.

Un élément d'incertitude à court terme résulte de l'accumulation récente de stocks. Selon l'INSEE, la variation des stocks a contribué positivement à la croissance du PIB au 1T25 (+0,5 point) ; les entreprises, face à une demande intérieure et extérieure en retrait, ayant été amenées à stocker leurs produits. Le risque est désormais celui d'une réduction de la production dans les trimestres à venir, aggravant ainsi le ralentissement économique.

Le marché du travail devrait se détériorer quelque peu, avec une hausse du taux de chômage pouvant atteindre les 8 % en 2025-26. Les créations d'emplois ralentissent, notamment avec la fin des aides aux contrats d'apprentissage, qui avaient soutenu l'emploi des jeunes ces dernières années. En outre, les entreprises, confrontées à une demande incertaine, cherchent à optimiser leur productivité, limitant ainsi la croissance de l'emploi. Les craintes liées au chômage restent élevées, alimentant une prudence accrue des ménages et un taux d'épargne encore élevé.

L'inflation pourrait passer sous le seuil de 2 %, principalement due à la modération des prix de l'énergie et des biens de consommation. L'inflation sous-jacente reste supérieure aux niveaux pré-Covid, notamment dans les services, où la désinflation est plus progressive. En conséquence, le pouvoir d'achat des ménages s'améliore légèrement, mais la prudence reste de mise.

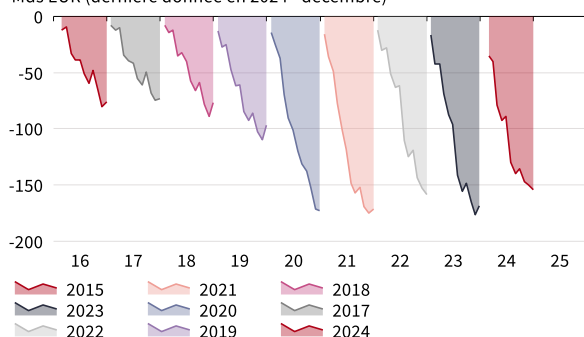
Nous anticipons une reprise modérée à partir de 2027, portée par une baisse des tensions politiques après les élections présidentielles, ainsi que par la nécessité de financer des projets stratégiques. La transition verte jouera un rôle clé, avec notamment le développement attendu des « gigafactories » de batteries électriques, qui devraient stimuler l'investissement industriel. Par ailleurs, la conjoncture géopolitique incitera les gouvernements à augmenter leurs budgets de défense, renforçant ainsi les perspectives d'investissement dans ce secteur. Cette dynamique devrait permettre un redémarrage progressif de l'investissement.

Les finances publiques resteront sous pression. Malgré les efforts de consolidation budgétaire qui porteraient le déficit public à 5,5 % du PIB en 2025, en légère amélioration par rapport aux 6,2 % en 2024, la dette publique continue de croître sous l'effet de la hausse de la charge d'intérêts et des dépenses contraintes. Au-delà de 2025, la trajectoire budgétaire est assez incertaine. Le gouvernement devra arbitrer entre réduction des dépenses et maintien du soutien à l'économie, ce qui pourrait accentuer les tensions politiques et sociales. Dans l'immédiat, la réforme des retraites cristallise les inquiétudes, alors que les discussions avec les partenaires sociaux ont été relancées à condition que l'équilibre financier soit atteint en 2030. Par ailleurs, l'engagement du gouvernement à augmenter les dépenses militaires à 3,5 % du PIB d'ici 2030, hors pensions, ajoute une contrainte budgétaire supplémentaire. Cette trajectoire s'inscrit dans un contexte où l'exécutif refuse d'utiliser la clause d'exception de l'UE sur les dépenses militaires, ce qui pourrait limiter ses marges de manœuvre fiscales. 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. Nous nous attendons donc à un déficit public qui resterait inférieur au 3 % envisagé par les autorités, avec une dette publique qui continuera d'augmenter atteignant 120 % du PIB en 2029.

La situation des finances publiques s'est fortement dégradée Une charge de la dette accrue

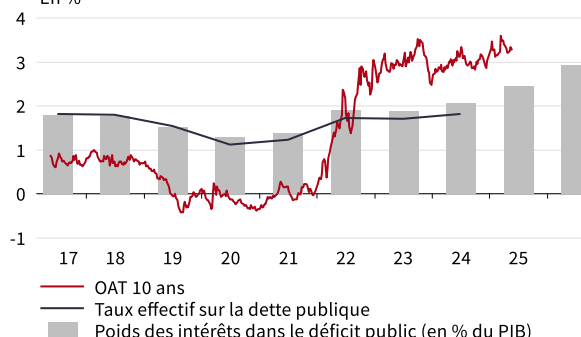
Solde budgétaire de la France

Mds EUR (dernière donnée en 2024= décembre)



France : charge de la dette publique

En %



Source : Refinitiv, DGEFIN, SG Études Économiques et Sectorielles

Les risques pesant sur ce scénario sont orientés à la baisse, incluant notamment une détérioration de l'environnement socio-politique national, en particulier au cours du processus budgétaire pour 2026, qui pourrait accroître l'incertitude et prolonger les comportements attentistes des agents économiques. Une détérioration plus forte que prévue des tensions commerciales, notamment en raison des mesures protectionnistes du président Trump, pourrait affecter davantage la demande étrangère, réduisant encore les perspectives de croissance pour les exportations françaises.

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

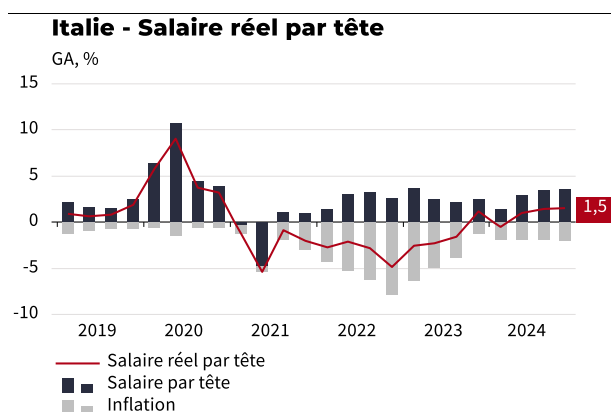
ITALIE

- **La croissance du PIB restera lente en 2025 et 2026, avec une normalisation de l'investissement des ménages**
- **Le pouvoir d'achat des ménages devrait continuer à augmenter légèrement**
- **Le pays a réussi à enregistrer un excédent primaire en 2025, mais pas suffisant pour stabiliser le ratio de dette publique**

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

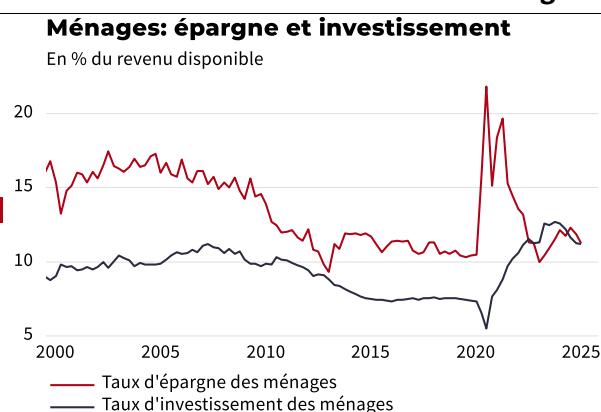
Le retrait des aides à la rénovation de logement (*superbonus*) va générer une contraction prolongée de l'investissement des ménages, tandis que la demande mondiale risque d'être fragilisée par les tensions commerciales induites par les mesures protectionnistes envisagées par le Président Trump. Cependant, 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.

Hausse des salaires réels...



Source : Eurostat, SG Études économiques et sectorielles

...et baisse de l'investissement des ménages



Source : Istat, SG Études économiques et sectorielles

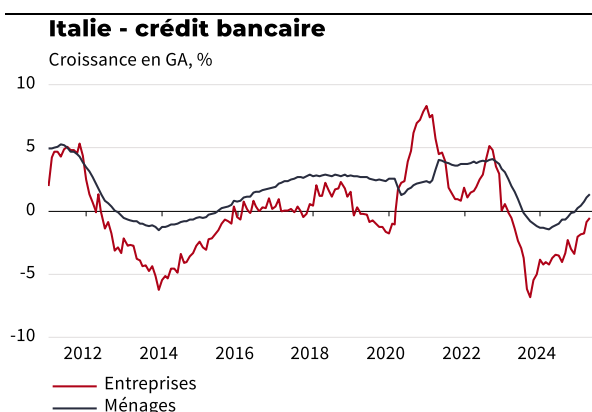
Après une faible inflation en 2024, celle-ci se normalise en 2025 et serait proche de 2%. L'inflation sous-jacente, encore dynamique l'an dernier, est sur une tendance déclinante. Elle pourrait cependant réaccélérer en 2025 dans le sillage des prix des produits importés, impactés par d'éventuelles mesures de rétorsion commerciales.

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.

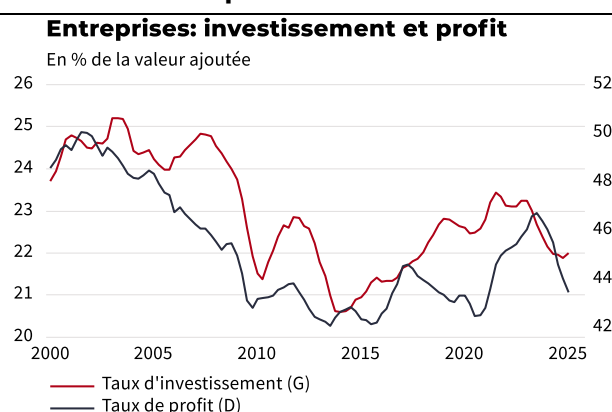
Le pouvoir d'achat des ménages progresserait encore de près de 2% en 2025, grâce au dynamisme du marché du travail et au rattrapage des salaires réels, les renouvellements de contrats reflétant les hausses de prix passées. Les hausses de revenu seraient néanmoins plus modestes à partir de 2026, du fait de moindres créations d'emploi et d'une normalisation des hausses de salaire. Le taux d'épargne se stabiliserait à partir de 2025, et la consommation des ménages progresserait modestement en 2026 et 2027.

Normalisation du crédit bancaire



Source : Istat, SG Études économiques et sectorielles

Profits des entreprises mal orientés



Source : Eurostat, SG Études économiques et sectorielles

En 2025, l'investissement progresserait de près de 2% après une stagnation en 2024. L'investissement logement des ménages continuerait de se contracter du fait du retrait des crédits d'impôt à la rénovation de logements. Cependant, il serait plus que compensé par l'investissement en infrastructures et en équipements, soutenu par les fonds européens. La dynamique du crédit se normalise : l'encours de crédit aux entreprises se contracte encore faiblement (0,5 % sur un an) tandis que le crédit aux ménages est repassé en zone d'expansion : il progresse de 1,5 % sur un an.

Les fonds européens soutiennent toujours l'économie. Le gouvernement a soumis en mars une version amendée de son plan de relance à la Commission européenne, qui a été approuvée le 27 mai 2025. Ceci devrait permettre de nouveaux versements de fonds, le dernier ayant eu lieu en décembre 2024. Jusqu'à présent, la Commission a versé à l'Italie 76Md EUR sous forme de prêts (sur un total de 122Md EUR) et 46Md EUR sous forme de subventions (sur un total de 72Mds EUR). Il reste donc 72 Md EUR (3,4 % du PIB) de fonds disponibles au gouvernement italien d'ici la mi-2026.

La situation des finances publiques s'est nettement améliorée en 2024. L'arrêt du dispositif de crédit d'impôt à la rénovation de logements et des rentrées fiscales meilleures que prévues ont contribué à une nette amélioration du solde primaire en 2024 : celui-ci est passé d'un déficit 3,5 % du PIB en 2023 à un excédent de 0,5 %. Celui-ci resterait excédentaire à l'horizon de notre prévision, atteignant 1 % en 2027.

Cependant, du fait de charges d'intérêt atteignant 4,5 % du PIB, le solde public italien serait encore supérieur à 3 % du PIB en 2027. 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 140 % 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.

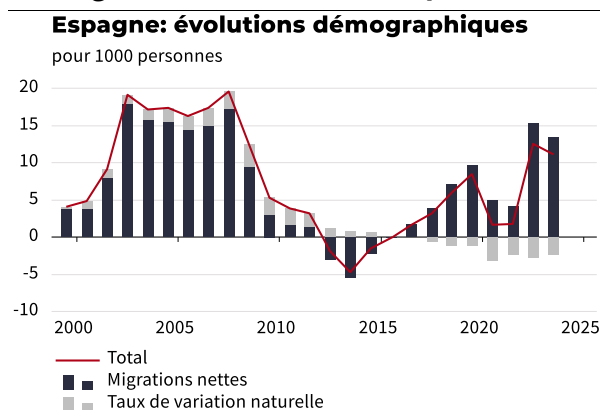
Italie	2024	2025p	2026p	2027p
PIB en volume, GA, %	0,5	0,6	0,5	0,5
Consommation des ménages	0,4	1,1	0,5	0,5
Consommation publique	1,1	0,2	0,4	0,4
Investissement	0,0	1,8	0,9	0,7
Exportations de biens & services	-0,3	1,6	1,3	2,3
Importations de biens & services	-1,5	2,7	1,4	2,5
Inflation, % moyenne annuelle	1,1	1,8	1,8	1,7
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2,2	1,6	1,8	1,7
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	1,0	1,8	0,6	0,4
Épargne des ménages, % du RDB	11,8	12,4	12,4	12,4
Chômage, % de la population active	6,6	6,0	6,1	6,4
Solde budgétaire, % du PIB	-3,5	-3,4	-3,1	-3,1
Dette publique, % du PIB	136	138	139	140
Solde courant, % du PIB	1,1	0,6	0,7	0,5

ESPAGNE

- La croissance devrait continuer à surperformer, soutenue par l'afflux de main-d'œuvre étrangère
- L'Espagne a peu d'exposition directe aux États-Unis et souffrirait moins que ses voisins d'une augmentation des droits de douane américains

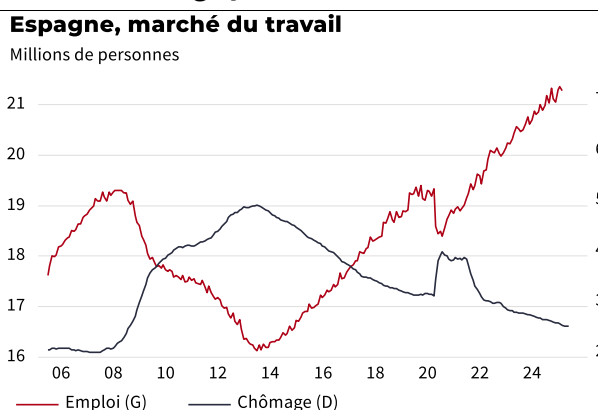
La croissance restera dynamique en 2025 et se rapprocherait de son potentiel en 2027. Elle sera toujours supérieure à celle de ses partenaires européens, soutenue par le plan de relance européen, un secteur touristique très dynamique et un marché de l'emploi bénéficiant d'un afflux de main d'œuvre étrangère. Le taux de chômage, désormais inférieur à son niveau structurel, se stabiliserait autour de 11 % de la population active. La demande mondiale sera néanmoins fragilisée par les tensions commerciales induites par les mesures protectionnistes promises par le Président Trump. L'Espagne est relativement moins exposée que ses voisins européens, ses exportations vers les États-Unis ne dépassant pas 5 % du total des exportations et 1,1 % du PIB. Les secteurs les plus touchés seront les machines-outils, les appareils électriques, les produits chimiques et pharmaceutiques et l'industrie agro-alimentaire.

Les migrations soutiennent l'emploi...



Source : INE, SG Études économiques et sectorielles

...et le chômage poursuit son recul



Source : INE, SG Études économiques et sectorielles

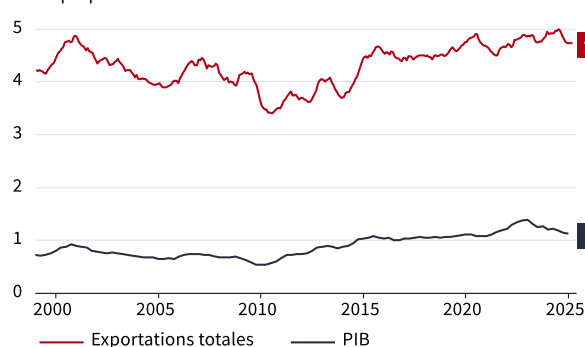
La consommation des ménages continuerait de soutenir la croissance jusqu'en 2027, bénéficiant de la vigueur du marché du travail et d'une modération de l'inflation. Les gains de pouvoir d'achat ralentiraient en 2025 après deux années de forte croissance, mais continueraient de progresser grâce à la résilience des salaires et de l'emploi, ainsi que les hausses des pensions. Les créations d'emploi se poursuivraient en 2025-26 à un rythme plus modéré, permettant aux entreprises d'enregistrer des gains de productivité et de reconstituer leurs marges. Le taux d'épargne – qui a atteint un niveau supérieur à sa moyenne historique en 2024 – s'ajusterait légèrement, permettant aux ménages de maintenir leur rythme de consommation face au ralentissement de leurs gains de pouvoir d'achat.

Proche de 3 % en 2024, l'inflation ralentirait autour de 2,5 % en 2025 et serait inférieure à la cible de la BCE en 2027. L'énergie et l'alimentation connaissent une hausse temporaire cette année du fait de facteurs exceptionnels, mais l'inflation sous-jacente poursuit son recul. Elle serait néanmoins soutenue cette année par la hausse du prix des produits importés, impactés par les mesures de rétorsion commerciales envisagées.

Une faible dépendance aux Etats-Unis

Espagne, exportations vers les Etats-Unis

En proportion de... %

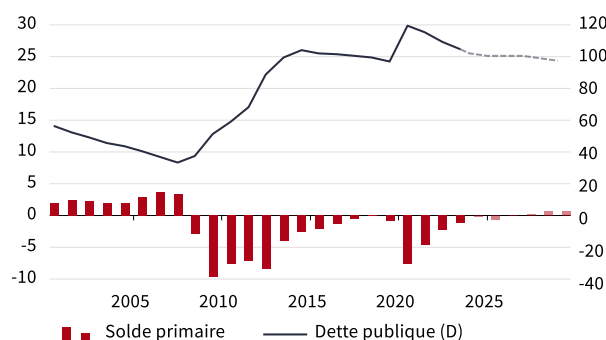


Source : INE, SG Études économiques et sectorielles

La dette publique restera élevée, mais stable

Espagne - dette publique et solde primaire

% du PIB



Source : INE, SG Études économiques et sectorielles

L'investissement des entreprises resterait dynamique jusqu'en 2026, profitant de la dernière année du Plan de relance européen. Le pays a déployé des efforts importants dans la mise en œuvre des fonds liés au Plan de Relance européen. Cependant, le rythme actuel ne permettrait pas d'utiliser en totalité les subventions allouées, ce qui pourrait diluer l'impact économique et social attendu. Depuis sa création, le Plan a accordé des aides et des contrats pour un total de 46Md EUR, soit l'équivalent de 2,9 % du PIB et de 58 % des fonds alloués. Mais la mise en œuvre ne suit pas : alors que 89 % des appels d'offres ont déjà été attribués, seulement 15 % des subventions ont été décaissées et dans plus de 40 % des cas, aucune concession n'a été enregistrée.

Cet écart entre l'allocation et l'exécution effective des dépenses n'est pas anodin : à ses débuts, il a réduit l'efficacité contracyclique du Plan, et aujourd'hui, il limite l'impact immédiat sur l'emploi et l'investissement privé et érode la crédibilité institutionnelle. L'exécution des fonds a coïncidé avec une reprise significative, mais sans le soutien de l'investissement. En outre, il y a eu un ralentissement dans l'exécution des fonds au cours des derniers trimestres, tant dans les appels d'offres que dans les subventions.

La réorientation des fonds que le gouvernement a proposé ces dernières semaines pourrait contribuer à accélérer l'exécution. En particulier, 5Md EUR seront utilisés pour atténuer l'impact de l'augmentation des droits de douane par les États-Unis sur les entreprises exportatrices espagnoles. De même, on s'attend à ce qu'un peu plus de 1,3Md EUR du Plan soient utilisés pour respecter les engagements pris en matière d'augmentation des dépenses de défense.

La politique budgétaire a été assouplie en 2025 pour faire face au coût des inondations d'ampleur inédite ayant eu lieu dans la région de Valence. Le gouvernement a alloué un budget de 14Md EUR pour aider les ménages et les entreprises à faire face aux conséquences de cette catastrophe. La politique budgétaire reprendrait un caractère restrictif en 2026, permettant de ramener le déficit budgétaire sous la barre des 3 % du PIB. Après cinq années de baisse, la dette publique est encore supérieure de 4 points de PIB à son niveau pré-Covid, et elle diminuerait légèrement à l'horizon de notre prévision.

Les principaux risques pour cette prévision sont une forte hausse des droits de douanes vers les États-Unis, qui briderait les exportations espagnoles et surtout affecterait la croissance de ses voisins européens. À partir de 2027, la fin des subventions européennes pourrait donner lieu à un « trou d'air » plus marqué sur les investissements et enrayer la dynamique de croissance du pays. Enfin, il y a toujours un risque de chute du gouvernement minoritaire de Pedro Sanchez, qui a été réélu en novembre 2023 mais dépend d'un grand nombre de petits partis régionaux pour avoir une majorité, et dont le parti et la famille sont visés par de multiples soupçons de corruption (plusieurs investigations sont en cours).

Espagne	2024	2025p	2026p	2027p
PIB en volume, GA, %	3,2	2,3	1,8	1,6
Consommation des ménages	2,9	2,6	2,1	1,8
Consommation publique	4,1	1,9	1,3	0,8
Investissement	3,0	4,3	2,7	1,9
Exportations de biens & services	3,1	2,2	2,2	2,6
Importations de biens & services	2,4	3,3	2,8	2,7
Inflation, % moyenne annuelle	2,9	2,5	2,2	1,8
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2,8	2,2	2,1	1,8
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	4,2	2,2	1,7	1,5
Épargne des ménages, % du RDB	13,6	13,2	12,8	12,6
Chômage, % de la population active	11,3	10,9	10,9	11,1
Solde budgétaire, % du PIB	-2,8	-3,2	-2,6	-2,5
Dette publique, % du PIB	102	101	101	101
Solde courant, % du PIB	3,0	2,0	1,9	1,9

ROYAUME-UNI

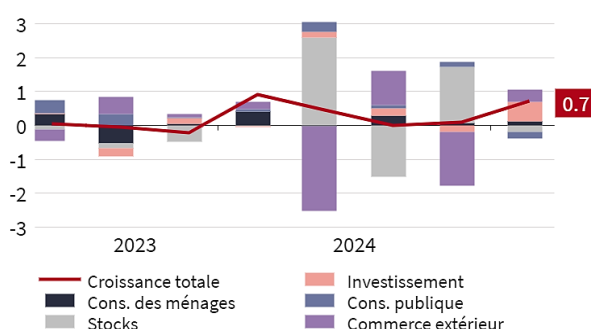
- **Malgré un léger redressement de l'activité au 1T25, les fragilités économiques sous-jacentes émergeront dans un contexte d'activité toujours faible**
- **La consommation des ménages et l'investissement resteront atones en 2025, tandis que la politique budgétaire apportera un soutien contracyclique à la croissance**
- **L'inflation devrait rester persistante en 2025-26, la BoE suivant un rythme prudent de baisses de taux atteignant 4 % cette année**

L'activité au 1T25 a connu un redressement, mais les fragilités économiques sous-jacentes émergeront dans un contexte d'activité toujours faible. La hausse de l'activité au 1T25 (+0,7 % GT) a temporairement soutenu les chiffres de croissance, largement porté par l'accélération des investissements des entreprises et des exportations vers les Etats-Unis en anticipation des hausses à venir des droits de douane américains. Toutefois, cette performance masque des vulnérabilités économiques sous-jacentes qui deviendront de plus en plus manifestes à mesure que le cycle économique continue de s'affaiblir. Le PIB s'est déjà contracté de 0,3 % en avril. Des mesures contracycliques – relance budgétaire et assouplissement de la politique monétaire – devraient compenser partiellement l'atonie de la demande privée. Nous anticipons une croissance du PIB réel de 0,9 % GA en 2025, avec des risques orientés à la baisse en raison des vulnérabilités sur le marché des obligations d'État et de l'incertitude géopolitique mondiale.

Redressement de la croissance au T1-25

Croissance du PIB trimestrielle

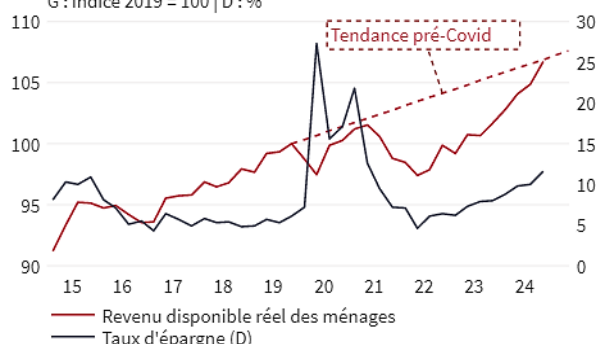
% GT pour le total, pp pour les composantes



Salaires réels et taux d'épargne élevés

Salaires réels et taux d'épargne

G : indice 2019 = 100 | D : %



Sources : ONS, Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

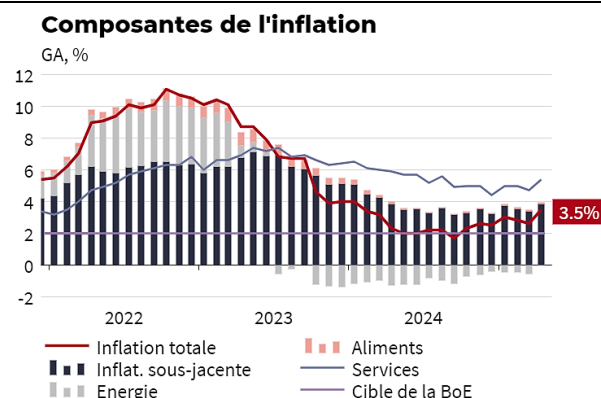
La consommation des ménages restera atone en 2025 avant de s'améliorer progressivement sur l'horizon de prévision. L'incertitude mondiale persistante, la dégradation du marché du travail et les rendements élevés des gilts qui freinent la baisse des taux hypothécaires ont ramené la confiance des consommateurs à son plus bas niveau depuis décembre 2023. Cette situation favorise une épargne de précaution plus élevée et perpétue la tendance post-pandémique qui maintient la

consommation comprimée malgré le redressement des revenus réels vers leur tendance pré-pandémique. À l'avenir, nous anticipons une hausse graduelle de la consommation privée jusqu'en 2027, soutenue par l'assouplissement de la politique monétaire et la progression des revenus réels à mesure que l'incertitude se dissipe. Le taux d'épargne des ménages diminuera mais restera supérieur à sa moyenne de long terme en raison des chocs économiques successifs, notamment le Brexit, la guerre d'Ukraine, la crise des prix de l'énergie et les tensions commerciales.

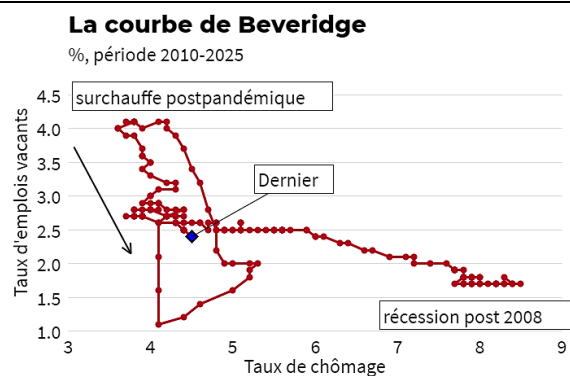
La croissance de l'investissement des entreprises s'affaiblira dans les prochains trimestres à mesure que l'incertitude et les pressions croissantes sur les coûts s'installeront. Malgré le redressement des investissements au 1T25, cette dynamique ne devrait pas se maintenir. Les hausses d'avril des cotisations sociales patronales, du salaire minimum légal et des droits de douane américains éroderont les marges bénéficiaires déjà comprimées et pèseront sur l'investissement pour le reste de l'année. La confiance des entreprises est demeurée en territoire négatif pendant trois trimestres consécutifs, les enquêtes des agents de la BoE indiquant que les intentions d'investissement sont à leur plus bas niveau depuis la pandémie. À l'avenir en 2026-27, nous anticipons une reprise de l'investissement à mesure que les entreprises restaureront leurs marges en réduisant l'embauche et les salaires. Parallèlement, les réformes du gouvernement de la réglementation d'urbanisme devraient faciliter la construction et le logement, tandis que l'augmentation de l'investissement public dans la défense et la transition climatique devrait stimuler l'investissement privé.

Les dépenses publiques soutiendront la croissance en 2025-26. La relance budgétaire contra-cyclique annoncée l'automne dernier devrait augmenter les dépenses publiques de 72Md GBP (2,5 % du PIB de 2024) par an sur les cinq prochaines années. Le Budget de Printemps de mars 2025 n'a pas modifié l'orientation générale de la politique budgétaire tout en mettant en œuvre des ajustements ciblés pour assurer la conformité aux règles budgétaires du pays. Le gouvernement a introduit des réductions modestes des prestations sociales et des dépenses courantes – totalisant respectivement 4,8Md et 3,6Md GBP par an (0,17 % et 0,14 % du PIB de 2024). Parallèlement, la défense et l'investissement public ont bénéficié d'une augmentation de 16,4Md GBP au cours des cinq prochaines années, équivalant à 0,6 % du PIB de 2024, reflétant les priorités stratégiques en matière de sécurité nationale et de dépenses d'investissement.

L'inflation reste persistante



Le marché du travail se détend



Sources : ONS, Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

L'inflation devrait rester élevée jusqu'en 2025-26, avant de converger vers l'objectif de la BoE de 2 % en 2027. L'inflation totale a atteint 3,5 % GA en avril, son plus haut niveau en 15 mois. Cette hausse a été alimentée par l'augmentation des coûts énergétiques des ménages suite à l'ajustement du plafond tarifaire d'Ofgem, ainsi que par les hausses des tarifs réglementés de l'eau et de la taxe sur les véhicules. Les pressions sous-jacentes sur les prix domestiques demeurent persistantes, l'inflation des services accélérant à 5,5 % dans un contexte de croissance salariale soutenue. Nous prévoyons que l'expansion budgétaire et les pressions salariales persistantes maintiendront l'inflation à une moyenne de 2,8 % GA en 2025, bien que la baisse des prix du pétrole devrait exercer une pression à la baisse partiellement compensatoire. Toutefois, le marché du travail se refroidit, les entreprises ajustant les niveaux d'emploi et les salaires pour gérer la hausse des coûts du travail et restaurer leurs marges. Les difficultés de recrutement signalées par les entreprises ont chuté à leur plus bas niveau depuis 2021, et le ratio entre les offres d'emploi et chômage est revenu à sa moyenne pré-pandémique. Nous anticipons que cette tendance génère une dynamique désinflationniste à moyen terme, l'inflation revenant à l'objectif de 2 % de la BoE en 2027.

La BoE devrait suivre un rythme prudent de baisses de taux, atteignant 4 % cette année. La BoE fait face à un équilibre politique complexe, les pressions persistantes sur les prix et les anticipations d'inflation nécessitant de la prudence, tandis que la baisse actuelle du cycle économique nécessite des mesures accommodantes contra-cycliques. Suite à la décision du 8 mai de réduire les taux de 25pb à 4,25 %, nous anticipons un cycle d'assouplissement prudent avec une réduction supplémentaire de 25pb au 4T25, qui se poursuivra en 2026 à mesure que les pressions inflationnistes s'atténuent.

Les risques pesant sur les perspectives sont orientés à la baisse. La hausse des rendements des obligations d'État au 1T25 a rappelé la vulnérabilité du Royaume-Uni à la volatilité du marché obligataire, car une croissance imprévue des rendements des obligations d'État à long terme peut forcer des réductions de dépenses publiques pour respecter les règles budgétaires. Des risques

supplémentaires sont liés aux tensions géopolitiques internationales. L'incertitude accrue et une expansion des droits de douane américains – même sans cibler directement le Royaume-Uni – pourraient peser sur les perspectives économique du pays en affaiblissant la confiance et en réduisant la demande extérieure.

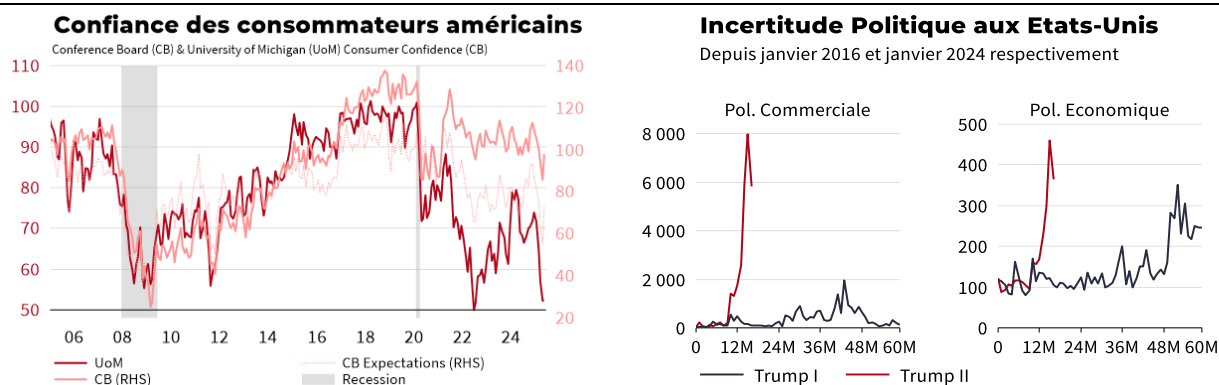
Royaume-Uni	2024	2025p	2026p	2027p
PIB en volume, GA, %	1,1	0,9	1,0	1,2
Consommation des ménages	0,6	0,8	0,8	1,0
Consommation publique	3,0	4,3	2,1	1,5
Investissement	1,5	1,1	1,5	2,3
Exportations de biens & services	-1,2	0,9	1,0	1,4
Importations de biens & services	2,7	2,3	2,3	2,5
Inflation, % moyenne annuelle	2,5	2,8	2,3	2,1
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	3,7	2,8	2,3	2,0
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	4,0	0,7	0,9	0,7
Épargne des ménages, % du RDB	10,1	10,0	9,9	9,5
Chômage, % de la population active	4,3	4,7	4,8	4,9
Solde budgétaire, % du PIB	-5,9	-5,7	-5,5	-5,3
Dette publique, % du PIB	97	100	102	103
Solde courant, % du PIB	-2,7	-3,4	-3,5	-3,6

ÉTATS-UNIS

- **Malgré l'apaisement des tensions avec la Chine, la volatilité des tarifs douaniers a fait croître l'incertitude commerciale, ce qui nuit à la demande domestique**
 - **La loi « One Big Beautiful Bill » est sur le point d'être adoptée, avec un effet limité sur la croissance et pesant sur la dette publique**
 - **La Fed est prise en étau entre son double mandat et continuera à attendre**
-

Les annonces faites le 2 avril, « Jour de la libération », par l'administration ont surpris les marchés et les partenaires commerciaux. Bien que le gouvernement ait renoncé au découplage avec la Chine, le taux effectif moyen des droits de douane est passé de 2,8 % avant le mandat de Trump à 12,3 %, avec des risques de hausse significatifs. Si les négociations sur les droits de douane « réciproques » échouent, ou si la question des droits de douane sur les semi-conducteurs et des droits de douane secondaires pour les acheteurs de pétrole vénézuélien et iranien refait surface, le droit de douane effectif moyen pourrait dépasser 30 %. En revanche, le recours à la loi « International Emergency Economic Powers Act » pour imposer des droits de douane « réciproques » et des droits sur le fentanyl reste contesté. Un jugement du Tribunal de commerce international a annulé ces mesures, mais un sursis temporaire permet actuellement de continuer à percevoir les recettes dans l'attente d'un appel. Une décision juridique définitive pourrait encore annuler ces droits de douane, ce qui ajouterait une nouvelle incertitude aux perspectives commerciales. Anticipant la hausse des coûts des intrants, les entreprises ont accéléré leurs importations au premier trimestre, cependant des signes de ralentissement sont déjà visibles. Les importations de biens ont chuté de 19,9 % en avril, après avoir atteint un niveau record en mars, ce qui les a ramenées à peu près aux niveaux observés pour la dernière fois en novembre 2024. Nous prévoyons que cette volatilité des importations se poursuivra au cours des prochains mois, avec une croissance plus faible des importations l'année prochaine. Cela nous incite à réviser nos prévisions de croissance des importations de 2,7 % à 2,1 % GA en 2026.

L'incertitude concernant les droits de douane fait baisser la confiance des consommateurs



Sources: University of Michigan, The Conference Board, Baker, Bloom & Davis, Refinitiv, SG Economic and Sector Studies

Le sentiment des consommateurs est nettement pessimiste, comme en témoignent les fortes baisses de confiance rapportées par l'Université du Michigan et le Conference Board, accompagnées d'une hausse des attentes en matière d'inflation. Bien que les prix à la consommation n'aient pas encore reflété l'impact des droits de douanes, de grandes entreprises américaines comme Walmart et Procter & Gamble ont indiqué que leurs prix devraient augmenter incessamment. Par conséquent, nous nous attendons à ce que la demande des consommateurs soit plus faible que prévu, entraînant une révision à la baisse de la consommation des ménages de 1,9 % à 1,7 % GA.

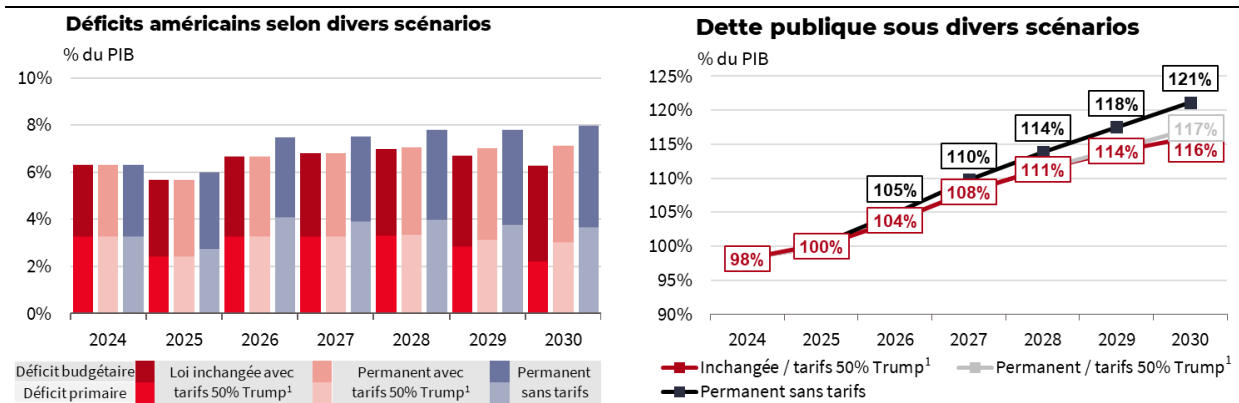
L'augmentation des recettes tarifaires et les réductions de dépenses devraient améliorer les finances publiques cette année, mais le « One Big Beautiful Bill » de Trump va creuser les déficits au cours de la prochaine décennie. La loi, qui est actuellement examinée par le Sénat, devrait accroître les déficits primaires d'environ 3,3Md USD au cours de la prochaine décennie. Dans notre scénario central, la loi budgétaire sera promulguée cet été, avec toutefois quelques modifications potentielles au Sénat. Pour l'avenir, nous partons de l'hypothèse que les dispositions fiscales devant expirer en 2028 et 2029 expireront. Nous supposons en outre qu'un taux tarifaire de 15 %¹ persistera au moins jusqu'en 2030, en raison des défis politiques liés au remplacement de ces recettes.

Ces hypothèses sont incertaines et nous illustrons des scénarios alternatifs dans les graphiques ci-dessous. En 2025, la combinaison de tarifs plus élevés et d'une convention comptable permettant d'enregistrer d'emblée une réduction de 200Md USD des subventions aux prêts étudiants ramènera le déficit budgétaire à 5,7 % du PIB. À partir de 2026, l'extension de la loi « Tax Cuts and Jobs Act » de 2017 ainsi que de nouvelles mesures visant à réduire les impôts sur les heures supplémentaires et les pourboires, tout en augmentant le plafond des déductions fiscales, entreront en vigueur, réduisant ainsi les recettes d'environ 600Md USD par rapport au scénario de référence du CBO. Le creusement des déficits,

¹ Un taux tarifaire effectif moyen pondéré de 15 % correspond à un scénario « 50 % Trump », qui implique la mise en œuvre de la moitié de la proposition de campagne électorale de Trump d'imposer des droits de douane supplémentaires de 60 % à la Chine et de 20 % au reste du monde.

l'augmentation des anticipations d'inflation et les inquiétudes sur l'indépendance de la Fed, feront grimper la prime de terme, provoquant une augmentation des paiements d'intérêts sur la dette. Dans ce scénario, la dette publique devrait passer de 99 % du PIB en 2025 à 128 % en 2035, tandis que le déficit budgétaire devrait dépasser 7 % du PIB en 2028, avant de redescendre à 6,3 % en 2030, lorsque certaines réductions d'impôts arriveront à échéance.

La loi “One Big, Beautiful Bill” entraînerait une augmentation des déficits et de la dette publique



Sources: CBO, Wharton Penn Budget Model, SG Economic and Sector Studies

L'une des dispositions les plus controversées du projet de loi, l'article 899, permettrait au Trésor d'augmenter les impôts - jusqu'à 20pp - sur les revenus américains des gouvernements étrangers, des particuliers, des sociétés et des trusts si leur pays d'origine met en œuvre des « impôts injustes », qui incluront probablement des taxes sur les services numériques. Alors que le « Joint Committee on Taxation » estime que cette mesure pourrait rapporter 116Md USD au cours de la prochaine décennie, elle risque, si elle est adoptée, de décourager les investissements étrangers et d'affaiblir la demande d'actifs américains, ce qui pèserait sur la croissance et augmenterait les coûts d'emprunt.

La persistance des barrières commerciales à moyen terme entravera la reprise après 2027, ce qui nous amène à revoir nos prévisions de croissance pour 2029 à la baisse, de 2,5 % à 2,0 % GA. Les déficits pourraient être encore plus élevés que dans ce scénario, dans la mesure où les réductions d'impôts temporaires peuvent devenir permanentes, et que toute réduction des droits de douane nuirait aux recettes fédérales. Malgré la communication dissimulée, le projet de loi budgétaire républicain est de nature régressive. Les ajustements des tranches d'imposition favorisent les hauts revenus, qui paient les taux fédéraux les plus élevés et ont tendance à épargner davantage. Le projet de loi affaiblit également la sécurité sociale en réduisant Medicaid et les coupons alimentaires, ce qui accroît la précarité des plus bas revenus. Par conséquent, toute stimulation de la demande intérieure devrait être limitée à court et à moyen terme, dû à une augmentation de l'épargne dans le secteur privé.

La Fed est prise en étau entre les deux objectifs de son mandat, à savoir assurer le plein emploi et la stabilité des prix. La chute plus forte que prévu des prix du

pétrole nous a conduits à revoir à la baisse nos prévisions d'IPC de 3,5 % en glissement annuel à 3,2 % pour 2025. Cependant, les risques d'inflation sont orientés à la hausse, comme le montrent les anticipations des consommateurs et des marchés qui s'attendent à une inflation supérieure à 3 % d'ici un an. Le marché du travail est actuellement équilibré mais risque de se tendre, le taux de chômage passant de 4 % en janvier à 4,2 % en avril. Par conséquent, il est peu probable que la Fed accélère son cycle de réduction des taux d'intérêt, préférant attendre l'impact des droits de douane sur les prix à la consommation et les données relatives au chômage avant de prendre sa prochaine décision. Étant donné que le chômage ne devrait augmenter que modérément de 0,2pp d'ici la fin de l'année, nous maintenons notre prévision d'une réduction de 25pb au quatrième trimestre 2025, suivie de réductions d'un quart de point aux premier et deuxième trimestres 2026, à mesure que la demande intérieure se détériore et que le chômage continue d'augmenter.

Les risques pour les perspectives sont orientés à la baisse. L'oscillation de la politique tarifaire pourrait encore freiner les investissements des entreprises et des consommateurs américains, surtout si les marchés actions devaient passer de leurs valorisations élevées actuelles à des ratios cours/bénéfices plus proches des moyennes historiques, vu la détérioration des perspectives économiques. Les réductions d'impôts et la déréglementation ont déjà été intégrées dans les prix, ce qui crée un risque de baisse si les tarifs douaniers entraînent une hausse de l'inflation obligeant la Fed à maintenir les taux à un niveau plus élevé pendant plus longtemps.

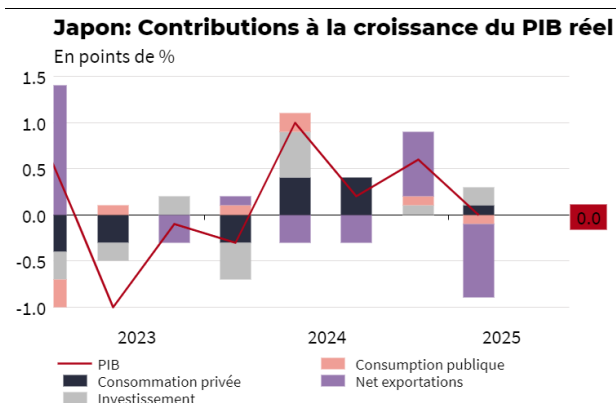
États-Unis	2024	2025p	2026p	2027p
PIB en volume, GA, %	2,8	1,7	1,4	1,0
Consommation des ménages	2,8	1,7	1,5	1,2
Consommation publique	2,5	1,5	1,4	1,1
Investissement	4,3	1,9	2,2	2,1
Exportations de biens & services	3,3	2,6	1,4	1,0
Importations de biens & services	5,3	3,4	2,1	2,5
Inflation, % moyenne annuelle	3,0	3,2	2,9	2,6
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	3,4	3,4	2,8	2,6
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	2,7	1,5	1,9	1,2
Épargne des ménages, % du RDB	4,5	4,3	4,7	4,7
Chômage, % de la population active	4,0	4,4	4,9	5,2
Solde budgétaire, % du PIB	-6,4	-5,7	-6,7	-6,8
Dette publique, % du PIB	99	100	104	108
Solde courant, % du PIB	-3,7	-3,6	-3,8	-3,8

JAPON

- **Les obstacles à la reprise de la consommation devraient s'atténuer progressivement, soutenus par la progression des salaires réels**
- **Les tarifs douaniers américains freinent néanmoins le redressement de l'économie**
- **La normalisation de la politique monétaire devrait se poursuivre très graduellement**
- **La politique budgétaire restera en soutien de l'activité sur l'horizon de prévision**

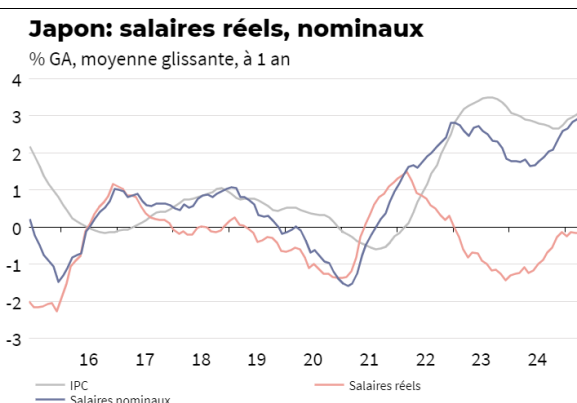
Avec les premiers signes d'une croissance des salaires réels, les obstacles à une reprise de la consommation devraient s'atténuer. La confiance des consommateurs reste fragile, mais elle devrait se redresser progressivement à condition que le rythme d'inflation ralentisse. Les résultats du *shunto* (négociations salariales du printemps) ont abouti à une augmentation salariale en moyenne de 5,5%, légèrement plus élevée que l'année passée (5,3%). Cette annonce est à nuancer car elle ne concerne que les grandes entreprises et les employés syndiqués (16%). L'augmentation salariale parmi les PME, employant près de 70% de la population active, a été jusqu'à présent, moins élevée (4% en moyenne). Structurellement, la pénurie de main-d'œuvre devrait favoriser l'augmentation des salaires et du revenu disponible des ménages.

La croissance est fragilisée par les tarifs douaniers



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

L'accélération de l'inflation au T1 suspend la progression des salaires réels



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

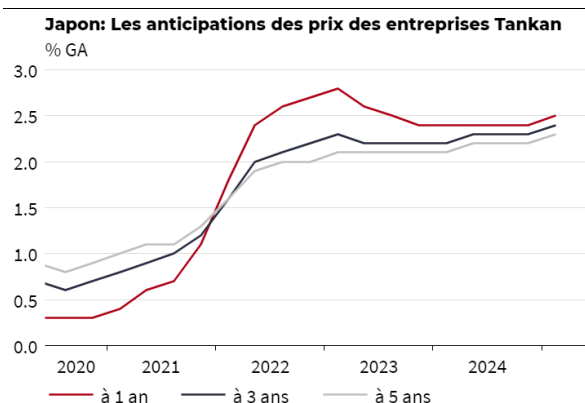
Les investissements des entreprises devraient continuer d'augmenter. Les bénéfices des entreprises ont été supérieurs aux niveaux prépandémiques, notamment dans les secteurs tels que les services, qui ont tiré profit de fortes ventes domestiques grâce au tourisme et à la hausse des prix. Cette hausse des bénéfices soutient leurs investissements, notamment leurs dépenses en capital. Elles 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.

La dynamique des exportations sera fragilisée cette année par les droits de douane américains, malgré la trêve des droits de douane réciproques. A ce jour, le Japon est concerné par ces tarifs : 25 % sur le secteur automobile, 25 % sur le secteur de l'acier et de l'aluminium, 10 % sur l'ensemble des produits. En supposant une élasticité prix des exportations de 0,5 et en supposant une diversification du commerce extérieur vers d'autres marchés (Europe, Asie émergente...), l'impact des droits de douane serait d'environ 0,3% du PIB en 2026.

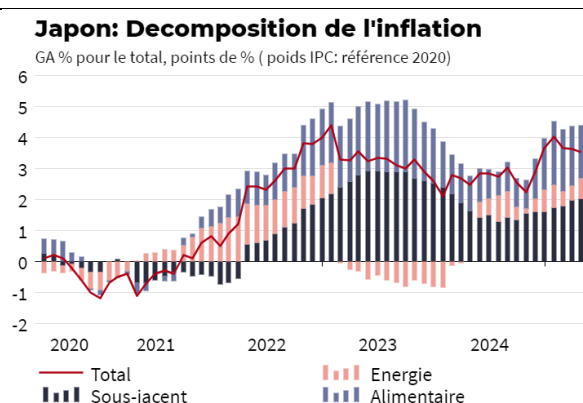
L'inflation se rapproche de la cible de la BoJ sur l'horizon de prévision. L'intensification des tensions géopolitiques et des conditions météorologiques défavorables ont maintenu les prix de l'énergie et des denrées alimentaires à un niveau élevé. Ces différents facteurs ont soutenu les pressions inflationnistes. On s'attend maintenant à ce que ces facteurs se dissipent. La croissance des salaires réels devrait reprendre le relais et 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 des prochaines années augmentent



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

L'inflation persiste avec des prix alimentaires et énergie qui restent élevés



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. 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 nouvelles hausses de taux dépendra des données sur l'inflation et de la croissance des salaires réels. En raison

de son histoire de déflation, nous nous attendons à ce que la BoJ pêche par excès de prudence. Les incertitudes autour des tarifs douaniers américains contraignent le rythme de normalisation cette année.

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). Il est possible que des mesures de soutien soient mises en place plus tard dans l'année pour contrer l'impact des tarifs douaniers via des budgets supplémentaires, ce qui pourrait creuser le déficit budgétaire. 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. Les incertitudes sur les droits de douane américains, si les négociations n'aboutissent pas en juillet, pourraient continuer d'exercer une pression sur les exportations japonaises (20% du PIB) et la croissance, et retarder le rythme de normalisation de la politique monétaire. Une inflation persistante provenant des prix énergétiques et alimentaires, notamment du riz au Japon, pourrait entraver la progression des salaires réels et la reprise de la consommation.

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

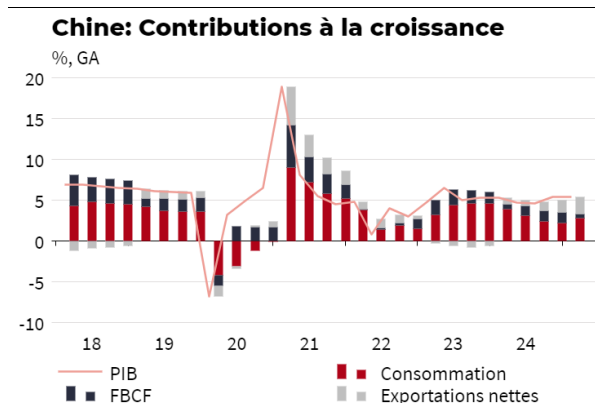
CHINE

- **La demande intérieure reste faible, en raison du déclin chronique de l'immobilier et de la faible confiance des consommateurs**
- **Les exportations seront confrontées à des droits de douane plus élevés et aux mesures protectionnistes des États-Unis**
- **Des mesures progressives sont conçues pour soutenir la consommation, mais ne devraient compenser que partiellement les vents contraires**

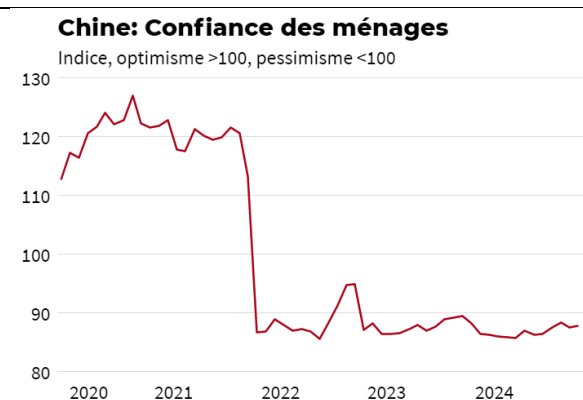
La croissance du PIB connaîtra une décélération structurelle sur l'horizon de prévision. La correction en cours dans le secteur immobilier va continuer de peser sur l'investissement dans un contexte de tensions financières persistantes chez les promoteurs immobiliers et les administrations locales, de 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. La révision des tarifs douaniers américains sur les importations chinoises à la baisse, passant de 145% à 30% en mai, est en ligne avec nos hypothèses du T1, permettant de maintenir notre prévision de croissance de 2025. 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 plus structurelles (amélioration de la protection sociale etc.), la confiance des ménages restera faible et freinera la consommation.

La croissance au T1 a été tirée par l'export en anticipation des tarifs douaniers US

La confiance des ménages peine à s'améliorer



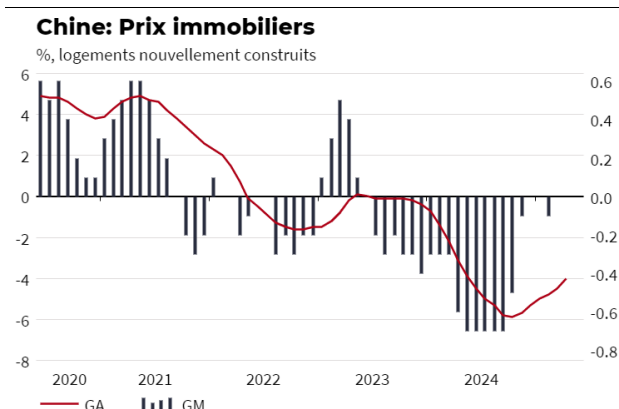
Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

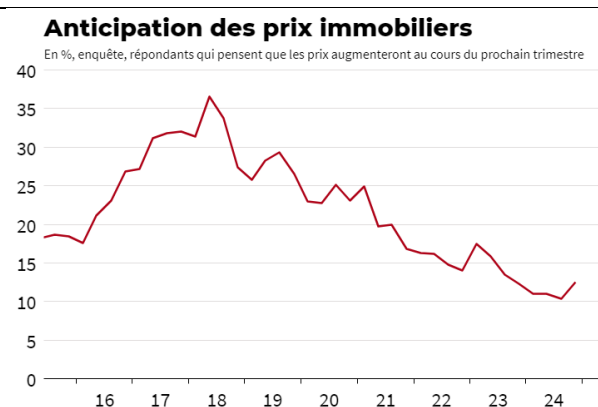
Le secteur immobilier montre des signes de stabilisation, grâce aux mesures de soutien, mais les problèmes structurels, tels que le manque de confiance des acheteurs et la surcapacité du secteur vont persister. L'amélioration en variation mensuelle depuis le début de l'année montre des signes de stabilisation à court terme, appuyée par les mesures de soutien. Cela dit, la contraction en variation annuelle suggère que le marché reste faible et que la confiance des acheteurs est fragile. Les mesures annoncées en mai devraient continuer de soutenir le secteur à court terme, avec la réduction du taux préférentiel des emprunts (LPR) de 10pb, à 3% et 3,5% pour le LPR à 1 an et 5 ans respectivement. La réduction des préventes de logements (74% du total des ventes de logements neufs) est en discussion au niveau du gouvernement central et pourrait ralentir les nouvelles offres sur le marché, résorber la surcapacité du secteur et accélérer le redressement des prix.

La contraction des prix immobiliers ralentit



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

Les anticipations de prix se redressent



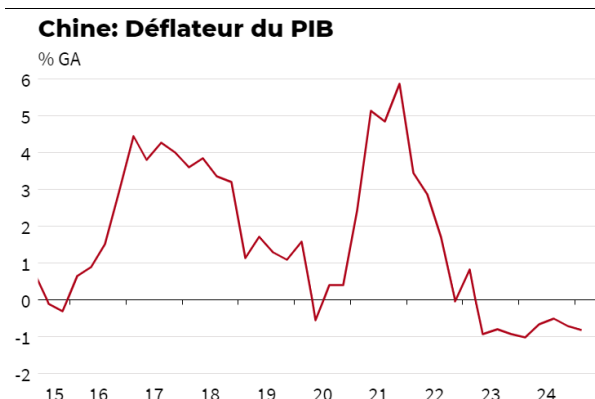
Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

Les exportations devraient rester résilientes au cours du premier semestre de 2025, compte tenu des revirement de tarifs douaniers US. La vigueur des exportations a surpris en mars et avril malgré l'annonce des tarifs qui semble avoir accéléré la diversification commerciale chinoise. En effet, la contraction des exportations vers les Etats-Unis (-21% GA) a été compensée par les exportations vers l'ASEAN (20% GA) en avril. Les exportateurs continuent à accélérer les ventes par anticipation des hausses de droits douaniers et la visite de Xi en Asie du Sud-Est en avril, en réponse aux tarifs, devrait consolider cette diversification et coopération commerciale régionale. Compte tenu de la déflation domestique persistante et de la faiblesse de la demande, les exportateurs continueront d'offrir des prix concurrentiels à l'exportation.

L'inflation restera 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

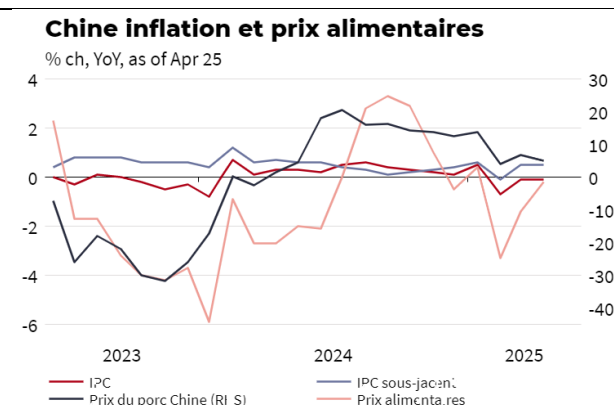
ralentir compte tenu d'une consommation domestique stable et une offre qui continue d'augmenter cette année.

Le déflateur reste en contraction



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

Les prix alimentaires pèsent sur l'IPC



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

Le dosage des politiques restera accommodant et incrémental, mais ne devrait pas apporter de solution structurelle. Le Congrès du Parti en mars a mis la consommation comme principale priorité pour soutenir la croissance cette année. De ce fait, le budget du programme *Trade-in* en place depuis juillet, a été doublé, passant de 150Md CNY à 300Md CNY financés par l'émission d'obligations spéciales du Trésor. Pour rappel, ce programme 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. Il est désormais étendu aux automobiles et appareils électroniques (smartphones, tablettes...). Si le champ d'application a été étendu, l'impact devrait être moins significatif en 2025 et de court terme. L'objectif de déficit budgétaire a été également relevé de 1pp à 4% en 2025, historiquement le plus élevé mais ne devrait partiellement que compenser les pertes liées aux tarifs douaniers.

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 contrepoids 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 pérennément 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 avec les États-Unis et les priorités de sécurité nationale, vont continuer de peser et de façonner le rôle de la Chine dans les chaînes de valeur mondiales. Les enjeux géopolitiques et sécuritaires à Taïwan 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.

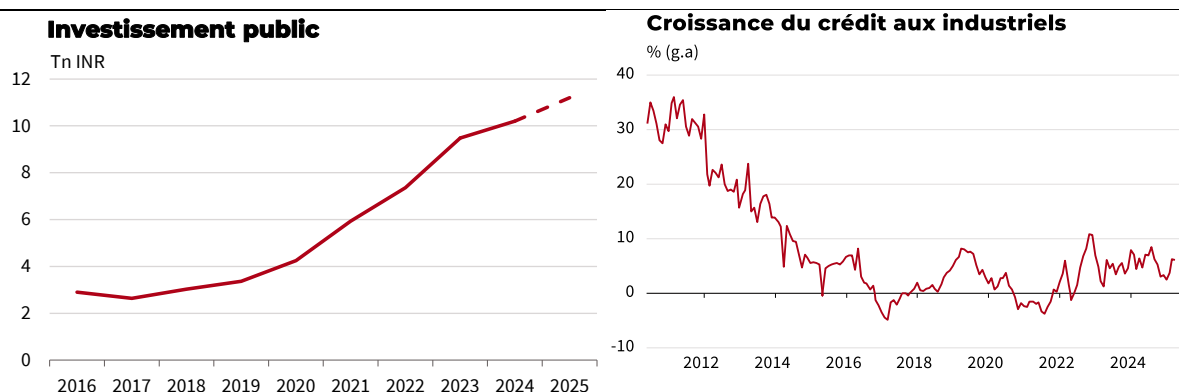
Chine	2024	2025p	2026p	2027p
PIB en volume, GA, %	5,0	4,5	3,8	3,8
Consommation des ménages	5,8	5,2	4,3	3,8
Consommation publique	6,9	5,0	4,9	4,8
Investissement	2,8	3,8	3,6	3,6
Exportations de biens & services	4,8	3,0	1,8	2,1
Importations de biens & services	2,9	3,7	2,5	2,0
Inflation, % moyenne annuelle	0,2	0,5	1,0	1,2
Solde budgétaire, % du PIB	-7,1	-8,0	-7,8	-7,6
Dette publique, % du PIB	91	94	97	99
Solde courant, % du PIB	2,2	1,5	1,0	1,0

INDE

- **La croissance du PIB devrait s'accélérer pour atteindre 6,5 % à moyen terme**
- **Le système financier est devenu plus résilient, permettant d'accompagner la dynamique d'investissement**
- **En conséquence, après une période d'investissement du secteur public, les conditions pour que le secteur privé prenne le relais de la semblent être réunies**

L'investissement accélérera sur la période, le secteur privé prenant le relais de l'investissement public. Le pays a bénéficié d'années d'investissement public aidé également par la recapitalisation du secteur bancaire qui a souffert des crises passées (crise des investissements dans les infrastructures et crise des institutions financières non bancaires). L'investissement public, contributeur majeur de la croissance sur les deux dernières années, a déjà commencé à ralentir, en ligne avec la consolidation fiscale prévue. Nous attendons une reprise graduelle de l'investissement privé dès cette année, soutenu par des baisses de taux et de meilleurs infrastructures grâce aux dépenses publiques récentes. Cela permettra à la croissance d'accélérer pour atteindre 6,5% sur le moyen terme.

La forte dynamique d'investissement public va ralentir **L'investissement privé devrait redémarrer, après plusieurs années de croissance molle**

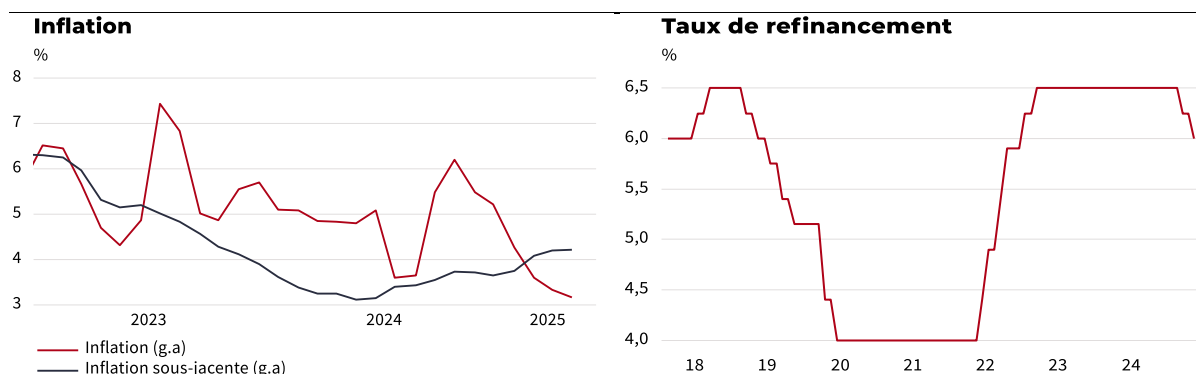


Source: CSO, Budget, SG Economics and Sector Studies

Source: RBI, SG Economics and Sector Studies

L'inflation devrait se stabiliser autour de 4% (cible de la banque centrale), permettant des baisses de taux qui soutiendront la consommation. Déjà, l'inflation a décéléré autour de 3%, expliqué par les prix des légumes, tandis que l'inflation sous-jacente est s'est stabilisée autour de 4% après une poussée due à la hausse du prix de l'or. La RBI a ainsi commencé une phase de desserrement monétaire en baissant son taux directeur de 6,5% à 6% depuis le début de l'année 2025. Ce cycle devrait se poursuivre, et soutenir la consommation privée sur le moyen terme.

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 est amorcée, le solde budgétaire s'améliorera sur le moyen-terme. Le prix de la croissance indienne depuis 2020 a été la hausse de l'endettement public, qui atteint 80% du PIB (un ratio élevé par rapport aux autres pays émergents). La consolidation est donc un thème majeur de l'administration Modi. Déjà, sur l'année fiscale 2024-2025, le gouvernement central a affiché un déficit de 4,9% du PIB contre 5,8% en 2023. Cette dynamique se poursuivra sur le moyen terme, la dette publique se réduirait (en pourcentage du PIB), et la consommation publique décélérerait.

Le secteur des services financiers s'est bien rétabli ces dernières années d'une crise des prêts douteux survenue à la fin des années 2010 et de la crise causée par la covid-19. Les banques ont enregistré plusieurs années de bénéfices en hausse. Le resserrement de la politique monétaire a amélioré les marges d'intérêt pour les prêteurs. Depuis 2017, en partie grâce aux recapitalisations des banques du secteur public, le ratio de solvabilité du système bancaire a gagné près de 300 points de base pour atteindre plus de 17 % et les prêts non performants ont diminué de plus de 9 % du total des prêts à moins de 4 %. Dans son évaluation de la stabilité financière de février 2025, le FMI reconnaît cette amélioration, n'exprimant que des préoccupations ciblées concernant les Sociétés Financières Non-Bancaires, en raison de leurs expositions assez concentrées, notamment aux secteurs de l'énergie et des infrastructures.

L'administration Trump 2.0 ne constitue pas une menace majeure à ce stade. De manière générale, la croissance indienne n'est pas très dépendante des performances à l'export, elle dépend surtout de la dynamique domestique. Par ailleurs, la visite du Premier Ministre Modi à Washington en février s'est soldée sur la promesse d'accords bilatéraux d'ici octobre, qui seraient plus avantageux pour l'Inde que les tarifs de 25% promis aux importateurs de pétrole vénézuélien (dont l'Inde fait partie).

Les risques liés à ce scénario sont plutôt équilibrés. D'une part, la dynamique de la demande intérieure pourrait surprendre positivement dans un contexte d'assouplissement de la politique monétaire et de stabilisation de l'inflation. Cela pourrait stimuler l'investissement et la consommation accompagnée par le crédit. D'autre part, les risques baissiers proviennent de l'exposition du pays aux incertitudes climatiques, compte tenu de la taille du secteur agricole et de son impact sur les prix des denrées alimentaires. Les risques géopolitiques sont à prendre en compte également, notamment l'évolution des tensions avec le Pakistan.

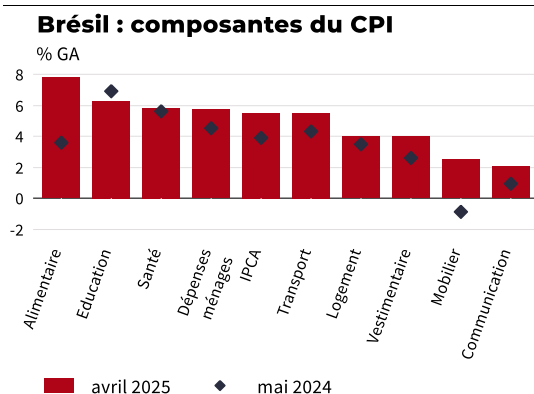
Inde (année fiscale d'avril à mars)	2024	2025p	2026p	2027p
PIB en volume, GA, %	6,5	6,2	6,4	6,4
Consommation des ménages	6,5	6,5	6,5	6,4
Consommation publique	6,0	5,6	5,2	5,0
Investissement	5,2	5,7	6,3	6,5
Exportations de biens & services	7,0	5,5	5,0	5,5
Importations de biens & services	2,0	5,5	6,0	6,0
Inflation, % moyenne annuelle	4,5	4,3	4,7	4,7
Solde budgétaire, % du PIB	-7,4	-7,3	-7,3	-7,1
Dette publique, % du PIB	83	82	80	78
Solde courant, % du PIB	-0,8	-1,5	-1,7	-1,7

BRESIL

- Le creux du cycle sera atteint dans les 12 prochains mois, avec un apaisement des facteurs domestiques et un *policy mix* restrictif
- Le pays reste en marge des tensions commerciales et pourrait bénéficier de la réorganisation des chaînes de valeur mondiales
- L'inflation restera élevée cette année en raison d'une hausse rapide des prix alimentaires, bien qu'un assouplissement soit attendu au second semestre

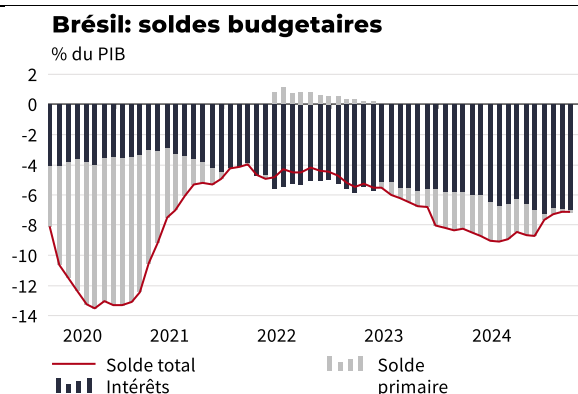
Les secteurs domestiques en surchauffe ralentiront considérablement cette année (la croissance étant attendue à 1,9%) alors que le chômage augmente et que le *policy mix* se resserre. Le marché du travail continuera de se détendre au cours des deux prochaines années, mais le taux de chômage resterait inférieur à ceux de la période pré-pandémique. La dynamique des salaires s'apaisera, réduisant le risque d'une spirale inflation-salaire, tandis que la consommation ralentira à mesure que le pays atteindra le creux de son cycle.

L'inflation demeure au-dessus l'objectif, les prix des aliments restent volatils



Source : IBGE, SG Études Économiques et Sectorielles

L'espace budgétaire est réduit alors que les taux d'intérêt sont élevés



Source : BCB, SG Études Économiques et Sectorielles

L'inflation restera au-dessus de l'objectif en 2025 (5,1%) et la BCB maintiendra une position restrictive, même si la fin du cycle de resserrement est en vue. Les prix des services, caractérisés par leur rigidité, restent élevés, retardant le retour à l'objectif. Les prix des aliments (café, œufs, viande) continuent d'afficher de la vigueur, pesant sur les budgets des ménages, notamment pour les plus modestes. La volatilité du BRL, accentuée par l'incertitude mondiale et l'appétit fluctuant pour le risque, soulève des doutes sur l'évolution des composants importés de l'IPCA.

La BCB reste réactive et a continué d'augmenter le Selic à 14,75%, le niveau le plus élevé depuis 2006. Sa position devrait rester restrictive pendant au moins les 12 prochains mois, ce qui n'exclut pas un certain assouplissement au 2S en raison des inquiétudes sur l'activité et le front fiscal. Les effets du resserrement monétaire sur

le crédit se réalisent avec un décalage. Le crédit au secteur privé a ralenti mais reste dynamique (9,7% GA en mars). Il est important de noter que la politique monétaire a effectivement agi comme une ancre : les attentes d'inflation, qui avaient dérivé depuis novembre, se stabilisent. Pour 2026, les attentes d'inflation sont fixées à 4,5%, la limite supérieure de la bande de tolérance de la BCB.

Le pays reste largement en marge des tensions commerciales, mais des événements idiosyncratiques et des effets de second tour doivent être pris en compte. Il n'a pas été ciblé par les États-Unis et a su tirer parti de ses bonnes relations diplomatiques avec la Chine et les États-Unis. A court terme, les principaux risques pour les perspectives proviennent néanmoins du ralentissement de la demande externe, alors que la volatilité des tarifs persiste. De plus, les risques liés aux prix à l'exportation - notamment pour des matières premières comme le pétrole et le soja - pèsent sur les perspectives. D'autres éléments idiosyncratiques à considérer incluent la découverte d'un foyer de grippe aviaire dans le Rio Grande do Sul, qui a entraîné une suspension des exportations vers 63 pays, affectant presque la moitié des exportations de volaille. Les exportateurs du pays pourraient bénéficier de la réorganisation des chaînes de valeur, comme l'indique le changement annoncé par la Chine, qui va remplacer ses importations de soja américain, un marché de 12Md USD.

La politique budgétaire restera restrictive, mais les charges d'intérêt continuent à gonfler le déficit et la dette. L'approbation du budget 2025 permet au gouvernement d'ajuster les dépenses discrétionnaires pour garantir le respect des objectifs à moyen terme. Des excédents primaires sont à portée de main dans les deux prochaines années, même si des risques continuent d'émerger en raison des dépenses des gouvernements locaux. Les taux d'intérêt élevés continuent de peser plus de 7% du PIB, avec une dette à 90% du PIB.

Les risques sont mitigés. Un ralentissement rapide de l'inflation et des baisses de taux devraient stimuler l'activité alors que le policy mix deviendrait plus favorable. Les liens diplomatiques favorables avec des partenaires commerciaux devraient offrir des opportunités pour tirer parti de la demande externe alors que les chaînes de valeur mondiales se réorganiseront. En revanche, le pays pourrait connaître une détérioration du marché du travail plus rapide que prévu, ce qui pèserait sur la consommation. Il pourrait également faire face à un dumping de produits asiatiques bon marché, mettant en péril sa base industrielle déjà fragilisée. Enfin, le retour des affaires de corruption au sein du gouvernement pourrait encore assombrir l'environnement des affaires et des investissements.

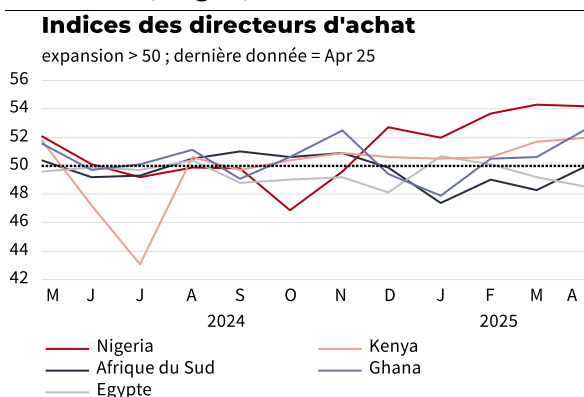
Brésil	2024	2025p	2026p	2027p
PIB en volume, GA, %	2,9	1,9	1,3	2,0
Consommation des ménages	4,8	2,0	1,8	2,3
Consommation publique	1,9	1,5	1,0	1,0
Investissement	7,2	2,0	1,4	2,2
Exportations de biens & services	2,1	2,5	2,5	2,5
Importations de biens & services	13,2	2,0	1,8	2,5
Inflation, % moyenne annuelle	4,4	5,1	3,9	3,3
Solde budgétaire, % du PIB	-6,6	-7,3	-7,0	-6,5
Dette publique, % du PIB	87	90	92	93
Solde courant, % du PIB	-2,8	-1,7	-1,5	-1,9

AFRIQUE

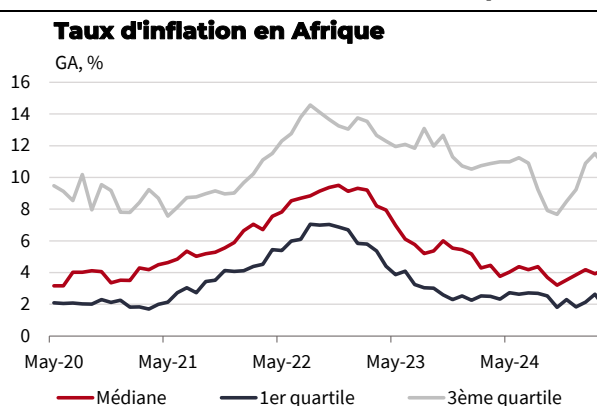
- **La croissance régionale est attendue en légère accélération en 2025 (3,5% vs. 3,2% en 2024), grâce à une demande privée plus forte**
- **Comparativement à d'autres régions émergentes, l'Afrique paraît moins directement exposée à une hausse des droits de douanes américains (et plus généralement une guerre tarifaire mondiale)**
- **Mais les éventuelles conséquences indirectes (incertitude économique, ralentissement mondial, renchérissement des coûts de financement) font peser de forts risques sur la région**

La croissance régionale s'est (vraisemblablement) **établie à 3,2% en 2024**. En très légère décélération par rapport à 2023, **cette performance reste l'une des plus mauvaises enregistrées depuis le début des années 2000** (avec 2016, 2019 et 2020). Outre le report de certains projets d'hydrocarbures ou miniers (Libye, Botswana, Mozambique) et/ou la détérioration rapide des environnements politico-sécuritaires (Libye, Soudan et Soudan du Sud), la croissance a ralenti dans 3 des 4 principaux pays de la région (Afrique du Sud ; Égypte ; Algérie) – toujours freinée par des problèmes structurels persistants (inter alia et respectivement : production électrique défaillante ; fragilités du change et de l'inflation obérant la consommation privée ; manque de dynamisme de la production *oil & gas* et de diversification économique).

Un rebond (fragile) des PMIs



Un retour de l'inflation à des niveaux pré-2021



Source : Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

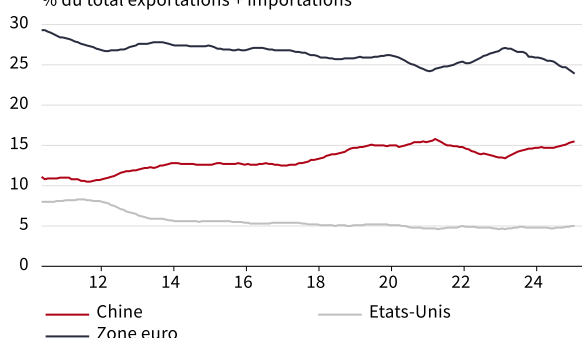
Nous attendons toujours une accélération (modeste) de la croissance régionale à 3,5% en 2025 puis 3,8% par an à partir de 2026. Du côté de la demande, cette accélération s'appuierait sur un plus grand dynamisme de la demande privée, permise notamment par des taux d'inflation désormais revenus à leurs niveaux de pré-2021 (dans la plupart des pays, et malgré une hétérogénéité persistante). Les indices de confiance (PMIs) semblent refléter ce retour graduel de la confiance. Les 2 autres moteurs potentiels de la croissance (demande publique, demande extérieure) devraient quant à eux être plus atones. Le 1^{er} pâtira de la poursuite des

efforts de consolidation budgétaire (ceux-ci demeurant insuffisants pour réellement améliorer la soutenabilité des finances publiques). Le 2nd souffrira – sans surprise – d'un environnement international sensiblement plus difficile qu'au dernier trimestre, marqué par i) des prix des matières premières en baisse (alors que ces dernières constituent toujours 80% des exportations du continent), et ii) une montée globale des risques protectionnistes. Concernant ce dernier point, l'Afrique paraît peu exposée (comparativement à d'autres régions émergentes) aux évolutions de droits de douanes américains, commerçant assez peu avec les États-Unis (ce qui reflète, plus généralement, la faible intégration du continent dans les chaînes de valeur mondiales et sa faible industrialisation). À noter toutefois que plusieurs pays sont plus à risque (Afrique du Sud, Madagascar, Lesotho, Maurice), du fait de bases manufacturières plus importantes et plus exposées aux États-Unis. En outre, cette moindre exposition directe ne doit pas faire oublier que le continent reste plus vulnérable (comparativement à d'autres régions émergentes) à une hausse de l'incertitude économique, à un ralentissement de la croissance mondiale et/ou à un renchérissement des conditions financières internationales.

L'Afrique paraît peu exposée (directement) aux États-Unis... ... mais une réduction du soutien financier multilatéral serait très préjudiciable

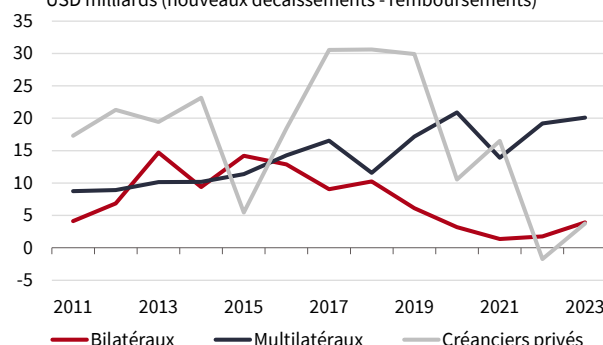
Commerce Africain par partenaire

% du total exportations + importations



Flux nets de dette publique externe

USD milliards (nouveaux décaissements - remboursements)



Source : Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

Les risques baissiers pesant sur cette trajectoire se sont sensiblement renforcés depuis le trimestre dernier. D'une part, les rythmes de croissance envisagée actuellement (inférieurs à 4%) – qui seraient revus à la baisse si la croissance mondiale devait être plus faible qu'attendue – restent insuffisants pour assurer un développement durable et soutenable de la région. Ce risque est d'autant plus important que le continent continue de se caractériser par i) des structures politiques et des environnements sécuritaires toujours fragiles, et ii) une intensification des chocs climatiques (affectant notamment des secteurs agricoles qui restent primordiaux dans la région). Le renchérissement des conditions financières mondiales augmente à nouveau les risques de refinancement en devise (déjà très élevés). Enfin, une position plus dure des États-Unis envers les principales institutions financières multilatérales (FMI, Banque Mondiale, etc.) pourrait venir obérer les capacités de financement de ses dernières, alors même qu'elles sont la principale source de financement en devise de la région depuis le Covid.

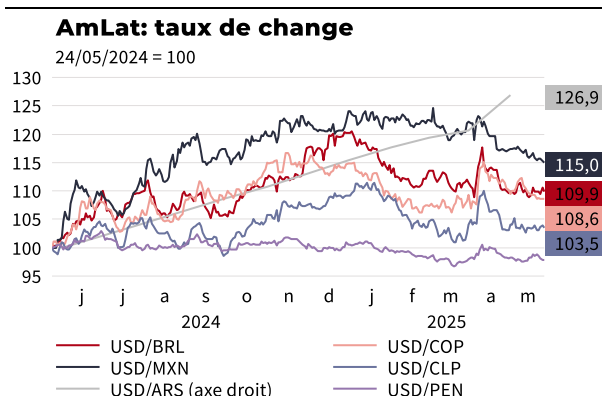
AMERIQUE LATINE

- La région reste en marge des tensions commerciales, mais les perspectives à court terme sont limitées par le ralentissement des facteurs domestiques
- Les effets de second tour du ralentissement mondial pèsent sur plusieurs pays, notamment les exportateurs de matières premières
- Avec l'assouplissement anticipé de la politique monétaire et des budgets fiscaux tendus, la région a une capacité limitée à absorber de nouveaux chocs

La région continue de faire face à des perspectives de croissance modérées (2,2% par an jusqu'en 2027), avec une hétérogénéité significative entre les pays.

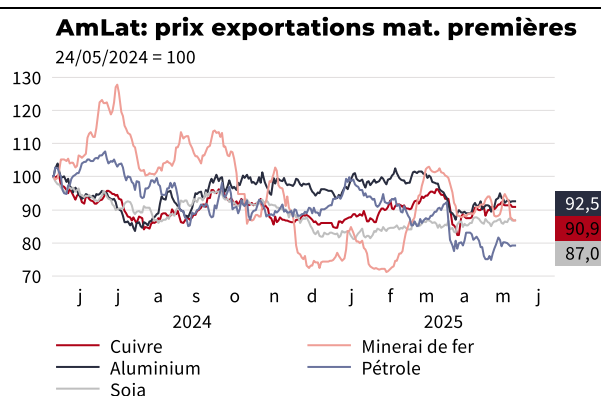
Les cycles économiques restent désynchronisés dans la région. Le Brésil, le Chili et le Pérou connaîtront une modération de la croissance, tandis que la Colombie et l'Équateur verront une hausse plus marquée. Parmi les changements notables dans les profils de croissance, l'Argentine devrait connaître un fort rebond cette année (5,5% selon le FMI), alors que le pays continue de maîtriser l'inflation. En revanche, l'activité du Mexique sera contrainte par une incertitude commerciale accrue avec les États-Unis et un marché du travail affaibli (-0,3% selon le FMI). De plus, les changements dans les sanctions visant la production et la distribution de pétrole vénézuélien, associés à un VES plus faible et à des prix du pétrole plus bas (voir infra), devraient plonger le pays une fois de plus dans la crise, le FMI s'attendant à ce que l'inflation dépasse 180% cette année, tandis que le PIB se contracterait de 4%. Les perspectives de nouvelles vagues d'immigration doivent être prises en compte.

L'évolution des taux de change préserve la compétitivité externe de la région...



Source : Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

... mais un ralentissement mondial de l'activité pèse tout de même sur les exportations



Source : Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

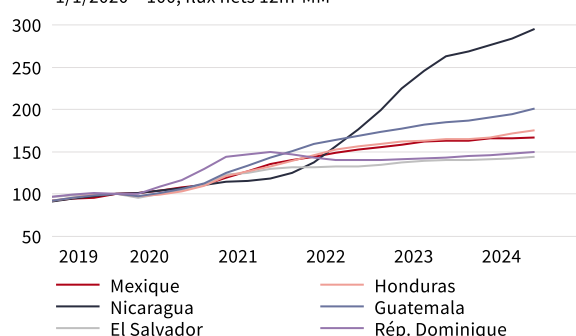
La région reste principalement en marge des tensions commerciales actuelles, mais les effets de second tour d'un ralentissement mondial doivent être pris en compte. La région n'est pas ciblée par les tarifs américains et a globalement maintenu de bonnes relations diplomatiques avec les États-Unis et la Chine. Dans le

cas du Mexique, la renégociation de l'USMCA est toujours attendue en 2026 et déterminera la relation à long terme avec l'Amérique du Nord. La dépréciation de la plupart des principales monnaies de la région par rapport au dollar américain compense les pertes de compétitivité sur le marché américain. L'impact des tensions commerciales et l'incertitude concernant l'activité mondiale pèseront sur la région, notamment en exerçant une pression sur les prix des matières premières à l'exportation (pétrole, métaux). Des prix des matières premières plus bas affectent particulièrement les économies sud-américaines dépendantes de leurs exportations, y compris pour les revenus gouvernementaux (Colombie, Équateur, Brésil). Dans les Caraïbes, certains risques de ralentissement et d'incertitude aux États-Unis et en Europe se manifesteront sous la forme d'une réduction des flux touristiques. Enfin, une application stricte de la politique d'immigration américaine ralentirait les flux de remises qui ont soutenu la consommation des ménages et amélioré les soldes extérieurs en Amérique centrale depuis la pandémie.

Un ralentissement des *remesas* impactera l'activité et pèsera sur les soldes extérieurs

AmLat: remesas

1/1/2020 = 100, flux nets 12m-MM

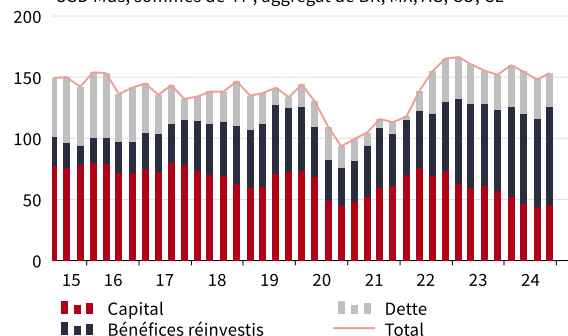


Source : IMF BOPS, SG Études Économiques et Sectorielles

Les flux d'IDE restent robustes dans la région, témoignant de son attractivité

AmLat 5: décomposition IDE

USD Mds, sommes de 4T ; aggregat de BR, MX, AG, CO, CL



Source : IMF BOPS, SG Études Économiques et Sectorielles

La région pourrait bénéficier de la réorganisation des chaînes de valeur mondiales à moyen terme, mais elle devra s'attaquer à ses défis structurels. Les flux d'IDE restent robustes dans une région qui pourrait tirer parti des efforts de *nearshoring* et de *friendshoring* des États-Unis, même si l'incertitude à leur sujet persiste. Cela profiterait notamment au Mexique, déjà fortement intégré aux chaînes d'approvisionnement américaines. La région pourrait également bénéficier de bonnes relations diplomatiques en expansion avec la Chine, comme le montre la rhétorique et les accords bilatéraux (Brésil, Chili, Colombie) qui ont accompagné le sommet Chine-CELAC d'avril. Dans tous les cas, pour assurer un échange prospère avec le reste du monde, la région devra s'attaquer à ses défis structurels, à savoir le manque de main-d'œuvre formelle hautement qualifiée, la nécessité d'augmenter les investissements pour améliorer les infrastructures publiques et l'amélioration des indicateurs de sécurité et de gouvernance.

L'équilibre des risques est orienté à la baisse, car l'espace politique est limité pour absorber de nouveaux chocs. L'assouplissement de la politique monétaire a

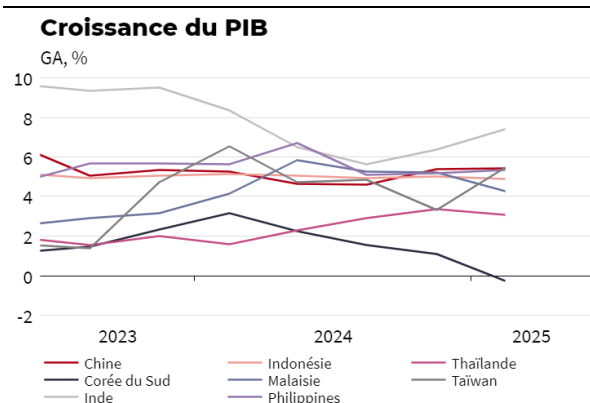
été anticipé dans la plupart des pays (sauf au Brésil, comme mentionné dans une note précédente), limitant la possibilité d'un nouvel assouplissement monétaire en cas de nouveaux chocs. Cela est particulièrement frappant, car les taux d'inflation semblent s'être normalisés au-dessus de leurs niveaux pré-pandémiques et restent volatils. Sur le plan fiscal, la plupart des pays (par exemple, Brésil, Mexique, Colombie, Pérou, Équateur) font face à un besoin urgent de consolider leurs comptes fiscaux après des hausses de dépenses au début de la décennie qui n'ont pas été complètement réabsorbées, ainsi qu'à des taux d'intérêt plus élevés.

ASIE ÉMERGENTE

- La région est exposée à un choc des tarifs douaniers américains
- Grâce à l'assouplissement de la politique monétaire et à l'atténuation des pressions inflationnistes, la demande intérieure pourrait compenser en partie l'impact des droits de douane
- Les risques baissiers augmentent et peuvent peser sur l'investissement et le commerce régional

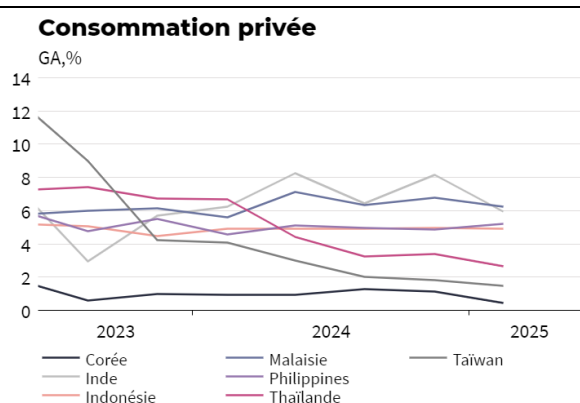
La croissance régionale des pays émergents d'Asie en dehors de la Chine sera confrontée à un choc plus important des droits de douane américains que d'autres régions, la demande domestique devrait compenser en partie l'impact. Le ralentissement de la demande extérieure et un cycle technologique moins dynamique pèseront sur les perspectives économiques. La demande domestique, qui représente la moitié de leur PIB, devrait compenser en partie l'impact, soutenue par l'assouplissement de leur politique monétaire et l'orientation budgétaire expansionniste.

Le rythme de croissance se stabilise



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

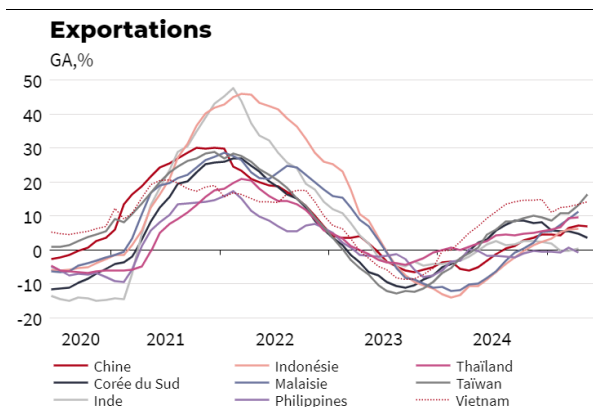
La consommation privée reste dynamique



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

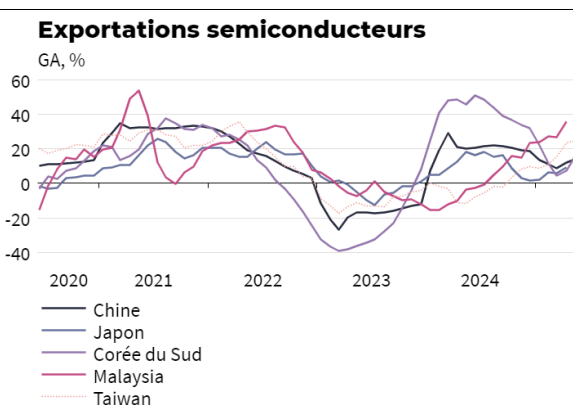
Les exportations pourraient ralentir cette année compte tenu des tensions commerciales et une décélération de la demande de la Chine et des États-Unis. Seuls les pays exportateurs tech peuvent bénéficier du développement de l'intelligence artificielle générative. Les semiconducteurs sont également pour le moment exemptés de tarifs. Ceci dit, les tensions géopolitiques et les contrôles à l'exportation existants imposés à l'encontre de la Chine sur les semiconducteurs font peser un risque sur la fluidité des chaînes d'approvisionnement, qui sont de nature fragiles par le degré de spécialisation et d'interdépendance forte entre les acteurs. Au moment d'écriture, les derniers développements suggèrent un accord commercial potentiel entre les États-Unis et la Chine, ce qui pourrait également contribuer à apaiser les tensions dans la région.

La dynamique des exportations ralentit...



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

Certains pays exportateurs tech peuvent bénéficier du développement de l'IA



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

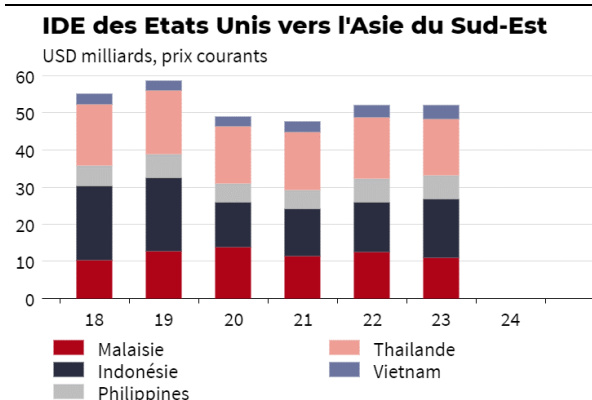
L'inflation devrait rester modérée, toutefois les risques haussiers émergent.

L'inflation dans la plupart des pays est retournée à la fourchette cible des banques centrales, à mesure que les pressions sur les prix de l'énergie et alimentaires se sont atténuées. Cependant, les risques haussiers augmentent, avec les pressions inflationnistes générées par les mesures protectionnistes à court terme et le risque climatique, notamment celui d'inondations.

Le cycle d'assouplissement monétaire a débuté et devrait soutenir la demande domestique.

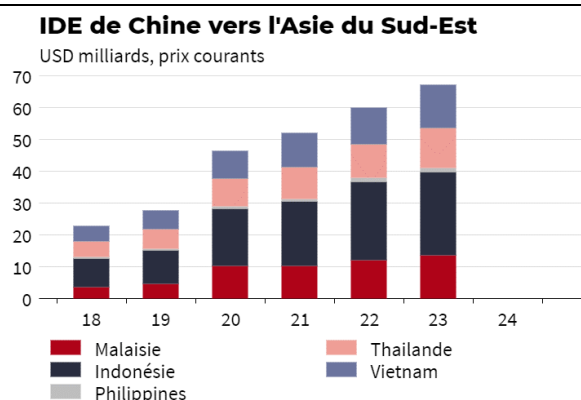
De nombreux pays ont enregistré les effets de la hausse des taux d'intérêt depuis 2022. Ce frein devrait maintenant s'estomper sous l'effet d'un assouplissement progressif de la politique monétaire. Dans les pays où l'inflation est égale ou inférieure à l'objectif de la banque centrale, il y a une marge pour un assouplissement monétaire afin d'atténuer les chocs extérieurs. Toutefois, le rythme des baisses de taux devrait être plus mesuré que prévu initialement. Les banques centrales seront prudentes et chercheront à trouver un équilibre entre soutenir la croissance et gérer les pressions inflationnistes provenant des mesures 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.

Les IDE des Etats-Unis vers l'Asie du Sud-Est se stabilisent ...



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

Ceux de Chine vers l'Asie du Sud-Est ont doublé en cinq ans



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

Les risques baissiers s'intensifient compte tenu des incertitudes au niveau du commercial international. Le lent redressement 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.

Alors que la région, notamment l'ASEAN, a bénéficié de la diversification des chaînes d'approvisionnement en dehors de la Chine depuis la première guerre commerciale, les droits de douane américains pourraient poser un risque pour la diversification commerciale en cours dans la région. En effet, les liens commerciaux étroits entre la Chine et la région, et les entrées d'IDE manufacturiers (la Chine est le premier investisseur en ASEAN) pourraient être davantage scrutés par les États-Unis.

Sur le front de la géopolitique, l'évolution de la situation à Taïwan, et dans la péninsule coréenne restera le principal point chaud, en même temps que le protectionnisme commercial s'intensifie avec la réélection de Trump.

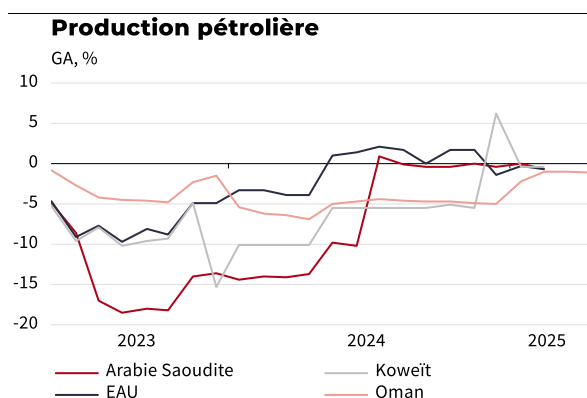
Le changement climatique reste un défi majeur pour la région. De nombreux pays d'Asie émergente restent vulnérables au réchauffement climatique qui pourrait causer des dommages structurels (insécurité alimentaire, perturbations de la chaîne d'approvisionnement, infrastructures). Les investissements dans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

PAYS DU GOLFE

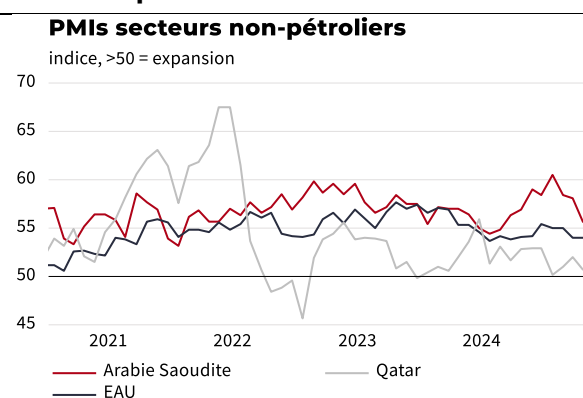
- En ligne avec la décision récente de l'OPEP+, la reprise des productions pétrolières viendra soutenir l'accélération de la croissance attendue pour 2025 (ca. 3,5%/4%, vs. 1,7% en 2024)
- Les secteurs non-pétroliers restent quant à eux dynamiques (et moins volatils), toujours portés par de vastes programmes d'investissements
- Les pays du Golfe paraissent résilients face à des risques géopolitiques toujours élevés dans la région

Après s'être établie à 1,7% en 2024, la croissance moyenne des pays du CCG (Conseil de Coopération du Golfe) devrait accélérer aux alentours de 4% en 2025. Cette accélération s'expliquera principalement par la reprise des productions pétrolières, confirmée par l'annonce de l'OPEP+ d'avril 2025 visant à annuler progressivement les réductions décidées en 2023 (pour rappel : 2,2 millions de barils/jour – mb/j – retirés du marché). Le rythme de cette reprise de la production reste à ce jour incertain : certains pays (en 1^{er} lieu : Arabie Saoudite) militent pour une « réponse agressive » qui annulerait les réductions volontaires de 2023 avant la fin de 2025. Au total, les secteurs *oil & gas* (O&G), qui ont constitué un frein à la croissance l'année dernière, croîtront à nouveau en 2025. Pour leur part, les secteurs hors O&G demeureront dynamiques, comme l'attestent des PMIs non-pétroliers toujours solidement en zone d'expansion.

Les productions pétrolières repartent à la hausse



Les PMIs non-pétroliers restent solidement en zone d'expansion

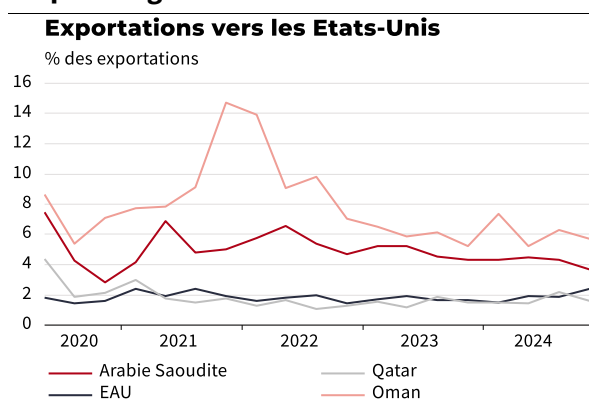


Source : Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

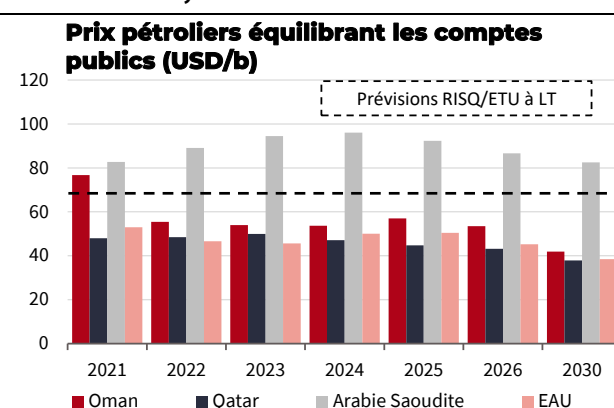
La croissance continuerait d'accélérer (mais plus modestement) en 2026 et 2027 (vraisemblablement aux alentours de 4,5%). Nous restons prudents quant aux trajectoires d'évolutions des productions pétrolières à moyen / long terme. Premièrement, les perspectives de demande mondiale de pétrole restent atones (comme illustré par les révisions à la baisse opérées – quasi mensuellement – par l'AIE), avec d'importants risques baissiers étant donné les incertitudes

géoéconomiques actuelles. Deuxièmement, la chute des cours constatée depuis début avril 2025 (entraînant une modeste révision à la baisse de nos prévisions pour 2025 et 2026) pourrait inciter les pays de l'OPEP+ à rester prudents quant à leurs productions pétrolières, pour ne pas relancer une « guerre des prix » qui ne semble pas souhaitée à l'heure actuelle. En effet, si les pays de la région affichent pour la plupart des « prix pétroliers d'équilibres » (budgétaires et externes) encore inférieurs aux cours actuels, ils tablent également sur d'importants plans d'investissements (principalement publics) en faveur de la diversification et du « verdissement » de leurs économies (alors que la région demeure l'une des plus exposées aux risques climatiques – plus particulièrement aux risques de transition). Ces investissements restent d'ailleurs le principal moteur du dynamisme attendu des secteurs hors O&G dans les années à venir. En outre, les prix pétroliers actuels se rapprochent des seuils de rentabilité pour les nouveaux forages pétroliers aux États-Unis – ce qui devrait stabiliser la production américaine à court / moyen terme. Au total, un « effort supplémentaire » (en termes de productions pétrolières) des pays de l'OPEP+ ne sera pas forcément souhaitable / nécessaire en 2026 et 2027. Comme rappelé les précédents trimestres, les perspectives de productions gazières restent plus solides, ne serait-ce que parce que le gaz est souvent considéré comme une « énergie de transition » (moins négative pour le climat que le pétrole).

Une exposition relativement limitée aux risques de guerre tarifaire



Des « prix d'équilibres » encore inférieurs aux cours actuels, sauf en Arabie Saoudite



Source : Refinitiv, FMI, SG Études Économiques et Sectorielles

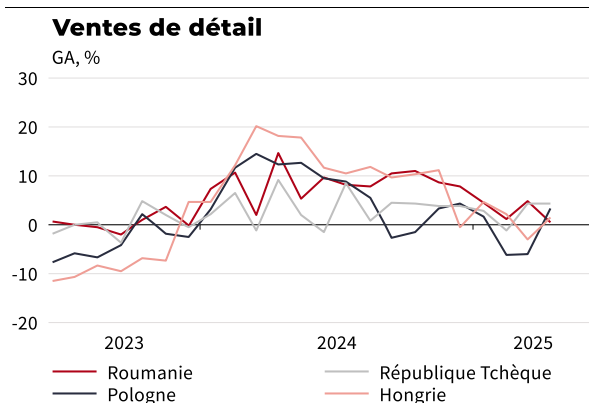
Les risques géopolitiques toujours élevés dans la région et la montée des incertitudes au niveau mondial depuis le trimestre dernier ne semblent pour l'instant pas affecter la résilience de la région. Les indicateurs de marché (spreads, bourses, etc.) demeurent ainsi globalement solides (malgré une légère réaction début avril). Les pays de la région sont peu exposés commercialement aux États-Unis – hormis Oman dans une mesure limitée. Ils restent évidemment vulnérables à une baisse plus longue / forte des prix pétroliers, qui viendrait obligatoirement obérer les capacités d'investissement des acteurs publics (et privés, dans une moindre mesure). Toutefois, la région peut compter sur d'importantes « réserves » budgétaires et externes lui permettant de résister aux périodes d'incertitudes.

EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE

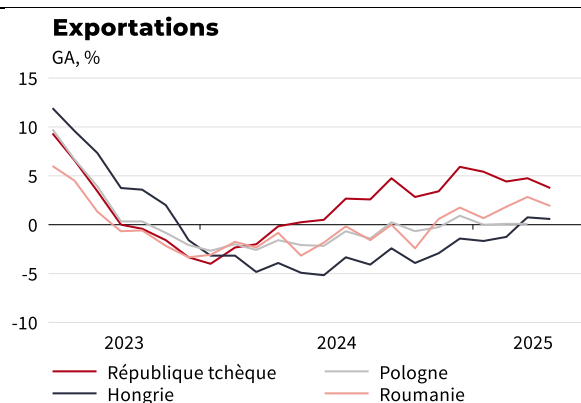
- **Malgré les incertitudes importantes autour des droits de douane américains visant l'UE et le secteur automobile, la région devrait rester résiliente grâce aux fonds européens et à une consommation privée solide**
- **Les banques centrales de la région devraient reprendre leur cycle d'assouplissement monétaire, l'inflation restant contenue dans un contexte de prix de l'énergie modérés**
- **Les incertitudes liées à la guerre en Ukraine et à l'avenir de la coopération entre les États-Unis et l'UE en matière de défense pèsent sur les dépenses de défense de la région. Cependant, l'introduction par la Commission européenne d'une clause de sauvegarde donne aux Etats Membres une certaine flexibilité budgétaire pour leurs dépenses de défense pour quatre ans**

Malgré l'introduction de droits de douane américain sur le secteur automobile (secteur clef pour la région), l'Europe centrale et orientale a affiché une croissance résiliente, tirée par la demande interne au 1T25. La consommation des ménages bénéficie de la forte progression des salaires réels et, dans certains pays, des dépenses publiques accrues dans un contexte électoral (notamment en Roumanie et en Pologne). L'investissement est tiré par les fonds européens, même si leur absorption a été inégale. En mai 2025, 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.

La consommation des ménages a bénéficié des fortes hausses de salaire...



... tandis que les exportations ont ralenti du fait des faibles performances en zone euro



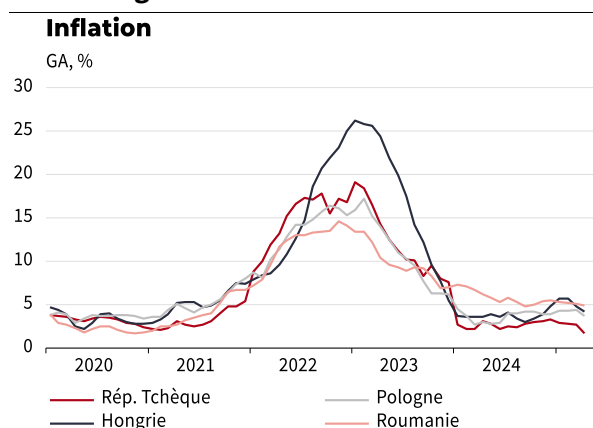
Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

La croissance restera résiliente et continuera d'accélérer progressivement en 2025-2026, soutenue par le dynamisme de la demande interne, et ce malgré les consolidations budgétaires et les incertitudes autour des droits de douane. 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 et d'incertitudes autour de la guerre commerciale.

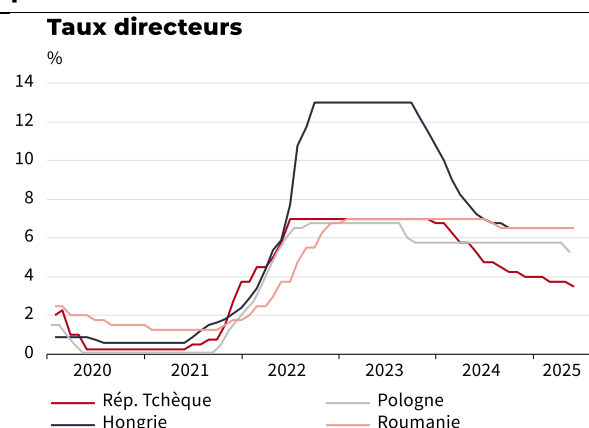
La politique budgétaire devrait devenir plus restrictive, la Commission Européenne ayant ouvert une procédure de déficit excessif pour plusieurs pays de la région : Pologne, Hongrie, Slovaquie et Roumanie. Cette dernière affiche un des déficits budgétaires les plus élevés de la région mais a jusqu'ici retardé sa consolidation budgétaire en raison des élections parlementaires fin 2024 puis présidentielles qui se sont déroulées en mai 2025 (après leur annulation par la Cour Constitutionnelle fin 2024 suite à d'importantes irrégularités) et de la démission du Premier Ministre en mai 2025. 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 dans un contexte de modération des prix du pétrole et du gaz. Plusieurs banques centrales de la région pourraient reprendre leur cycle d'assouplissement de la politique monétaire en 2025.

L'inflation devrait rester relativement stable dans la région en 2025



De nouvelles baisses de taux directeurs pourraient intervenir en 2025



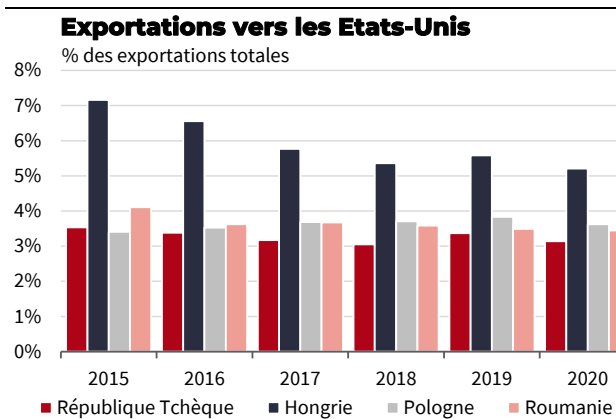
Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

Les risques baissiers 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'UE ainsi que sur les négociations concernant la coopération entre les États-Unis et l'UE en matière de défense.

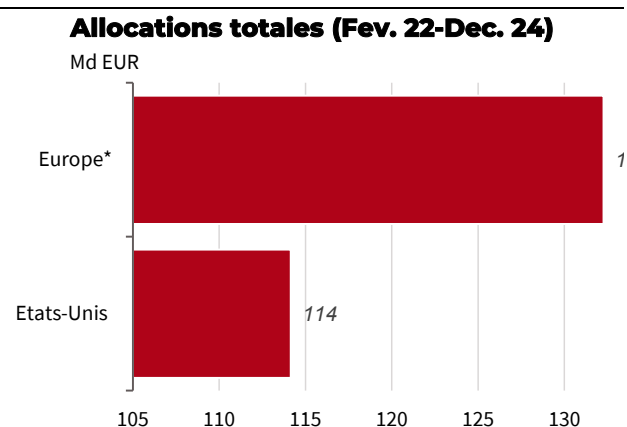
Si l'exposition commerciale directe de la région envers les Etats-Unis reste faible (5% des exportations hongroises vont directement vers les Etats-Unis et un peu plus de 3% des exportations tchèques, roumaines et polonaises), la mise en place de droits de douanes sur le secteur automobile et potentiellement sur l'UE 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, 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. Néanmoins, il est à noter que la Commission européenne a annoncé en février 2025 la mise en place d'une clause de sauvegarde permettant aux Etats membres de déroger au mécanisme du Pacte de stabilité budgétaire pour augmenter leurs dépenses de défense. Quatorze Etats membres ont demandé l'activation de cette clause dont la Pologne, la Hongrie, la Slovaquie, la Slovénie, la Bulgarie et les pays baltes.

Une exposition commerciale directe aux Etats-Unis limitée.



Des conséquences importantes en cas de coupe de l'aide bilatérale américaine à l'Ukraine



Source : TiVA, 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
foly.ananou@socgen.com

Benoit ASTIER

Asie centrale et du sud, Turquie, Climat
benoit.astier@socgen.com

Evelyne BAHN

Asie
evelyne.bahn@socgen.com

Constance BOUBLIL-GROH

Climat, Europe centrale et orientale, Russie
constance.boublil-groh@socgen.com

Natalia CARDENAS FRIAS

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

Clément GILLET

Afrique, Moyen-Orient
clement.gillet@socgen.com

Dominic LOCK

Amérique du Nord
dominic.lock@socgen.com

Danielle SCHWEISGUTH

Europe de l'ouest
danielle.schweisguth@socgen.com

Antonio VISANI

Climat, 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