

# SCENARIOECO

Société Générale Études économiques et sectorielles

## Déséquilibres excessifs

---

- **La politique des Etats-Unis accroît l'incertitude et la fragmentation**, entraînant une réorganisation des chaînes de valeur et faisant pression sur la transition climatique. Les risques géopolitiques restent élevés. Nous faisons l'hypothèse de travail qu'il n'y aura pas d'expansion géographique des conflits actuels.
- **Ces facteurs pèsent sur la confiance des ménages et des entreprises.** Notre scénario projette une faible croissance au cours des deux prochaines années. Nous prévoyons que l'inflation sera dans les objectifs des banques centrales, permettant un assouplissement monétaire très progressif.
- **Nous prévoyons de nouvelles baisses de taux de la Fed et une dernière baisse pour la BCE.** La Fed se focalisera davantage sur l'emploi que sur les prix. L'orientation monétaire de la BCE restera neutre, avec une réduction de son bilan jusqu'en 2026 (peut-être au-delà).
- **Les inquiétudes sur les trajectoires budgétaires et l'indépendance des banques centrales et pèseront sur les primes de terme.** La combinaison de taux longs élevés et d'une croissance lente augmente les risques de correction des marchés et d'instabilité financière.
- **Les perspectives pour la France reflètent l'incertitude sur sa trajectoire budgétaire** et la hausse de la dette publique. La nomination du nouveau Premier ministre n'a pas encore permis de rétablir une dynamique claire, avec le risque de retarder la trajectoire de consolidation budgétaire.
- **La Chine continue de souffrir de surcapacités** et d'une consommation atone, alimentant les pressions déflationnistes. Les autorités sont soucieuses de réduire les surcapacités, ce qui pèse sur les investissements. L'excès d'exportation risque d'entraîner des mesures protectionnistes de la part des pays importateurs.

**Table des matières**

<b>EDITORIAL.....</b>	<b>3</b>
<b>PREVISIONS ECONOMIQUES .....</b>	<b>6</b>
<b>PREVISIONS FINANCIERES .....</b>	<b>7</b>
<b>ZONE EURO .....</b>	<b>8</b>
<b>ALLEMAGNE .....</b>	<b>11</b>
<b>FRANCE.....</b>	<b>14</b>
<b>ITALIE .....</b>	<b>18</b>
<b>ESPAGNE.....</b>	<b>21</b>
<b>ROYAUME-UNI .....</b>	<b>24</b>
<b>ÉTATS-UNIS.....</b>	<b>28</b>
<b>JAPON.....</b>	<b>33</b>
<b>CHINE.....</b>	<b>36</b>
<b>INDE .....</b>	<b>39</b>
<b>BRESIL.....</b>	<b>42</b>
<b>AFRIQUE.....</b>	<b>45</b>
<b>AMERIQUE LATINE .....</b>	<b>47</b>
<b>PAYS DU GOLFE .....</b>	<b>50</b>
<b>EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE .....</b>	<b>52</b>
<b>CONTACTS.....</b>	<b>55</b>
<b>DISCLAIMER .....</b>	<b>56</b>

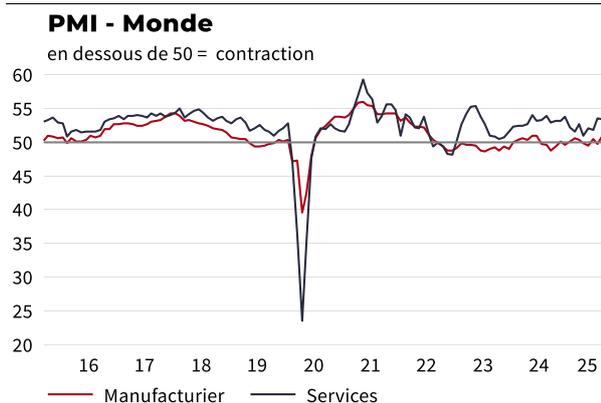
## EDITORIAL

### LA CROISSANCE EST LANGUISSANTE

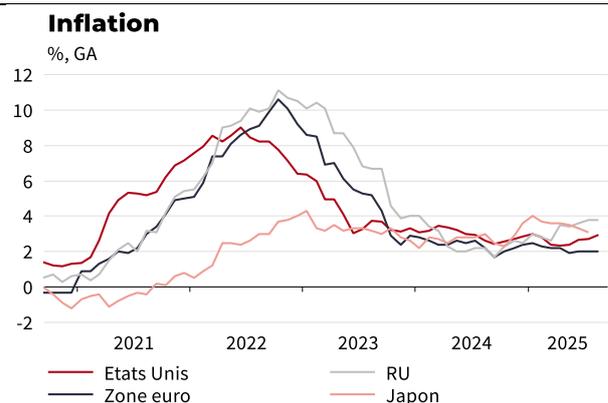
La croissance mondiale reste languissante. La première moitié de l'année a été soutenue par des effets d'anticipation liés aux incertitudes concernant les tarifs douaniers américains. Dans la plupart des pays, la demande intérieure est cependant faible et le soutien à la première moitié de l'année provenant du commerce international et de la constitution des stocks est susceptible de s'atténuer au cours des prochains trimestres. Les vents contraires proviennent de l'incertitude, des tarifs et des facteurs démographiques, et le policy mix n'est pas en soutien. Malgré les baisses de taux des banques centrales, la politique monétaire n'est pas encore expansionniste et les contraintes fiscales continueront d'impacter divers pays. Ainsi, nous continuons à prévoir un ralentissement de la croissance en 2026 dans toutes les principales économies.

Aux États-Unis, les tarifs ont commencé à se stabiliser à un niveau en moyenne 13 % plus élevé qu'en 2024, mais l'incertitude reste élevée. Les données récentes sur l'emploi suggèrent un point d'inflexion où d'importants licenciements pourraient désormais suivre. Nous continuons à prévoir qu'un ralentissement plus substantiel est sur le point de se produire. Il est également à noter que l'offre de travail plus faible, en partie en raison d'une immigration plus faible, a contribué à maintenir le taux de chômage bas, alors que la création d'emplois a ralenti. Ici aussi, nous voyons un point d'inflexion et prévoyons que le chômage américain augmente au cours des prochains trimestres, ouvrant la voie à davantage de baisses de taux de la Fed. Dans ce contexte, nous restons en dessous du consensus sur la croissance américaine avec un ralentissement marqué en 2026 et 2027.

#### La croissance est sur un seul pied



#### L'inflation rentre dans le rang



Sources: LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Dans la zone euro, la confiance des consommateurs et des entreprises reste faible, ce qui entraîne une stagnation du crédit. Les dynamiques intrarégionales diffèrent, car la France et l'Italie sont à la traîne, l'Allemagne devrait bénéficier d'investissements publics dans les années à venir, tandis que l'Espagne profite de

son dynamisme démographique lié à la population migrante qui contribue à la demande intérieure.

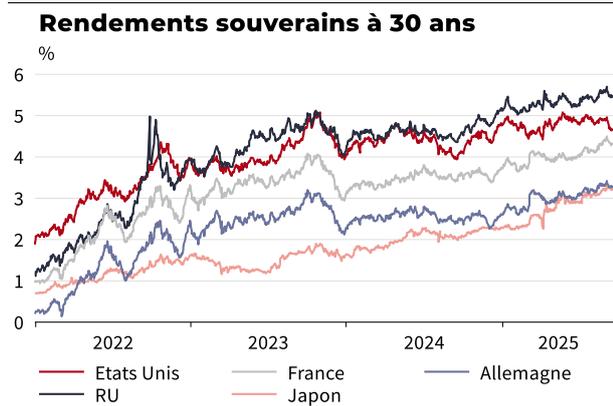
En Chine, l'activité ralentit. La croissance économique devrait atteindre 4,7 % en 2025 et ralentir à 4,2 % en 2026. Les exportations devraient commencer à être freinées par les tarifs avec les États-Unis. La politique économique restera accommodante et progressive, mais ne devrait pas fournir de solution structurelle aux surcapacités actuelles. La correction immobilière se poursuit. Malgré une forte croissance sur les marchés internationaux, le secteur automobile souffre de surcapacités et d'une guerre des prix sur le marché national.

### **L'AUGMENTATION DES PRIMES DE TERME REFLETE LA NERVOSITE DES MARCHES.**

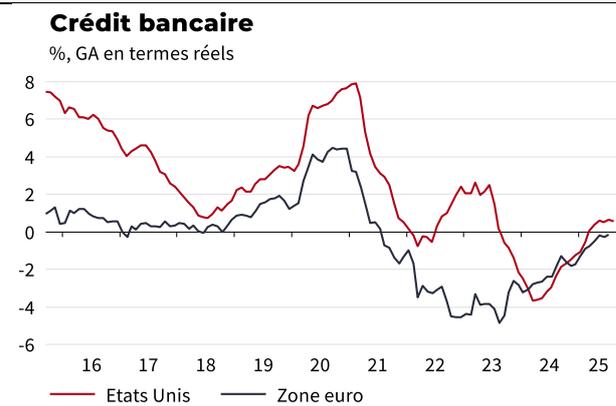
Les marchés montrent une nervosité croissante concernant les trajectoires d'endettement, mettant ainsi la pression sur les taux d'intérêt à long terme. Dans un contexte d'attentes d'inflation relativement bien ancrées, comme en témoignent les prix du marché, des taux d'intérêt à long terme encore élevés reflètent des primes de terme plus élevées qui semblent liées aux trajectoires d'endettement de nombreux pays et aux incertitudes élevées. Les menaces pesant sur l'indépendance des banques centrales (via la dominance fiscale) pourraient également impacter les primes de terme. Aux États-Unis, l'érosion perçue de l'indépendance de la Fed constitue un défi supplémentaire. Cela pousse les marchés à tester la partie longue des courbes de rendement, avec des maturités de 30 ans atteignant des sommets historiques (les plus élevés depuis plus de 25 ans pour le Royaume-Uni et le Japon, et les plus élevés depuis plus de 15 ans pour l'Allemagne et la France).

Les défis à moyen terme (population vieillissante, transition, défense, transformation numérique) pèseront sur les comptes publics et maintiendront des primes à long terme structurellement plus élevées. Cela pourrait contribuer à ralentir et rendre plus difficile le mécanisme de transmission de la politique monétaire, surtout alors que le resserrement quantitatif se poursuit.

## Les coûts de financement plus élevés...



## ...freinent la transmission de la politique monétaire



Sources : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

La combinaison d'une croissance terne et de la persistance de taux d'intérêt élevés augmente les risques d'une éventuelle correction des marchés. Dans ce contexte, plusieurs risques méritent d'être surveillés de près :

- Les doutes sur l'efficacité des investissements massifs dans l'IA et les valorisations dans le secteur technologique augmentent et pourraient nuire aux prix des actifs et à la croissance aux États-Unis
- Les inquiétudes institutionnelles aux États-Unis, notamment liées à l'indépendance de la Fed, pourraient augmenter les risques pour la stabilité financière liés à l'érosion du rôle pivot du dollar.
- Les incertitudes sur la trajectoire budgétaire de la France se sont accrues et de nouvelles tensions sur les marchés ne sont pas à exclure.

Concernant les risques géopolitiques, nous supposons qu'il n'y aura pas d'expansion géographique supplémentaire sur les conflits en cours, même si les risques restent élevés avec les guerres en cours entre la Russie et l'Ukraine, Israël et Gaza, tension en mer de Chine, les affrontements épisodiques (Inde-Pakistan, Thaïlande-Cambodge), les opérations américaines sur les côtes du Venezuela, nombre record de réfugiés/personnes déplacées dans le monde.

## PREVISIONS ECONOMIQUES

PIB, GA, %	2025p	2026p	2027p	2028p
<b>Pays Développés</b>	<b>1,6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>
États-Unis	1.7	1.4	1.0	1.8
Japon	1.0	0.7	0.7	0.6
Royaume-Uni	1.3	1.0	1.2	1.2
Zone Euro	0.9	0.8	1.0	1.3
Allemagne	0.3	1.1	1.3	1.6
France	0.6	0.6	0.9	1.3
Italie	0.6	0.5	0.5	0.8
Espagne	2.6	1.8	1.6	1.6
<b>Pays Émergents</b>	<b>4.0</b>	<b>3.6</b>	<b>3.6</b>	<b>3.6</b>
Asie	4.9	4.3	4.3	4.3
Chine	4.7	4.2	4.0	3.8
Inde	6.5	6.1	6.4	6.5
Europe Centrale et Orientale	1.8	1.5	1.5	1.5
Amérique Latine	2.3	2.0	2.1	2.2
Brésil	2.3	1.1	1.7	2.3
Moyen-Orient et Asie Centrale	3.5	3.5	3.1	3.1
Afrique	3.5	3.8	3.8	3.8
<b>Monde (pondéré par PPA)</b>	<b>3.1</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>2.8</b>

Inflation, % (moyenne)	2025p	2026p	2027p	2028p
<b>Pays Développés</b>	<b>2.9</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>
États-Unis	3.2	2.9	2.6	2.6
Japon	3.4	1.8	1.5	1.5
Royaume-Uni	3.5	2.6	2.1	2.1
Zone Euro	2.1	2.0	1.7	1.9
Allemagne	2.0	2.0	1.9	1.9
France	1.3	1.6	1.7	1.9
Italie	2.0	1.8	1.7	1.9
Espagne	2.5	2.2	1.8	2.0
<b>Pays Émergents</b>	<b>5.5</b>	<b>4.9</b>	<b>4.4</b>	<b>4.3</b>
Chine	0.3	1.0	1.2	1.5
Inde	4.3	4.5	4.5	4.5
Brésil	5.1	3.9	3.3	3.5

## PREVISIONS FINANCIERES

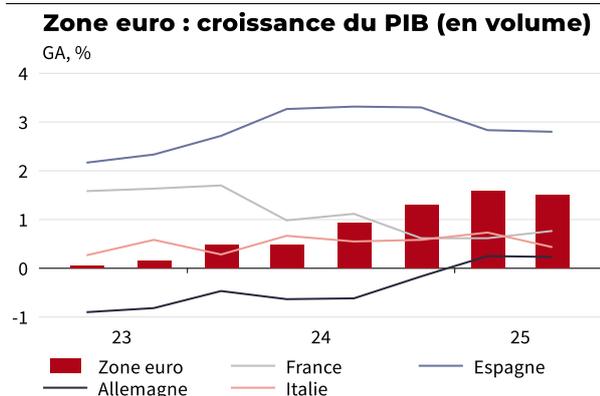
%, FdP (sauf indication contraire)	Actuel 17/09	2025p	2026p	2027p	2028p
Taux Fed Funds (borne haute)	4.50	4.00	3.25	2.75	3.00
Taux 10 ans (gouv.), Etats Unis	4.03	4.35	4.00	4.25	4.25
BCE, facilité de dépôt	2.00	1.75	1.75	1.75	2.25
Taux 10 ans (gouv.), Allemagne	2.69	2.85	2.50	2.75	2.75
Taux 10 ans (gouv.), France	3.49	3.65	3.30	3.45	3.35
Taux 10 ans (gouv.), Italie	3.51	3.75	3.40	3.65	3.65
Taux 10 ans (gouv.), Espagne	3.25	3.50	3.15	3.40	3.35
BoE, taux de pol. monétaire	4.00	4.00	3.75	3.50	3.75
Taux 10 ans (gouv.), Royaume-Uni	4.64	4.90	4.50	4.50	4.50
BoJ, taux de pol. monétaire	0.50	0.75	1.00	1.00	0.80
Taux 10 ans (gouv.), Japon	1.60	1.65	1.50	1.50	1.45
EUR / USD	1.19	1.20	1.20	1.20	1.15
EUR / GBP	0.87	0.86	0.87	0.87	0.87
USD / JPY	147	145	140	135	140
USD / CNY	7.1	7.2	7.4	7.3	7.1
Pétrole, Brent (USD/b)	69	65	65	70	70
Gaz naturel UE (TTF, EUR/MgW/h)	32	35	40	40	40
Carbone UE ETS (EUR/tonne)	77	80	100	110	120

## ZONE EURO

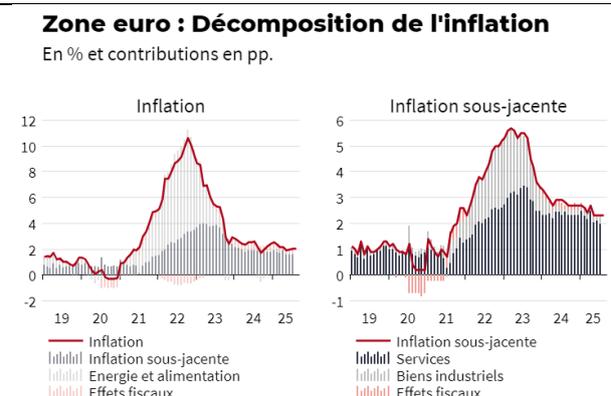
- **Malgré une meilleure performance au début de 2025, la croissance ne devrait s'accélérer qu'après 2027**
- **Après une dernière baisse de taux attendue en 2025, nous anticipons une pause de la BCE au cours des deux années suivantes**
- **L'accord commercial UE-États-Unis a partiellement réduit l'incertitude à court terme, mais les frictions commerciales resteront un frein aux perspectives économiques de l'UE**

**La zone euro aborde le second semestre 2025 avec un mélange de résilience et de fragilité.** Si les indicateurs globaux suggèrent une stabilité, les dynamiques sous-jacentes révèlent une région confrontée à des performances inégales entre les pays, une confiance modérée et une réorientation des politiques. La croissance devrait rester modérée en 2025-26, freinée par un climat des affaires dans l'industrie manufacturier et une confiance des consommateurs atones, des frictions commerciales persistantes avec les États-Unis, ainsi que par les effets continus du resserrement quantitatif. Nous prévoyons que l'Espagne et la périphérie continueront de surperformer, tandis que la France, l'Allemagne et l'Italie feront face à une faiblesse persistante. Avec la mise en œuvre de l'expansion budgétaire en Allemagne et le retour de la stabilité politique en France, nous anticipons une accélération progressive de la croissance de la zone euro à moyen terme, atteignant 1,0 % en 2027 et 1,3 % en 2028, avec une contribution plus équilibrée entre les États membres.

**L'Espagne surperforme, tandis que les grandes économies sont restées en deçà de celle de la zone euro**



**L'inflation s'est stabilisée grâce aux prix de l'énergie, mais l'inflation sous-jacente reste persistante**



Source : Eurostat, INSEE, Destatis, INE, Istat, SG Études Économiques et Sectorielles

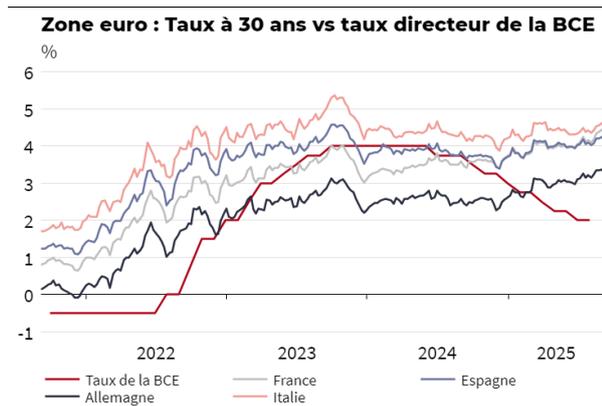
**L'inflation devrait être proche de l'objectif fin 2025 et 2026.** La convergence vers la cible de 2 % continuera de bénéficier d'une modération de la croissance des salaires. Le suivi de l'évolution des salaires par la BCE suggère un ralentissement continu, passant de 4,4 % au premier trimestre 2025 à 2,6 % au premier trimestre

2026. Nous attendons également une pression désinflationniste supplémentaire liée à un euro fort, tandis que les prix de l'énergie et de l'alimentation achèveront leur normalisation. En l'absence de nouveaux chocs, l'inflation devrait rester légèrement en dessous de la cible à moyen terme.

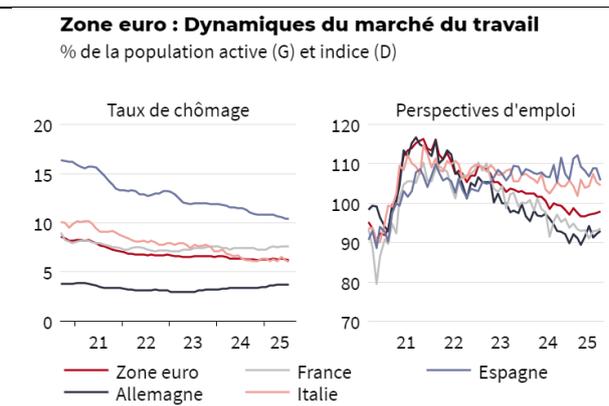
**Nous anticipons que la BCE procédera à une dernière réduction des taux en 2025 en réponse aux risques baissiers pesant sur l'activité économique.** Cela constituerait la cinquième baisse de taux cette année-là, ramenant le taux de facilité de dépôt de la zone euro à 1,75 %. Dans notre scénario central, cette baisse devrait conclure le cycle d'assouplissement en cours. Toutefois, l'assouplissement des conditions financières sera limité par la pression à la hausse sur les rendements à long terme, alimentée par l'impact du resserrement quantitatif sur la liquidité et le scepticisme des marchés concernant les cadres budgétaires de plusieurs grandes économies.

**Les divergences intra-bloc devraient exercer un impact négatif sur le marché du travail, jusque-là résilient.** En juillet, le taux de chômage de la zone euro a atteint un plus bas historique de 6,2 %. Bien que le marché du travail soit resté pratiquement stable au cours du premier semestre 2025, ce qui suggère une robustesse globale, les bonnes performances de l'Italie et de l'Espagne masquent les difficultés rencontrées par la France et l'Allemagne. Cette division ne devrait pas non plus disparaître, les intentions d'embauche entre ces quatre économies continuant de se bifurquer. À court terme, nous prévoyons une hausse du chômage en France et en Allemagne et une stabilité en Espagne et en Italie.

### Les taux à long terme défient le cycle d'assouplissement



### Le marché du travail est resté stable, mais les perspectives suscitent des inquiétudes



Source : LSEG, ECB, Eurostat, DG ECFIN, SG Études Économiques et Sectorielles

**L'accord commercial UE-États-Unis réduira les incertitudes, lorsqu'il sera signé.** Les droits de douane sur les exportations de l'UE vers les États-Unis ont été réduits à 15 % sur la plupart des biens, notamment les voitures, les produits pharmaceutiques, ainsi que les spiritueux et vins. Cependant, l'acier et l'aluminium, continuent de faire l'objet de droits de douane de 50 %. En contrepartie, l'UE a proposé de réduire ses propres droits, notamment sur les produits de la mer et agricoles américains, et d'offrir des conditions favorables en matière de coopération

sur le commerce des services numériques, et promis des investissements aux États-Unis à hauteur de USD 600 mds dans des secteurs stratégiques américains ainsi que l'importation de produits énergétiques fossiles et nucléaires américains d'une valeur de 750 milliards de dollars. L'accord commercial doit encore être adopté par le Parlement européen, au plus tôt en octobre 2025, puis par les parlements nationaux. Le processus d'approbation pourrait faire l'objet d'amendements susceptibles de façonner sa forme finale, laissant une incertitude résiduelle.

**Globalement, les perspectives budgétaires indiquent une consolidation**, malgré l'incertitude politique, la hausse des paiements d'intérêts et les dépenses de défense. En avec la France, les perspectives dépendent de la capacité du nouveau Premier ministre Lecornu à construire un minimum de consensus sur le budget 2026. L'Italie et l'Espagne devraient également consolider, avec un degré de certitude plus élevé. L'Allemagne devrait contrer cette tendance en raison de dépenses importantes en défense et en infrastructures. Compte tenu de ces évolutions spécifiques à chaque pays, associées à une hausse des dépenses de défense et des coûts d'emprunt dans l'UE, nous prévoyons que la consolidation ne prendra effet qu'en 2027. Le déficit budgétaire de la zone euro devrait alors se réduire à 3,3 %, contre 3,6 % en 2025 et 2026.

**Les défis politiques internes et l'incertitude commerciale persistante impliquent des risques de ce scénario à la baisse.** Les défis des deux plus grandes économies du bloc, la France et l'Allemagne, risquent de freiner la croissance de l'UE s'ils ne sont pas traités de manière globale. L'absence d'accord politique en France pourrait entraîner un blocage jusqu'aux élections présidentielles de 2027, tandis qu'une faible mise en œuvre des mesures de relance en Allemagne pourrait nuire à la transmission économique et à la confiance publique. Sur le plan international, un renouveau des tensions commerciales et une dépréciation soudaine de l'euro actuellement fort pourraient poser des risques inflationnistes supplémentaires.

Zone euro	2025p	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	0.9	0.8	1.0	1.3
Consommation des ménages	0.9	0.6	0.7	1.2
Consommation publique	0.8	0.6	0.8	1.0
Investissement	1.1	1.7	2.0	2.2
Exportations de biens & services	0.2	1.5	2.2	2.3
Importations de biens & services	1.7	2.1	2.4	2.6
Inflation, % moyenne annuelle	2.1	2.0	1.7	1.9
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2.3	1.8	1.7	1.9
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	0.4	0.6	0.7	1.0
Épargne des ménages, % du RDB	15.0	15.0	15.0	14.9
Chômage, % de la population active	6.5	6.6	6.6	6.5
Solde budgétaire, % du PIB	-3.6	-3.6	-3.3	-3.1
Dettes publiques, % du PIB	91	93	94	94
Solde courant, % du PIB	1.7	1.4	1.4	1.2

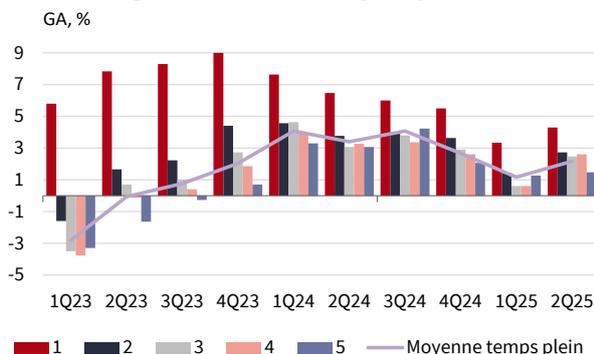
## ALLEMAGNE

- **La reprise dépend du rebond de la demande intérieure, porté par la hausse des revenus des ménages et de l'investissement**
- **Des rééquilibrages externes sont attendus, les exportations resteront pénalisées par un euro fort, des gains de productivité faibles, les droits de douane américains et les changements du paysage concurrentiel, notamment avec la Chine**
- **La mise en œuvre du plan budgétaire sera progressive, avec des efforts de consolidation prévus en fin de décennie**

**La reprise reste naissante et fragile (0,3% en 2025), freinée par des obstacles structurels et un environnement international difficile.** La récession manufacturière se poursuit, mais les indicateurs avancés suggèrent un point bas atteint en 2025. Le secteur devrait représenter une part plus réduite de l'économie à l'avenir. L'industrie continue de faire face à une faible productivité, à des coûts en hausse et à une concurrence accrue, aggravées par un euro fort, une demande chinoise en repli et l'entrée en vigueur de tarifs américains. L'accord commercial entre les États-Unis et l'UE réduit l'incertitude à court terme, mais devrait durablement redéfinir les marchés adressables : le taux moyen des droits de douane américains augmente de 2 à 17%, mais avec quelques exceptions sectorielles (pharmacie, automobile), dont le tarif est plafonné à 15%. L'acier et l'aluminium restent soumis au taux de 50%, y compris dans les biens transformés, notamment les biens d'équipement. L'incertitude liée à la politique commerciale américaine restera élevée (c.f. note États-Unis).

**Les hausses de salaires se sont concentrées sur les quintiles de revenu les plus faibles...**

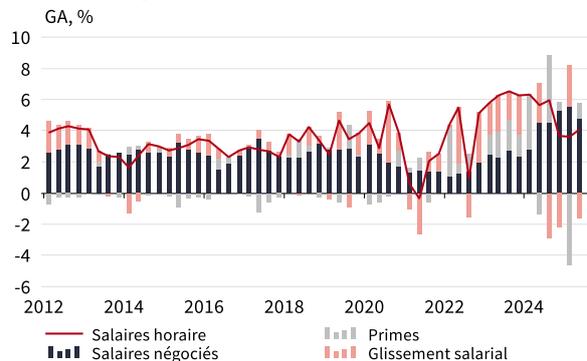
**Allemagne: salaires réels par quintile**



Source : Destatis, SG Études Économiques et Sectorielles

**... portées par l'augmentation du salaire minimum, prévue à +13,5 % d'ici 2027**

**Allemagne: salaires horaires**

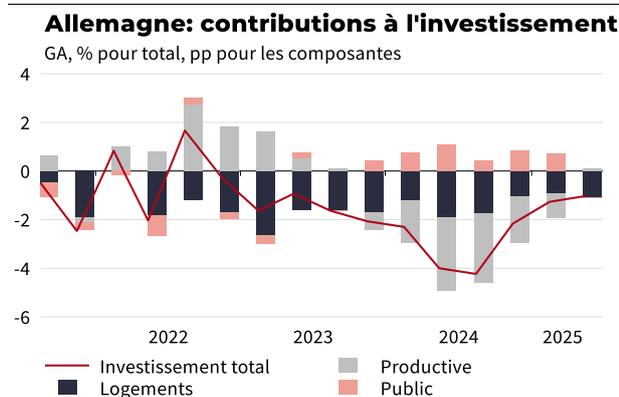


Source : Eurostat, SG Études Économiques et Sectorielles

**La reprise du pouvoir d'achat des ménages soutiendra la croissance via la progression de la consommation.** Les salaires resteront dynamiques, portés par les négociations collectives, contribuant à la persistance de l'inflation sous-jacente et à

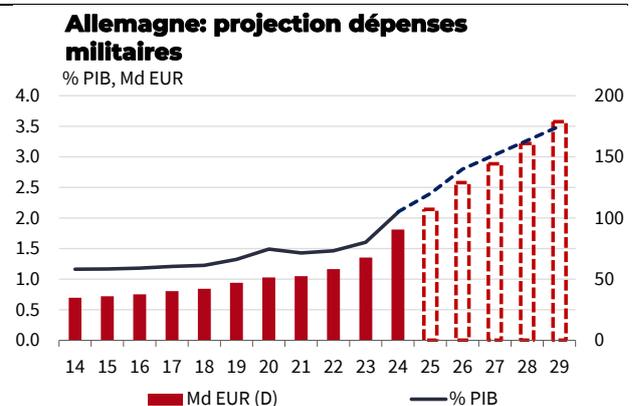
l'accélération de la demande. Ce phénomène est particulièrement marqué chez les ménages à bas revenus, dont la propension à consommer est élevée et qui ont bénéficié des plus fortes hausses de salaires réels. L'augmentation annoncée du salaire minimum à 14,6 EUR par heure d'ici 2027 (+13,5%) prolongera cette dynamique, malgré un marché du travail en phase de ralentissement. Le chômage devrait arriver à son pic dans les six prochains mois, tout en restant contraint par des pénuries de main-d'œuvre qualifiée, liées au vieillissement démographique, ce qui soutiendra les salaires. Les pressions désinflationnistes persisteront, portées par un euro fort et la normalisation rapide des prix de l'énergie et de l'alimentation, améliorant le pouvoir d'achat et réduisant les comportements de précaution. Cela soutiendra la reprise de la consommation et une normalisation progressive du taux d'épargne au cours de la décennie, contribuant à un rééquilibrage de l'économie en faveur de la demande intérieure.

### Le plan budgétaire repose sur le redémarrage de l'investissement public et privé



Source : Destatis, OCDE, SG Études Économiques et Sectorielles

### Des règles budgétaires souples permettront des dépenses de défense à 3,5 % du PIB en 2029



Source : OTAN, BMF, SG Études Économiques et Sectorielles

**La politique budgétaire restera expansionniste, portée par le plan d'investissement et la hausse des dépenses militaires.** Cependant l'implémentation fera face à des frictions d'offre et des obstacles administratifs. Les dépenses militaires, appelées à presque doubler d'ici 2029 pour atteindre 3,5% du PIB, bénéficient d'un large soutien politique et de flexibilités dans les règles nationales et européennes, évitant l'éviction d'autres dépenses. L'investissement est au cœur du soutien budgétaire : 60% des 500Md EUR du Fonds Spécial pour l'infrastructure et la Neutralité Climatique (SVIK) sont alloués aux infrastructures nationales, tandis que 100Md EUR financeront les projets régionaux et le Fonds pour la Transformation Climatique (KTF) respectivement. Ces enveloppes, exclues du frein à l'endettement, accéléreront l'investissement dans la seconde moitié de la décennie. Le taux d'investissement privé devrait également se redresser (+1pp de PIB entre 2024 et 2028), porté par l'amélioration du climat économique, l'assouplissement monétaire et des mesures incitatives (e.g. assouplissement temporaire des règles d'amortissement pour les sites et l'équipement, baisse progressive de l'impôt sur les sociétés de 5pp entre 2028 et 2032). L'investissement

dans la construction, en retrait depuis la pandémie, devrait repartir d'un point bas révisé, soutenu par la reprise des prix résidentiels, la baisse des coûts et l'accélération des projets d'ingénierie civile, facilitée par la simplification administrative.

**La balance des risques reste équilibrée.** À la hausse, une demande intérieure dynamique pourrait dépasser les attentes si les dépenses des ménages et des entreprises continuent de progresser, soutenues par l'amélioration du climat économique. Une mise en œuvre efficace du plan budgétaire renforcerait l'impulsion de croissance, tandis que le consensus politique pourrait permettre des réformes structurelles attendues, notamment pour élargir l'offre de travail via les femmes et les seniors. De nouveaux partenariats commerciaux (e.g. Mercosur, Mexique, Asie centrale) pourraient aussi favoriser la diversification des exportations, bien que l'impact global reste limité. À la baisse, une mauvaise exécution du plan budgétaire affaiblirait sa transmission et nourrirait la défiance publique. Les craintes de domination budgétaire pourraient raviver les pressions inflationnistes, incitant à des comportements de précaution et durcissant les conditions financières. Cela alourdirait le coût de financement de l'État et pèserait sur les taux longs, notamment les crédits immobiliers, menaçant la reprise du secteur de la construction. Les tensions commerciales persistantes et la faiblesse de la demande mondiale assombrissent également les perspectives.

Allemagne	2025p	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	0,3	1,1	1,3	1,6
Consommation des ménages	1,1	1,2	1,2	1,4
Consommation publique	2,2	1,9	1,5	1,2
Investissement	-0,5	3,1	3,4	3,7
Exportations de biens & services	-0,5	1,1	1,3	1,9
Importations de biens & services	2,8	2,2	2,2	2,5
Inflation, % moyenne annuelle	2,0	2,0	1,9	1,9
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2,5	2,0	1,9	1,9
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	0,9	1,0	1,1	1,2
Épargne des ménages, % du RDB	19,9	19,7	19,6	19,3
Chômage, % de la population active	6,4	6,4	6,3	6,1
Solde budgétaire, % du PIB	-3,0	-3,2	-3,2	-3,4
Dettes publiques, % du PIB	65	67	68	70
Solde courant, % du PIB	4,9	4,5	4,3	4,1

## FRANCE

---

- **La dynamique économique reste faible, en raison d'une demande intérieure fragile et d'une incertitude politique croissante**
- **Les conditions du marché du travail se détériorent en raison des restructurations d'entreprises et de la fin des mesures de soutien**
- **Les divisions politiques et les tensions sociales ainsi que l'augmentation du coût du service de la dette compliquent la trajectoire de consolidation budgétaire**

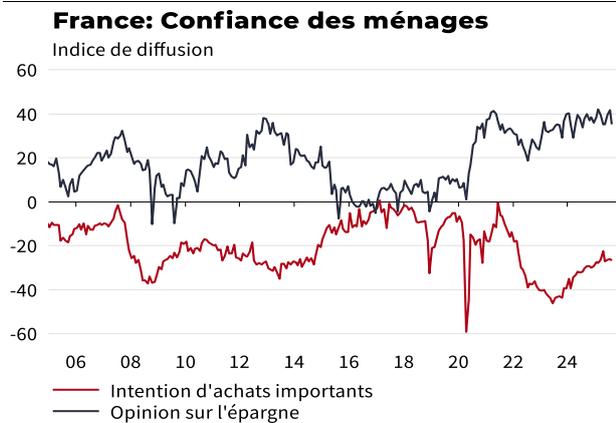
**La France entre dans une phase marquée par une instabilité politique accrue, un ralentissement de la dynamique économique et des déséquilibres structurels persistants.** La chute du gouvernement souligne la volatilité du paysage politique actuel, même si la continuité institutionnelle a jusqu'ici été préservée. Bien qu'une crise budgétaire majeure ne se soit pas matérialisée, la capacité à mener une politique fiscale cohérente est de plus en plus limitée par la fragmentation et la polarisation.

**Les tensions politiques se sont intensifiées** à la suite de la perte du vote de confiance le 8 septembre, qui a conduit à la démission du Premier ministre François Bayrou. La nomination de Sébastien Lecornu le 9 septembre 2025 ouvre un nouveau chapitre, mais ne dissipe pas les incertitudes quant à la capacité du gouvernement à faire adopter un budget dans les délais requis. Alors que notre scénario de référence anticipait déjà un chemin difficile vers le budget 2026, le calendrier budgétaire s'est encore resserré. Un projet de loi de finances devrait être présenté en Conseil des ministres en octobre, puis soumis à l'Assemblée nationale. La contrainte constitutionnelle demeure : l'Assemblée doit disposer de 70 jours pour examiner le texte, ce qui impose une transmission au plus tard à la mi-octobre. Au-delà des défis techniques, l'élaboration du budget se déroule dans un climat de tensions sociales élevées. La capacité du gouvernement à réunir une majorité parlementaire reste incertaine. Il pourrait être contraint de recourir à une loi spéciale, similaire à celle adoptée fin 2024, pour garantir la continuité des recettes et des dépenses.

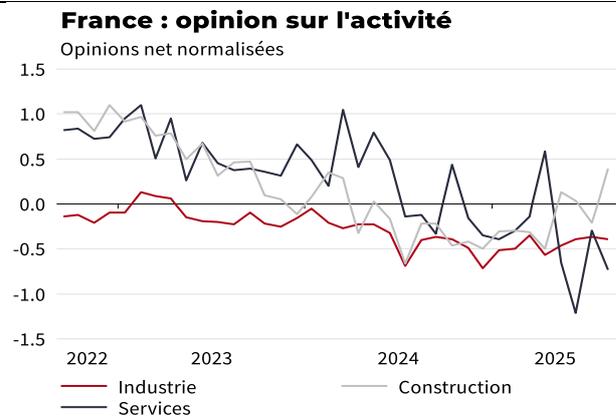
**Cette instabilité politique, combinée à une fragmentation parlementaire et à la mobilisation sociale croissante, pèse sur le climat économique.** Les ménages et les entreprises réagissent à cette incertitude croissante avec davantage de prudence, ce qui freine la consommation, retarde les décisions d'investissement et alimente une dynamique de ralentissement. Alors que l'incertitude persiste et que l'inertie politique limite les marges de manœuvre en matière de relance, le taux de chômage devrait approcher les 8 %, pesant sur le moral des ménages. Malgré une inflation passée sous le seuil des 2 %, le pouvoir d'achat restera contraint en raison de la faiblesse des salaires réels et du niveau élevé de l'épargne de précaution. Une

reprise progressive est attendue en 2027, sous réserve d'un retour à une plus grande clarté politique et d'un environnement extérieur plus favorable.

### La demande des ménages restera faible, en raison d'un niveau élevé d'épargne



### Le climat des affaires reste fragile, reflétant une incertitude persistante



Source: Refinitiv, DGEFCFIN, Economic and Sector Studies

**La demande intérieure devrait rester faible**, reflétant une consommation des ménages atone, une reprise différée de l'investissement et une montée du chômage. La consommation privée sera limitée par des gains modestes de revenu réel, une hausse du chômage et une incertitude politique accrue. L'investissement des ménages devrait rebondir légèrement, soutenu par l'assouplissement des conditions financières et les incitations ciblées à l'habitat prévues dans la loi de finances 2025. L'investissement des entreprises ne devrait se renforcer qu'à partir de 2027, à mesure que les entreprises réagissent à l'amélioration du climat économique et à la mise en œuvre progressive de réformes réglementaires. Celles-ci incluent des mesures de la loi de finances 2025, telles que l'ajustement du crédit d'impôt recherche et le report de la suppression de la contribution sur la valeur ajoutée des entreprises (CVAE). Elles s'accompagnent également d'initiatives sectorielles annoncées lors du sommet Choose France, visant la décarbonation industrielle et le développement des infrastructures numériques. L'investissement public restera contraint par les règles budgétaires et la hausse des coûts d'emprunt, bien que certains soutiens ciblés au niveau européen et les priorités liées à la transition écologique apportent un peu de soutien.

**Le marché du travail devrait se détériorer davantage**, avec un taux de chômage atteignant environ 8 % en 2026–2027. La création d'emplois ralentit, notamment en raison de l'expiration des subventions à l'apprentissage qui avaient soutenu l'emploi des jeunes ces dernières années. En outre, les entreprises confrontées à une demande incertaine privilégient l'optimisation de la productivité, ce qui limiterait encore la croissance de l'emploi. Les inquiétudes liées au chômage restent élevées, incitant les ménages à davantage de prudence et maintenant un taux d'épargne élevé.

**Le commerce extérieur fait face à des vents contraires structurels** dus aux tensions commerciales mondiales, aux divergences réglementaires et à l'instabilité géopolitique. Une contrainte importante sur la performance des exportations provient de la hausse des droits de douane imposés par les États-Unis, avec des taxes généralisées imposées sur les produits européens à hauteur de 15%. Les exportations françaises — notamment dans les secteurs à forte valeur ajoutée tels que l'aéronautique, le vin et les produits de luxe — en seront touchées. En conséquence, la contribution du secteur extérieur à la croissance restera limitée, avec peu de perspectives d'amélioration à moyen terme. Le solde du compte courant se détériorera modérément, limitant la capacité de la France à constituer des marges de manœuvre face à de futurs chocs.

**La trajectoire budgétaire que nous projetons dans notre scénario est insuffisante pour corriger les déséquilibres majeurs.** La dette publique restera sur une tendance haussière, et le déficit public ne se réduira que progressivement. Si le risque souverain à court terme peut être atténué par des conditions de financement plus favorables dans la zone euro et par les mécanismes de soutien de la BCE, les risques pesant sur la soutenabilité budgétaire à long terme s'intensifient en raison des pressions structurelles sur les dépenses et de la faiblesse de la croissance. En l'absence de réformes significatives, la trajectoire des finances publiques sera difficile à corriger.

**Les risques sont baissiers sur les perspectives de croissance.** Sur le plan intérieur, les tensions politiques croissantes pourraient entraîner une paralysie législative, nuire à la confiance des investisseurs et retarder les décisions budgétaires clés. Cette incertitude pourrait renforcer l'attentisme des entreprises et des ménages, freinant la consommation et l'investissement. À l'extérieur, le retour des frictions constitue une menace pour les exportations. Si ces pressions s'intensifient ou s'étendent à d'autres secteurs, la France pourrait subir un double choc : affaiblissement de la demande extérieure et réduction de la marge de manœuvre budgétaire intérieure, avec le risque d'une stagnation économique prolongée.

France	2025p	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	0,6	0,6	0,9	1,3
Consommation des ménages	0,7	0,7	0,9	1,2
Consommation publique	0,9	0,1	0,6	1,0
Investissement	0,1	1,2	1,4	2,0
Exportations de biens & services	0,7	1,6	2,6	2,7
Importations de biens & services	1,7	2,7	2,7	2,9
Inflation, % moyenne annuelle	1,3	1,6	1,7	1,9
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	1,8	1,8	1,8	2,0
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	0,7	0,5	0,4	0,6
Épargne des ménages, % du RDB	18,2	17,9	17,5	16,9
Chômage, % de la population active	7,8	8,1	8,0	7,8
Solde budgétaire, % du PIB	-5,7	-5,2	-4,8	-4,3
Dettes publiques, % du PIB	116	119	120	121
Solde courant, % du PIB	-0,3	-0,5	-0,4	-0,4

## ITALIE

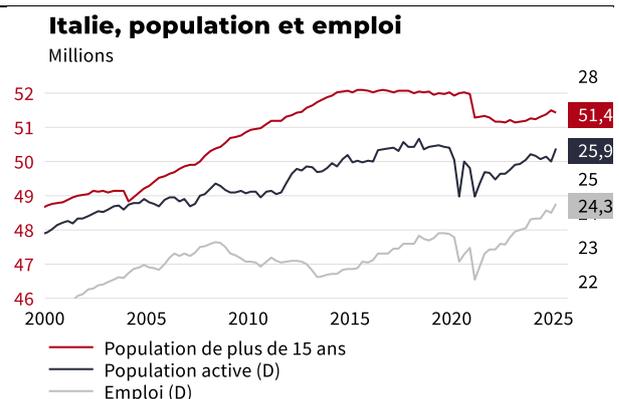
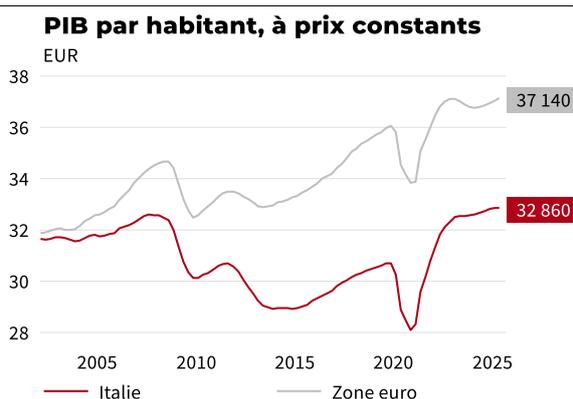
- **Le PIB par habitant a enfin dépassé son plus haut atteint en 2007, mais l'activité a déjà ralenti et la croissance restera proche de 0,5%**
- **L'Italie est particulièrement vulnérable aux droits de douane US au vu de ses relations commerciales étroites avec les États-Unis**
- **Des recettes fiscales meilleures que prévu soutiennent l'excédent primaire et permettent de stabiliser la dette publique**

### L'économie va ralentir en 2025-26 en raison de la hausse des droits de douane américains et d'une lenteur d'exécution des investissements du plan de relance.

Néanmoins, les réformes et la poursuite du déploiement des fonds de l'UE devraient soutenir la croissance à moyen terme. L'économie s'est montrée plutôt résiliente depuis la fin de la pandémie de Covid, bénéficiant de sa base industrielle et de produits d'exportation importants et diversifiés. Le PIB par habitant est revenu à son niveau record de 2007, et il est supérieur de 7 % à celui d'avant la crise Covid (contre 3 % pour la zone euro).

**Cependant, l'Italie est l'un des pays les plus vulnérables d'Europe aux conséquences d'une guerre commerciale**, compte tenu de ses relations commerciales étroites avec les US. L'importance croissante des États-Unis en tant que marché d'exportation pour les fabricants italiens au cours des cinq dernières années a entraîné un excédent commercial bilatéral substantiel, estimé à environ 39Md EUR. Parmi les pays de la zone euro, seuls l'Allemagne et l'Irlande ont des excédents commerciaux plus importants avec les États-Unis.

### Ralentissement de la croissance mais l'emploi reste dynamique



Source : Eurostat, LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Source : Istat, LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

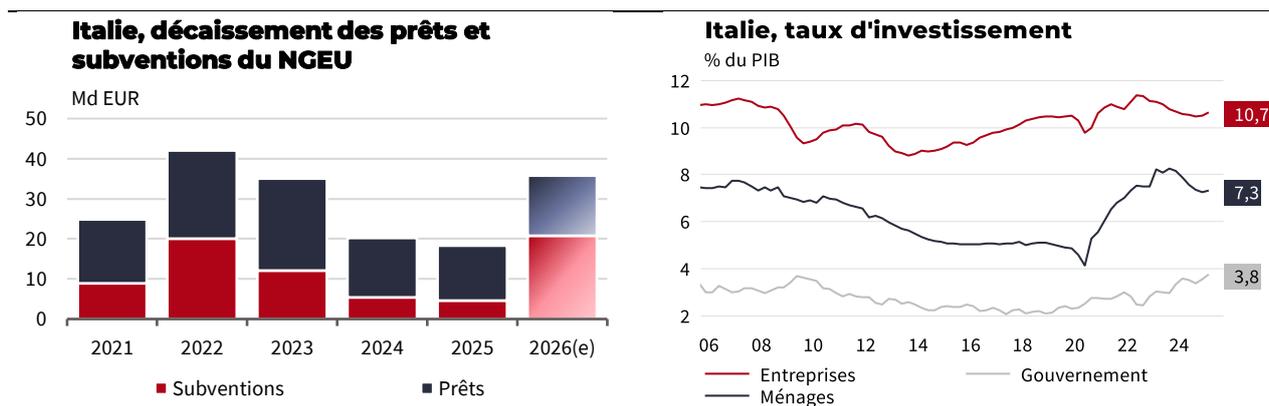
**La croissance italienne s'accompagne de créations d'emploi dynamiques**, alors même que la population en âge de travailler diminue. Le taux de chômage a atteint un niveau historiquement bas à 6 % de la population active, porté par de fortes créations d'emplois (+283 000 personnes sur un an) principalement dans les services (commerce, hébergement et restauration, services professionnels, scientifiques et

techniques). Mais la croissance a lieu au détriment de la productivité, qui a reculé de 4 % par rapport aux niveaux pré-Covid en termes d'heures travaillées, pesant sur les marges des entreprises et sur le potentiel de croissance de l'économie. Le chômage devrait légèrement augmenter dans les années à venir, à mesure que l'économie ralentit et que les entreprises reconstituent leurs marges.

**Les investissements récents sont riches en importations et la demande extérieure va peser sur la croissance.** Compte tenu des tensions commerciales mondiales, le déploiement efficace des fonds de relance de l'UE par l'Italie devient essentiel pour soutenir la croissance économique nationale. Sur les 194Md EUR alloués à l'Italie au titre de cette facilité, le pays a reçu à ce jour 140 Md EUR, soit 72 % des ressources totales. À ce jour, la plupart des ressources ont été allouées à des crédits d'impôt, et à des projets d'infrastructures ferroviaires et scolaires. Cependant, il s'est avéré difficile de dépenser le montant total des fonds, et les dépenses ne représenteraient que 30 % de l'allocation selon Confindustria.

**L'impact en terme de relance économique des fonds européens est en conséquence moins élevé qu'anticipé.** En 2021, le gouvernement avait estimé à 2,4 points de croissance supplémentaire l'impact cumulé des fonds NGEU pour la période 2021-2024 ; en 2024, cet impact a été révisé à 1 point. La majeure partie des mesures de relance est maintenant attendue en 2025-26, avec un impact cumulé estimé à 2,7 points de croissance supplémentaire du PIB. Toutefois, cela implique des dépenses exceptionnellement élevées de 37Md EUR en 2025 et de 49md EUR en 2026, ce qui est peu probable. En outre, d'ici la fin de 2026, la majeure partie des 194Md EUR sera allouée à des projets qui seront ensuite mis en œuvre au cours des années suivantes. La capacité du plan de relance à stimuler la croissance s'étalera sur une période plus longue que prévu initialement.

### 35Md EUR de fonds à décaisser d'ici fin 2026



Source : Commission européenne, RRF scoreboard, SG Études Économiques et Sectorielles | Source : Istat, LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

**Selon Christine Lagarde, « l'Italie fait des efforts budgétaires très sérieux et sortira probablement de la procédure de déficit excessif de l'UE, pour atteindre bientôt un déficit de 3 % »** (Paris, 1<sup>er</sup> septembre 2025). En avril, le gouvernement s'est engagé à réduire le déficit à 3,3 % du PIB cette année, contre 3,4 % en 2024 et 2,8 %

en 2026. Mais l'Italie pourrait ramener son déficit en dessous de 3 % du PIB dès 2025, ouvrant la voie à une sortie de la procédure de l'UE en 2026, avec un an d'avance.

**Les efforts de lutte contre l'évasion fiscale commencent à porter leurs fruits.** En 2024, les recettes publiques ont dépassé les prévisions d'octobre 2023 de 43Md EUR. Les premières indications pour 2025 suggèrent que les recettes fiscales et de sécurité sociale pourraient être supérieures de 26Md EUR aux chiffres publiés en avril dans le document sur les finances publiques (DEF). L'amélioration de la collecte des impôts et la solidité du marché du travail en sont des explications possibles.

**Cependant, si le solde primaire est redevenu positif à 0,4 % du PIB en 2024,** il est encore loin d'atteindre un excédent de 2 %, condition nécessaire à la tendance à la baisse de la dette publique. Le déficit budgétaire devrait diminuer très progressivement, passant de 3,5 % en 2024 à 3,0 % en 2028, grâce à des dépenses primaires modérées et à des dépenses d'intérêts globalement stables.

**La dette publique devrait reprendre une trajectoire ascendante en 2026 et 2027.** Les hausses de taux d'intérêt passées et la faiblesse de la croissance pèseront sur la dynamique de la dette publique à moyen terme. Par ailleurs, le ratio d'endettement public est impacté en 2025 et 2026 par des éléments exceptionnels liés au profil temporel de l'utilisation des crédits d'impôt pour la rénovation des logements. La dette publique est déjà supérieure de trois points à son niveau pré-COVID et devrait reprendre une trajectoire ascendante pour atteindre 140 % du PIB en 2027.

**Enfin, le potentiel de croissance de l'Italie à moyen terme** devrait être soutenu par la mise en œuvre des réformes structurelles prévues d'ici 2026 dans les domaines du système judiciaire, du droit de la concurrence, de l'administration publique et des réformes des marchés publics, entre autres. Ces réformes et leur impact sur le potentiel de croissance de l'Italie sont essentiels pour soutenir le lourd fardeau de la dette publique de l'Italie.

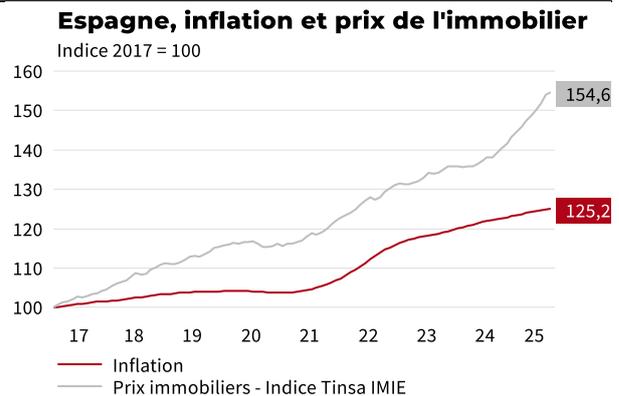
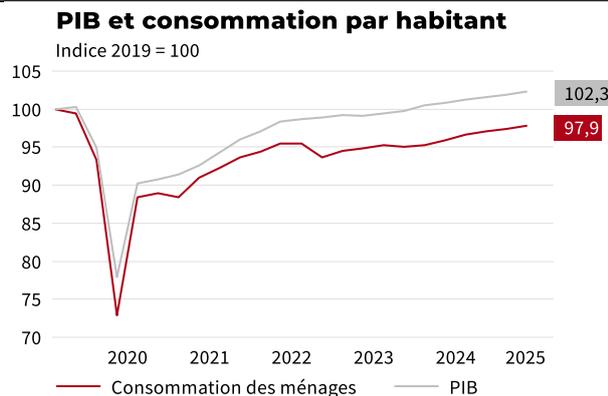
Italie	2025p	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	0,6	0,5	0,5	0,8
Consommation des ménages	0,6	0,3	0,5	0,7
Consommation publique	0,4	0,4	0,4	0,4
Investissement	2,3	1,2	0,7	1,4
Exportations de biens & services	0,0	0,9	2,3	2,8
Importations de biens & services	2,0	1,7	2,5	2,9
Inflation, % moyenne annuelle	2,0	1,8	1,7	1,9
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2,0	1,8	1,7	2,0
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	1,2	0,6	0,4	0,5
Épargne des ménages, % du RDB	12,4	12,8	12,7	12,5
Chômage, % de la population active	6,3	6,3	6,6	6,6
Solde budgétaire, % du PIB	-3,4	-3,1	-3,1	-3,0
Dette publique, % du PIB	138	139	140	139
Solde courant, % du PIB	0,4	0,5	0,5	0,4

## ESPAGNE

- **La croissance continuera de surperformer, soutenue par l'afflux de main-d'œuvre étrangère, mais l'économie change de vitesse**
- **L'économie devrait décélérer à partir de 2027 en raison du retrait du soutien des fonds de NextGenerationEU**
- **Le changement climatique pourrait avoir un impact sur l'attractivité du pays d'un point de vue touristique**

**La croissance continue de surprendre à la hausse**, et l'Espagne surperforme toujours la zone euro malgré les tensions politiques internes, une vague de chaleur sans précédent et les incertitudes géopolitiques mondiales. La saison touristique a enregistré un nouveau record historique en termes de visiteurs, et les recettes ont augmenté de 7% au cours des sept premiers mois de l'année. L'activité manufacturière est également soutenue avec un indice PMI record en août, stimulée par la demande intérieure : l'industrie recrute pour faire face à une charge de travail croissante, et les stocks de produits finis diminuent en raison d'une forte demande.

### Le tourisme gonfle les prix de l'immobilier et n'a pas profité aux dépenses des ménages



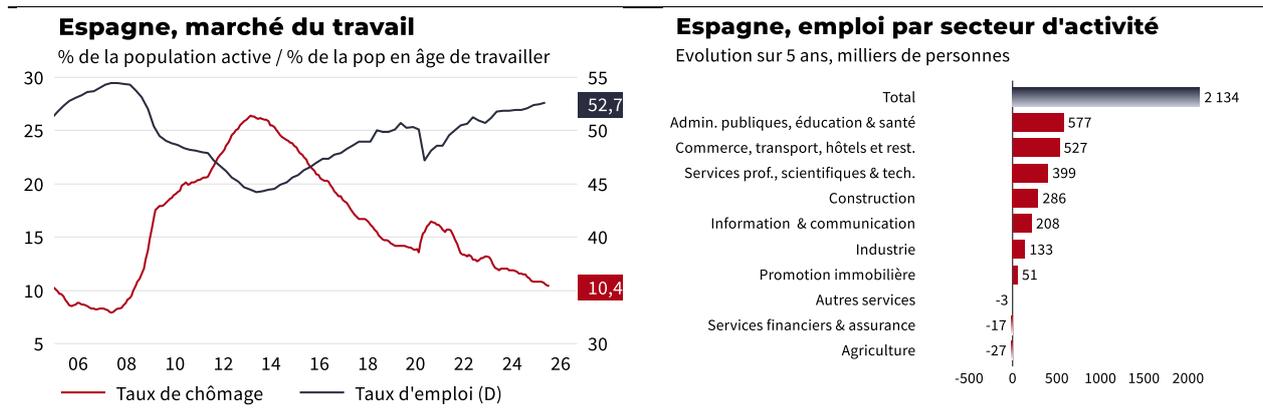
Source : Commission européenne, RRF scoreboard, SG Études Économiques et Sectorielles | Source : INE, LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

**Cependant, la vague de chaleur et les violents incendies du mois d'août** pourraient réduire l'attractivité du territoire dans les années à venir. Ce fut la pire saison d'incendies de forêt depuis 30 ans en Espagne, avec plus de 380 000 hectares brûlés, soit près de cinq fois la moyenne annuelle. Sont en cause des conditions météorologiques extrêmes : une température supérieure de 4,6 degrés aux normales de saison (la vague de chaleur la plus sévère de l'histoire du pays) et des vents forts. Le nombre de décès liés à la chaleur atteint 2177 en août. Le surtourisme a également des conséquences négatives pour les résidents espagnols : tensions sur les prix des logements, surpeuplement urbain (Barcelone) et impact sur la nature et l'environnement (en particulier aux Baléares et aux Canaries). Les protestations se multiplient, les manifestants réclamant une réglementation des locations de courte

durée, des taxes de séjour pour financer les infrastructures locales et des limites sur les navires de croisière et les projets touristiques à grande échelle.

**Le marché du travail est toujours dynamique**, avec des créations d'emplois qui atteignent 700 000 sur un an et plus de deux millions sur cinq ans. La main-d'œuvre étrangère (principalement en provenance d'Amérique du Sud) a contribué à plus de 80 % de l'augmentation. La plupart des emplois ont été créés dans les services professionnels (programmation informatique, conseil, ...), les activités de santé humaine et les services d'hébergement. Le taux de chômage continue de baisser, mais les tensions salariales restent modérées.

### Le marché du travail reste tendu et les créations d'emplois sont généralisées dans les services



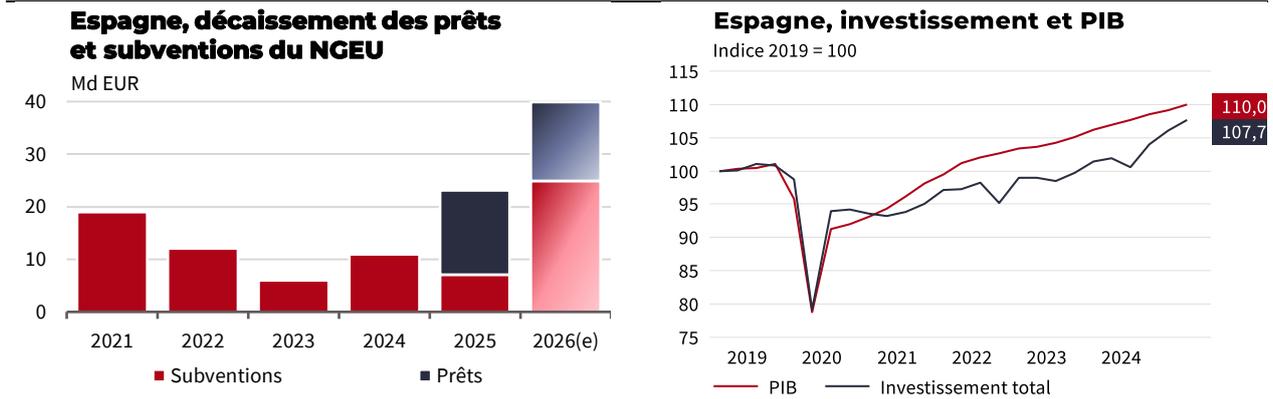
Source : INE, LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Source : Eurostat, LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

**L'économie espagnole entre dans une nouvelle phase d'expansion plus modérée** dans laquelle les moteurs de la croissance récente s'épuisent. La consommation publique et le tourisme étranger ont été les moteurs de la reprise, dépassant les niveaux d'avant la pandémie de 18 % et 43 %, respectivement. La croissance est désormais davantage soutenue par la consommation des ménages et l'investissement, qui sont tous deux les bienvenus. La tendance devrait se poursuivre compte tenu de la bonne tenue des bilans des ménages, de la baisse de l'inflation, de la hausse de l'emploi et des salaires, ainsi que de la baisse des taux d'intérêt à venir. L'investissement est tiré par la construction résidentielle, mais aussi par l'investissement public grâce aux ressources allouées à l'aide aux victimes des inondations à Valence et aux fonds NGEU.

**En août, la Commission européenne a déboursé 23,1 milliards d'euros à l'Espagne**, qui soutiendront des mesures visant à stimuler les énergies renouvelables, à réduire les formalités administratives et à améliorer l'efficacité de la justice. Les fonds seront également investis dans les voyages en train sur de courtes distances et renforceront la résilience en matière de cybersécurité. C'est le double du montant reçu en 2024 (11 milliards d'euros), et il reste encore jusqu'à 40 milliards d'euros de fonds NextGenerationEU à décaisser d'ici la fin de 2026, sur une enveloppe totale de 163 milliards d'euros (13 % du PIB).

## Jusqu'à 40 milliards d'euros de fonds à décaisser d'ici fin 2026



Source: Commission européenne, RRF scoreboard, SG Études Économiques et Sectorielles | Source: INE, LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

**Malgré l'impasse politique actuelle, il est peu probable que le Premier ministre Sanchez démissionne avant 2027.** La gestion des incendies cet été et les affaires de corruption liées à l'entourage du PM ont conduit à une crise politique en Espagne. Malgré la pression croissante, Sánchez a réitéré que ni sa démission ni des élections anticipées ne sont à l'étude, cherchant à maintenir sa coalition à flot jusqu'en 2027.

**L'Espagne n'a pas voté de nouveau budget depuis 2022, et cette année ne fera pas exception.** L'orientation budgétaire devrait ainsi être globalement neutre. Il y aura moins de dépenses de reconstruction post-inondations et un peu plus de dépenses de défense. Le gouvernement doit doubler son budget de défense à 33,7Md EUR (contre 17,5Md EUR l'an passé) pour atteindre l'objectif de 2% du PIB. Cela sera difficile compte tenu du manque persistant de soutien parlementaire. Le gouvernement va toutefois s'assurer le soutien de ses partenaires de coalition régionaux en prévoyant d'absorber 83Md EUR de dette détenue par les administrations régionales. Cette décision n'affecte pas la dette publique globale de l'Espagne, car les passifs des régions sont déjà inclus dans le calcul. Cette décision pourrait conduire à des actions de notation positives sur la dette régionale.

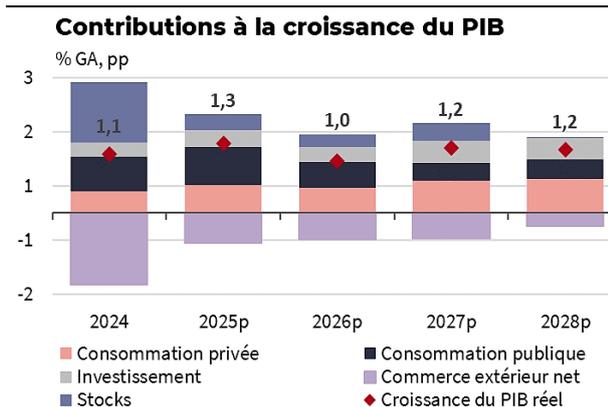
Espagne	2025p	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	2,6	1,8	1,6	1,6
Consommation des ménages	3,0	2,1	1,8	1,8
Consommation publique	1,5	1,7	1,0	0,8
Investissement	5,3	2,5	1,9	1,7
Exportations de biens & services	3,2	2,2	2,6	2,7
Importations de biens & services	4,5	2,8	2,7	2,7
Inflation, % moyenne annuelle	2,5	2,2	1,8	2,0
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2,4	2,1	1,8	2,0
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	2,2	1,6	1,6	1,4
Épargne des ménages, % du RDB	12,9	12,5	12,4	12,0
Chômage, % de la population active	10,9	10,9	11,1	11,3
Solde budgétaire, % du PIB	-2,8	-2,6	-2,5	-2,5
Dette publique, % du PIB	100	100	100	99
Solde courant, % du PIB	2,0	1,9	1,9	1,8

## ROYAUME-UNI

- **Le Royaume-Uni fait preuve de résilience, avec une croissance attendue supérieure à celle de ses pairs européens en 2025, avant un ralentissement en 2026**
- **Les dépenses publiques devraient soutenir l'activité jusqu'en 2026, mais une hausse de la fiscalité est anticipée en novembre afin de répondre aux tensions budgétaires**
- **L'inflation, désormais la plus élevée du G7, devrait rester au-dessus de l'objectif de 2% de la Banque d'Angleterre jusqu'en 2027, ce qui exclut toute nouvelle baisse des taux cette année**

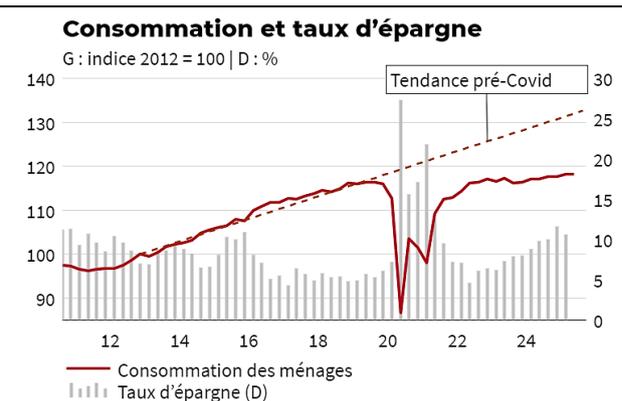
**L'économie britannique fait preuve de résilience, enregistrant la croissance la plus élevée parmi les pays du G7 au premier semestre 2025 (2,2 % annualisée).** Cette performance a été soutenue par les dépenses publiques et par une hausse des investissements privés au 1T25. Toutefois, un climat d'incertitude élevée continue de peser sur les exportations et la consommation des ménages. Les indicateurs conjoncturels à haute fréquence — notamment l'indice PMI Composite et l'Indicateur Composite Avancé de l'OCDE — signalent une surperformance du Royaume-Uni par rapport à ses pairs européens cette année. Nous prévoyons une croissance réelle du PIB de 1,3 % GA en 2025 mais anticipons un ralentissement à 1 % GA en 2026, à mesure que le soutien budgétaire s'estompe et que la faiblesse de la demande domestique privée révèle la fragilité sous-jacente de l'économie.

**Prévisions de croissance du PIB : maintien d'un rythme stable**



Source : SG Études Économiques et Sectorielles

**Un niveau élevé d'épargne freine la consommation des ménages**



Source : ONS, Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

**La consommation des ménages devrait rester atone en 2025-2026, avant de connaître une amélioration modérée en 2027-28.** Le maintien d'un niveau élevé d'épargne de précaution reflète un contexte d'incertitude mondiale persistante, l'affaiblissement du marché du travail britannique et des rendements élevés sur les gilts, qui freinent la baisse des taux hypothécaires malgré la poursuite du cycle d'assouplissement monétaire par la Banque d'Angleterre. En conséquence, la

consommation privée affiche un écart négatif d'environ 11% par rapport à la tendance de croissance pré-Covid. À moyen terme, nous anticipons une reprise graduelle de la consommation privée, soutenue par l'assouplissement monétaire, des effets de richesse positifs liés à la hausse des prix des actifs et la progression continue des revenus réels. Si le taux d'épargne des ménages devrait reculer dans les prochaines années, il restera supérieur à sa moyenne de long terme, les effets des chocs économiques successifs — Brexit, guerre en Ukraine, crise des prix de l'énergie et tensions commerciales persistantes — continuant d'influencer durablement le comportement des ménages.

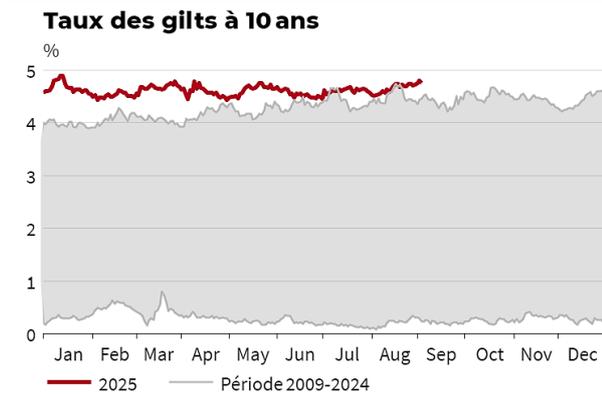
### **Des dépenses publiques appelées à soutenir la croissance jusqu'en 2026...**

Depuis son arrivée au pouvoir, le gouvernement travailliste a engagé 360Md GBP supplémentaires en dépenses courantes et en investissements publics — soit l'équivalent de 14% du PIB 2025. La majeure partie de cette somme est destinée au NHS, à la défense et aux infrastructures. Le profil de dépenses est concentré sur les premières années : les budgets ministériels augmenteront en moyenne de 3,4% par an jusqu'à l'exercice 2025-26, avant de ralentir à une moyenne de 1,5% par an jusqu'à 2028-29.

### **...mais des hausses d'impôts sont attendues en novembre dans un contexte de tensions sur les finances publiques.**

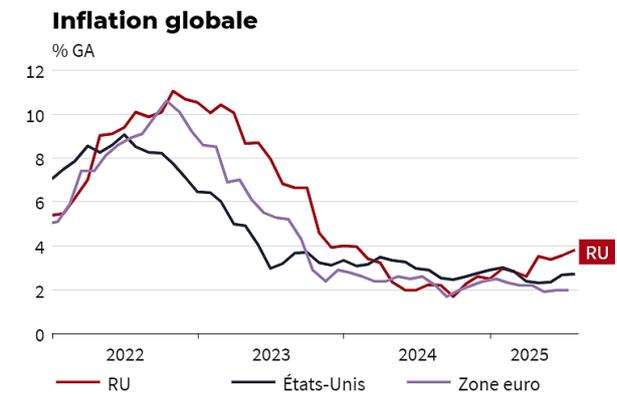
Sur l'année écoulée, l'emprunt du secteur public a dépassé les prévisions, et le rendement des obligations d'État à 10 ans est désormais le plus élevé du G7. Cette situation reflète des anticipations d'inflation élevées, les ventes actives d'obligations par la Banque d'Angleterre dans le cadre de son programme de Quantitative Tightening, ainsi qu'une prime de risque accrue alors que les investisseurs se concentrent sur les déficits jumeaux structurels du Royaume-Uni. Dans ce contexte, nous anticipons l'annonce de hausses d'impôts lors du budget d'automne de novembre, afin de reconstituer des marges de manœuvre budgétaires et de respecter les règles fiscales. À plus long terme, les mesures d'offre — notamment des réformes des règles d'urbanisme visant à accélérer la réalisation des infrastructures et la construction de logements — devraient accroître la croissance potentielle et alléger les pressions sur les finances publiques.

## Un rendement des obligations d'État britanniques à 10 ans inédit depuis 2009



Source : Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

## L'inflation britannique dépasse celle de ses pairs



Source : ONS, Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

**L'inflation devrait rester élevée en 2025-26 avant de converger progressivement vers l'objectif de 2% de la Banque d'Angleterre en 2027.** L'inflation globale a atteint 3,8% GA en juillet — un plus haut depuis 18 mois — plaçant le Royaume-Uni en tête du G7, à un niveau presque deux fois supérieur à celui de la zone euro. Les pressions inflationnistes internes sont persistantes, en particulier dans les services, où l'inflation est montée à 5%. Cette dynamique est alimentée par la forte croissance des salaires, ainsi que par la décision du gouvernement d'augmenter la taxe sur les véhicules, les tarifs de l'eau, les cotisations patronales et le salaire minimum national. Nous anticipons que ces facteurs maintiendront l'inflation à un niveau élevé, avec une moyenne de 3,5% GA en 2025. Cependant, le marché du travail montre des signes de ralentissement, les entreprises ajustant l'emploi et les salaires pour compenser la hausse des coûts de main-d'œuvre et préserver leurs marges. Le taux de chômage est monté à 4,7% — un plus haut depuis mai 2021 — tandis que le ratio entre offres d'emploi et chômage est revenu à sa moyenne d'avant-pandémie. Les difficultés de recrutement signalées par les entreprises sont tombées à leur plus bas niveau depuis quatre ans. À mesure que le marché du travail s'affaiblit et que des marges de capacité inutilisées apparaissent, nous prévoyons un renforcement des forces désinflationnistes à partir de 2026, ouvrant la voie à un retour de l'inflation à 2% en 2027.

**Nous n'anticipons pas de nouvelles baisses de taux de la Banque d'Angleterre en 2025.** Avec une inflation proche du double de la cible, une croissance économique proche de son potentiel et des anticipations d'inflation à long terme toujours élevées chez les entreprises et les ménages, la Banque d'Angleterre doit agir avec prudence pour s'assurer que la poussée actuelle reste temporaire et éviter une spirale prix-salaires susceptible d'ancrer une inflation durablement plus forte. Après sa décision du 7 août de réduire le taux directeur de 25pb à 4%, nous prévoyons qu'elle maintiendra ses taux inchangés jusqu'à la fin de l'année. Elle devrait reprendre son cycle d'assouplissement monétaire en 2026, lorsque le ralentissement de la croissance et la baisse de l'inflation offriront une marge pour de nouvelles baisses.

**Les risques restent orientés à la baisse, principalement en raison des tensions internationales.** Une escalade géopolitique pourrait provoquer une hausse des prix de l'énergie, compromettant la trajectoire désinflationniste attendue en 2026 et maintenant les rendements des gilts à un niveau élevé. D'autres risques baissiers proviennent de la montée des frictions commerciales et de l'incertitude liée à une possible extension des droits de douane américains qui — même sans viser directement le Royaume-Uni — pèserait sur la confiance des entreprises et sur la demande extérieure.

Royaume-Uni	2025p	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	1,3	1,0	1,2	1,2
Consommation des ménages	0,8	0,8	1,0	1,0
Consommation publique	3,3	2,1	1,5	1,6
Investissement	1,8	1,5	2,3	2,2
Exportations de biens & services	3,2	1,0	1,4	2,0
Importations de biens & services	4,5	2,3	2,5	2,4
Inflation, % moyenne annuelle	3,5	2,6	2,1	2,1
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	3,6	2,7	2,0	2,0
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	0,5	0,7	0,7	0,7
Épargne des ménages, % du RDB	9,8	9,7	9,4	9,1
Chômage, % de la population active	4,7	4,8	4,9	4,9
Solde budgétaire, % du PIB	-5,4	-5,5	-5,3	-5,0
Dette publique, % du PIB	99	101	102	103
Solde courant, % du PIB	-3,4	-3,5	-3,6	-3,6

## ÉTATS-UNIS

---

- **Les droits de douane sont désormais en moyenne supérieurs de 13pp par rapport à 2024, mais l'incertitude demeure élevée**
- **Les inquiétudes concernant l'indépendance de la Fed et la croissance de la dette fédérale devraient contribuer à une hausse des primes de risque, en particulier sur le segment long de la courbe des Treasuries**
- **Le ralentissement de la croissance de l'emploi dans les secteurs cycliques illustre l'ampleur de la détérioration du marché du travail, incitant la Fed à accorder davantage de poids à son mandat sur l'emploi et à accélérer les baisses de taux, malgré une inflation supérieure à l'objectif et des risques orientés à la hausse**

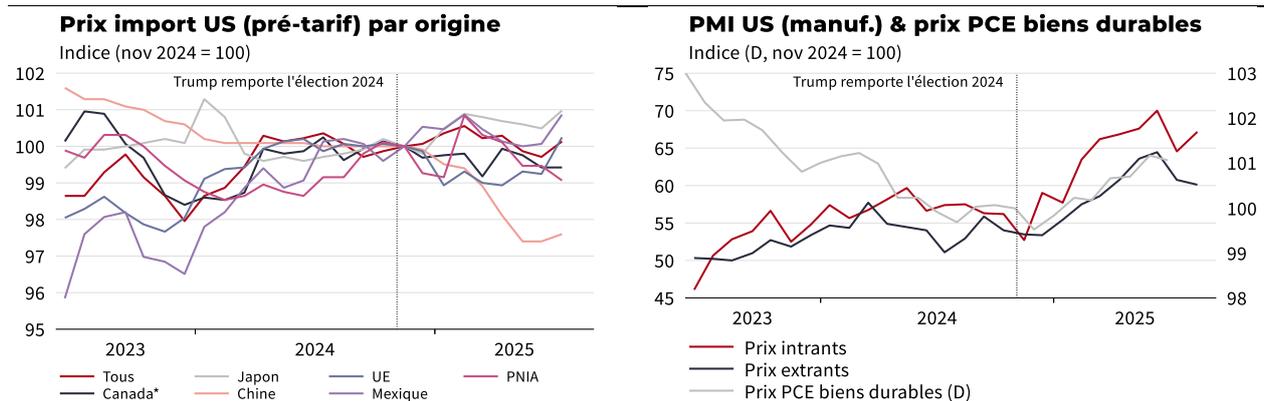
**À la suite d'une série d'accords commerciaux couvrant environ 45 % des importations américaines, le taux moyen pondéré des droits de douane (avant effets de substitution) est environ 13pp plus élevé que l'année dernière.** Les représailles officielles sont restées limitées jusqu'à présent ; toutefois, nous n'anticipons pas de forte impulsion pour les exportations américaines. Celles-ci devraient faire face à une concurrence accrue sur les marchés mondiaux, les partenaires commerciaux cherchant à se diversifier et réduire leur exposition à la volatilité politique.

**L'administration Trump a signé une série d'accords, combinant d'un côté des droits de douane protectionnistes sur les importations et, de l'autre, une réduction des barrières à l'entrée pour les exportations américaines.** Les contreparties se sont également engagées à des objectifs peu réalistes en matière d'investissements étrangers et d'importations, dont le plus important est la promesse de l'UE d'acheter 750Md USD de GNL, de pétrole et de produits liés à l'énergie nucléaire d'ici 2028. Ce montant représenterait une hausse annuelle de plus de 150 % par rapport aux niveaux actuels d'importations dans ces secteurs. Certains secteurs prioritaires pour la croissance des exportations américaines dans les négociations commerciales, notamment le GNL et l'aéronautique civile, font face à de fortes contraintes d'offre à court terme, ce qui rend improbable la satisfaction de nouvelles commandes avant 2030 si elles se matérialisent. Un autre frein à la croissance des exportations provient des droits de douane de 50 % imposés par l'administration sur l'acier, l'aluminium et les produits « dérivés », qui augmenteront les coûts des intrants et limiteront la capacité des fabricants américains à accroître leur production.

**L'incertitude commerciale a reculé par rapport à son pic post-« Jour de la Libération », mais reste nettement supérieure aux niveaux des dernières années.** Des enquêtes au titre de la section 232 sont en cours dans des secteurs tels que les semi-conducteurs, les produits pharmaceutiques et le bois, ce qui signifie

que de nouveaux droits pourraient être imposés sur des biens actuellement exemptés. Si l'administration estime que les promesses d'investissement et d'importation des partenaires ne sont pas tenues, les tensions pourraient ressurgir. Un accord signé ne doit pas être confondu avec une résolution durable, comme l'illustrent les tensions commerciales persistantes avec les voisins des États-Unis malgré l'USMCA conclu lors du premier mandat de Trump. Par ailleurs, la base juridique de l'augmentation de certains droits de douane reste incertaine après que la Cour d'appel du circuit fédéral a confirmé la décision de la Cour du commerce international, qui a jugé illégaux les droits imposés en vertu de l'International Emergency Economic Powers Act (IEEPA). L'administration a fait appel, maintenant les droits en place jusqu'à ce que la Cour suprême examine l'affaire. Plusieurs issues sont possibles, y compris l'annulation de tous les droits « réciproques » instaurés sous l'IEEPA et un ordre de remboursement des droits perçus. Les droits au titre de la section 232 sont juridiquement plus solides en vertu de l'autorité présidentielle conférée par le Trade Expansion Act de 1962 et sont donc plus susceptibles de rester en place, voire d'être étendus si les droits IEEPA sont annulés. Cette incertitude persistante pourrait retarder les décisions d'investissement et d'embauche, pesant sur la croissance.

### Les Américains paieront l'essentiel des droits de douane, et non les étrangers.



Sources : Bureau of Labor Statistics, Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

\*Biens manufacturés canadiens

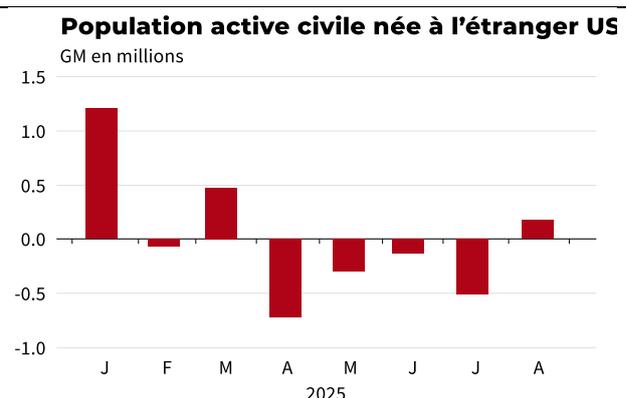
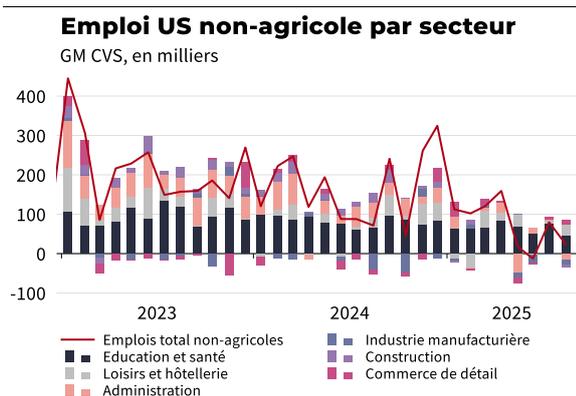
Sources : S&P Global, Bureau of Economic Analysis, Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

**Contrairement aux souhaits de l'administration, l'augmentation des droits n'est pas intégralement payée par les exportateurs**, comme le montrent les indices de prix à l'importation avant droits, restés relativement stables au premier semestre 2025, à l'exception d'une baisse modeste de 2,5 % des prix des importations en provenance de Chine depuis le début de l'année. Comme prévu, les droits augmentent plutôt les coûts des intrants dans les secteurs les plus dépendants des importations, tels que les biens durables, auparavant un secteur désinflationniste. L'impact complet sur les prix à la consommation prendra du temps à se matérialiser à mesure que les stocks s'épuiseront. Nous continuons de prévoir un pic d'inflation vers 4 % autour de la fin de l'année. Le risque demeure que la hausse des prix à l'importation se répercute sur des secteurs moins directement

touchés, y compris les services (où l'inflation reste obstinément élevée à 3,6 %). Plus largement, une inflation plus élevée éroderait les revenus réels et pèserait sur la consommation, ce qui freinera la croissance. Si les droits sont maintenus après la décision de la Cour suprême, ils consolideraient la protection des producteurs nationaux les moins efficaces, réduisant la pression concurrentielle et freinant la productivité pendant des années.

**Le pression politique sur la Fed s'est considérablement intensifiée, plaçant l'institution dans sa position la plus périlleuse depuis Nixon.** Trois gouverneurs sont désormais des nommés par Trump. Le président a révoqué la gouverneure Lisa Cook pour des erreurs de déclaration d'hypothèques, en attente d'un examen judiciaire. Le mandat de Jerome Powell en tant que président se termine en mai 2026, bien qu'il reste incertain qu'il termine son mandat de gouverneur, qui court jusqu'en 2028. L'influence que le groupe croissant de gouverneurs nommés par l'administration pourra exercer sur le reste du Conseil et les présidents régionaux reste à déterminer, cependant, la politisation de la politique monétaire risque de saper la crédibilité de la Fed dans le maintien de la stabilité des prix. Cela pourrait accroître les risques d'inflation, surtout dans un contexte de tensions économiques croissantes. Une autre érosion institutionnelle est visible dans la révocation de la directrice du Bureau of Labor Statistics. Les marchés semblent complaisants face à ces évolutions, en particulier la concentration croissante du pouvoir exécutif au détriment du contrôle du Congrès. Cette érosion progressive de la prévisibilité, de la crédibilité et de la confiance institutionnelles devrait contribuer à la poursuite de la dépréciation du dollar et à une pentification de la courbe des taux. Les primes de terme sur les bons du Trésor à 10 ans devraient atteindre 1 %, augmentant les coûts d'emprunt dans l'ensemble de l'économie réelle.

**Les embauches ralentissent fortement alors que les travailleurs étrangers sont expulsés, empêchant le taux de chômage de s'accroître rapidement.**



Sources : Bureau of Labor Statistics, Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

Sources : S&P Global, Bureau of Economic Analysis, Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

**Les embauches se sont fortement détériorées au deuxième trimestre 2025, avec des gains moyens de seulement 27 000 emplois par mois entre avril et août – bien en dessous du seuil de croissance de l'emploi nécessaire pour maintenir l'équilibre, même en tenant compte d'une hausse supposée du NAIRU.** Le

ralentissement pourrait avoir commencé plus tôt qu'on ne le pensait. Dans sa révision préliminaire de référence, le BLS a indiqué que la croissance de l'emploi sur les 12 mois jusqu'en mars 2024 pourrait avoir été surestimée de 911 000 postes, réduisant de moitié les gains mensuels moyens, de 147 000 à 71 000. L'économie subit des mutations simultanées. Les droits de douane introduits en 2025 et le durcissement de la politique migratoire accentuent les frictions sur le marché du travail. Depuis avril, environ 1,5Mn de travailleurs nés à l'étranger auraient quitté la population active, ce qui abaisserait probablement le seuil d'équilibre pour les créations d'emplois non agricoles. Au cours de l'année écoulée, la croissance des embauches s'est concentrée dans la santé et l'assistance sociale – des secteurs largement protégés des dynamiques économiques générales par la sécurité sociale et les transferts publics. En revanche, les secteurs de la construction, de l'industrie manufacturière et du commerce de détail – généralement indicateurs coïncidents de la demande privée – montrent des signes de faiblesse. Lors des ralentissements, ces secteurs sont souvent fortement corrélés à une détérioration plus large du marché du travail. Nous prévoyons une accélération des licenciements, renforçant notre prévision d'un taux de chômage de 4,7 % en fin d'année.

Dans ce contexte, **la Fed devrait privilégier le volet emploi de son mandat**, malgré une inflation qui reste au-dessus de l'objectif. Le gouverneur Powell a indiqué à Jackson Hole que l'équilibre des risques penche désormais en faveur d'une détérioration du marché de travail. Il considère que le risque d'une hausse des prix liée aux droits de douane déclenche une spirale prix-salaires est faible, une position conforme à l'aile accommodante du Conseil. Nous anticipons donc une accélération des baisses de taux par le FOMC – en faisant abstraction de la poussée d'inflation attendue liée aux tarifs douaniers – pour ramener la fourchette cible à 4,0 %-3,75 % d'ici la fin de l'année, suivie d'une baisse de 25bp au 1T26. En reléguant les risques inflationnistes au second plan, la Fed risque d'accroître l'incertitude sur l'évolution de l'inflation à long terme, ce qui contribuera probablement à une hausse du prime de terme.

**Les risques pour les perspectives restent orientés à la baisse.** Bien que l'investissement doive être soutenu dans les années à venir par l'essor d'intelligence artificielle (IA), il reste difficile d'évaluer l'ampleur des gains de rentabilité que cette technologie peut offrir. Une étude récente du MIT<sup>1</sup> a révélé que 95 % des investissements liés à l'IA n'ont pas généré de gains de rentabilité mesurables, suscitant des inquiétudes quant à la durabilité des valorisations actuelles. Le leadership du marché est très concentré : quatre entreprises représentent environ 60 % des gains du S&P 500 depuis le début de l'année. Les ratios cours/bénéfices restent élevés par rapport aux moyennes historiques. Un retour vers des valorisations moyennes pourrait effacer des milliers de milliards de dollars de

<sup>1</sup> MIT NANDA (2025) The GenAI Divide: State of AI in Business 2025  
[https://mlq.ai/media/quarterly\\_decks/v0.1\\_State\\_of\\_AI\\_in\\_Business\\_2025\\_Report.pdf](https://mlq.ai/media/quarterly_decks/v0.1_State_of_AI_in_Business_2025_Report.pdf)

richesse des ménages, amplifiant l'effet de richesse négatif sur la consommation liée aux droits de douane et accentuant les risques baissiers pour la croissance au-delà de notre scénario central.

États-Unis	2025p	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	1.7	1.4	1.0	1.8
Consommation des ménages	1.7	1.5	1.2	1.8
Consommation publique	1.0	1.4	1.1	1.4
Investissement	1.9	2.2	2.1	2.4
Exportations de biens & services	1.9	1.4	1.0	2.4
Importations de biens & services	2.4	2.1	2.5	3.4
Inflation, % moyenne annuelle	3.2	2.9	2.6	2.6
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	3.4	2.8	2.6	2.7
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	1.5	1.9	1.2	1.7
Épargne des ménages, % du RDB	4.3	4.7	4.7	4.9
Chômage, % de la population active	4.4	4.9	5.2	5.1
Solde budgétaire, % du PIB	-5.7	-6.7	-6.8	-7.0
Dettes publiques, % du PIB	100	104	108	111
Solde courant, % du PIB	-3.6	-3.8	-3.8	-3.9

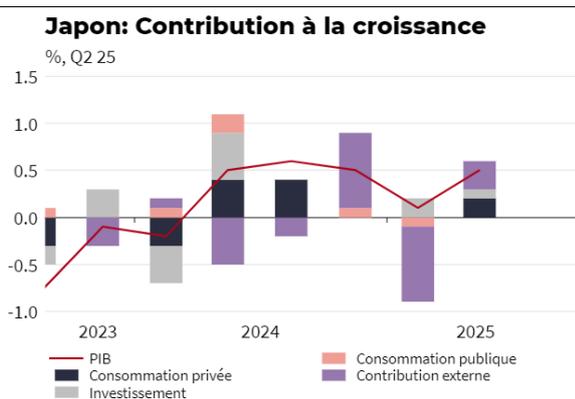
# JAPON

- **Le PIB ralentira à 0,6 % en 2026 après 1 % en 2025, en raison des frictions commerciales mondiales et de l'impact de l'inflation sur la consommation**
- **La normalisation de la politique monétaire devrait se poursuivre de manière très graduelle**
- **Après la démission du premier ministre, le Japon entre dans une nouvelle période d'incertitudes politiques**

**Après un fort élan au premier semestre 2025, l'économie perd de son dynamisme.** Elle devrait croître de 1 % en 2025, tirée au premier semestre par une consommation privée résiliente, la reprise des investissements des entreprises, ainsi par le commerce anticipé en raison des tarifs. Cependant, la consommation devrait ralentir alors que les finances des ménages sont frappées par une inflation persistante, tandis que la croissance salariale nominale ralentit. Parallèlement, les incertitudes politiques, après la démission du premier ministre et en raison de la faiblesse du gouvernement minoritaire, pèseront sur la conjoncture.

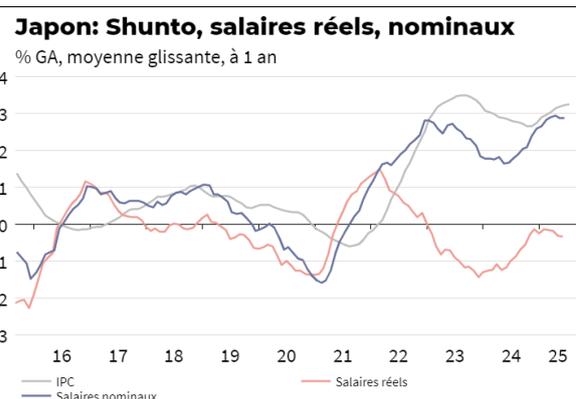
**L'essor des exportations est entravé par les frictions commerciales mondiales.** L'accord commercial du Japon avec les États-Unis inclut des niveaux relativement modérés de droits de douane réciproques et de taxes sur les voitures japonaises, tous deux à 15 %. Mais pour un pays grand exportateur de véhicules, de machines et de robots, cela reste cependant négatif pour la croissance. Les États-Unis sont la principale destination d'exportation du Japon avec 20 % du total des exportations de biens en 2024.

## La croissance va être freinée par les tarifs



Source : Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

## L'inflation érode le pouvoir d'achat



Source : Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

**L'investissement des entreprises va continuer à soutenir la croissance.** Les bénéfices des entreprises sont solides, notamment dans des secteurs tels que les services, qui ont bénéficié de fortes ventes intérieures grâce au tourisme et à des prix plus élevés. L'augmentation des bénéfices soutient leurs investissements. Ils

devraient continuer à augmenter, bien que à un rythme plus lent, soutenus par des subventions gouvernementales, notamment pour les investissements verts et numériques. Le besoin structurel d'augmenter la productivité face aux contraintes de main-d'œuvre devrait également stimuler l'investissement des entreprises à moyen terme.

**L'inflation devrait s'atténuer**, mais le Japon restera à l'abri de la déflation. Les tensions géopolitiques accrues et les conditions météorologiques défavorables ont maintenu les prix de l'énergie et des aliments élevés. Ces facteurs devraient maintenant s'estomper. La croissance des salaires réels devrait prendre le relais et soutenir l'inflation. À moyen terme, les pénuries de main-d'œuvre et le vieillissement de la population pourraient exercer une pression sur les salaires et les prix. Cependant, les performances passées appellent à la prudence. Même si les attentes sont désormais beaucoup plus ancrées, la trajectoire de l'inflation pourrait néanmoins décevoir si les salaires réels s'ajustent à une croissance du PIB inférieure aux prévisions.

### Les anticipations d'inflation se stabilisent

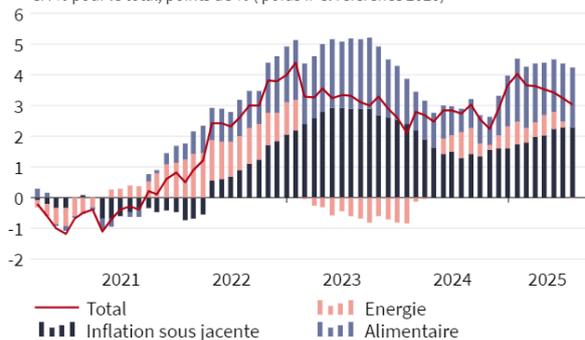


Source : Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles G

### L'inflation sous-jacente reste forte

#### Japon: décomposition de l'inflation

GA % pour le total, points de % ( poids IPC: référence 2020)



Source : Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles G

**La Banque du Japon devrait continuer à normaliser sa politique monétaire** au cours des deux prochaines années et porter son taux directeur à environ 1 % d'ici fin 2026. La banque centrale restera prudente tout au long de cette période pour s'assurer que la normalisation de la politique ne cause pas de ralentissement et ne compromettre son succès dans la reprise. Le rythme des futures hausses de taux dépendra des données sur l'inflation et la croissance des salaires réels. Nous nous attendons à ce que la BoJ continue son resserrement quantitatif. La banque centrale a réduit ses achats d'obligations d'État à dix ans et de fonds négociés en bourse, ce qui réduit la taille de son bilan. La BoJ ralentirait cette réduction seulement si la volatilité du marché des obligations est jugée trop élevée. En raison de son histoire de déflation, nous nous attendons à ce que la BoJ fasse preuve de prudence.

**Le déficit fiscal devrait se réduire légèrement sur l'horizon de prévision**, mais la politique budgétaire restera favorable à l'activité. Le déficit devrait s'élargir en 2025 en raison du plan de relance mis en œuvre à la fin de 2024, avec la reprise des

subventions pour atténuer les pressions inflationnistes sur les ménages. À moyen terme, les dépenses liées au vieillissement, en particulier dans le secteur de la santé, continueront d'exercer une pression sur le déficit fiscal. L'augmentation prévue des dépenses de défense d'ici 2027 est significative, pour s'aligner sur le nouvel objectif de 2 % du PIB. Les coûts du service de la dette vont également augmenter. Nous prévoyons que le déficit fiscal sera d'environ 3 % du PIB au cours de l'horizon de prévision.

**Le Premier ministre japonais Ishiba a annoncé sa démission début septembre**, suite à sa présidence du parti après un deuxième échec aux élections nationales lors des élections de la Chambre haute en juillet. La décision d'Ishiba est intervenue avant un vote du LDP qui aurait pu forcer son départ. La préoccupation actuelle est de voir un nouveau Premier ministre moins engagé envers la discipline fiscale.

**Les risques sont orientés à la baisse.** Les incertitudes concernant le commerce mondial pourraient continuer à exercer des pressions sur les exportations japonaises (environ 20 % du PIB) et la croissance, et retarder le rythme de la normalisation de la politique monétaire. Une forte appréciation du yen pourrait réduire les bénéfices des entreprises et peser sur les salaires. Les taux d'intérêt sur les obligations d'État japonaises à long terme augmentent et une perte de confiance dans la durabilité fiscale du Japon pourrait accroître la prime de risque souverain.

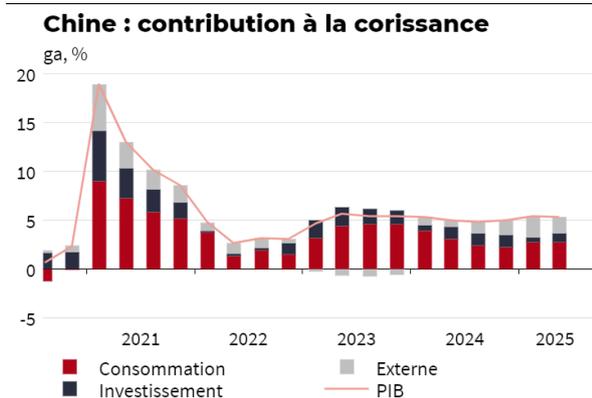
Japon	2025p	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	1.0	0.7	0.7	0.6
Consommation des ménages	1.1	0.8	0.8	0.6
Consommation publique	0.3	0.8	0.4	0.4
Investissement	2.1	0.8	0.7	0.6
Exportations de biens & services	3.1	1.5	1.7	2.0
Importations de biens & services	4.1	2.6	2.0	1.8
Inflation, % moyenne annuelle	3.4	1.8	1.5	1.5
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2.8	1.6	1.2	1.2
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	0.8	0.7	0.7	0.6
Épargne des ménages, % du RDB	3.9	3.8	3.7	3.7
Chômage, % de la population active	2.5	2.2	2.1	2.3
Solde budgétaire, % du PIB	-3.3	-3.2	-3.1	-3.1
Dettes publiques, % du PIB	238	240	240	242
Solde courant, % du PIB	4.2	4.0	4.2	4.2

## CHINE

- **L'activité ralentit. La croissance économique devrait atteindre 4,7 % en 2025 et ralentir à 4,2 % en 2026**
- **Les exportations devraient être freinées par les droits de douane imposés par les États-Unis. La correction immobilière se poursuit**
- **Le dosage des politiques restera accommodant et progressif, mais ne devrait pas apporter de solution structurelle**

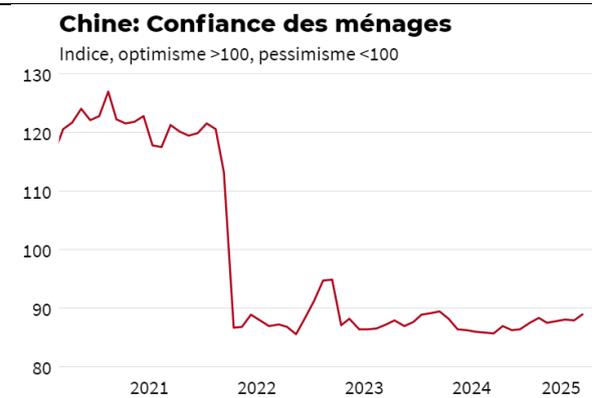
**Les perspectives de croissance se détériorent** en raison de la faiblesse persistante de la confiance, des effets durables du ralentissement du marché immobilier et des obstacles liés aux droits de douane supplémentaires sur les exportations. Le rééquilibrage de la croissance vers la consommation pourrait accroître le potentiel de croissance de la Chine, mais les mesures liées à la consommation restent pour l'instant trop marginales. Sans reprise du secteur immobilier et sans mesures structurelles (amélioration de la protection sociale, etc.), la confiance des ménages restera faible et freinera la consommation

### La croissance est tirée par les exports en S1



Source : SG Études Économiques et Sectorielles

### La confiance des ménages reste faible



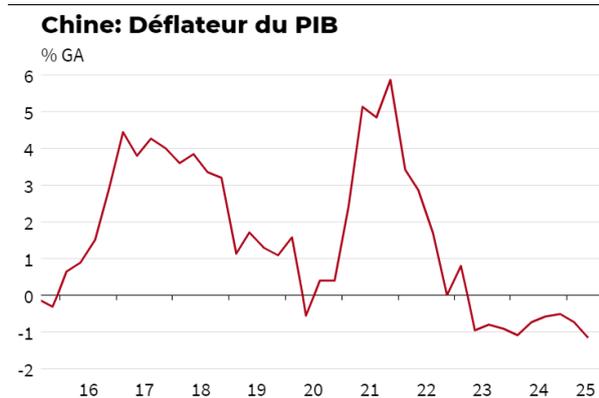
Source : SG Études Économiques et Sectorielles

**Les exportations sont restées résilientes jusqu'à présent, mais elles sont désormais confrontées à des droits de douane plus élevés vers les États-Unis.**

Les exportations chinoises ont même surpris à la hausse, passant de 5,9 % en juin à 7,2 % en juillet en dollars américains. Les achats anticipés avant les échéances de juillet dans de nombreux pays ont soutenu la vigueur des exportations. Par destination, les exportations vers les États-Unis ont chuté de plus de 20 %, mais cette baisse a été largement compensée par l'augmentation des expéditions vers l'UE et les pays de l'ANASE. Les tarifs sur les biens chinois devaient augmenter à 54 %, mais sont désormais revenus à 30 % jusqu'à ce qu'un accord commercial soit conclu, tandis que les réexpéditions continuent de faire face à un tarif de 40 %. Les exportateurs chinois, compte tenu de la déflation intérieure et de la demande faible, sont susceptibles d'offrir des prix d'exportation de plus en plus compétitifs.

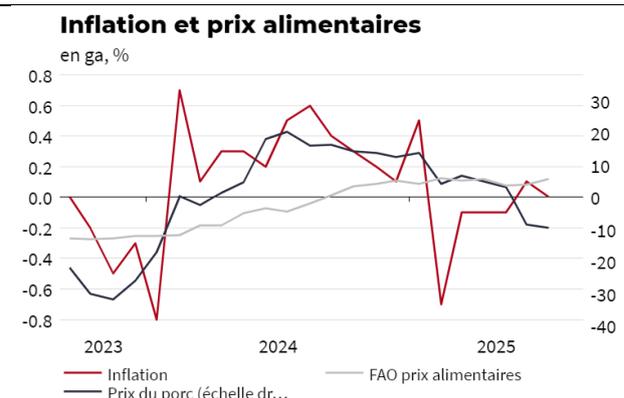
**Le secteur immobilier continue de se contracter de manière relativement contrôlée grâce aux mesures de soutien**, mais les problèmes structurels comme la fragilité de la confiance des acheteurs et les surcapacités persistent. Les prix de l'immobilier ont continué de baisser, et le recul dans les villes de premier rang s'est même intensifié. De nouvelles mesures d'assouplissement des restrictions d'achat ont été annoncées. Elles s'ajoutent aux mesures de soutien prises en mai, avec la réduction du taux d'emprunt préférentiel (LPR) de 10 points de base, à 3 % et 3,5 % pour les LPR à 1 an et 5 ans respectivement, et la réduction des préventes de logements par les promoteurs immobiliers.

### Le déflateur du PIB reste négatif



Source : SG Études Économiques et Sectorielles

### L'inflation est proche de zero



Source : SG Études Économiques et Sectorielles

**La politique économique restera accommodante et progressive, mais ne devrait pas apporter de solution structurelle.** Le Congrès national du Parti communiste chinois, qui s'est tenu en mars, a fait de la consommation une priorité absolue pour soutenir la croissance cette année. En conséquence, le budget du programme de reprise mis en place depuis juillet a été doublé, passant de 150 milliards à 300 milliards de yuans, financé par l'émission d'obligations spéciales du Trésor. Pour rappel, ce programme, qui consiste à remplacer les appareils électro-ménagers par des modèles plus économes en énergie, a contribué à accélérer la consommation d'un point de pourcentage en 2024. Il a désormais été étendu aux voitures et aux appareils électroniques (smartphones, tablettes, etc.). Bien que son champ d'application ait été élargi, son impact devrait être moins important en 2025 et seulement temporaire. L'objectif de déficit budgétaire a également été relevé de 1 point de pourcentage à 4 % en 2025, le plus élevé de l'histoire, mais il devrait compenser en partie les pertes à l'exportation.

**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 considérations de sécurité nationale continueront de peser sur le rôle de la Chine dans les chaînes de valeur mondiales et de le façonner. La question de Taïwan reste également une source de risque. La Chine a durci son discours à l'égard de l'île, ce qui a entraîné une augmentation des activités militaires coercitives. Par

conséquent, les risques d'erreurs liées aux exercices militaires chinois ne peuvent être exclus.

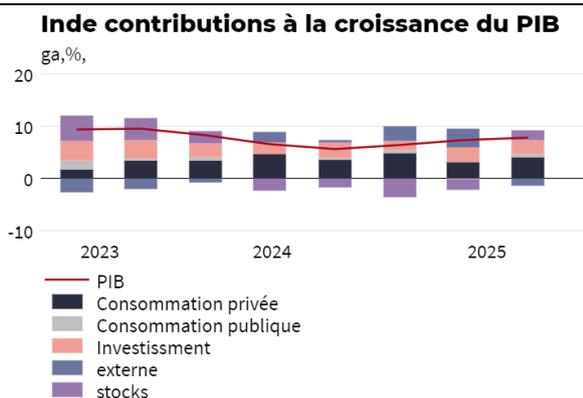
<b>Chine</b>	<b>2025p</b>	<b>2026p</b>	<b>2027p</b>	<b>2028p</b>
PIB en volume, GA, %	4.7	4.2	4.0	3.8
Consommation des ménages	5.5	4.5	4.2	3.8
Consommation publique	6.1	4.9	4.8	4.5
Investissement	4.0	4.0	3.9	3.5
Exportations de biens & services	3.0	1.8	2.1	2.5
Importations de biens & services	4.0	2.8	2.2	2.0
Inflation, % moyenne annuelle	0.3	1.0	1.2	1.5
Solde budgétaire, % du PIB	-8.0	-7.8	-7.6	-7.6
Dettes publiques, % du PIB	94	97	99	101
Solde courant, % du PIB	1.5	1.0	1.0	0.9

## INDE

- **La croissance du PIB restera élevée, même si le conflit commercial avec les États-Unis atténue l'élan**
- **Le système financier est devenu plus résilient, ce qui lui permet d'accompagner la dynamique d'investissement national**

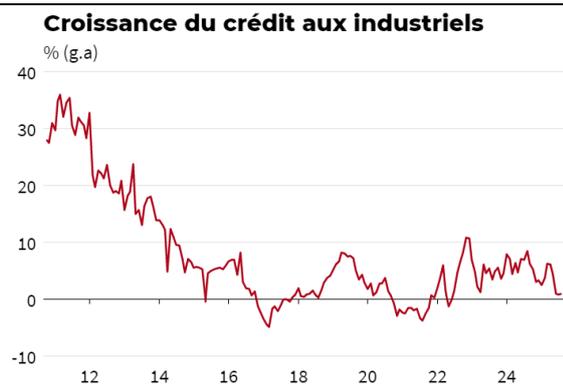
**La croissance du PIB sera affectée par les nouveaux droits de douane américains, qui sont nettement supérieurs à ceux de leurs homologues asiatiques.** En août, les États-Unis ont imposé des droits de douane supplémentaires de 25 % sur les exportations indiennes, en guise de sanction pour l'achat d'équipements militaires et de pétrole à la Russie, portant ainsi le taux total des droits de douane sur la plupart des exportations indiennes de 25 % à 50 %. S'ils restent en vigueur, ils réduiront la croissance du PIB d'environ 0,3 %. Cela nous a amenés à réviser nos prévisions à 6,1 % en 2026. Les États-Unis représentent 20 % des exportations de biens de l'Inde, soit environ 2 % du PIB indien. Les biens concernés par les nouveaux droits de douane (45 milliards de dollars, soit 1 % du PIB) proviennent principalement de secteurs à forte intensité de main-d'œuvre tels que le textile, les pierres précieuses et les bijoux, le cuir et les crevettes. L'impact devrait être partiellement atténué par la possibilité de réorienter une partie de ces exportations. Parallèlement, l'intérêt croissant pour le vaste marché intérieur indien et les efforts des multinationales pour se diversifier au-delà de la Chine ont récemment encouragé les entreprises mondiales à former des partenariats axés sur l'exportation avec des fabricants locaux. Cela devrait soutenir les secteurs qui restent jusqu'à présent exemptés des nouvelles taxes, tels que les produits pharmaceutiques, les produits électroniques finis et les produits pétroliers raffinés.

## La croissance a rebondi en 2025



Source : SG Études Économiques et Sectorielles

## L'investissement privé devrait redémarrer



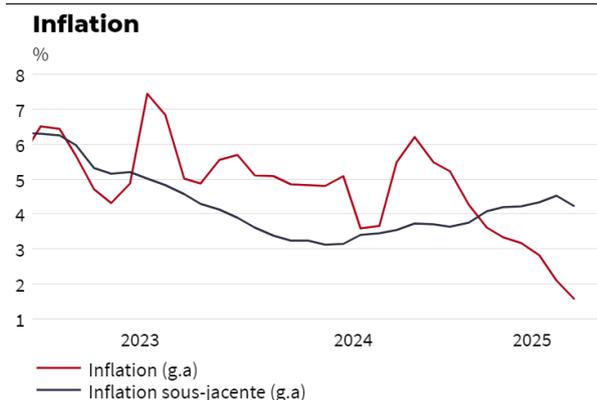
S Source : SG Études Économiques et Sectorielles

**Le pays a bénéficié d'années d'investissements publics**, facilités également par la reprise du secteur bancaire. Nous prévoyons une reprise progressive des investissements privés dès cet exercice fiscal, soutenue par des baisses de taux et des améliorations des infrastructures à la suite de la campagne massive

d'investissements publics. La réforme prévue de simplification de la taxe sur les biens et services devrait également soutenir la consommation. Cela devrait permettre à la croissance de se maintenir autour de 6,5 % en glissement annuel à moyen terme.

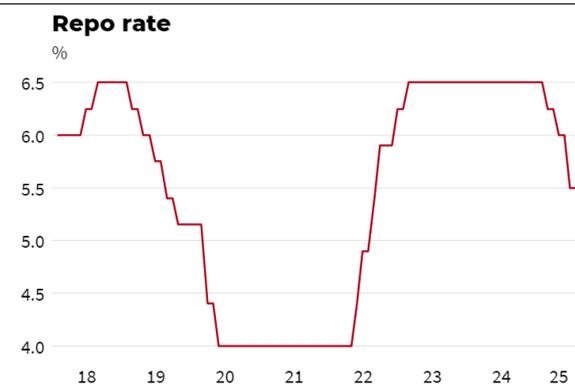
**L'inflation ralentit et devrait se stabiliser autour de 4 %**, ce qui permettra de nouvelles baisses des taux d'intérêt qui devraient soutenir la consommation privée. L'inflation a fortement ralenti pour s'établir à moins de 2 % en glissement annuel en juillet, en raison de la baisse des prix des légumes sous l'effet d'une mousson favorable, mais l'inflation sous-jacente reste supérieure à 4 % après une accélération due aux prix de l'or. La RBI a abaissé son taux directeur de 6,5 % à 5,5 % depuis le début de l'année 2025. Ce cycle devrait se poursuivre et soutenir la consommation privée. Cependant, nous pensons que la RBI aura du mal à atteindre son objectif de 4 %. L'économie reste caractérisée par des contraintes durables en matière d'offre, liées à des infrastructures et à des capacités de production encore insuffisantes. La demande intérieure devrait rester vigoureuse en raison de la démographie et de l'urbanisation. En conséquence, les pressions inflationnistes devraient persister.

### L'inflation revient dans la cible



Source : SG Études Économiques et Sectorielles

### La RBI a amorcé un cycle de baisse des taux



Source : SG Études Économiques et Sectorielles Source

**La consolidation budgétaire est amorcée** et le solde budgétaire devrait s'améliorer à moyen terme. Le revers de la médaille de la croissance indienne depuis 2020 est l'augmentation de la dette publique, qui s'élève désormais à 80 % du PIB (un ratio élevé par rapport aux autres pays émergents). L'assainissement est donc un objectif majeur du gouvernement Modi. Déjà, pour l'exercice 2024-2025, le gouvernement central affiche un déficit de 4,9 % du PIB, contre 5,8 % en 2023. Cette dynamique se poursuivra à moyen terme, avec une baisse de la dette publique en pourcentage du PIB et un ralentissement de la consommation publique.

**Le secteur des services financiers en Inde s'est redressé ces dernières années** après la crise des créances douteuses qui a frappé le pays à la fin des années 2010 et les turbulences mondiales causées par la COVID-19. Le secteur bancaire a enregistré plusieurs années de bénéfices élevés, le resserrement de la politique monétaire ayant amélioré les marges d'intérêt des prêteurs. Depuis 2017, en partie grâce à la recapitalisation des banques publiques, le ratio d'adéquation des fonds propres du

système bancaire a gagné près de 300 points de base pour atteindre plus de 17 % et les prêts non performants sont passés de plus de 9 % du total des prêts à moins de 4 %. Dans son évaluation de la stabilité financière de février 2025, le FMI a reconnu cette amélioration, ne signalant que quelques inquiétudes concernant les sociétés financières non bancaires, en raison de leurs expositions concentrées, en particulier dans les secteurs de l'énergie et des infrastructures.

**Les risques liés à ce scénario sont équilibrés.** D'une part, la dynamique de la demande intérieure pourrait surprendre favorablement dans un contexte d'assouplissement de la politique monétaire et de stabilisation de l'inflation, ce qui pourrait stimuler l'investissement et la consommation. D'autre part, les risques à la baisse 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 restent élevés en raison des tensions avec le Pakistan.

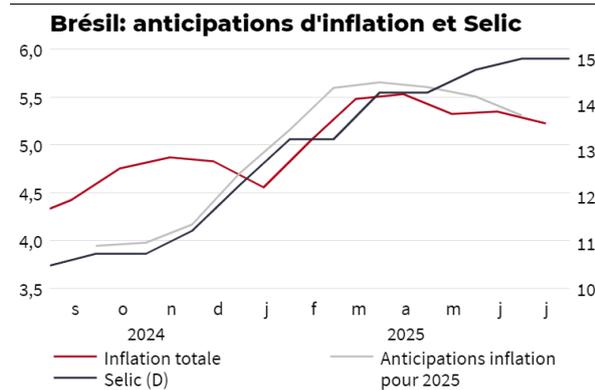
Inde (année fiscale d'avril à mars)	2025p	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	6.5	6.1	6.4	6.5
Consommation des ménages	6.7	6.3	6.4	6.6
Consommation publique	5.6	5.2	5.0	4.8
Investissement	6.0	6.3	6.5	6.7
Exportations de biens & services	5.5	4.0	5.5	6.0
Importations de biens & services	5.8	5.0	6.0	6.5
Inflation, % moyenne annuelle	4.3	4.5	4.5	4.5
Solde budgétaire, % du PIB	-7.3	-7.3	-7.1	-6.9
Dette publique, % du PIB	82	80	78	76
Solde courant, % du PIB	-1.7	-1.4	-1.7	-1.8

## BRESIL

- **Un marché du travail tendu et une production agricole robuste au 1S25 soutiendront des perspectives de croissance résilientes en 2025**
- **Des taux d'intérêt élevés et persistants pèsent sur les finances publiques, gonflent la dette et contraignent l'espace budgétaire**
- **À mesure que la transmission de la politique monétaire se renforce, le ralentissement cyclique devrait s'accroître**

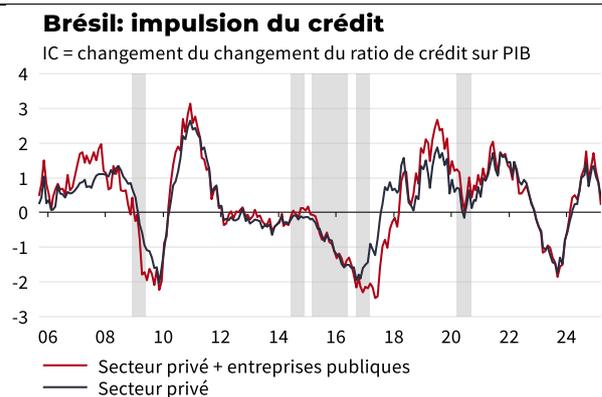
**La croissance devrait rester résiliente en 2025 (2,3%), portée par un marché du travail en tension et une production agricole record, malgré des risques baissiers croissants.** Les dépenses des ménages resteront élevées, le chômage se maintient à son plus bas niveau depuis plus d'une décennie, tandis que l'informalité se stabilise et que les salaires poursuivent leur hausse. L'investissement privé restera robuste cette année, principalement tiré par la machinerie et l'équipement à forte composante importée, les entreprises anticipant une hausse de la demande dans un contexte international contraint. Le dynamisme de l'investissement s'inscrit dans une reprise des taux d'investissement, après leur chute sur la période 2014–2020. Combiné à une production agricole favorable (notamment pour le soja, le riz et le maïs), cela soutient les perspectives de croissance pour cette année, même si un ralentissement cyclique reste attendu à partir de la deuxième moitié de l'année et en 2026.

### Le resserrement de la BCB a réancré les anticipations et se transmet aux prix



Source : BCB, SG Études Économiques et Sectorielles

### La transmission de la politique monétaire commence à se matérialiser sur le crédit



Source : FMI, IBGE, SG Études Économiques et Sectorielles

**Une BCB agressive devrait maintenir le Selic à son plus haut niveau depuis 19 ans jusqu'à la fin de l'année, accentuant les risques sur les comptes publics.** L'inflation reste élevée et au-delà de l'intervalle de tolérance de la BCB ( $3\% \pm 1,5pp$ ), à 5,1% cette année, mais elle a atteint un pic en début d'année et les anticipations se sont réancrées à la baisse. Une poursuite de la désinflation est attendue sur le reste de l'année, soutenue par la normalisation des prix alimentaires et l'appréciation plus forte que prévu du BRL (+13,8% depuis le début de l'année). Une

posture *hawkish* de la BCB est attendue à court terme, maintenant des taux réels élevés et contribuant aux différentiels de taux qui soutiennent le BRL. Les taux directeurs élevés accentuent les risques fiscaux. La dette publique est majoritairement détenue sur le marché domestique (près de 90 % en BRL) et avec une maturité moyenne relativement courte (4 ans). Les charges d'intérêt devraient ainsi augmenter de plus de 2pp de PIB en 2025 par rapport à l'année précédente. La hausse des charges d'intérêt gonfle le stock de dette et réduit l'espace budgétaire disponible pour faire face à de nouveaux chocs dans un environnement incertain, à l'approche des élections générales de l'année prochaine.

**La transmission de la politique monétaire devrait devenir plus marquée sur le reste de l'année, pesant sur la consommation et l'investissement.** Selon le FMI, le *pass-through* aux taux de crédit du marché est désormais complet, avec des délais de transmission relativement courts (environ 4 mois). La transmission aux prêts des banques publiques reste nettement plus faible, mais la réforme de 2017 visant à réduire progressivement leurs subventions a renforcé la transmission globale. La résilience du crédit au secteur privé (+11,4% GA en moyenne mensuelle sur les 7 premiers mois de 2025) a été rendue possible par une concurrence accrue dans le secteur financier, notamment via les *fintechs*, et par des réformes structurelles visant à réduire le coût du crédit. À mesure que ces effets s'estompent, la politique monétaire restrictive devrait se refléter dans le volume de crédit distribué, rendant l'impulsion du crédit négative en 2026, malgré une certaine détente attendue de la BCB, ce qui pèsera sur la demande intérieure et accentuera le ralentissement attendu l'an prochain.

**L'environnement international devient plus contraignant pour le Brésil.** La rhétorique américaine s'est durcie, avec des menaces de droits de douane de 50% sur les importations brésiliennes. Le taux effectif ne devrait augmenter que de 25pp, une part importante des exportations (notamment les combustibles fossiles, pièces d'avion, bois) bénéficiant d'exemptions. Si ces tarifs devenaient permanents, l'impact direct sur la croissance resterait limité, les exportations représentant une part modérée de l'économie (et les États-Unis représentent seulement 13% des exportations totales), avec des effets de substitution à l'œuvre. Les exportations agricoles qui seraient les plus touchées, pourraient être redirigées plus facilement vers d'autres marchés comme la Chine. La mise en œuvre de mesures de rétorsion, si elle se concrétise, serait le principal facteur de risque, car elle pourrait alimenter l'inflation via les importations.

**Un autre facteur de risque provient du contexte politique et des finances publiques.** Les conséquences du procès de l'ancien président Bolsonaro, condamné à 27 ans de prison pour sa tentative avortée de renverser les élections de 2022, devraient accentuer la polarisation, ce qui pourrait alimenter des troubles sociaux et assombrir l'environnement économique à l'approche des élections de 2026. Comme mentionné précédemment, l'espace budgétaire est fortement contraint en raison d'effets boule de neige élevés les taux d'intérêt étant largement supérieur à la

croissance nominale. La capacité du gouvernement à répondre à de futurs chocs par la politique budgétaire est donc fortement limitée.

**La balance des risques reste orientée à la baisse.** Un ralentissement cyclique est attendu à partir du second semestre 2026, limitant la croissance en 2026–2027 (1,1% et 1,7% respectivement), dans un contexte de dégradation du marché du travail et d'impulsion de crédit négative pesant sur la demande intérieure. Une détérioration plus marquée que prévu du marché du travail (via une hausse du chômage et/ou une aggravation de l'informalité) constitue un risque baissier pour les perspectives. Par ailleurs, la hausse des taux de crédit dans un contexte de taux réels élevés pourrait non seulement accentuer la faiblesse de la demande intérieure, mais aussi accroître les risques de stabilité financière, notamment sur le bilan des ménages, dont le ratio service de la dette sur revenu atteint un niveau historique de 28%.

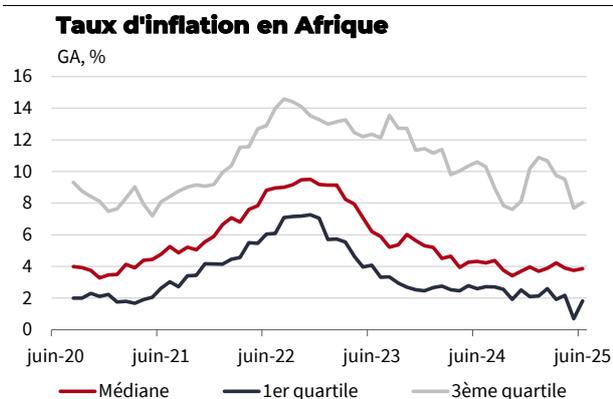
Brésil	2025p	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	2,3	1,1	1,7	2,3
Consommation des ménages	2,2	1,4	2,1	2,5
Consommation publique	1,5	0,8	0,8	0,8
Investissement	3,5	0,7	2,0	2,5
Exportations de biens & services	2,1	1,3	2,1	2,3
Importations de biens & services	6,9	1,5	2,2	2,3
Inflation, % moyenne annuelle	5,1	3,9	3,3	3,5
Solde budgétaire, % du PIB	-8,5	-8,3	-7,0	-6,4
Dette publique, % du PIB	92	97	99	100
Solde courant, % du PIB	-2,5	-2,3	-2,3	-2,3

## AFRIQUE

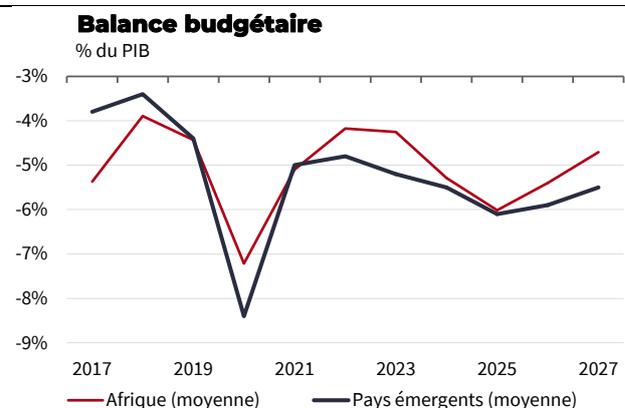
- **La croissance régionale est attendue en légère accélération en 2025 et 2026, à 3,5% puis 3,8% respectivement**
- **Cette accélération est partiellement liée à la capacité de la région à attirer des IDEs**
- **Ces taux de croissance demeurent néanmoins trop faibles pour résoudre les problèmes structurels de la région (absence de rattrapage économique, soutenabilité de la dette, etc.)**

**La croissance moyenne régionale est toujours attendue en légère accélération pour 2025 et 2026, aux alentours de 3,5% puis 3,8% respectivement** (vs. 3,2% en 2024 – pour rappel l'une des plus mauvaises performances depuis 2010). Cette accélération s'expliquera principalement par une demande privée plus vigoureuse, car profitant de la normalisation progressive des taux d'inflation dans la région (malgré une forte divergence). En revanche, la demande publique devrait demeurer globalement contrainte, en raison des efforts de consolidation budgétaire en cours (notamment en Afrique sub-saharienne). Ces efforts sont rendus nécessaires dans la plupart des pays par des tensions persistantes sur les conditions de financement en monnaie locale, du fait – entre autres – du manque de profondeur structurel des marchés financiers domestiques (et des « acheteurs traditionnels » déjà très exposés : les créances publiques comptent déjà pour environ 20% des bilans bancaires en Afrique). De manière plus rassurante, les conditions de financement en devises demeurent résilientes, avec par exemple 7Md USD d'eurobonds émis sur les 8 premiers mois de 2025, un niveau comparable aux mêmes périodes en 2024, 2021 ou 2019.

**Des taux d'inflation globalement normalisés, malgré une forte divergence régionale**



**Des efforts de consolidation en cours qui viendront obérer la demande publique**

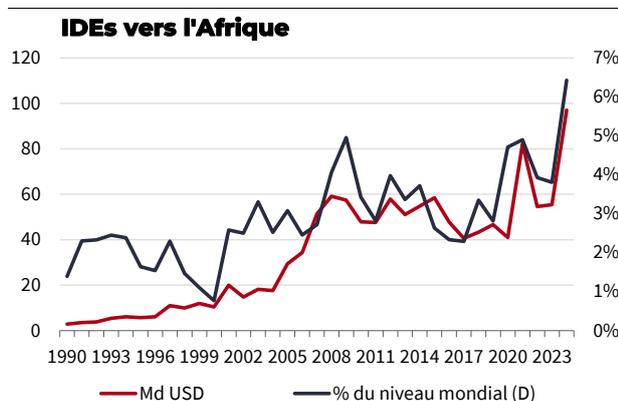


Source : Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

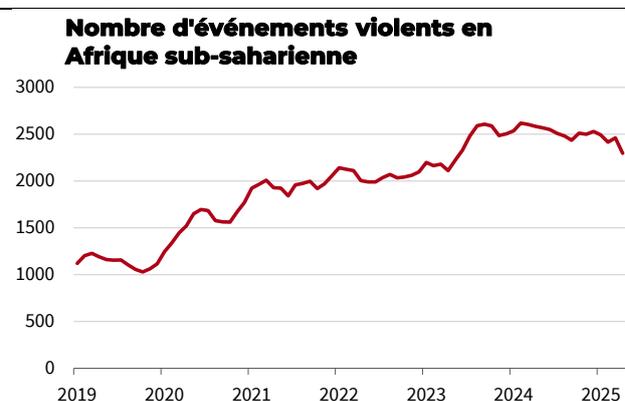
**La demande privée Africaine bénéficie également de la bonne tenue des investissements directs étrangers (IDEs),** qui se montrent résilients depuis plusieurs années. Ils ont atteint 97Md USD en 2024, vs. 55Md en 2023. Même en

excluant le mégaprojet Ras El-Hekma en Égypte (35Md USD investis par une entreprise dubaïote), les IDEs auront ainsi crû de 12% en 2024, alors même qu'ils ont baissé au niveau mondial (-11% à 1490Md) et dans toutes les autres régions émergentes. Du côté positif, cette résilience traduit vraisemblablement le dynamisme de la région (2<sup>ème</sup> croissance moyenne au niveau mondial, derrière l'Asie émergente), alors que les niveaux de gouvernance Africains demeurent en moyenne faibles. Du côté plus négatif, l'analyse des IDEs soulignent plusieurs faiblesses structurelles de la région : trop forte concentration dans les secteurs de l'énergie carbonée, des industries extractives et de la construction (qui représentent plus de 80% du total des IDEs) ; faiblesse (et même diminution) des IDEs intra-Africain et donc dépendance toujours accrue aux capitaux internationaux (phénomène également illustré par le déficit courant structurel de la région qui se creuse à nouveau depuis 2021).

### Une forte hausse des IDEs vers la région



### Un nombre d'événements violents encore historiquement élevé



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

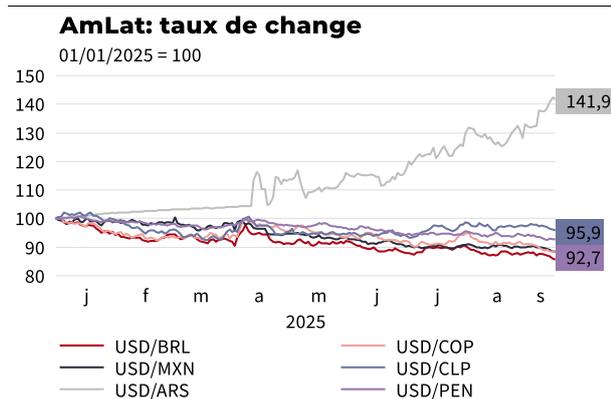
Bien que dynamiques par rapport aux autres régions émergentes, **les taux de croissance actuellement prévus demeurent insuffisants, que ce soit pour assurer un développement durable de la région** (il n'y a toujours pas de rattrapage généralisé des niveaux de PIB par habitant africains avec ceux des autres régions), **ou pour résoudre ses problèmes structurels** : questions persistantes sur la soutenabilité des dettes publiques (coûts d'endettement élevés, faiblesse des assiettes fiscales, etc.), fragilité croissante face à des événements climatiques de plus en plus fréquents, etc. En outre, la région se caractérise toujours par des structures politiques et des environnements sécuritaires fragiles, comme l'illustrent un niveau d'événements violents encore historiquement élevé. Enfin, plusieurs risques importants continuent de peser sur ces prévisions : hausse des niveaux de protectionnisme au niveau mondial (même si l'Afrique paraît relativement peu exposée aux hausses récentes des droits de douanes américains), plus grande « autarcie financières » des États-Unis qui viendrait obérer les capacités de financement des institutions financières internationales (pourtant cruciales dans les « plans de financement » des états de la région).

## AMERIQUE LATINE

- **La région devrait ralentir entre 2025 et 2027. Elle reste sensible à l'évolution des relations des relations avec les Etats-Unis**
- **Les défis budgétaires persistants soulignent l'urgence des efforts de consolidation et accentuent la vulnérabilité face à de futurs chocs**
- **Les enjeux structurels doivent être abordés afin de préserver le potentiel de croissance à long terme**

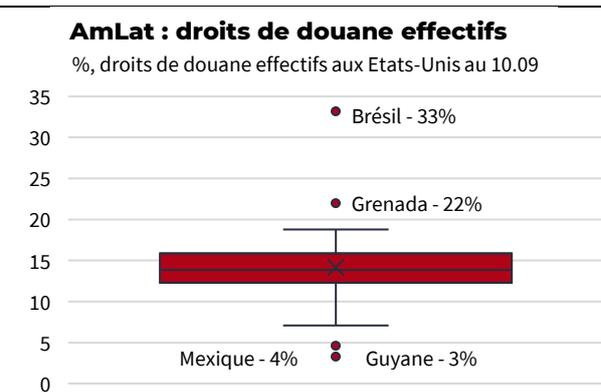
**La région devrait ralentir entre 2025 et 2027, avec une croissance attendue à 2,3%, 2,0% et 2,1% respectivement, reflétant des divergences entre pays.** L'Argentine devrait connaître un fort rebond en 2025 (5,5% selon le FMI), alors que son plan d'ajustement macroéconomique, soutenu par une nouvelle injection de liquidités via le dernier programme du FMI, commence à porter ses fruits. La croissance devrait ensuite ralentir, tout en restant dynamique à mesure que l'inflation se normalise. Le Brésil et le Mexique devraient croître légèrement plus que prévu en 2025, mais leurs perspectives à moyen terme restent modérées. La Colombie devrait accélérer à 2,4% en 2025 selon le FMI et faire preuve de résilience par la suite, dans l'anticipation de changements politiques après les élections de l'année prochaine, bien que l'inflation reste tenace. Les économies plus petites continuent d'afficher des perspectives positives, mais avec une volatilité accrue liée aux risques externes.

### Les taux de change s'apprécient en 2025 après les fortes dépréciations de fin 2024



Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

### La politique américaine, notamment tarifaire, envers la région évolue



Source : US Census Bureau, SG Études Économiques et Sectorielles

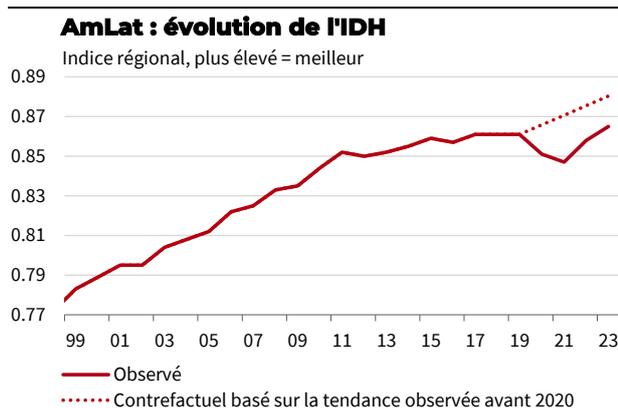
**Les monnaies locales ont récupéré une partie des fortes pertes enregistrées fin 2024 mais la situation internationale de la région devient plus fragile.** L'administration Trump adopte une posture plus interventionniste que prévu, en rupture avec son premier mandat. L'instauration de droits de douane de 50 % sur les importations brésiliennes depuis août en réaction au procès de l'ancien président Jair Bolsonaro, bien qu'il s'agisse d'une affaire intérieure illustre ce changement. Les États-Unis utilisent également un langage plus ferme concernant les efforts

régionaux de lutte contre le trafic de drogue, ce qui a conduit au déploiement de marines dans les Caraïbes. Cela inclut des opérations contre des cartels désormais désignés comme organisations terroristes par Washington, comme la récente frappe contre un navire vénézuélien supposément lié au *Tren de Aragua*.

**La politique commerciale prend également une nouvelle orientation.** Le Mexique bénéficie actuellement d'un positionnement tarifaire plus favorable grâce à l'accord USMCA, et cette relation privilégiée devrait se poursuivre avec le lancement des renégociations prévu l'année prochaine. En revanche, le reste de la région fait face à des droits de douane de base plus élevés, avec des disparités sectorielles marquées : le pétrole et le gaz sont largement exemptés, tandis que le cuivre, l'acier et l'aluminium sont soumis à des taux pouvant atteindre 50%.

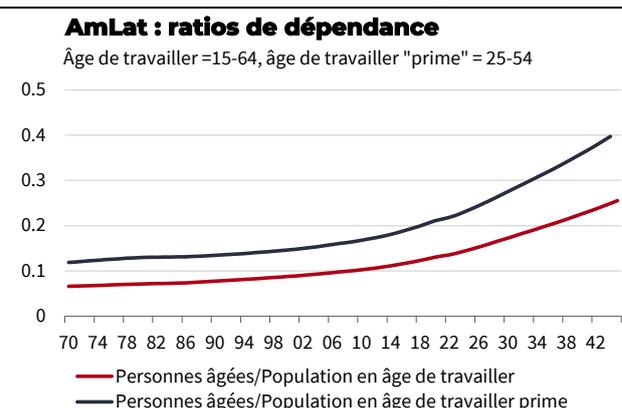
**Les marchés du travail restent résilients, soutenant la consommation des ménages, tandis que l'investissement devrait repartir à la hausse.** Un certain affaiblissement est attendu, et la capacité des pays à limiter l'informalité dépend fortement du contexte local et de la législation nationale. L'investissement demeure modéré, avec un taux régional au plus bas depuis 2003, et des flux d'IDE en baisse de 12% en 2024, notamment dans les grandes économies d'Amérique du Sud (Argentine, Chili, Colombie). L'investissement devrait rebondir au cours de la décennie, porté par l'intérêt croissant des investisseurs pour l'économie numérique, les énergies propres et les projets miniers. Des facteurs de soutien supplémentaires pourraient émerger via des réformes visant à réduire la bureaucratie ou par l'arrivée de gouvernements plus favorables aux entreprises.

### Les écarts de développement postpandémie ne se sont pas résorbés



Source : Banque Mondiale, SG Études Économiques et Sectorielles

### Le vieillissement démographique pèse sur les finances publiques et le rattrapage



Source : ONU, SG Études Économiques et Sectorielles

**La région continue de faire face à des défis structurels susceptibles de freiner sa croissance de productivité à long terme.** Les retards pris dans les domaines de l'éducation et de la santé n'ont pas été comblés depuis la crise du Covid, comme en témoigne l'indicateur régional de développement humain, qui vient tout juste de retrouver son niveau de 2019. Par ailleurs, le vieillissement de la population, combiné à une forte migration et à des taux de natalité plus faibles que prévu, remet en question le potentiel de la région : les ratios de dépendance vont rapidement se

détériorer, avant que les pays ne rattrapent les économies avancées, exerçant une pression accrue sur les systèmes de sécurité sociale et les finances publiques déjà fragilisés. Les fragilités institutionnelles et les défis sécuritaires persistent dans plusieurs pays (Mexique, Amérique centrale, Colombie, Venezuela), limitant l'activité économique.

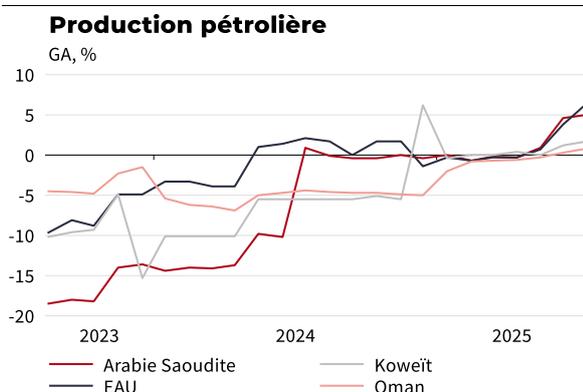
**L'équilibre des risques reste orienté à la baisse.** Une détérioration plus marquée que prévu de la situation des consommateurs pourrait entraîner une contraction plus forte dans les années à venir. La région reste exposée à des pressions baissières sur la demande extérieure et sur les prix des matières premières, avec un double impact sur la croissance et les recettes fiscales, en particulier en Amérique du Sud. L'espace budgétaire demeure extrêmement limité, ce qui accroît le risque que les pays ne disposent pas des outils nécessaires pour faire face efficacement à de futurs chocs.

## PAYS DU GOLFE

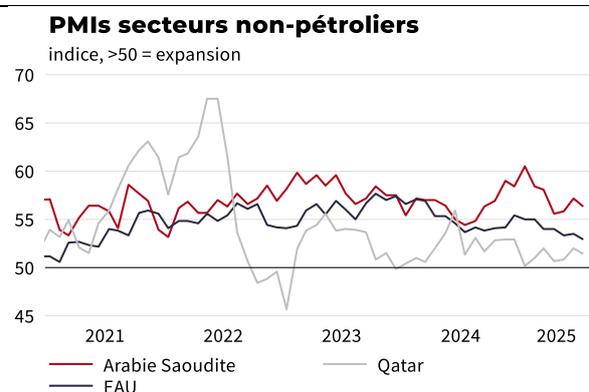
- **La croissance des pays du Golfe accélérera en 2025 et 2026, principalement grâce au rebond des productions pétrolières**
- **Cette dynamique économique favorable est également soutenue par des IDEs en forte hausse depuis 2021**
- **Malgré un contexte géopolitique régional toujours délicat, les risques pesant sur la région sont limités**

**La croissance moyenne des pays du Conseil de Coopération du Golfe (CCG) est toujours attendue en accélération pour 2025 et 2026, aux alentours de 3,5% puis 4% (vs. moins de 2% en 2024).** Cette accélération s'expliquera principalement par le rebond des productions pétrolières, en ligne avec la décision de l'OPEP+ (en avril 2025) d'annuler progressivement les réductions décidées en 2023 (pour rappel : 2,2 millions de barils/jour – mb/j – retirés du marché). Depuis, les tenants d'une « ligne agressive » (visant à annuler ces baisses avant fin 2025), comme l'Arabie Saoudite ou les Émirats Arabes Unis, ont enregistré les rebonds les plus importants (ces pays disposant également des capacités marginales de productions les plus facilement accessibles). Pour leur part, les secteurs non-pétroliers devraient rester dynamiques, comme l'illustrent des PMIs encore solidement en zone d'expansion (et malgré une légère baisse depuis quelques trimestres, probablement due au contexte géopolitique régional toujours délicat et des prix pétroliers toujours bas). Ces secteurs bénéficient toujours 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).

### Le rebond des productions pétrolières va soutenir la croissance



### Des secteurs non-pétroliers toujours dynamique

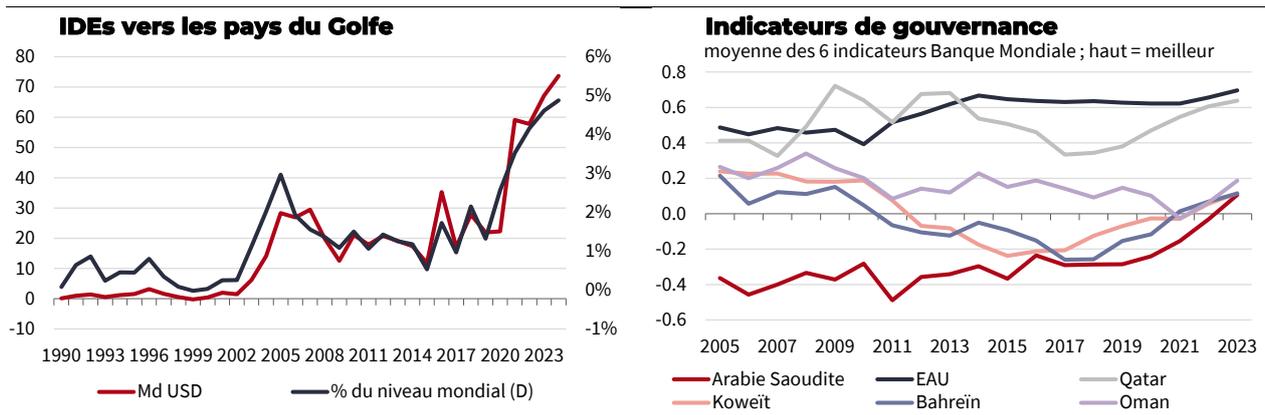


Source : Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

**Les économies de la région bénéficient également de la progression notable des investissements directs étrangers (IDEs), qui ont dépassé 70Md USD en 2024, vs. 22Md en 2019.** Les investissements de portefeuille ont également augmenté, portés

par l'appétit des investisseurs internationaux pour les produits « *fixed income* » du CCG (notamment dette) : les émissions d'eurobonds ont ainsi dépassé les 15Md USD au cours des 8 premiers mois de 2025, soit le plus haut niveau (sur une période comparable) depuis 2020 (18Md). Le Koweït, traditionnellement absent des marchés de capitaux internationaux (une seule émission d'eurobond en 2017), a également prévu plusieurs émissions pour 2025 et 2026, suite au vote d'une nouvelle loi permettant ce type d'opérations en avril 2025. Au total, les entrées totales de capitaux privés non-résidents ont atteint 175Md USD en 2024 et devraient vraisemblablement dépasser les 200Md cette année (ce que constituerait un plus haut historique), à comparer à un PIB CCG d'environ 2 300Md USD. Le dynamisme de ces entrées de capitaux reflète notamment i) l'amélioration généralisée des environnements de gouvernance dans les pays du CCG depuis plus de 5 ans, et ii) les fondamentaux macro-économiques particulièrement solides de la région, illustrés (*inter alia*) par de vastes actifs publics à l'étranger (estimés à environ 4 200Md USD à fin 2024, soit 180% du PIB régional), des monnaies stables (car peggées à l'USD) ou des taux d'inflation particulièrement faibles (environ 2% prévus pour 2025 et 2026).

### Des IDEs qui augmentent fortement depuis 2021... **... probablement soutenus par l'amélioration des environnements de gouvernance**



Source : Refinitiv, CNUCED, SG Études Économiques et Sectorielles

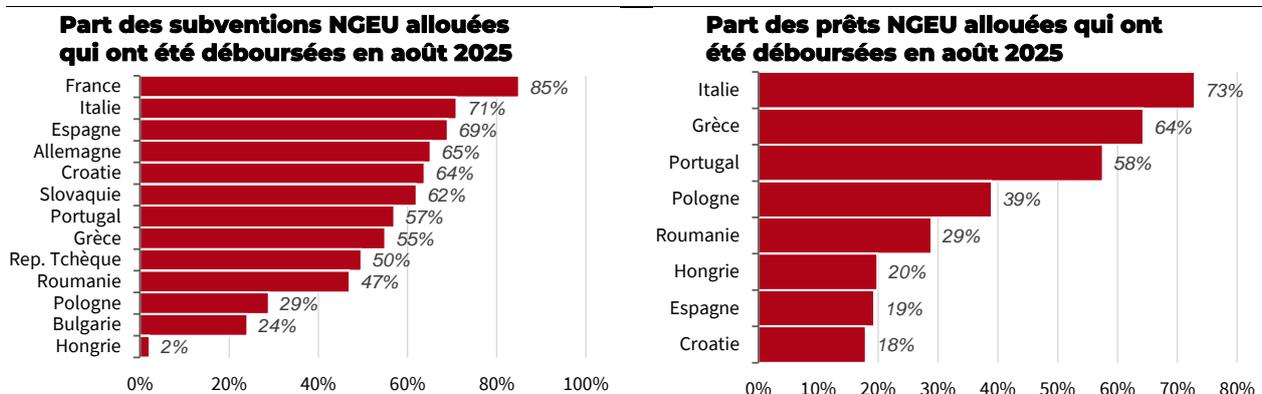
**Plus généralement, les risques pesant sur ces prévisions régionales demeurent contenus, malgré un contexte géopolitique régional toujours délicat).** Par exemple, les principaux indicateurs de marché (bourses, spreads) n'ont que très peu réagi à confrontation Israël-Iran de juin 2025, malgré des « conséquences physiques » directes pour certains pays du Golfe (attaque de la base américaine d'Al-Udeid au Qatar par l'Iran). La région paraît en outre très peu sensible aux éventuelles hausses de droits de douanes américains, les matières premières étant traditionnellement exclues de ces mesures. Les pays du Golfe demeurent évidemment dépendants de prix pétroliers qui s'annoncent relativement stables (et bas) au cours des prochaines années, du fait de la bonne tenue de la production mondiale et d'une demande mondiale toujours atone (comme illustré par les révisions à la baisse opérées – quasi mensuellement – par l'AIE).

## EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE

- **La consommation des ménages et une accélération de l'absorption des fonds européens (après un démarrage lent) sont les principaux moteurs de croissance de la région**
- **Néanmoins, des divergences de rythme de croissance apparaissent avec un ralentissement marqué dans certains pays mettant en place des consolidations budgétaires d'ampleur comme en Roumanie**
- **L'impact des droits de douanes de 15% décidés par l'administration Trump devrait être limité et la région devrait bénéficier du plan de relance allemand axé sur les infrastructures et la défense**

**La croissance de la région restera tirée par la demande interne au second semestre 2025 et en 2026.** La consommation des ménages bénéficiera des hausses de salaire réels dans un contexte d'inflation contenue et de marché du travail tendu (taux de chômage faibles associés à des pénuries de main d'œuvre dans de nombreux secteurs). Dans ce contexte, le secteur des services et notamment les ventes de détail devrait continuer d'afficher de bonnes performances. Par ailleurs, l'investissement devrait être tiré par l'absorption accrue des fonds européens, à la fois des fonds *NextGenerationEU* (disponibles jusqu'à fin 2026) et des fonds structurels européens (disponibles sur la période 2021-2027). A noter que l'absorption des fonds européens a été lente dans la région jusqu'en août 2025 en comparaison avec les pays de la zone euro. Si la demande externe a pour l'instant été atone, le plan de relance allemand pourrait soutenir les exportations d'Europe centrale et orientale notamment pour les matériaux de construction, pour les machines et pour les équipements électriques.

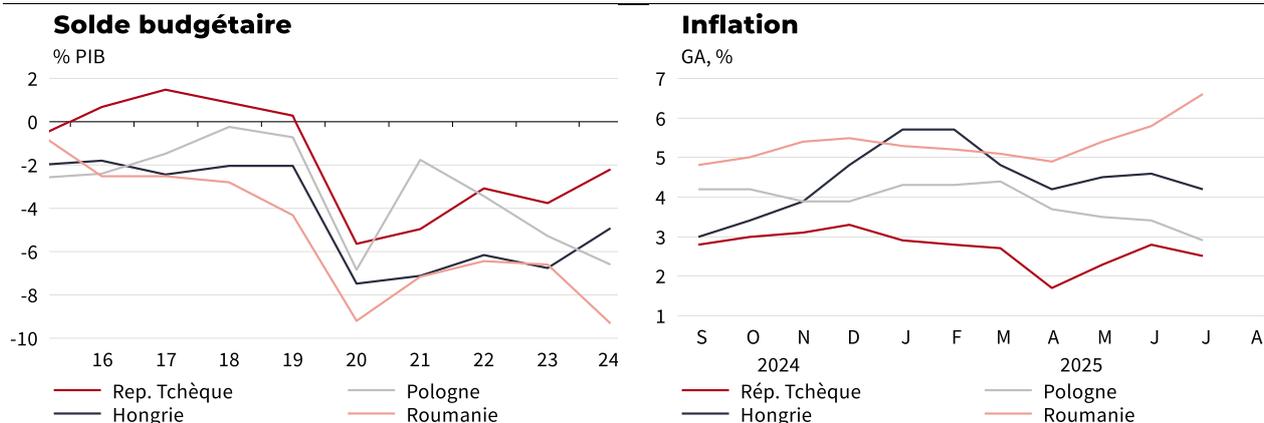
**La région est en queue de peloton en termes ... ainsi que des prêts NGEU d'absorption des subventions NGEU...**



Source : Commission Européenne, SG Études économiques et sectorielles

**Des divergences de rythme de croissance apparaissent dans la région avec une croissance dynamique attendue dans certains pays (République Tchèque, Pologne) et un ralentissement plus ou moins fort en raison de consolidations budgétaires mises en place notamment en Roumanie et en Hongrie.** La République Tchèque et la Pologne afficheront une croissance soutenue tirée par la consommation privée et par l'investissement grâce aux fonds européens, la Pologne ayant retrouvé un accès en 2024 à plus de 150Md EUR (soit 20% du PIB) suite à l'arrivée au pouvoir d'un gouvernement pro-européen ayant mis en œuvre des réformes favorables à l'état de droit. En République Tchèque, l'activité bénéficiera également de l'essor rapide du secteur de la construction et de la reprise du secteur manufacturier qui a atteint son point bas en janvier 2025. A l'inverse, les économies roumaine et hongroise pourraient afficher un fort ralentissement en raison des plans d'austérité budgétaire mis en place. Le Premier Ministre roumain a en effet annoncé un paquet de consolidation budgétaire début juillet incluant des mesures autour de 0.6% du PIB en 2025 (notamment une hausse de la TVA et des droits d'accises à compter du 1<sup>er</sup> août) et de 3% du PIB pour 2026 (gel des salaires et des retraites de la fonction publique, hausse de la taxe sur les dividendes, hausse de la taxe sur les profits des banques, augmentation du nombre de cotisants au système de santé public, coupes de dépenses d'investissement). Ce plan de consolidation – clé pour atténuer les tensions financières, conserver un accès aux fonds européens et éviter un downgrade du souverain roumain – pèsera significativement sur la croissance au second semestre 2025 et en 2026. En Hongrie, l'assainissement budgétaire, conjugué à la faiblesse de l'investissement (18 milliards EUR de fonds européens sur 28 milliards restant bloqués), pèsent sur l'activité, et ce malgré une forte dynamique des investissements directs étrangers dans le pays (notamment dans le secteur des batteries).

**La consolidation budgétaire d'ampleur en Roumanie aura un impact sur la croissance... .. et sur l'inflation du fait notamment de la hausse de la TVA mise en place en août 2025.**



Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

**L'inflation devrait rester stable dans la région (à l'exception de la Roumanie) fin 2025 et en 2026 dans un contexte de prix de l'énergie modérée. La Roumanie devrait**

connaître une forte hausse de l'inflation en raison de la libéralisation des prix de l'électricité en juillet 2025 et de la hausse de TVA en août 2025.

**Malgré cette stabilité globale de l'indice des prix à la consommation dans la région, les politiques monétaires devraient diverger dans certains pays.** En République tchèque et en Hongrie, les taux directeurs devraient rester stables. La Banque centrale tchèque, qui a largement assoupli sa politique monétaire depuis fin 2023 (baisse du taux directeur de 350pb pour atteindre 3,5 % en août 2025), ne devrait pas procéder à de nouvelles baisses de taux dans un contexte de surchauffe des marchés immobiliers et de hausse des prix alimentaires. La Banque centrale hongroise devrait également maintenir son taux directeur inchangé à 6,5 % face à des anticipations d'inflation toujours élevées. En Pologne, la banque centrale a commencé à abaisser son taux directeur en avril 2025 et devrait poursuivre son cycle d'assouplissement au second semestre 2025 et en 2026 dans un contexte de prix stables. En Roumanie, la banque centrale est confrontée à une combinaison de chocs temporaires sur les prix et d'une économie stagnante. Pour le second semestre 2025, nous prévoyons une stabilité des taux tandis que les baisses de taux pourraient reprendre en 2026 en supposant qu'une tendance désinflationniste soit en bonne voie.

**Les risques sur la croissance sont orientés à la baisse dans le contexte d'incertitude autour de la politique commerciale de l'administration américaine et des pourparlers autour d'un accord de paix en Ukraine.** L'accord commercial signé entre l'UE et les Etats-Unis à Turnberry fin juillet et portant les droits de douane à 15% sur la majorité des produits européens importés aux Etats-Unis devrait avoir un impact limité sur l'Europe centrale et orientale étant donné la part marginale des exportations de la région vers les Etats-Unis. Néanmoins, dans un contexte de forte intégration de la région dans les chaînes de valeur mondiales notamment pour le secteur automobile, l'impact indirect, à travers le ralentissement des exportations allemandes vers les Etats-Unis, est à surveiller. Par ailleurs, la région reste impactée par l'absence d'avancées autour d'un accord de paix en Ukraine et par la réduction de l'aide bilatérale américaine. Dans ce contexte, la majorité des pays ont planifié une forte hausse des dépenses de défense qui pourrait affecter leur finances publiques. Cependant, l'introduction par la Commission européenne d'une clause de sauvegarde (demandée par quatorze Etats membres) donne à la région une certaine flexibilité budgétaire pour les quatre prochaines années.

# 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