

SCENARIOECO

Société Générale Études économiques et sectorielles

L'économie mondiale est résiliente, mais un ralentissement est en vue

- L'économie mondiale reste résiliente, soutenue par la hausse des prix des actifs, la faiblesse des prix de l'énergie, les investissements liés à l'intelligence artificielle, plusieurs mesures d'assouplissement budgétaire (notamment l'augmentation des dépenses de défense) et l'assouplissement et/ou la simplification de la réglementation.
- Les droits de douane n'ont pas encore été pleinement répercutés et les marchés du travail s'affaiblissent dans plusieurs grandes économies. Les États-Unis sont confrontés à un vent contraire démographique en raison du ralentissement marqué de l'immigration.
- L'incertitude se transforme progressivement en fragmentation, ce qui constitue un vent contraire structurel lent pour l'économie mondiale. Le rééquilibrage de la Chine devrait s'accompagner d'un ralentissement de la croissance.
- Les fluctuations soudaines des valorisations sur les marchés financiers font peser le risque d'un vent contraire plus rapide, qu'il s'agisse des primes de risque sur les actions, l'immobilier ou la dette souveraine (avec des niveaux d'endettement souverain élevés).
- Après avoir suivi une trajectoire commune de désinflation, plusieurs grandes économies affichent désormais des divergences. Les consommateurs restent méfiants face aux tendances inflationnistes dans plusieurs grandes économies.
- Nous anticipons de nouvelles baisses de taux de la Fed, mais celles-ci devraient être hésitantes, la Fed devant peser des préoccupations contradictoires liées à son double mandat. Le prochain président de la Fed devra prouver son indépendance et l'absence de domination budgétaire.
- La prochaine décision de la BCE devrait encore être une baisse des taux et la fin du QT. La politique française restera un frein au moins jusqu'à l'élection présidentielle française prévue au printemps 2027. Bien que fragmentée, une majorité continue de respecter les règles budgétaires de l'UE, laissant la porte ouverte à la France pour le TPI.

Table des matières

EDITORIAL.....	4
PREVISIONS ÉCONOMIQUES	9
ZONE EURO	11
ALLEMAGNE	15
FRANCE.....	18
ITALIE	21
ESPAGNE	24
ROYAUME-UNI	27
ÉTATS-UNIS.....	30
JAPON.....	34
CHINE.....	38
INDE	41
BRÉSIL.....	43
AFRIQUE.....	45
AMÉRIQUE LATINE	47
PAYS DU GOLFE	50
EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE	52
CONTACTS.....	55
DISCLAIMER	56

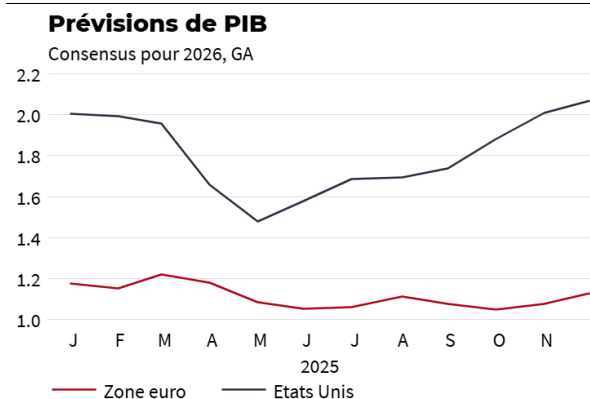
EDITORIAL

RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE

La résilience de l'économie mondiale en 2025 a été favorisée par plusieurs facteurs. En tête de liste figurent l'intelligence artificielle et les infrastructures numériques, qui ont connu une forte augmentation de leur capacité en 2025. Parmi les autres facteurs favorables à l'investissement, citons la défense et la sécurité, qu'il s'agisse des capacités militaires, de la protection des infrastructures critiques ou de la résilience des chaînes d'approvisionnement des entreprises. Au-delà des investissements, l'énergie a également soutenu la croissance en 2025, avec une nouvelle baisse des prix du pétrole. L'assouplissement et la simplification de la réglementation ont également joué un rôle favorable, tout comme certaines mesures de relance budgétaire.

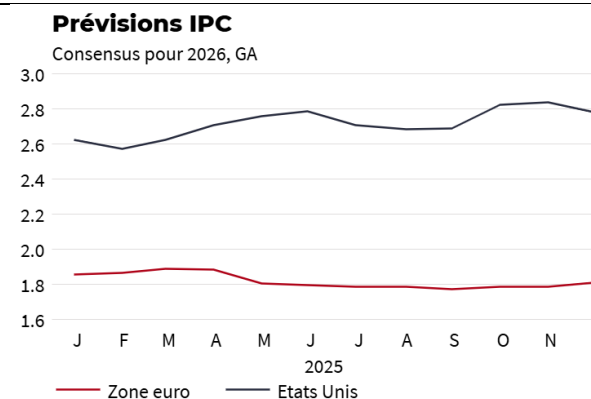
Plusieurs de ces dynamiques s'atténuent actuellement, tandis que l'incertitude prolongée, le protectionnisme et les chocs liés à l'offre de main-d'œuvre pèseront progressivement sur la croissance. De plus, la rigidité des prix des services implique que la politique monétaire n'est pas encore accommodante des deux côtés de l'Atlantique et nous prévoyons que les nouvelles baisses de taux resteront prudentes. À l'horizon 2026, nous prévoyons donc un ralentissement de la croissance dans les principales économies.

Consensus plutôt optimiste pour les Etats Unis



Source: SG Etudes Economiques et Sectorielles, LSEG, Consensus Forecasts

...et une inflation attendue encore élevée

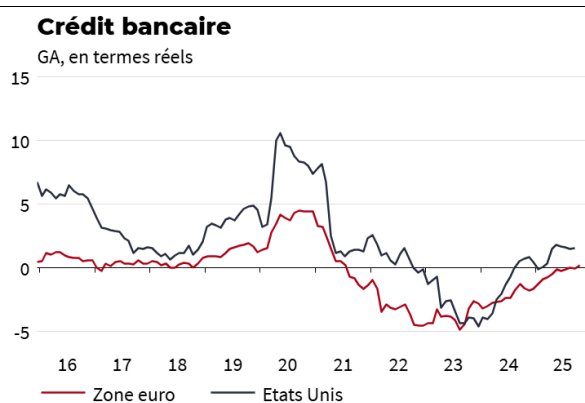


Source: SG Etudes Economiques et Sectorielles, LSEG, Consensus Forecasts

L'activité américaine reste forte, soutenue par la consommation des ménages, la croissance positive du revenu disponible et les effets de richesse financière favorables. Mais la croissance se concentre sur un nombre limité de moteurs, tels que le boom des investissements dans l'intelligence artificielle. Parallèlement, l'incertitude pèse sur le marché du travail, ce qui se traduit par un environnement caractérisé par un faible niveau d'embauche et de licenciement et une hausse progressive du chômage, plus marquée chez les jeunes. Nous prévoyons donc un ralentissement notable en 2026 et 2027.

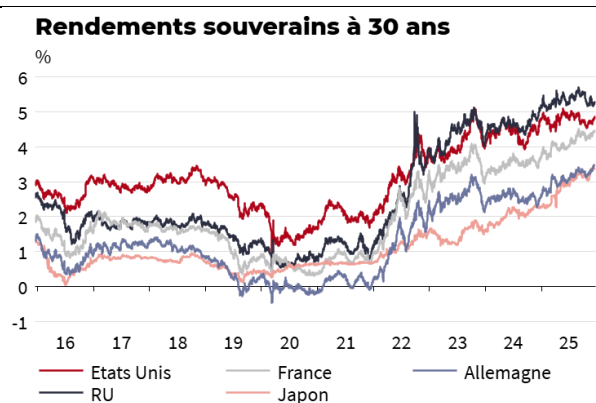
Dans l'UE, les conditions d'une croissance modeste mais régulière demeurent, malgré un environnement extérieur difficile. La croissance est soutenue par un marché du travail résilient, une inflation en baisse et des conditions de financement légèrement plus favorables. Les pays du cœur de la zone euro affichent une confiance en berne, mais d'autres, comme l'Espagne ou la Pologne, obtiennent de meilleurs résultats, soutenus par les fonds européens et/ou un secteur touristique dynamique. Les défis à moyen terme (vieillesse de la population, transition, défense, numérique) pèseront sur les comptes budgétaires et maintiendront des primes à terme structurellement plus élevées. Cela ralentit le mécanisme de transmission des baisses des taux monétaires de la BCE à l'économie, d'autant plus que le QT est en cours.

Le crédit bancaire n'est pas dynamique



Source: SG Etudes Economiques et Sectorielles, LSEG

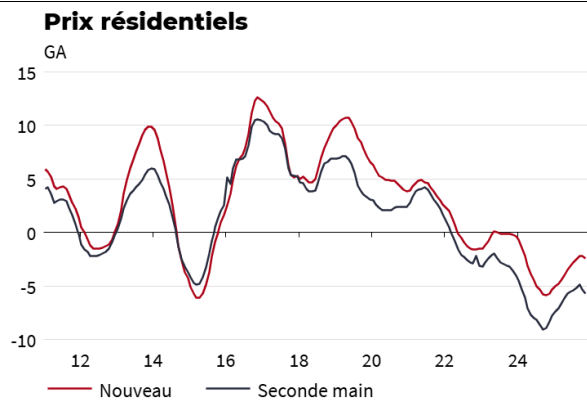
...et les coûts de financement restent élevés



Source: SG Etudes Economiques et Sectorielles, LSEG

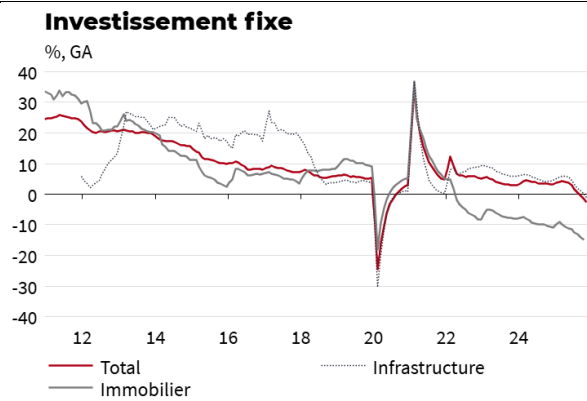
La dynamique de croissance de la Chine devrait s'essouffler vers la fin de 2025, à mesure que l'effet temporaire des exportations anticipées s'estompera et que l'incertitude entourant les droits de douane américains persistera, malgré l'apaisement des tensions après la trêve commerciale conclue en octobre entre les États-Unis et la Chine. Quatre ans après l'éclatement de la bulle immobilière, les investissements dans ce secteur continuent de reculer. La campagne « anti-involution » vise principalement à supprimer certaines surcapacités, mais on ne sait toujours pas dans quelle mesure les autorités sont disposées à remédier aux déséquilibres.

Les surcapacités...



Source: SG Etudes Economiques et Sectorielles, LSEG

...pèsent sur l'investissement



Source: SG Etudes Economiques et Sectorielles, LSEG

RAISONS DE LA RESILIENCE

L'économie mondiale fait preuve de résilience, mais ne pourra échapper à un ralentissement. Plusieurs facteurs ont soutenu l'activité mondiale malgré le contexte difficile marqué par la montée des risques géopolitiques et les incertitudes politiques.

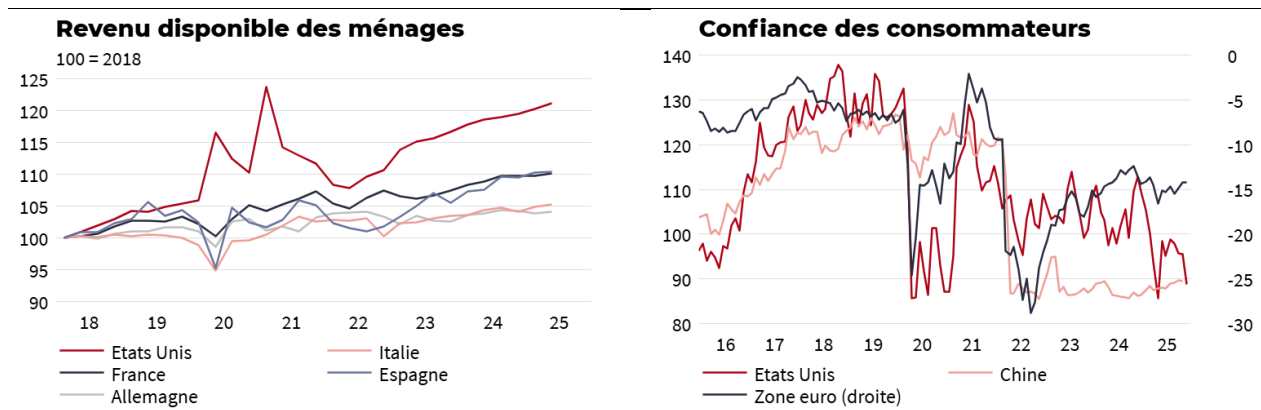
Les ménages ont bénéficié :

- **D'un marché du travail solide, avec des taux de chômage restés faibles.** Cette stabilité peut être attribuée à plusieurs facteurs, notamment la réouverture des économies après la pandémie, le choix des entreprises de conserver leur personnel, l'inadéquation entre les compétences disponibles et les exigences des emplois, et les tendances démographiques moins favorables à l'offre de main-d'œuvre.
- **D'une augmentation des revenus salariaux,** soutenue par un marché du travail tendu. Les hausses salariales ont permis aux ménages de bénéficier d'une plus grande sécurité financière pendant une période d'incertitude (géo)politique.
- Pendant la pandémie et la hausse des prix de l'énergie qui a suivi, **les ménages ont bénéficié d'un soutien public important.** Il est important de noter que les gouvernements n'ont pas mis en œuvre de mesures d'austérité budgétaire majeures par la suite, ce qui a contribué à amortir l'impact des chocs économiques.
- **La désinflation, qui a contribué à la reprise des revenus réels,** permettant aux ménages de retrouver le pouvoir d'achat qui avait été érodé par les hausses de prix antérieures.

En conséquence, malgré tous les chocs de ces dernières années (prix de l'énergie, inflation, resserrement monétaire), les revenus réels des ménages ont retrouvé un niveau supérieur à celui d'avant la pandémie, voire à celui d'avant la guerre en

Ukraine, bien qu'à des rythmes variables, comme l'illustre le graphique ci-dessous. Cette évolution contraste avec le niveau toujours faible de confiance des ménages. Les taux d'épargne restent plus élevés qu'avant la pandémie dans la zone euro, au Royaume-Uni et au Japon. C'est également le cas en Chine, où la crise immobilière sévit depuis 2021. Il semble donc que la propension des ménages à épargner ait augmenté dans un contexte d'incertitudes accrues (épargne de précaution). D'autres explications résident dans la composition des revenus des ménages (avec une part plus importante des revenus non salariaux qui profitent davantage aux ménages à revenus élevés ayant une propension à épargner plus forte) et dans les efforts visant à reconstituer les réserves de liquidités érodées par l'inflation.

Les revenus des ménages soutiennent la ...malgré des niveaux de confiance détériorés consommation



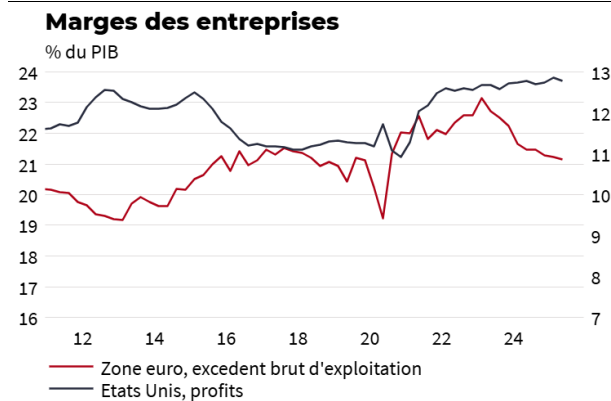
Source: SG Etudes Economiques et Sectorielles, LSEG

Source: SG Etudes Economiques et Sectorielles, LSEG, Conference Board

Les États-Unis ont fait exception à la tendance générale à l'épargne, notamment grâce à la hausse des prix des actifs. Cela a également contribué à soutenir la croissance mondiale grâce aux effets de la demande américaine. La consommation américaine représente environ 18 % du PIB mondial et a augmenté de près de 30 % en volume au cours des dix dernières années (contre moins de 10 % dans les autres économies développées). Comme l'économie américaine devrait ralentir considérablement au cours des deux prochaines années, cela aura un impact sur la dynamique de croissance mondiale.

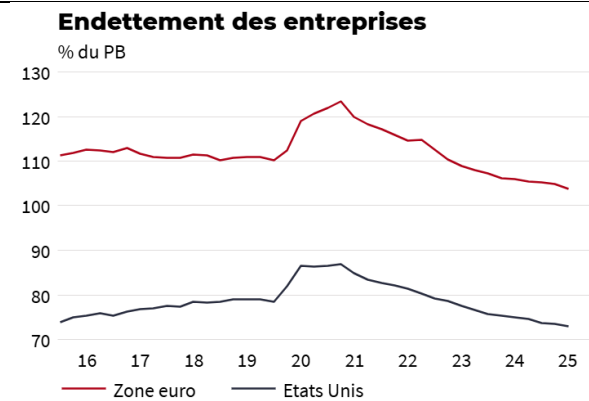
Du côté des entreprises, la rentabilité a continué d'être soutenue par :

Des marges résilientes...



Source: SG Etudes Economiques et Sectorielles, LSEG

...et un endettement en baisse



Source: SG Etudes Economiques et Sectorielles, LSEG

Dans l'ensemble, la croissance devrait rester modérée au cours des deux prochaines années, mais aucune récession n'est en vue. Ce scénario comporte de nombreux risques, liés au niveau élevé d'incertitude concernant la géopolitique, les politiques américaines et les valorisations des actifs. Les débats autour des valorisations élevées des marchés boursiers, en particulier aux États-Unis, persistent. Le scepticisme concernant les rendements à long terme des investissements dans l'IA et l'incertitude quant à la politique de la Fed reste des facteurs de risque. Une correction significative des prix des actifs pourrait menacer la dynamique des investissements dans les technologies de l'information à tous les niveaux.

- **Les mesures de soutien mises en place par le gouvernement pendant la pandémie**, qui ont permis d'amortir les perturbations économiques.
- **La forte demande des consommateurs et l'épargne accumulée** ont permis aux entreprises de répercuter les hausses de prix sur les consommateurs et, dans certains cas, même d'augmenter leurs marges bénéficiaires.
- **Les entreprises sont entrées dans un environnement de taux d'intérêt plus élevés depuis 2023 avec des niveaux d'endettement relativement faibles**. Cette situation financière leur a permis de mieux résister à l'impact de la hausse des coûts d'emprunt.

La croissance globale devrait ralentir à l'horizon 2026 et 2027, la plupart des risques étant orientés à la baisse en raison du niveau élevé d'incertitude, de la fragmentation géoéconomique et des prix élevés des actifs.

PREVISIONS ÉCONOMIQUES

PIB, GA, %	2025p	2026p	2027p	2028p
Pays Développés	1,8	1,3	1,2	1,5
États-Unis	1,7	1,4	1,0	1,8
Japon	1,4	1,0	0,7	0,6
Royaume-Uni	1,3	1,0	1,2	1,2
Zone Euro	1,4	0,8	1,0	1,3
Allemagne	0,3	1,1	1,3	1,6
France	0,8	0,6	0,9	1,3
Italie	0,6	0,5	0,5	0,8
Espagne	2,9	2,0	1,6	1,6
Pays Émergents	4,0	3,6	3,6	3,6
Asie	5,0	4,3	4,3	4,3
Chine	4,9	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
Monde (pondéré par PPA)	3,2	2,8	2,7	2,8

Inflation, % (moyenne)	2025p	2026p	2027p	2028p
Pays Développés	2,9	2,4	2,2	2,0
États-Unis	2,8	2,9	2,6	2,6
Japon	3,3	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	2,2	2,0	1,9	1,9
France	1,0	1,4	1,7	1,9
Italie	2,0	1,8	1,7	2,1
Espagne	2,5	2,2	2,0	2,2
Pays Émergents	5,5	4,9	4,4	4,3
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

% FdP (sauf indication contraire)	Actuel 16/12	2026p	2027p	2028p	2029p
Taux Fed Funds (borne haute)	3,75	3,25	2,75	3,00	3,50
Taux 10 ans (gouv.), États Unis	4,18	4,00	4,25	4,25	4,50
BCE, facilité de dépôt	2,00	1,75	1,75	2,25	2,75
Taux 10 ans (gouv.), Allemagne	2,85	2,50	2,75	2,75	3,00
Taux 10 ans (gouv.), France	3,56	3,30	3,45	3,35	3,60
Taux 10 ans (gouv.), Italie	3,53	3,30	3,55	3,55	3,80
Taux 10 ans (gouv.), Espagne	3,30	3,05	3,30	3,25	3,50
BoE, taux de pol. monétaire	4,00	3,75	3,50	3,75	4,00
Taux 10 ans (gouv.), Royaume-Uni	4,50	4,50	4,50	4,50	4,75
BoJ, taux de pol. monétaire	0,50	1,00	1,00	0,80	0,60
Taux 10 ans (gouv.), Japon	1,96	1,50	1,50	1,45	1,40
EUR / USD	1,18	1,20	1,20	1,15	1,15
EUR / GBP	0,88	0,88	0,89	0,90	0,90
USD / JPY	155	150	140	145	150
USD / CNY	7,1	7,4	7,3	7,1	7,1
Pétrole, Brent (USD/b)	61	65	70	70	70
Gaz naturel UE (TTF, EUR/MgW/h)	27	35	40	40	40
Carbone UE ETS (EUR/tonne)	85	100	110	120	130

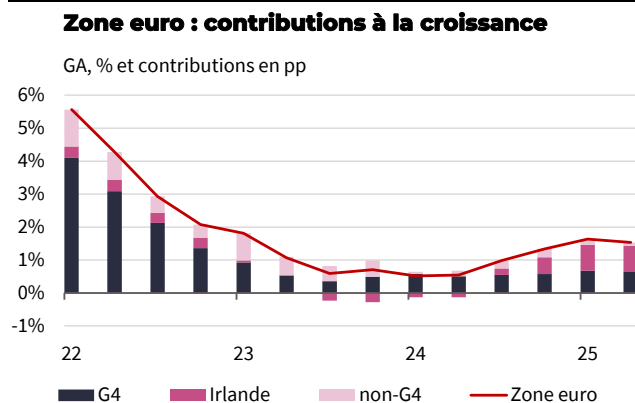
ZONE EURO

- **La croissance de la zone euro devrait ralentir à mesure que les effets temporaires s'estompent, avant que la consommation et l'investissement ne reprennent, soutenus par la relance budgétaire en Allemagne et la diminution des incertitudes en France**
- **L'inflation se modère mais reste tenace, ce qui réduit la marge pour de nouvelles baisses de taux de la BCE**
- **Les risques penchent à la baisse, en raison des incertitudes politiques et des tensions commerciales, tandis que des gains de productivité et un crédit plus accessible pourraient réserver des surprises à la hausse**

La croissance de la zone euro devrait ralentir en 2026 avant de regagner progressivement du dynamisme à moyen terme. La surprise positive de 2025 a été largement portée par l'Irlande et l'Espagne – l'Irlande bénéficiant d'un front-loading des exportations et des investissements associés, et l'Espagne d'une consommation privée et d'investissements résilients grâce aux fonds européens. Comme la contribution de l'Irlande est temporaire, les dynamiques économiques sous-jacentes de la zone euro deviendront progressivement plus visibles. L'année prochaine, la consommation devrait ralentir avec l'essoufflement de la dynamique en Espagne et en Italie, la modération de la croissance des salaires et un sentiment hésitant en Allemagne et en France. À moyen terme, la croissance devrait accélérer pour atteindre 1,0% en 2027 et 1,3% en 2028, soutenue par la mise en œuvre de l'expansion budgétaire en Allemagne et le retour de la France sur sa trajectoire de croissance.

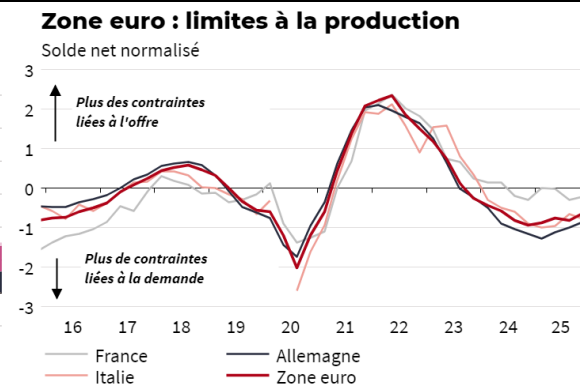
L'inflation se modère plus lentement que prévu, car l'inflation sous-jacente reste tenace. En 2026, l'inflation globale devrait reculer seulement marginalement à 2,0%, tandis que l'inflation sous-jacente devrait s'atténuer à un niveau similaire à mesure que la croissance des salaires et les prix des services se modèrent progressivement. Parmi les principales économies, l'inflation persistante en Allemagne continue de compenser la baisse observée en France. Les anticipations de marché indiquent une inflation moyenne à court et moyen terme légèrement inférieure à la cible, avec une volatilité récemment en recul, ce qui renforce l'idée d'anticipations bien ancrées. En 2028, le report de l'introduction du système ETS2 devrait exercer une pression haussière sur les prix en augmentant les coûts carbone pour les secteurs couverts par le système élargi d'échange de quotas d'émission. Les risques baissiers pour l'inflation incluent des importations chinoises moins chères, des gains de productivité liés à l'adoption de l'IA et un ralentissement plus marqué que prévu de la croissance des salaires, tandis qu'une performance de croissance supérieure aux attentes exercerait une pression haussière sur les prix.

La croissance de la zone euro a été largement portée par l'Irlande et l'Espagne en 2025



Source : Eurostat, SG Études Économiques et Sectorielles

La plupart des grandes économies de la zone euro continuent de souffrir de contraintes de demande plus fortes



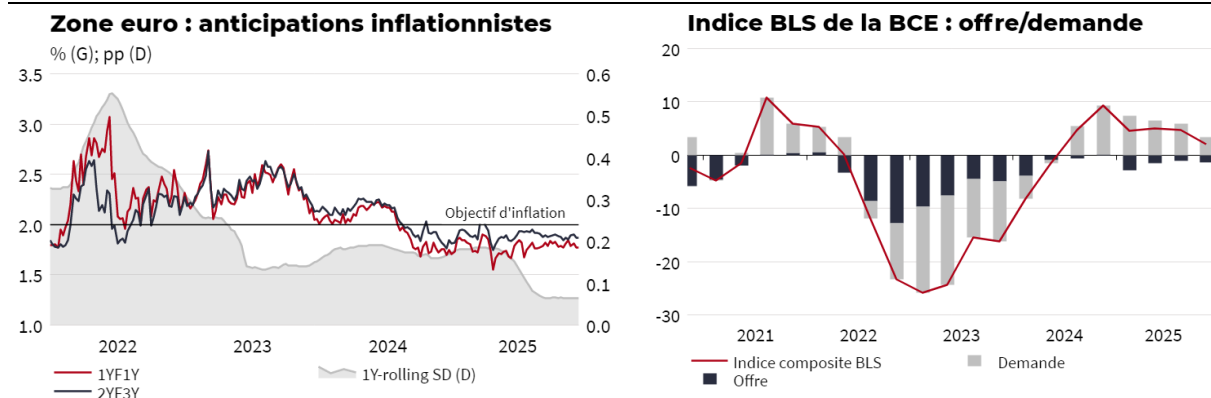
Source : DG ECFIN, SG Études Économiques et Sectorielles

NB : Les contraintes d'offre incluent la disponibilité de la main-d'œuvre ainsi que l'accès aux matériaux et aux équipements.

Comme les perspectives de croissance restent lentes et que l'inflation devrait se maintenir fermement à la cible, nous ne voyons la place que pour une dernière baisse de taux de la BCE. Bien que les conditions semblent relativement favorables au second semestre 2025, la « bonne position » de la BCE pourrait légèrement s'affaiblir. Avec une dynamique de croissance appelée à s'estomper en 2026 et aucun risque significatif de désancrage des anticipations d'inflation, nous anticipons que la BCE conclura son cycle de baisse des taux, après une courte pause, par une dernière réduction au premier semestre 2026. Parallèlement, la normalisation quantitative devrait se poursuivre à son rythme actuel jusqu'au moins la seconde moitié de 2026, pesant sur les primes de terme du noyau. En l'absence de chocs majeurs, les spreads devraient rester globalement stables à court terme, les marchés ayant déjà intégré les turbulences politiques en France, tandis que la phase de resserrement des spreads espagnols et italiens a pris fin après leur solide performance macro-budgétaire.

Les conditions de crédit devraient s'assouplir lentement, ce qui soutiendra l'investissement à moyen terme. Le resserrement récent des conditions de crédit a été alimenté par une perception accrue des risques liée à l'incertitude géopolitique et à des vulnérabilités sectorielles spécifiques. Du côté de la demande, l'appétit des entreprises pour les prêts augmente mais reste modéré, principalement motivé par des besoins de refinancement plutôt que par l'investissement. La demande des ménages continue de croître pour les prêts immobiliers et demeure stable pour le crédit à la consommation. Globalement, l'offre restrictive de crédit pèse sur la dynamique récente des prêts bancaires, même si la demande contribue positivement, quoique à un rythme lent. À l'avenir, la croissance de l'investissement devrait rester résiliente, à mesure que l'incertitude diminue et que les perspectives s'améliorent, atteignant 1,7% en 2026 avant d'accélérer à 2,0% en 2027.

Les anticipations d'inflation sont restées durablement inférieures à la cible, tandis que la volatilité a diminué **Les conditions de crédit continuellement restrictives pèsent sur la demande dynamique**



Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Source : BCE, SG Études Économiques et Sectorielles

Note : Les forwards ILS incluent des primes de risque et de liquidité et ne reflètent donc pas purement les anticipations d'inflation. L'écart-type (SD) glissant sur un an est calculé à partir de la série temporelle des forwards ILS : un SD plus faible suggère des anticipations plus stables, tandis qu'un SD plus élevé signale une incertitude accrue.

Le taux de chômage devrait augmenter légèrement à mesure que la croissance ralentit. La divergence du marché du travail dans la zone euro — avec une forte croissance de l'emploi et un chômage plus faible dans le Sud, et une croissance limitée de l'emploi et un chômage stable ou en hausse dans le cœur — devrait persister à court terme avant de s'atténuer à moyen terme. La croissance globale de l'emploi dans la zone continue de ralentir conformément aux tendances récentes, comme en témoignent des anticipations d'emploi négatives et inférieures à la moyenne. Les pressions haussières sur le chômage, notamment en France, devraient s'intensifier l'année prochaine. À moyen terme, le ralentissement de la croissance dans les pays du Sud et la reprise plus forte en France et en Allemagne devraient réduire la divergence intra-zone.

Le profil de risque de notre scénario central est équilibré. Les principaux risques baissiers pour la croissance proviennent d'une reprise plus lente dans les économies clés, notamment en France et en Allemagne. Une incertitude persistante en France, alimentée par une paralysie politique prolongée, ainsi que des retards en Allemagne, ou pire, une mauvaise allocation du plan budgétaire, pèseraient davantage sur l'activité. De plus, un regain de tensions commerciales pourrait freiner la demande extérieure. Une montée des tensions avec les États-Unis ou des restrictions prolongées sur les exportations de terres rares en provenance de Chine limiterait également la croissance. À l'inverse, une amélioration du sentiment liée à la réduction de l'incertitude, tant au niveau national qu'international, pourrait soutenir la consommation. De même, un assouplissement plus rapide des conditions de crédit, favorisé par une meilleure perception du risque et des perspectives macroéconomiques renforcées, pourrait accélérer l'investissement et consolider la dynamique de croissance. Par ailleurs, des gains de productivité liés à

l'adoption de l'IA pourraient stimuler les économies qui l'implémentent, mais seulement à moyen terme.

Zone euro	2025p	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	1,4	0,8	1,0	1,3
Consommation des ménages	1,3	0,6	0,7	1,2
Consommation publique	1,6	0,6	0,8	1,0
Investissement	1,3	1,7	2,0	2,2
Exportations de biens & services	0,5	1,5	2,2	2,3
Importations de biens & services	2,0	2,1	2,4	2,6
Inflation, % moyenne annuelle	2,1	2,0	1,7	1,9
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2,4	2,0	1,7	1,9
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	1,1	0,6	0,7	1,0
Épargne des ménages, % du RDB	15,0	15,0	15,0	14,9
Chômage, % de la population active	6,4	6,6	6,6	6,5
Solde budgétaire, % du PIB	-3,3	-3,5	-3,2	-3,0
Dettes publiques, % du PIB	91	93	95	97
Solde courant, % du PIB	1,7	1,4	1,4	1,2

ALLEMAGNE

- **La mise en œuvre du plan fiscal s'accélère, mais les questions d'allocation, les contraintes d'offre et les obstacles administratifs en limitent l'impact à long terme**
- **La croissance sera portée par la consommation intérieure, tandis que l'industrie et les exportations nettes resteront un frein**
- **Des pertes de compétitivité persistantes, des pressions démographiques et l'absence de réformes audacieuses amplifient les risques baissiers et pèsent sur le sentiment**

La croissance devrait s'accélérer progressivement (1,1% en 2026 et 1,3% en 2027), soutenue par une forte impulsion budgétaire et l'amélioration des finances des ménages. Les consommateurs continueront de bénéficier d'une croissance robuste des salaires et des transferts sociaux nets, et devraient accroître leurs dépenses à mesure que les prix se stabilisent et que le chômage atteint son point bas. La baisse progressive du taux d'épargne des ménages soutiendra la croissance sur l'horizon de prévision et facilitera le rééquilibrage de l'économie vers la demande intérieure. Les perspectives d'investissement restent contrastées : le génie civil sera stimulé par la montée en puissance des décaissements des fonds spéciaux SVIK¹, tandis que la construction restera atone, le secteur immobilier peinant à se redresser. Les acteurs de l'immobilier commercial sont les plus en difficulté, confrontés à des pressions financières persistantes : le ratio NPL dans ce secteur a presque triplé depuis 2022, selon la Bundesbank. La faiblesse de la construction résidentielle continuera de peser sur l'accessibilité du logement, notamment dans les grandes villes et pour les jeunes ménages.

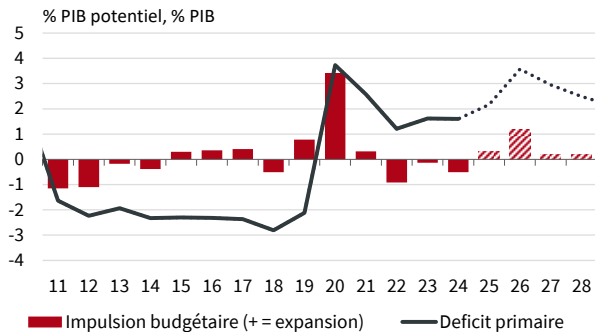
La mise en œuvre progressive du plan budgétaire pèsera sur les comptes publics, tandis que son impact sur l'activité reste incertain. Les plans budgétaires nationaux prévoient une augmentation de l'endettement net à 4,8% du PIB en 2026 et 4,3% en 2027 afin de financer les décaissements liés au plan. Cela fera passer la dette publique au-dessus du seuil de 70% du PIB d'ici 2027, dans un contexte où les rendements des Bunds restent relativement élevés alors que la BCE poursuit son programme de normalisation quantitative en 2026. L'impulsion budgétaire devrait avoir des effets différés sur la croissance, la mise en œuvre étant confrontée à des contraintes persistantes du côté de l'offre et à des obstacles administratifs. Les risques baissiers sont importants, compte tenu des incertitudes non résolues sur l'allocation des fonds. La possibilité de reclasser des dépenses prévues sous le plan et les pratiques de clientélisme pourraient réduire son impact

¹ Un fonds spécial de 500Md EUR pour les infrastructures et la neutralité climatique sera consacré aux infrastructures nationales, tandis que 100Md EUR financeront respectivement des projets au niveau des Länder et le Fonds pour la transformation climatique (KTF).

global sur l'activité et ses effets positifs sur les variables de long terme, notamment la productivité. En outre, le déploiement des fonds continue de rencontrer des blocages administratifs et des incertitudes, en particulier dans la composante défense du plan. Des défis supplémentaires proviennent d'une forte incertitude politique et économique qui ne s'est pas atténuée malgré le changement de gouvernement en début d'année.

L'impulsion budgétaire annoncée soutient la croissance avec des effets différés

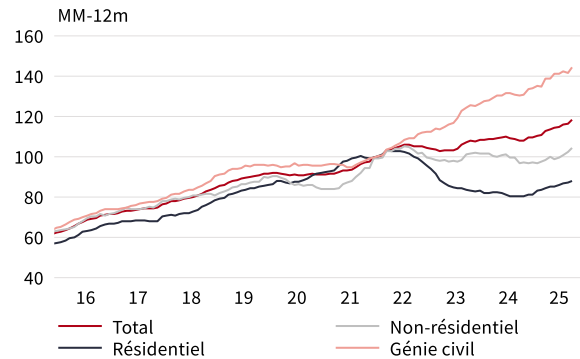
Allemagne : position fiscale



Source : AMECO, SG Études Économiques et Sectorielles

L'investissement sera polarisé entre génie civil financé par l'État et immobilier atone

Allemagne : ordres de construction



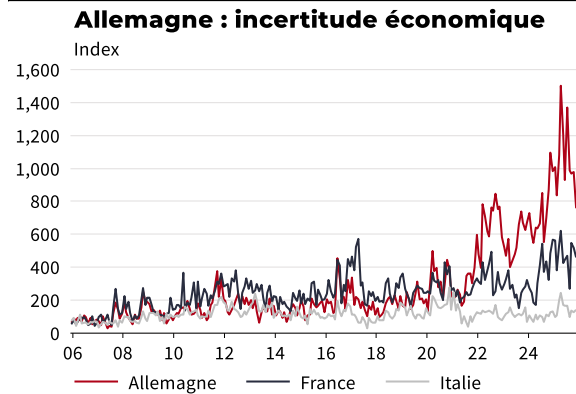
Source : Destatis, SG Études Économiques et Sectorielles

Les risques restent orientés à la baisse, les défis structurels continuant de peser sur les perspectives de croissance de l'Allemagne. L'économie est confrontée à une récession manufacturière séculaire, alimentée par une compétitivité en érosion dans un contexte de frictions persistantes au sein des chaînes de valeur mondiales, de hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre et d'une concurrence accrue des producteurs asiatiques, y compris dans les secteurs phares tels que les biens d'équipement et l'automobile, où l'avantage premium des fabricants allemands s'effrite. Un euro fort accentue ces pressions. Le plan gouvernemental visant à subventionner les coûts énergétiques industriels jusqu'en 2028 pourrait alléger temporairement les charges de production, mais il ne devrait pas enrayer le processus de désindustrialisation en cours, notamment alors que le modèle de croissance tirée par les exportations de la Chine intensifie la concurrence mondiale. Dans ce contexte, le modèle de croissance allemand devra réussir à se réorienter vers la demande intérieure, les exportations ne pouvant plus apporter la même contribution à l'activité. Ce changement structurel entraîne des implications microéconomiques significatives : certains segments du marché du travail et les régions à forte intensité manufacturière devraient connaître un déclin économique. Les premiers signes de cet ajustement sont visibles à travers la pression croissante sur les recettes fiscales locales dans les Länder à forte composante manufacturière.

L'absence de réformes structurelles compromet davantage la capacité de l'Allemagne à maintenir une croissance robuste. Les entreprises continuent de faire face à des lourdeurs administratives et à des barrières à la concurrence qui freinent la dynamique et découragent les nouveaux entrants. Parallèlement, le profil démographique du pays se détériore, aggravant les pénuries de main-d'œuvre

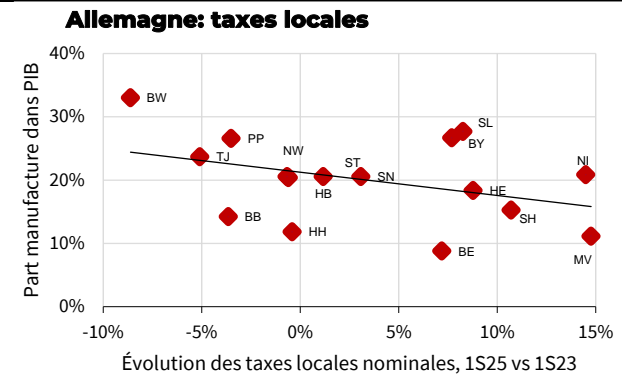
qualifiée et accentuant la pression sur les finances de la sécurité sociale. La mise en œuvre de réformes ambitieuses visant à réduire la bureaucratie, à stimuler la concurrence et à faire progresser les initiatives européennes telles que l'Union de l'épargne et l'investissement ainsi que la finalisation de l'Union bancaire améliorerait les perspectives à moyen terme.

Les pressions politiques persistent soutenant l'incertitude économique



Source : EPU, SG Études Économiques et Sectorielles

Les pertes dans l'industrie auront des effets de ruissellement sur l'ensemble de l'économie



Source : Destatis, SG Études Économiques et Sectorielles

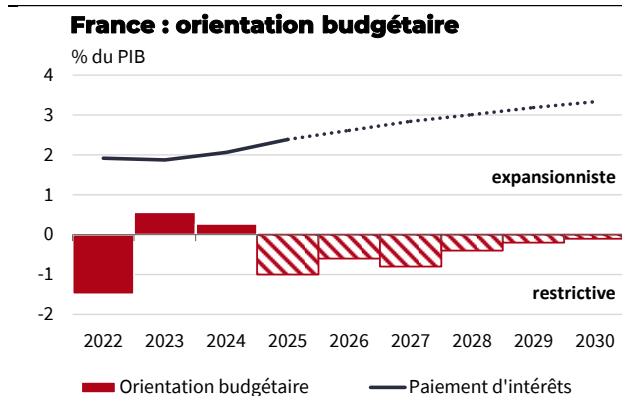
Allemagne	2025p	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	0,3	1,1	1,3	1,6
Consommation des ménages	1,1	1,2	1,2	1,4
Consommation publique	2,2	2,5	2,3	2,3
Investissement	-0,5	2,1	2,8	3,2
Exportations de biens & services	-0,5	0,9	1,1	1,7
Importations de biens & services	2,8	2,0	2,0	2,3
Inflation, % moyenne annuelle	2,2	2,0	1,9	1,9
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2,7	2,2	1,9	1,9
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	0,6	1,0	1,1	1,2
Épargne des ménages, % du RDB	19,6	19,4	19,3	19,0
Chômage, % de la population active	6,3	6,3	6,3	6,1
Solde budgétaire, % du PIB	-3,3	-4,8	-4,3	-4,0
Dette publique, % du PIB	65	69	73	77
Solde courant, % du PIB	4,7	4,1	4,1	3,9

FRANCE

- **L'incertitude continue de façonner les perspectives économiques de la France, la paralysie politique pesant sur la confiance**
- **Une confiance faible et un niveau élevé d'épargne des ménages retardent la reprise de la consommation et de l'investissement**
- **Les risques baissiers dominant, avec la possibilité de scénarios politiques défavorables**

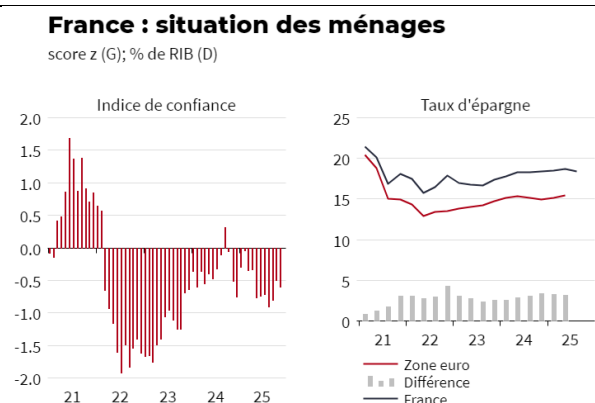
L'incertitude continue de façonner les perspectives économiques, la paralysie politique pesant sur la confiance des consommateurs, des entreprises et des marchés financiers. La fragmentation parlementaire, des coalitions fragiles et une forte pression temporelle créent un contexte complexe pour la politique économique. Les travaux se poursuivent pour sécuriser le budget 2026 à l'heure où nous publions, mais même en cas de compromis, le coût est élevé : la réforme des retraites est retardée et les perspectives de consolidation budgétaire plus coûteuse pour la croissance économique se renforcent. De plus, une Assemblée nationale toujours fragmentée implique que des réformes structurelles essentielles sont différées et que les risques politiques continuent de peser en arrière-plan sur le sentiment.

La position budgétaire devrait rester restrictive à l'avenir



Source : DG ECFIN, SG Études Économiques et Sectorielles

Une forte incertitude maintient le taux d'épargne des ménages français nettement au-dessus de celui de la zone euro



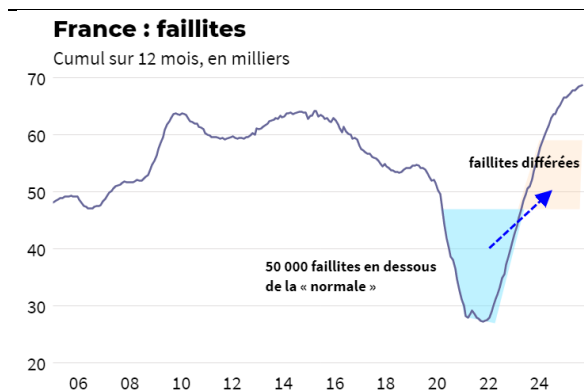
Source : INSEE, Eurostat, SG Études Économiques et Sectorielles

Le débat budgétaire reste la principale source de friction politique. Après un déficit projeté de 5,4% en 2025, contre 5,8% en 2024, la politique budgétaire devrait rester restrictive en 2026, avec une réduction du déficit autour de 5,2% dans notre scénario central de compromis. L'ajustement des dépenses sociales demeure très sensible, tandis que les paiements d'intérêts augmentent. Des recettes supplémentaires devraient provenir d'une hausse des impôts sur les grandes entreprises et les transactions financières. Pour obtenir le soutien de la gauche, le Premier ministre Lecornu a proposé de geler la réforme des retraites de 2023 jusqu'au début de 2028 et s'est engagé à ne pas recourir à l'article 49.3, l'outil

constitutionnel du gouvernement pour imposer une loi budgétaire, pendant le débat. Le gel des retraites à lui seul représente 3,5Md EUR de dépenses publiques supplémentaires jusqu'en 2027.

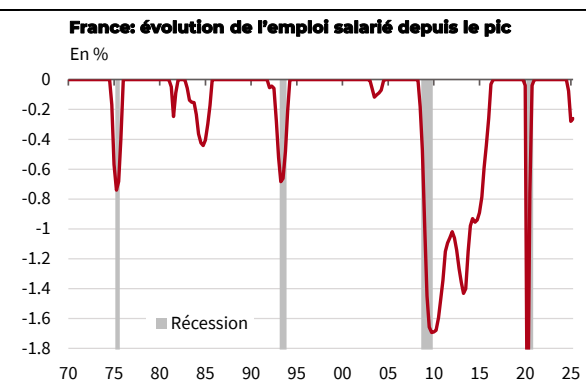
Le sentiment économique devrait rester faible, avec une amélioration lente à moyen terme, se traduisant par une reprise graduelle de la consommation, de l'investissement et de la croissance globale. La consommation privée devrait rester modérée à court terme, les ménages continuant de privilégier l'épargne plutôt que la dépense malgré la hausse du revenu disponible. Le taux d'épargne élevé devrait donc persister, mais diminuer lentement à moyen terme, à mesure que les principaux facteurs récents – incertitude politique et taux d'intérêt élevés – s'atténuent. L'absence de stimulus budgétaire en 2026 privera également la consommation d'un soutien immédiat. L'investissement des ménages devrait rebondir progressivement, soutenu par l'assouplissement des conditions financières et des incitations fiscales pour l'immobilier résidentiel, tandis que l'investissement des entreprises ne devrait se renforcer qu'à partir de 2027, lorsque le sentiment s'améliorera et que les réformes de simplification commenceront à produire leurs effets. Les conditions extérieures ne devraient pas offrir de soutien l'année prochaine, les frictions commerciales et les défis structurels continuant de freiner la croissance des exportations. Une plus grande clarté politique et une demande extérieure plus forte devraient ouvrir la voie à une reprise plus marquée, mais pas avant 2027.

La flambée des faillites est en partie liée à un effet de rattrapage post-Covid



Source : Banque de France, SG Études Économiques et Sectorielles

L'emploi salarié recule depuis le 3T24, une tendance qui coïncide généralement avec les récessions



Source : INSEE, SGCIB, SG Études Économiques et Sectorielles

Une combinaison de facteurs cycliques et d'un effet de rattrapage post-Covid a entraîné une hausse des faillites. Dans un contexte de croissance faible et de conditions financières durablement restrictives, les faillites d'entreprises ont atteint un niveau record de 69 600 sur les 12 mois jusqu'en septembre 2025. Cette forte augmentation reflète toutefois non seulement des pressions cycliques, mais aussi un effet de rattrapage après la pandémie. Entre 2020 et 2022, des mesures publiques de soutien massives ont évité environ 50 000 insolvabilités, créant une base anormalement basse. Les chiffres actuels sont donc gonflés par ces défaillances

différées, avec le retrait des dispositifs de soutien. Les entreprises les plus touchées sont de petites entreprises (TPE), matures (plus de 6 ans), concentrées dans la construction, le commerce de détail et l'hôtellerie-restauration. Cette tendance signale une normalisation vers les moyennes de long terme et devrait persister dans l'environnement de faible croissance à court terme. Compte tenu du profil de ces entreprises, l'impact sur le coût du risque bancaire devrait rester contenu.

Les pressions sur l'emploi devraient s'accroître à court terme, l'incertitude, la faible croissance et le niveau élevé des faillites pesant sur la demande de travail.

Depuis le pic de l'emploi salarié au 3T24, l'économie a enregistré trois trimestres consécutifs de pertes nettes d'emplois, laissant l'emploi 0,3 % en dessous de son sommet au 2T25. Historiquement, une telle tendance coïncide fréquemment avec une récession, qui ne s'est pas matérialisée jusqu'ici mais souligne la fragilité de la dynamique de croissance déjà faible. La détérioration du sentiment sur l'emploi, combinée à une croissance et un investissement faible, exerce une pression baissière sur l'emploi et la confiance des ménages. En conséquence, le taux de chômage devrait augmenter légèrement pour atteindre 7,9 % en 2026 avant de se stabiliser et de reculer lentement à moyen terme.

Notre scénario central reste exposé à des risques principalement baissiers pour la croissance, dans un contexte politique toujours volatil. Cet environnement pourrait renforcer la prudence des ménages et des entreprises, pesant sur la consommation et l'investissement. Sur le plan financier, les inquiétudes concernant la trajectoire budgétaire et de la dette, associées à des émissions importantes en Allemagne, pourraient à nouveau élargir le spread souverain français. À la hausse, la croissance pourrait surprendre si le taux d'épargne des ménages diminue plus rapidement en cas de dissipation de l'incertitude. Un investissement des entreprises plus solide et une meilleure performance des exportations, soutenus par la demande croissante pour les technologies de défense, numériques et vertes, tant en France qu'en Europe, pourraient également apporter un soutien.

France	2025p	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	0,8	0,6	0,9	1,3
Consommation des ménages	0,4	0,7	0,9	1,2
Consommation publique	1,4	0,3	0,6	1,0
Investissement	-0,1	0,9	1,4	2,0
Exportations de biens & services	0,7	1,6	2,6	2,7
Importations de biens & services	1,9	2,5	2,7	2,9
Inflation, % moyenne annuelle	1,0	1,4	1,7	1,9
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	1,6	1,6	1,8	2,0
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	0,7	0,7	0,6	0,6
Épargne des ménages, % du RDB	18,5	18,4	18,1	17,5
Chômage, % de la population active	7,6	7,9	7,8	7,8
Solde budgétaire, % du PIB	-5,4	-5,2	-4,8	-4,3
Dette publique, % du PIB	116	118	120	121
Solde courant, % du PIB	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4

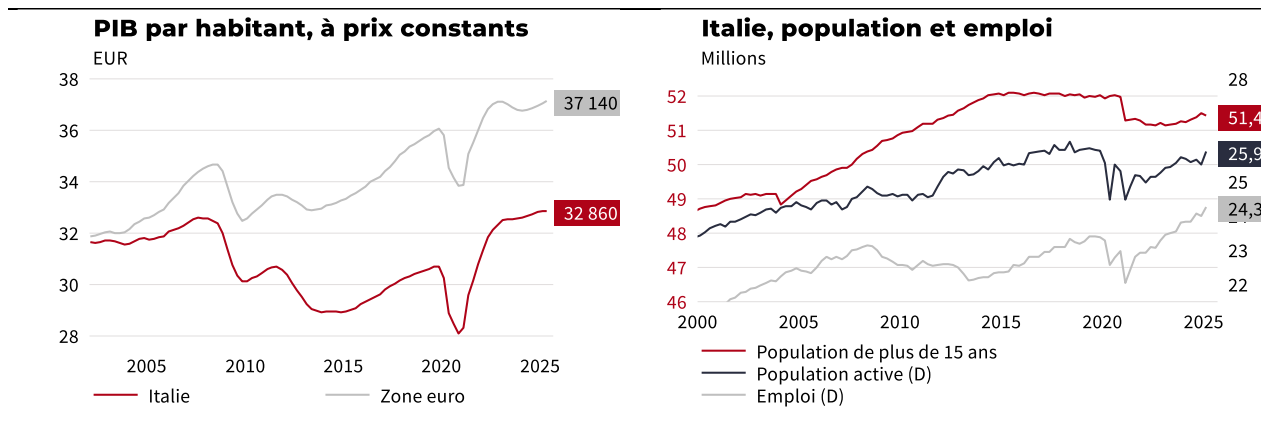
ITALIE

- **La croissance sera limitée par la faiblesse des exportations et une consommation des ménages modérée**
- **L'Italie sortirait de la procédure de déficit excessif en 2026, affichant le premier déficit public inférieur à 3% depuis 2019**
- **La dette publique augmentera encore jusqu'en 2027, atteignant 138% du PIB et diminuerait progressivement par la suite**

Le PIB italien a crû de 0,4% sur un an. La production a stagné au deuxième et troisième trimestre, avec de faibles exportations et une incertitude accrue pesant sur l'activité et la consommation. Cependant, l'accélération des dépenses pour les projets NGEU a stimulé l'investissement. La production industrielle s'est stabilisée en milieu d'année après une longue période de baisse, avec une hausse généralisée à l'exception notable des équipements de transport. L'activité dans la construction a continué de croître, malgré le retrait de diverses incitations fiscales. La consommation a stagné en milieu d'année et les ménages ont augmenté leurs taux d'épargne. Les conditions du marché du travail sont pourtant solides avec une hausse des revenus réels, l'emploi ayant augmenté de 0,7% au cours des neuf premiers mois de 2025, la population active de 1,1% et le salaire moyen de 3,3%.

L'économie s'est montrée relativement résiliente depuis la fin de la pandémie de Covid, bénéficiant d'une base industrielle diversifiée et d'un secteur d'exportation performant. Le PIB par habitant est désormais revenu à son pic de 2007 et se situe 7% au-dessus du niveau pré-Covid (contre 3% pour la zone euro).

La croissance a ralenti après une reprise rapide post-Covid, mais l'emploi reste dynamique



Source : Eurostat, LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

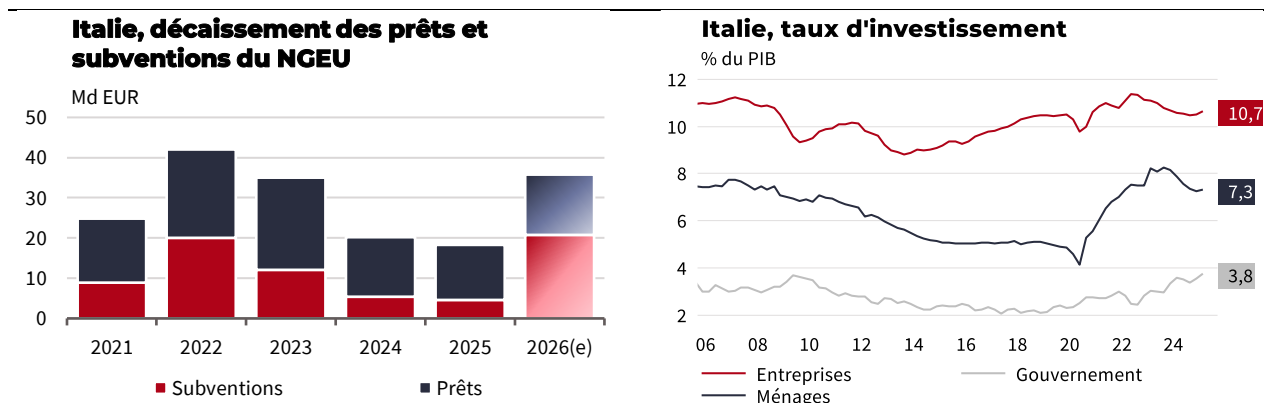
Source : Istat, LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Le PIB continuerait à croître à un rythme modéré au cours des deux à trois prochaines années. Une faible croissance des exportations et les effets de l'incertitude politique mondiale devraient ralentir l'activité au premier semestre 2026, avant que les exportations et l'activité ne reprennent à mesure que les conditions se stabiliseront et que la demande extérieure s'améliorera. Les investissements publics soutiendraient la croissance jusqu'en 2026, grâce à une

accélération des décaissements des fonds NGEU avant la date limite, puis se tasseraient en 2027. Une plus grande confiance, de meilleures conditions d'emprunt et la poursuite des projets NGEU devraient favoriser l'investissement des entreprises et la demande des consommateurs en 2027, compensant le recul des dépenses publiques. L'inflation devrait rester modeste, les pressions salariales s'atténuant avec une croissance de l'emploi plus lente que ces dernières années.

L'impact en terme de relance économique des fonds européens est 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

Le déficit budgétaire a diminué à 3,0% du PIB en 2025, grâce au retour à un excédent primaire en 2024. Celui-ci a été permis par une hausse des recettes fiscales sur le revenu des particuliers et des recettes de sécurité sociale dues à la force du marché du travail, ainsi qu'à des dépenses inférieures aux prévisions, notamment en matière d'incitations à la construction. Le déficit devrait diminuer à 2,8% du PIB en 2027 grâce à une croissance plus lente de l'investissement public et de la masse salariales de l'État, ouvrant la voie à la sortie de la procédure de déficit excessif en 2026, un an avant le calendrier prévu. L'excédent primaire devrait atteindre 1,6% du PIB en 2028, dépassant le niveau qui permet de stabiliser le ratio de dette publique.

Le projet de budget 2026 vise à réduire le déficit mais aussi à alléger certains impôts sur l'emploi et à étendre quelques incitations fiscales. Le budget réduit les taux d'imposition sur le revenu des particuliers pour les personnes à revenu moyen, élargit les avantages sociaux et encourage le renouvellement des contrats à faible

salaire. Il prolonge certains incitatifs fiscaux pour les entreprises, ainsi que des crédits d'impôt pour les rénovations de logements. Ces mesures sont financées par des impôts supplémentaires sur les banques et les compagnies d'assurance (d'une valeur de 0,2% du PIB) et par une augmentation de 50% de la « taxe forfaitaire » sur les revenus étrangers des nouveaux résidents.

La dette publique atteindra 138% du PIB en 2026, la hausse étant due à la prise en compte dans le stock de dettes des crédits d'impôt pour rénovation de logements lorsque ceux-ci sont utilisés par les ménages. Les hausses passées des taux d'intérêt et la faible croissance pèsent également sur la dynamique de la dette publique. Cependant, le ratio de la dette publique diminuerait à partir de 2028, quand le solde primaire atteindra 1,6% du PIB.

Enfin, le potentiel de croissance de l'Italie à moyen terme serait soutenu par la mise en œuvre de réformes structurelles prévues d'ici 2026 concernant le système judiciaire, le droit de la concurrence, l'administration publique et les réformes des marchés publics, entre autres. Ces réformes et leur impact sur le potentiel de croissance de l'Italie sont essentielles pour faire face au fardeau de la dette publique.

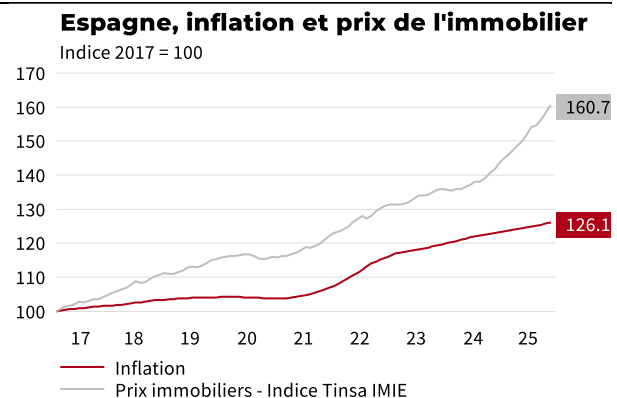
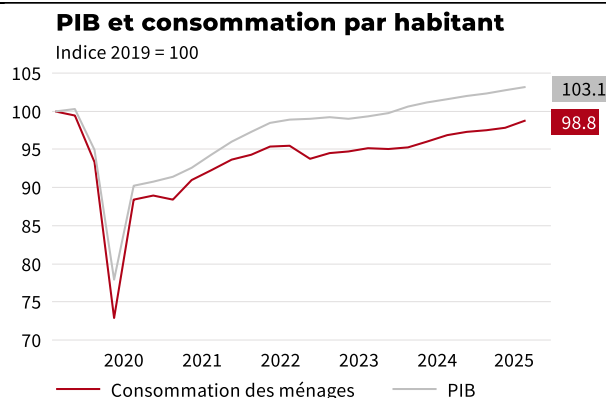
Italie	2025p	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	0,6	0,5	0,5	0,8
Consommation des ménages	0,6	0,3	0,5	0,7
Consommation publique	0,4	0,4	0,4	0,4
Investissement	2,5	1,2	0,7	1,4
Exportations de biens & services	0,0	0,9	2,3	2,8
Importations de biens & services	2,2	1,7	2,5	2,9
Inflation, % moyenne annuelle	2,0	1,8	1,7	2,1
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2,0	1,8	1,7	2,2
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	1,4	0,6	0,4	0,5
Épargne des ménages, % du RDB	12,5	12,8	12,7	12,5
Chômage, % de la population active	6,1	6,1	6,3	6,3
Solde budgétaire, % du PIB	-3,0	-2,8	-2,8	-2,6
Dette publique, % du PIB	136	138	138	137
Solde courant, % du PIB	1,1	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. Le PIB a progressé de 2,8% sur un an, porté par le dynamisme de l'investissement et de la consommation privée. Les affiliations à la sécurité sociale ont augmenté à un taux annuel de 2,4% en octobre, tandis que le taux de chômage est tombé à 10,5% en septembre. La conjonction de fortes créations d'emploi et d'une croissance des salaires supérieure à l'inflation a soutenu le revenu disponible des ménages. L'inflation globale est montée à 3,2% en octobre, principalement du fait de la hausse des prix de l'électricité, mais compensée en partie par l'extension partielle des subventions aux transports. L'inflation sous-jacente a atteint 2,9% en octobre, avec une inflation persistante des prix des services.

Le tourisme gonfle les prix de l'immobilier et la consommation des ménages reste en retrait



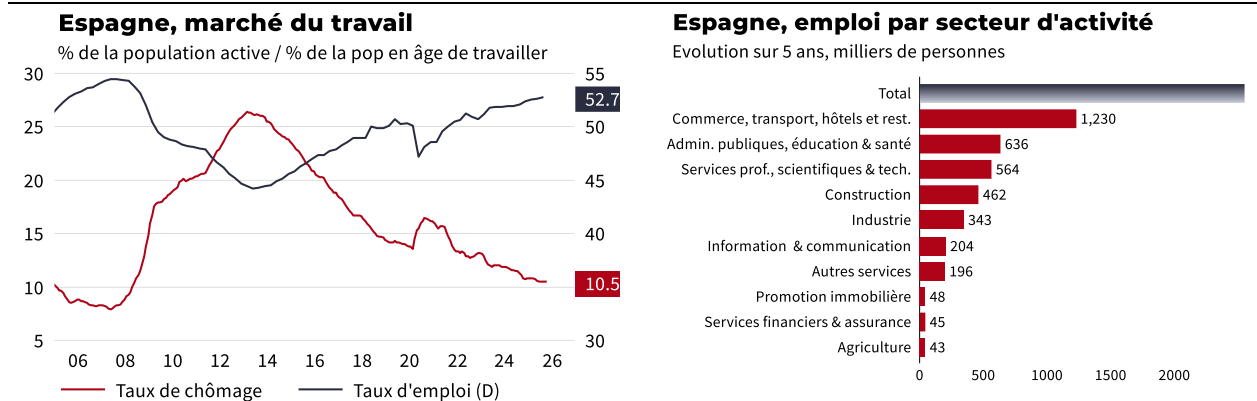
Source : Commission européenne, RRF scoreboard, SG Études Économiques et Sectorielles

Le crédit aux entreprises privées s'est étendu à la suite de l'assouplissement monétaire. Le crédit immobilier aux ménages et le crédit aux entreprises a augmenté respectivement de 2,9% et 2,3% en glissement annuel en septembre 2025.

Le déficit commercial espagnol s'est creusé au premier semestre, les importations ayant augmenté plus rapidement que les exportations en raison d'une forte demande intérieure et d'une incertitude commerciale accrue. Les exportations touristiques continuent de croître, bien que plus lentement. L'exposition directe de l'Espagne aux tarifs américains reste limitée, les exportations de biens vers les États-

Unis ne représentant que 1,1% du PIB. Cependant, l'Espagne est exposée à une moindre demande de la part de ses partenaires commerciaux européens.

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

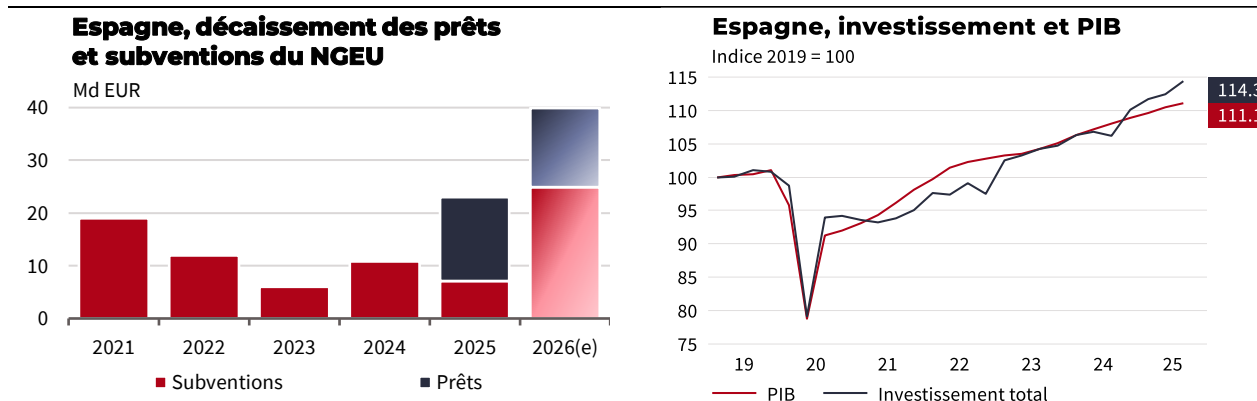


Source : INE, LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

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.

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

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).

L'Espagne n'a pas adopté de budget depuis 2023, et le budget 2026 a été rejeté par le Parlement fin novembre. Le scénario le plus probable est que l'Espagne enchaîne une troisième année consécutive avec le budget 2023. En conséquence, l'orientation budgétaire serait globalement neutre. Le déficit budgétaire a été réduit à 2,5 % du PIB en 2025 en raison d'une croissance économique et de recettes plus fortes que prévu. Le déficit devrait encore se réduire en 2026 et 2027 autour de 2,1% du PIB, ce qui reflète en grande partie le retrait du soutien budgétaire post-inondations dans la région de Valence, et une augmentation des revenus du fait de fortes créations d'emploi et d'une croissance économique solide. En conséquence, la dette publique diminuera progressivement jusqu'à 96% du PIB en 2028.

Le pays doit procéder à une augmentation progressive des dépenses de défense en 2025 et 2026 pour atteindre 2% du PIB. Le gouvernement devrait presque doubler son budget de la défense, passant de 17,5 milliards d'euros à 33,7 milliards d'euros l'an dernier, pour atteindre l'objectif de 2% du PIB. Cela sera difficile compte tenu du manque persistant de soutien parlementaire.

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.

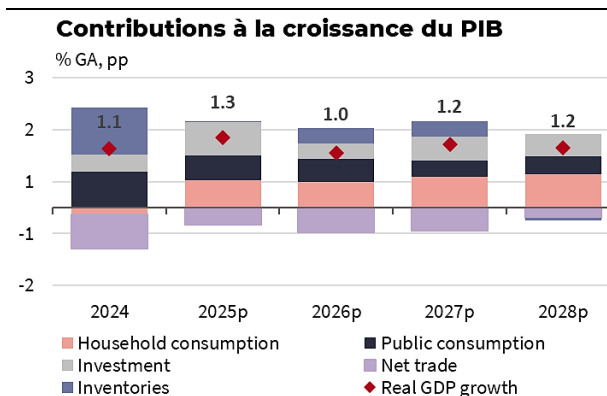
Espagne	2025p	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	2,9	2,0	1,6	1,6
Consommation des ménages	3,4	2,4	1,8	1,8
Consommation publique	1,5	1,7	1,0	0,8
Investissement	5,5	3,1	1,9	1,7
Exportations de biens & services	3,7	2,2	2,6	2,7
Importations de biens & services	5,7	3,2	2,7	2,7
Inflation, % moyenne annuelle	2,5	2,2	2,0	2,2
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2,6	2,3	2,0	2,2
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	2,7	1,9	1,6	1,4
Épargne des ménages, % du RDB	12,1	11,7	11,5	11,1
Chômage, % de la population active	10,6	10,6	10,8	10,9
Solde budgétaire, % du PIB	-2,5	-2,1	-2,1	-2,1
Dette publique, % du PIB	100	98	97	96
Solde courant, % du PIB	2,7	2,1	2,1	2,0

ROYAUME-UNI

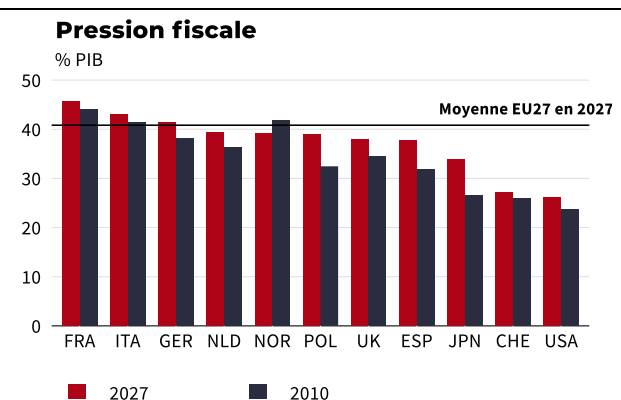
- La croissance ralentira en 2026, révélant des fragilités économiques sous-jacentes
- Le budget d'automne marque un léger resserrement budgétaire, mais la consolidation restera insuffisante pour stabiliser la dette
- L'inflation devrait converger vers la cible de 2% de la BoE au 4T26, à mesure que les tensions sur le marché du travail s'atténuent

La dynamique de croissance s'est atténuée au second semestre 2025, mais la performance annuelle reste solide. L'activité bénéficie d'un soutien marqué de la consommation publique et des investissements, notamment dans le logement et les infrastructures. À l'inverse, l'incertitude persistante continue de peser sur les exportations, l'investissement des entreprises et les dépenses des ménages. Nous prévoyons une croissance du PIB réel de 1,3% en 2025, supérieure à celle de la plupart des économies européennes, mais elle devrait ralentir à 1% en 2026, à mesure que le soutien budgétaire s'estompe et que la faiblesse de la demande privée révèle les fragilités sous-jacentes.

Prévisions de PIB : croissance résiliente



Pression fiscale : hausse mais sous UE



Source : ONS, SG Études Économiques et Sectorielles

Source : Commission UE, OBR, SG Études Économiques et Sectorielles

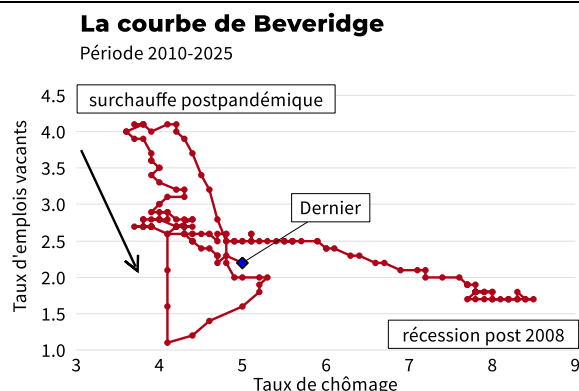
Le budget d'automne marque un léger resserrement budgétaire, rapprochant le Royaume-Uni d'un modèle européen caractérisé par une fiscalité élevée et des dépenses publiques importantes. Les hausses d'impôts prévues à partir de 2028 devraient générer environ 26Md GBP par an d'ici l'exercice 2029-30 (0,9% du PIB 2025), principalement via le gel des seuils d'imposition qui fera basculer un quart des salariés dans des tranches supérieures. Ces recettes supplémentaires portent la marge de manœuvre budgétaire à 22Md GBP (0,8% du PIB), un plus haut depuis mars 2022, renforçant la capacité à absorber de futurs chocs. Le taux de prélèvements atteindrait 38,2% du PIB en 2030, un record depuis la Seconde Guerre mondiale mais encore inférieur à la moyenne européenne (40,7%). Les dépenses publiques grimeraient à 44,3% du PIB, soit 5 points au-dessus du niveau pré-Covid, actant un

virage structurel vers un État plus présent dans l'économie et la fin du modèle britannique mêlant dépenses européennes et fiscalité basse à l'américaine.

La consolidation budgétaire sera insuffisante pour stabiliser la dette. Les plans actuels impliquent de réduire de moitié la croissance en termes réels des dépenses de services publics à partir de l'exercice 2028-2029, avec des coupes de 3,3% par an pour les ministères « non protégés » (police, justice, collectivités). jugeons ces objectifs difficiles à atteindre : combiner hausses d'impôts et baisses de dépenses en année électorale (2029) sera politiquement difficile. Nous anticipons plutôt la mise en œuvre des hausses d'impôts — compte tenu du point de départ relativement bas du Royaume-Uni par rapport à ses homologues européens — mais le Spending Review de 2027 devrait atténuer l'ampleur des coupes. En conséquence, le déficit budgétaire devrait se réduire progressivement, sans que le solde primaire suffise à stabiliser le ratio dette/PIB. Le déficit se réduirait donc progressivement, sans dégager un solde primaire suffisant pour stabiliser la dette. Nous prévoyons des rendements des gilts durablement élevés, avec une prime de risque persistante maintenant le 10 ans autour de 4,5% à moyen terme.

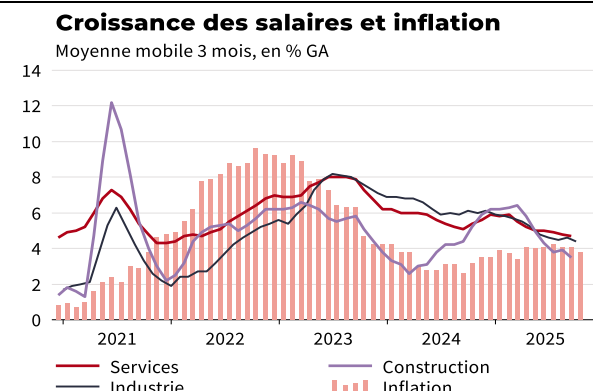
La consommation des ménages devrait rester faible, avec une reprise seulement graduelle à partir de 2027-2028. Les mesures récentes du gouvernement renforcent deux forces opposées qui façonnent les dépenses privées post-Covid : la hausse de 4% du salaire minimum (8,5% pour les 18-20 ans) les revenus à court terme, mais les hausses d'impôts limiteront la progression du revenu disponible réel à 0,8% par an en moyenne sur la période 2028-2030. Un niveau élevé d'incertitude, un marché du travail en ralentissement et des taux hypothécaires persistants inciteront les ménages à conserver une épargne de précaution, maintenant le taux d'épargne supérieur à sa moyenne de long terme. En conséquence, la consommation privée devrait rester atone plus longtemps que prévu initialement.

Marché du travail en ralentissement



Source : ONS, Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

Croissance salariale : recul nominal et réel



Source : ONS, Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

L'inflation devrait rester au-dessus de la cible de 2 % de la BoE jusqu'au 4T26, à mesure que les tensions sur le marché du travail s'atténuent. L'inflation globale a reculé à 3,6% GA en octobre (contre 3,8% en septembre), première baisse en cinq mois, mais demeure la plus élevée du G7. Le budget d'automne ne devrait pas

modifier cette trajectoire : la hausse du salaire minimum en 2026 sera compensée par le gel prolongé des taxes sur les carburants et la baisse des factures énergétiques. Parallèlement, le marché du travail se détend : chômage à 5 % (plus haut en cinq ans), baisse constante des offres depuis mi-2022 et intentions d'embauche au plus bas depuis quatre ans. La croissance salariale ralentit à 4,6 % en septembre contre un pic à 5,9 % en février et devrait converger vers 3,2 % fin 2026. Nous anticipons une accélération de la désinflation en d'avril 2026, avec un retour à la cible de 2 % au 4T26.

Les risques restent orientés à la baisse. Un taux d'épargne des ménages durablement élevé pourrait reculer plus lentement que prévu, les hausses d'impôts et l'incertitude incitant à la prudence et retardant la reprise de la consommation privée. L'inflation et les taux d'intérêt comportent également des risques : des anticipations d'inflation durablement élevées pourraient affaiblir le lien traditionnel entre modération salariale et détente du marché du travail, ralentissant la désinflation et contraignant la BoE à maintenir des taux élevés plus longtemps.

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	2,3	2,1	1,5	1,6
Investissement	3,4	1,5	2,3	2,2
Exportations de biens & services	3,2	1,0	1,4	2,0
Importations de biens & services	4,0	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, %	0,7	0,9	0,9	0,5
Épargne des ménages, % du RDB	10,0	10,0	9,8	9,2
Chômage, % de la population active	4,9	5,0	4,9	4,7
Solde budgétaire, % du PIB	-4,5	-4,0	-3,5	-3,0
Dette publique, % du PIB	97	98	99	100
Solde courant, % du PIB	-3,2	-3,5	-3,6	-3,6

ÉTATS-UNIS

- **Les dépenses publiques retardées par le « shutdown » entre octobre et novembre seront décalées, mais le risque d'une nouvelle fermeture gouvernementale début 2026 reste élevé**
- **La vague d'investissements liée à l'IA va remodeler les marchés du travail, mais il est peu probable qu'elle stimule significativement les gains de productivité à court terme**
- **La compression des marges des entreprises a absorbé jusqu'à présent la hausse des droits de douane, soutenant ainsi la consommation, mais les ménages à faible revenu sont de plus en plus sous pression**

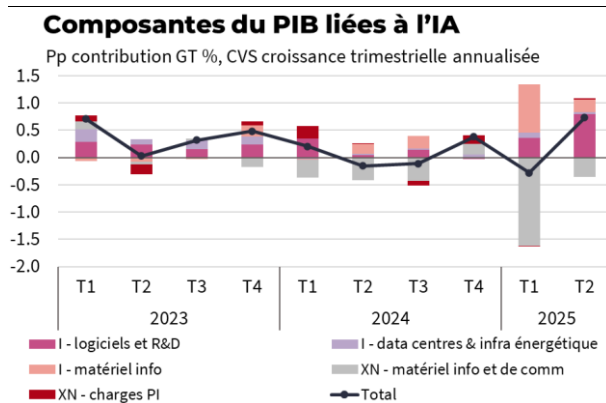
Les politiques d'immigration et commerciale de l'administration Trump continuent à peser sur la demande intérieure, ce qui soutient notre scénario de « slow-bleed » jusqu'en 2027 et risque d'endommager durablement la croissance potentielle. Le CBO estime que la fermeture de six semaines a ralenti de près de 0,1% la croissance du PIB 2025 en raison du report des dépenses discrétionnaires. Un rebond presque équivalent est attendu en 2026, de sorte que la perte permanente devrait être négligeable. Le gouvernement fait face à un nouveau risque de suspension des financements en janvier 2026. Les retards dans la publication des données masquent un panorama où l'incertitude demeure élevée, sur fond de bouleversements liés à l'IA, aux tarifs douaniers et à l'immigration. La faiblesse croissance des ventes au détail et la persistance d'un moral des ménages dégradé confortent notre anticipation d'une croissance inférieure à la tendance en 2026-2027.

L'investissement devrait rester vigoureux au cours des deux prochaines années, porté par la dynamique de l'IA. Les gains de productivité attendus de la nouvelle technologie à usage général pourraient suivre une trajectoire en « J » : un impact très limité, voire négatif au début, puis plus marqué en fin de cycle. L'automatisation devrait accélérer la dépréciation du capital humain dans certains secteurs, tout en stimulant la demande de nouvelles compétences dans d'autres. La réallocation de la main-d'œuvre risque d'être initialement lente en raison des frictions liées aux décalages de compétences, entraînant une hausse temporaire du chômage avant que les gains à long terme ne se concrétisent.

La contribution de la vague IA à la croissance du PIB provient principalement de l'investissement, estimé entre USD 3 – 4Tn d'ici 2030. OpenAI a signé en 2025 des contrats pour 36 GW de capacité informatiques, nécessitant des dépenses de USD 1.5 – 1.8Tn USD pour les centres de données, auxquels s'ajoutent des besoins énergétiques équivalents à 3% de la capacité installée actuelle aux États-Unis. Une part importante de ces investissements sera importée, ce qui atténuera

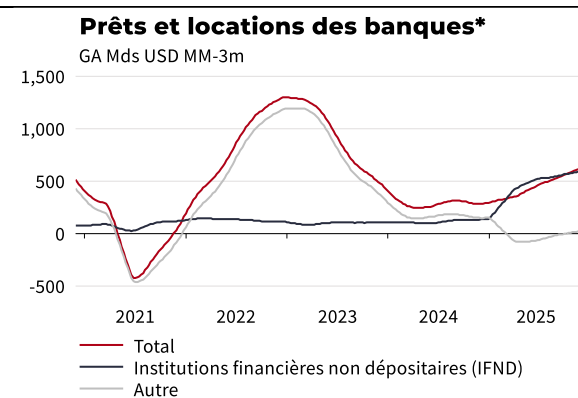
partiellement l'effet direct sur le PIB pendant la phase de construction. Les estimations des gains de productivité sont très dispersées de 0,7 à 18% sur une décennie, en fonction d'hypothèses sur la vitesse d'intégration des services IA aux processus métier. Le taux d'adoption actuel par les entreprises américaines est inférieur à 10%, mais devrait suivre une courbe en « S » similaire à celle des précédentes technologies à usage général, comme Internet ou les ordinateurs personnels. Les gains les plus importants sont attendus après une phase d'intégration de 2 à 4 ans. L'IA va modifier la demande de travail et pourrait devenir progressivement un moteur du turnover sur le marché de l'emploi. Selon les cabinets spécialisés, les annonces de suppressions d'emplois jusqu'en octobre ont bondi de 65% en glissement annuel. Les licenciements se répartissent en trois catégories principales : coupes fédérales (DOGE), réductions de coûts dans le secteur privé liées à la compression des marges, et initiatives d'automatisation (générale) et de productivité liée à l'IA. L'IA n'a été citée que dans moins de 5% des cas, ce qui indique que son effet reste périphérique par rapport aux autres facteurs à ce stade.

L'investissement lié à l'IA explose mais dépend fortement des importations



Source : US Department of Commerce, SG Études Économiques et Sectorielles

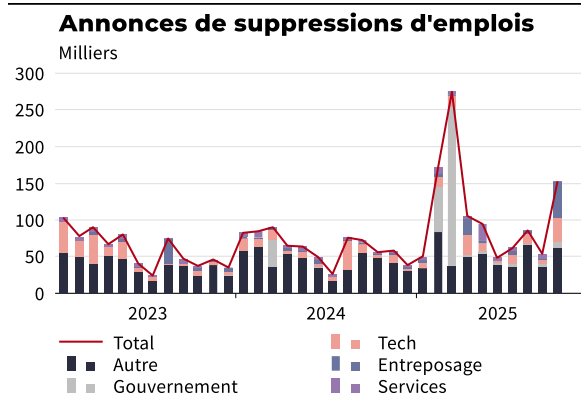
La croissance du crédit s'accélère, de plus en plus canalisée via les IFND



Source : Federal Reserve, SG Études Économiques et Sectorielles

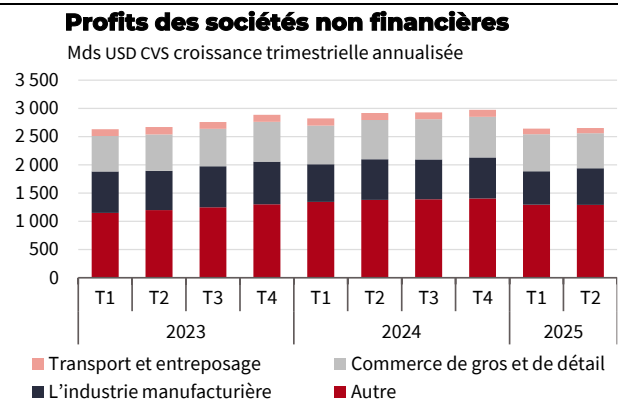
Les profits des entreprises non financières ont chuté d'environ 10% en 2025, car la hausse des coûts d'intrants liée aux tarifs et la faiblesse du moral des consommateurs ont contraint les entreprises à compresser leurs marges plutôt qu'à répercuter intégralement les hausses des coûts. Les secteurs manufacturier, transport & entreposage, et commerce de gros & détail figurent parmi les plus touchés. Cela explique en partie la hausse de l'inflation inférieure aux attentes en 2025, ainsi que la montée des licenciements, la réduction des coûts étant fréquemment citée comme motivation dans les enquêtes. La faiblesse persistante du moral des ménages devrait ralentir la reconstitution des marges via des hausses de prix, entraînant une mollesse prolongée du marché du travail.

Les suppressions d'emplois ont augmenté en 2025



Source : Challenger, Gray & Christmas, SG Études Économiques et Sectorielles

Les entreprises hors secteur technologique enregistrent une baisse des marges



Source : US Department of Commerce, SG Études Économiques et Sectorielles

L'épargne des ménages est faible, offrant peu de marge pour soutenir la consommation. Les baisses d'impôts sur le revenu des ménages incluses dans l'OBBBA, d'un montant supérieur à 130 Md USD en 2026, bénéficieront aux ménages à revenu moyen et élevé, tandis que les coupes de financement des programmes d'assurance maladie, appelées à entrer progressivement en vigueur à partir de 2026, freineront la consommation des ménages à faible revenu. L'administration a proposé que les ménages gagnant moins de 100 000 USD par an reçoivent un chèque « dividende tarifaire » de 2 000 USD. Si le Congrès approuve cette mesure, elle augmenterait le revenu disponible réel, en particulier pour les ménages à faible liquidité. Nous estimons que le coût pourrait atteindre 200 à 340 Md USD, selon les critères d'éligibilité. À titre de comparaison, environ 45% des chèques de relance COVID du premier mandat de Trump, qui n'étaient pas soumis à des conditions de ressources, ont été consommés immédiatement. Sans restriction liée au COVID cette fois et avec un ciblage des ménages à faible revenu, la propension marginale à consommer pourrait augmenter, toutefois la mesure risque de pousser le déficit budgétaire au-delà de 7% du PIB.

Les risques pesant sur les prévisions sont orientés à la baisse. La croissance à moyen terme sera tirée par une partie relativement étroite de l'économie liée à la vague IA. L'ampleur du caractère « complémentaire » ou « substitutif » des applications IA vis-à-vis du travail reste incertaine. Une expansion sans emploi pourrait freiner la demande des ménages plus que prévu. En outre, si l'intégration organisationnelle de l'IA progresse plus lentement que prévu, les projections de revenus des développeurs de modèles pourraient devenir irréalistes. Cela pourrait peser fortement sur le sentiment du marché boursier, entraînant une correction des prix avec les effets de richesse négatifs.

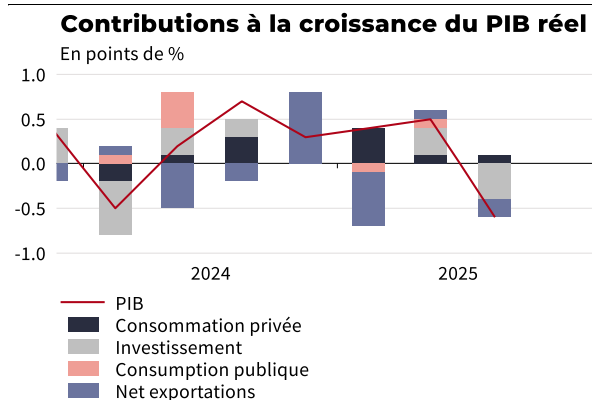
États-Unis	2025p	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	1,7	1,4	1,0	1,8
Consommation des ménages	1,7	1,5	1,2	1,8
Consommation publique	1,0	1,4	1,1	1,4
Investissement	1,9	2,2	2,1	2,4
Exportations de biens & services	1,9	1,4	1,0	2,4
Importations de biens & services	2,4	2,1	2,5	3,4
Inflation, % moyenne annuelle	2,8	2,9	2,6	2,6
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	3,0	2,8	2,6	2,7
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	1,8	1,9	1,2	1,7
Épargne des ménages, % du RDB	5,5	6,0	6,0	6,1
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
Dette publique, % du PIB	100	104	108	111
Solde courant, % du PIB	-3,6	-3,8	-3,8	-3,9

JAPON

- **La nouvelle PM S. Takaichi dévoile un plan de relance massif pour stimuler la croissance et protéger les ménages de la hausse des prix**
- **Le PIB est révisé à la hausse à 1% en 2026 après 1,4% en 2025, le plan de relance stimulant la consommation et l'investissement**
- **La normalisation de la politique monétaire se poursuivrait très progressivement, mais la faiblesse du JPY renforce la pression pour une nouvelle hausse des taux**

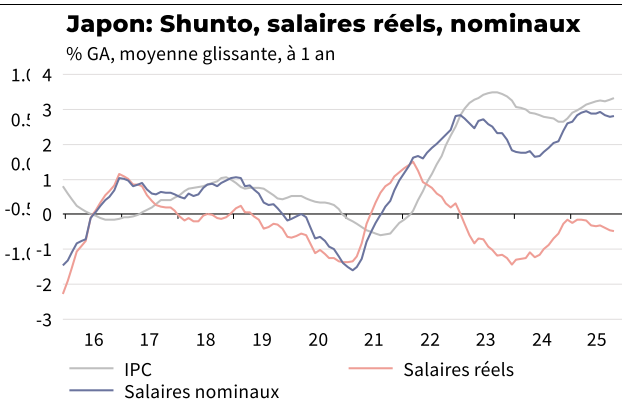
Après une croissance robuste de 1,4% en 2025, le PIB ralentirait à 1,0% en 2026 et 0,7% en 2027. La demande intérieure sera le principal moteur de la croissance, la demande extérieure pesant sur l'activité du fait des tarifs américains. La consommation privée sera soutenue par des hausses de salaire qui feront grimper le revenu disponible. De solides profits des entreprises et des subventions publiques soutiendront l'investissement. L'inflation ralentira progressivement pour atteindre 1,5% en 2027, avec la modération de l'inflation alimentaire. Le nouveau plan de relance budgétaire soutiendra la consommation publique et l'investissement, y compris des baisses d'impôts, des subventions énergétiques et des coupons de riz. Par ailleurs, une incertitude politique accrue, due à la faiblesse du gouvernement minoritaire et aux incertitudes commerciales, pèsera sur la confiance des entreprises.

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'essor des exportations est entravé par les frictions commerciales mondiales.

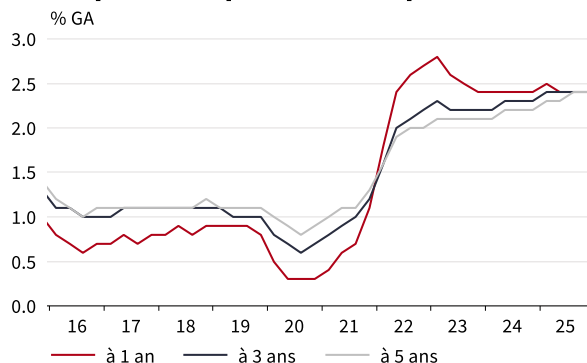
L'accord commercial du Japon avec les États-Unis inclut des niveaux relativement modérés de droits de douane réciproques et de taxes sur les voitures japonaises, tous deux à 15%. Mais pour un pays grand exportateur de véhicules, de machines et de robots, cela reste cependant négatif pour la croissance.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

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

Anticipation de prix des entreprises Tankan

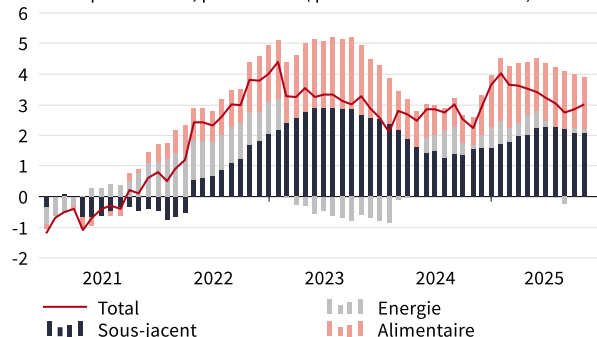


Source : Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles G

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.

L'orientation budgétaire sera expansionniste en 2026, reflétant le plan de relance budgétaire massif annoncé en novembre, et resterait globalement neutre en 2027. Le déficit public continuera néanmoins d'augmenter dans le sillage des charges d'intérêt, avec la hausse des taux longs après des années de taux négatifs. Le plan de relance comprend des mesures pour soutenir l'investissement à moyen terme dans plusieurs domaines (7,2tr. JPY, 1,1% du PIB), telles que l'intelligence artificielle et les semi-conducteurs, ainsi que pour renforcer les capacités de défense et de diplomatie (1,7tr. JPY, 0,3% du PIB). Pour atténuer l'impact des prix élevés, le plan prévoit également des aides en espèces aux ménages avec enfants, un soutien aux ménages via les collectivités locales (2,4tr. JPY, 0,4 % du PIB) ainsi que des subventions pour l'électricité, le gaz urbain et l'essence (1,5tr. JPY, 0,3% du PIB). Cette dernière option sera transformée en une réduction d'impôt permanente en janvier. La déduction plus élevée de l'impôt sur le revenu des personnes physiques à partir de l'exercice 2025 réduira les recettes fiscales (1,2tr. JPY, soit 0,2% du PIB).

À moyen terme, les dépenses liées au vieillissement, en particulier dans le secteur de la santé, continueront de peser sur le déficit budgétaire. L'augmentation prévue des dépenses de défense d'ici 2027 est significative, afin de s'aligner sur un nouveau seuil de 2% du PIB. Nous prévoyons que le déficit budgétaire atteindra en moyenne près de 3% du PIB sur l'horizon de prévision. Le ratio dette publique brute/PIB devrait légèrement augmenter, reflétant la hausse des coûts de service de la dette.

Le Japon est entré dans une période d'incertitude politique après que la coalition au pouvoir entre le Parti libéral-démocrate (PLD) et Komeito a perdu sa majorité dans les deux chambres du parlement, ce qui a conduit le Premier ministre, Ishiba Shigeru, à démissionner. Le PLD a ensuite élu Takaichi Sanae de sa faction conservatrice pour lui succéder. Le nouveau gouvernement de coalition dirigé par le PLD reste faible. À moins que le PLD n'élargisse la coalition au pouvoir, il devra chercher le soutien des partis d'opposition pour faire adopter des projets de loi et des budgets d'État par le parlement.

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
Dette publique, % du PIB	238	240	240	242
Solde courant, % du PIB	4.2	4.0	4.2	4.2

CHINE

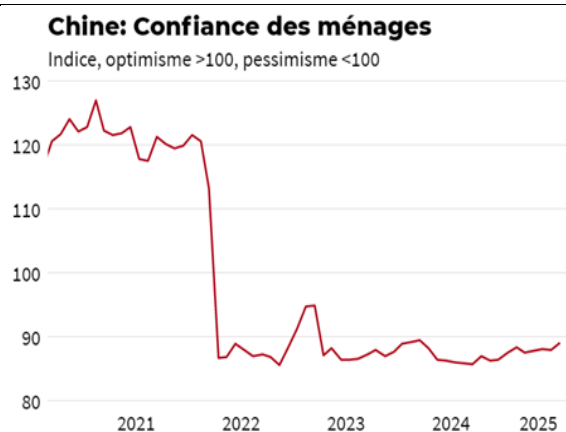
- **La croissance du PIB en 2025 est proche de l'objectif officiel « d'environ 5% »**
- **En revanche, la consommation et l'investissement privé sont faibles**
- **Le 15e plan quinquennal contient peu de surprises. Il s'agit surtout d'une poursuite des politiques précédentes**

La croissance du PIB au cours des trois premiers trimestres de 2025 est proche de l'objectif annuel officiel d'environ 5%. Elle est principalement tirée par la production industrielle et les exportations. Ces dernières sont restées étonnamment solides malgré la volatilité des hausses de droits de douane américaines, qui ont bondi à plus de 100% en avril avant de retomber à environ 30% depuis mai, les décisions difficiles ayant finalement été reportées d'un an à la fin du mois d'octobre, tandis que les transbordements continuent de subir un droit de 40%. La croissance des exportations a atteint 8% au cours des trois premiers trimestres, bénéficiant d'un effet d'avance mais démontrant également la compétitivité des produits chinois dans un large éventail d'industries. Dans l'ensemble, les exportations devraient maintenant ralentir après cet effet d'avance, tandis que la montée du protectionnisme dans le monde risque de peser davantage sur l'élan.

La croissance des exportations est résiliente



La confiance des ménages peine à se redresser



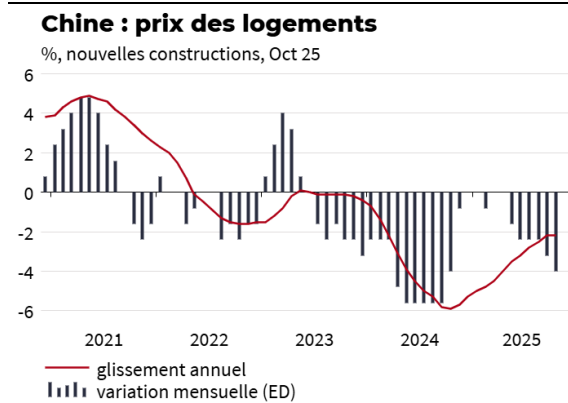
Source : FMI, SG Études Économiques et Sectorielles

Source : SG Études Économiques et Sectorielles

En net contraste, la consommation intérieure et l'investissement privé sont déprimés. Les indicateurs récents pointent une détérioration supplémentaire de l'investissement. Les surcapacités dans l'industrie manufacturière et la faible demande entraînent une baisse des prix, comprimant les marges des entreprises. Le secteur immobilier reste en crise, les prix des logements continuant de baisser. Le ralentissement du marché immobilier entre dans sa cinquième année, après son pic début 2021. Les mises en chantier de logements sont inférieures de 75% au pic, l'investissement immobilier a chuté de 50%, mais une reprise semble improbable en 2026, certains grands promoteurs restant en grande difficulté. Les ventes au détail

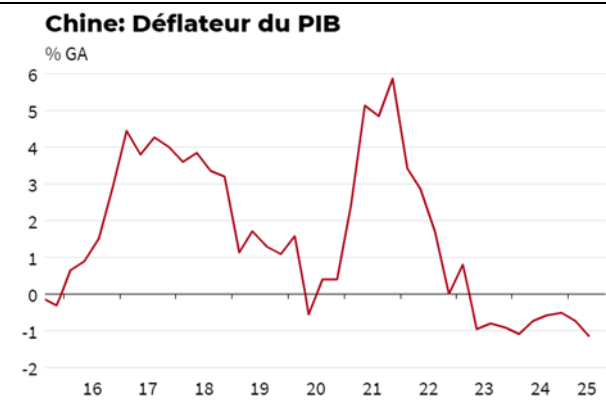
sont moroses, reflétant la faiblesse persistante du secteur immobilier, la confiance des consommateurs déprimée et un marché du travail fragile. Le taux de chômage est d'environ 5%, mais le chômage des jeunes est historiquement élevé. L'inflation est proche de 0%, reflétant la demande faible et les pressions déflationnistes.

Les prix immobiliers ne se stabilisent pas



Source: SG Economic and Sector Studies, LSEG

Le déflateur du PIB reste en contraction



Source: SG Economic and Sector Studies, LSEG

Les autorités ont dévoilé des plans pour plusieurs industries en 2025-26, mettant en lumière les politiques « anti-involution » et les ajustements de l'offre nécessaires pour éviter des surcapacités excessives. Cette réduction a été amorcée pour les secteurs des industries de base. Ils se caractérisent par une majorité d'entreprises publiques, un potentiel limité de croissance de la demande et ne sont pas considérés comme stratégiques par les autorités, ce qui permet une restructuration accélérée. Par exemple, les aciéries du Hebei ont reçu l'ordre de réduire leur production d'environ 30%, tandis que les mines de charbon doivent à nouveau respecter les quotas annuels de capacité. Dans les industries manufacturières plus complexes, les autorités optent pour des méthodes basées sur le marché afin de favoriser la consolidation, ce qui indique un processus moins imposé et beaucoup plus progressif. Les objectifs de croissance de la production pour 2025-2026 sont seulement légèrement inférieurs à ceux de 2024. C'est le cas pour le secteur automobile (6% en 2025-26 contre 9,1% en 2024) et pour l'informatique et l'électronique (7% contre 11,8% en 2024). Pour ces secteurs plus complexes, les efforts de restructuration guidés par le marché sont une nouveauté en Chine. Il est difficile de prévoir un succès rapide. L'absence de lois efficaces sur la faillite reste un obstacle. Les enjeux pour les régions, notamment en ce qui concerne les contributions fiscales, restent très importants et ralentiront le processus.

Le 15e Plan quinquennal contient peu de surprises. Il s'agit principalement d'une continuation des politiques précédentes avec un accent sur une croissance de qualité. La suffisance technologique et l'innovation restent les principales priorités politiques. L'objectif à long terme de faire en sorte que le PIB par habitant atteigne le statut de pays à revenu intermédiaire d'ici 2035 est réitéré. La Chine a besoin d'une croissance annuelle de 4,2% entre 2026 et 2035 pour atteindre cet objectif. La technologie et l'innovation restent les priorités politiques, malgré le contexte de

tensions commerciales externes croissantes. Le 15e Plan quinquennal met pour la première fois en avant l'objectif d'augmenter la consommation (en pourcentage du PIB). Le soutien à l'achat de biens va probablement se poursuivre sous une forme ou une autre, mais la formulation concernant la promotion du bien-être social suggère que les mesures devraient rester décevantes. Malgré la baisse continue des prix de l'immobilier, le Plan quinquennal ne prévoit pas des mesures de relance agressives. Les niveaux élevés de dette des gouvernements locaux et de l'endettement des entreprises limitent par ailleurs la mise en œuvre d'un plan de relance ambitieux, réduisant l'efficacité des mesures de soutien.

Les risques pour la stabilité financière resteront contenus grâce au compte de capital fermé du pays et à sa position nette de créancier externe. Nous ne prévoyons pas de dépréciation significative du renminbi pour stimuler la compétitivité des exportations, les autorités restant engagées en faveur de la stabilité du taux de change.

Les tensions géopolitiques pourraient s'intensifier avec les risques de surcapacité. Les relations sino-américaines resteront tendues au cours des prochaines années en raison des tensions sur les sujets du commerce, de la technologie et de la sécurité. Les disputes sur les tarifs et les contrôles à l'exportation sont temporairement apaisés avec les Etats-Unis, mais il s'agit d'une trêve. Les désaccords restent importants et de nouvelles tensions bilatérales sont probables. La domination de la Chine dans les minerais critiques lui donne un levier stratégique mais comporte également un risque de représailles. Cela restera une source d'incertitude pour les exportateurs et les chaînes d'approvisionnement.

Chine	2025p	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	4,9	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	4,0	2,7	2,1	2,5
Importations de biens & services	3,8	3,8	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
Dette publique, % du PIB	94	97	99	101
Solde courant, % du PIB	3,0	2,0	1,0	1,0

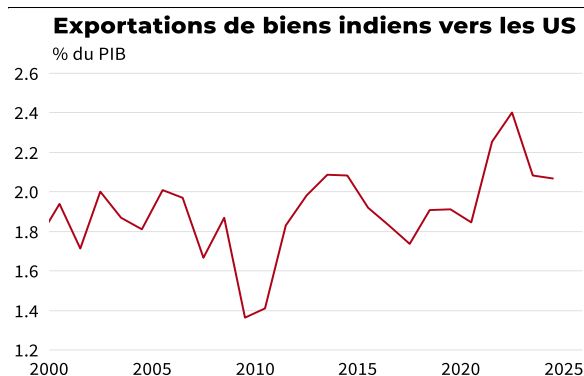
INDE

- La croissance du PIB restera élevée, même si le conflit commercial avec les États-Unis atténue l'élan
- Des déséquilibres externes réapparaîtront avec la réduction des importations de pétrole russe à prix bas
- Les solides réserves de change et les exportations de services dynamiques seront un soutien face à ces déséquilibres

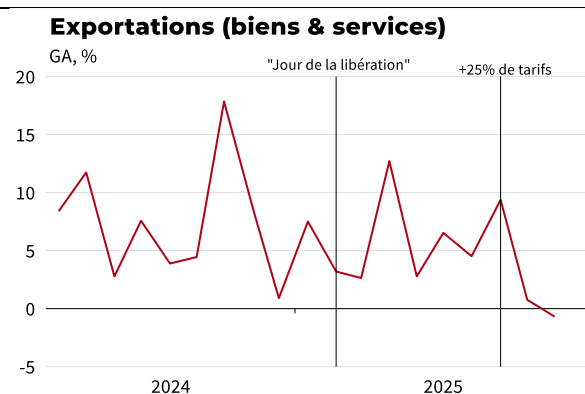
La croissance restera dynamique malgré la consolidation budgétaire en cours. Après la vague d'investissement public, l'investissement total sera soutenu par l'arrivée progressive d'investissement privé, accompagné par un système financier plus solide depuis quelques années.

Les droits de douane américains, s'ils devaient perdurer, n'auront qu'un impact limité sur la croissance. L'Inde est peu intégrée dans les chaînes de valeur mondiales, et les exportations de biens vers les États-Unis représentent une faible portion du PIB indien (2%). Environ la moitié de ces exportations sont sujettes à des droits de douane, donc l'impact économique des droits de douane sera faible. Les biens concernés par les droits de douane 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. Il est probable que, à mesure que les exportations de ces produits diminuent, le revenu disponible de la main-d'œuvre associée se tarisse, ce qui pèsera sur la consommation privée. La décélération des exportations a commencé à se matérialiser sur les deux derniers mois, suite à la deuxième annonce du Président Trump.

Les exports vers les États-Unis constituent une faible part du PIB **Les exportations commencent à sentir l'impact des mesures tarifaires**



Source : FMI, SG Études Économiques et Sectorielles



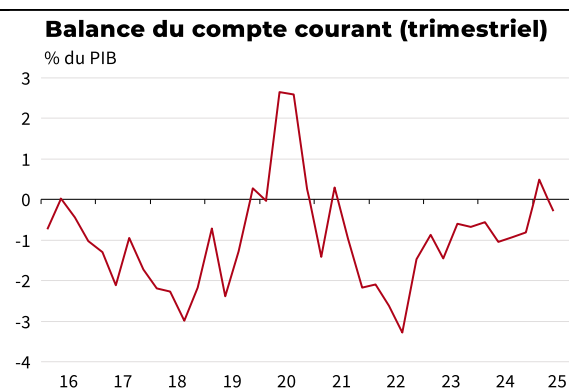
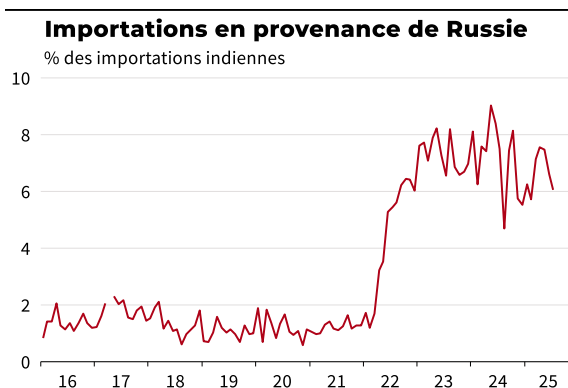
Source : Ministère du Commerce et de l'Industrie, SG Études Économiques et Sectorielles

Les sanctions américaines et européennes à l'égard d'importateurs de pétrole russe vont dégrader les équilibres externes indiens. Les européens et américains vont sanctionner toutes les entreprises ayant fait affaire avec Rosneft ou Lukoil à

partir de la fin d'année 2025. Plusieurs grandes entreprises pétrolières indiennes ont en conséquence déjà annoncé des réductions d'importation de pétrole russe. Depuis la guerre en Ukraine, l'Inde profite abondamment d'importations de pétrole russe à bas prix, ce qui lui a permis d'améliorer sa balance du compte courant. Le pays devrait donc revenir à une situation de déséquilibre externe plus important, avec cependant une position plus solide que par le passé : des réserves en devise renflouées (700Md USD) et des exportations de services très dynamiques.

Les importations indiennes depuis la Russie, contenant du pétrole à prix bradé, ont explosé...

...soutenant la balance du compte courant, qui s'est nettement améliorée depuis 2022



Source : FMI, Ministère du Commerce et de l'Industrie, SG Études Économiques et Sectorielles

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.

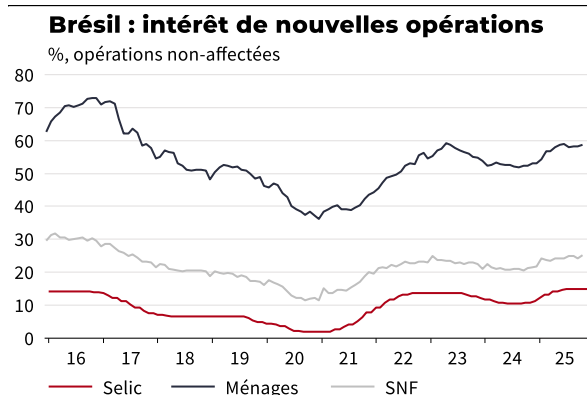
Inde (année fiscale d'avril à mars)	2025p	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	6,5	6,1	6,4	6,5
Consommation des ménages	6,7	6,3	6,4	6,6
Consommation publique	5,6	5,2	5,0	4,8
Investissement	6,0	6,3	6,5	6,7
Exportations de biens & services	5,5	4,0	5,5	6,0
Importations de biens & services	5,8	5,0	6,0	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

BRÉSIL

- Le pays connaît un ralentissement cyclique, avec une croissance attendue à 2,3% en 2025 et 1,1% en 2026
- Un marché du travail toujours tendu soutient l'activité, tandis que la BCB devrait maintenir une position restrictive en 2026
- Les tensions commerciales avec les États-Unis se sont atténuées grâce aux exemptions sur les exportations de matières premières

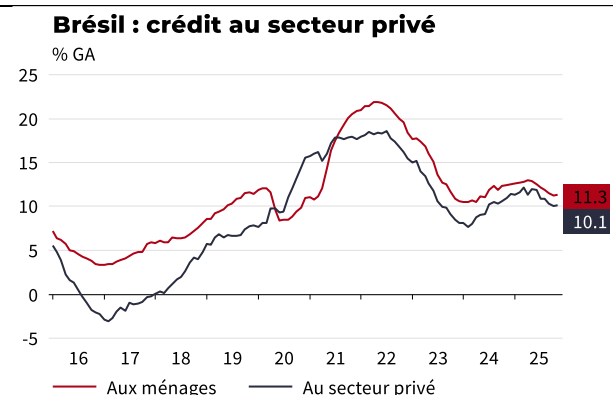
L'économie entre dans un ralentissement cyclique, sous l'effet i) de l'affaiblissement du soutien lié à la forte production agricole et ii) du resserrement monétaire. Nous prévoyons une croissance de 2,3% en 2025, puis 1,1% en 2026, avant un retour vers son potentiel. Le ralentissement sera limité par une consommation des ménages encore résiliente (grâce à un marché du travail historiquement tendu et à la désinflation) ainsi que par une production pétrolière robuste. Le cycle d'investissement observé l'an dernier, principalement porté par les machines et équipements, devrait s'atténuer, ramenant le taux d'investissement autour de 18% du PIB, proche des niveaux du début des années 2000.

Malgré la transmission rapide du Selic vers les taux d'intérêt commerciaux...



Source : BCB, SG Études Économiques et Sectorielles

...le crédit reste robuste tant pour les ménages que pour les entreprises.



Source : BCB, SG Études Économiques et Sectorielles

La BCB devrait conserver un ton restrictif à l'approche du cycle d'assouplissement. Le maintien du taux Selic à 15% pendant la majeure partie de 2025 a permis de réduire l'inflation et de réancrer les anticipations. Nous prévoyons un retour de l'IPCA dans la bande cible de 3% \pm 1,5pp d'ici début 2026, facilité par l'appréciation du réal, et anticipons un cycle d'assouplissement progressif à partir du T1 2026. La transmission monétaire a été efficace, notamment via la hausse des taux de crédit aux ménages, mais la croissance du crédit est restée vigoureuse, portée par une activité robuste et un chômage historiquement bas (5,4% en octobre). Les changements structurels (concurrence accrue entre intermédiaires financiers et recours accru au financement obligataire par les entreprises) ont également amorti l'impact sur les volumes. En 2026, nous anticipons un ralentissement de l'investissement et de la consommation sous l'effet différé de la

politique monétaire encore restrictive, les baisses du Selic restant graduelles l'an prochain.

Le Brésil continuera de faire face à des incertitudes (géo)politiques internes et externes, même si les risques les plus aigus se sont récemment atténués. La menace américaine d'imposer des droits de douane de 50% après le procès Bolsonaro a été réduite grâce à des exemptions, notamment sur les exportations de matières premières, ramenant la base tarifaire à environ 22% des exportations (principalement des biens industriels). Les tensions avec les États-Unis devraient toutefois persister autour de sujets tels que le partenariat avec la Chine et le déploiement du système de paiement PIX par la BCB. Les négociations bilatérales entre la Chine et les États-Unis pourraient également nuire aux intérêts brésiliens, comme le montre l'engagement chinois à reprendre ses importations de soja américain d'ici fin 2025, limitant la capacité des exportateurs brésiliens à capter la demande supplémentaire. La conclusion potentielle de l'accord commercial UE-Mercosur offrirait un léger amortisseur, mais son impact resterait limité (+2,65% sur les exportations et +0,3% sur le PIB d'ici 2044 selon le gouvernement).

Les risques sont équilibrés. L'espace budgétaire limité et la nécessité de respecter la règle fiscale accentuent la vulnérabilité, même si les dépenses liées aux élections devraient en atténuer l'effet l'an prochain. Un marché du travail solide constitue un facteur de résilience, mais une hausse rapide du chômage reste un risque. La production pétrolière soutiendra l'activité, mais la volatilité des prix mondiaux pourrait freiner les investissements, comme déjà évoqué par Petrobras. La réussite de l'exploration du bassin de *Foz do Amazonas* pourrait toutefois augmenter la capacité de production de Petrobras de 50%, stimulant l'investissement et les recettes fiscales.

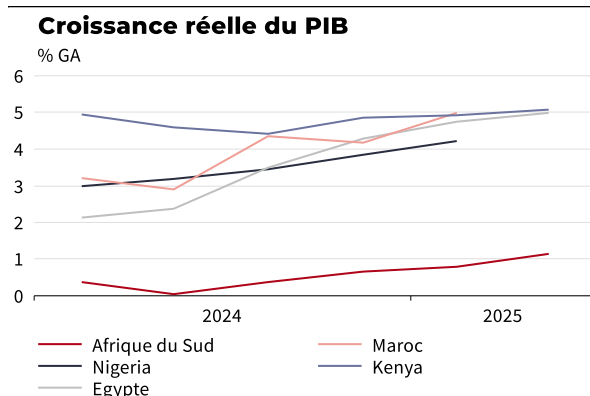
Brésil	2025p	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	2,3	1,1	1,7	2,3
Consommation des ménages	2,2	1,4	2,1	2,5
Consommation publique	0,7	0,8	0,8	0,8
Investissement	3,0	0,7	2,0	2,5
Exportations de biens & services	2,7	1,3	2,1	2,3
Importations de biens & services	5,9	1,5	2,2	2,3
Inflation, % moyenne annuelle	5,1	3,9	3,3	3,5
Solde budgétaire, % du PIB	-8,5	-8,3	-7,0	-6,2
Dette publique, % du PIB	91	95	97	98
Solde courant, % du PIB	-2,5	-2,3	-2,3	-2,3

AFRIQUE

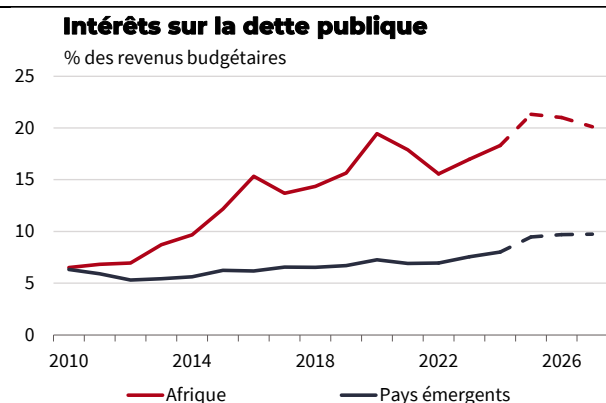
- Les chiffres disponibles pour 2025 confirment l'accélération attendue de la croissance régionale (à 3,5%, vs. 3,2% en 2024)
- Le rebond de la demande privée devrait se poursuivre et compenser l'atonie attendue de la demande publique
- La région fait pour l'instant preuve de résilience dans un contexte international difficile, mais les facteurs de fragilité restent entiers

Les chiffres de croissance disponibles pour les pays de la région (1T, voire 2T au mieux) sont globalement meilleurs qu'attendus, et semblent confirmer l'accélération prévue de la croissance moyenne régionale. Cette accélération (à 3,5%, vs. 3,2% en 2024) s'explique principalement par le rebond de la demande privée, qui bénéficie de la normalisation des taux d'inflation (malgré une divergence persistante entre les pays et le fait que souvent, ces taux restent légèrement supérieurs à leurs niveaux pré-Covid). La demande publique est toujours attendue plus en retrait, alors que la plupart des états de la région poursuivent des efforts de consolidation budgétaire rendus nécessaires par i) la persistance des tensions sur les conditions de financement en monnaie locale, et ii) la réduction déjà entamée de l'aide internationale (cf. infra). Enfin, l'activité dans plusieurs des pays principaux de la région a également été soutenue par des facteurs domestiques : *inter alia*, amélioration de la fourniture électrique en Afrique du Sud, normalisation des conditions macro-financières en Égypte et au Nigéria (combinée à une croissance de la production d'hydrocarbures dans le 2nd pays), dépenses d'infrastructures – notamment dans la perspectives d'événements sportifs majeurs (CAN 2025/26, Coupe du Monde 2030) – et meilleure récolte agricole au Maroc.

Une accélération de la croissance dans les principaux pays de la région



Un service de la dette toujours trop important

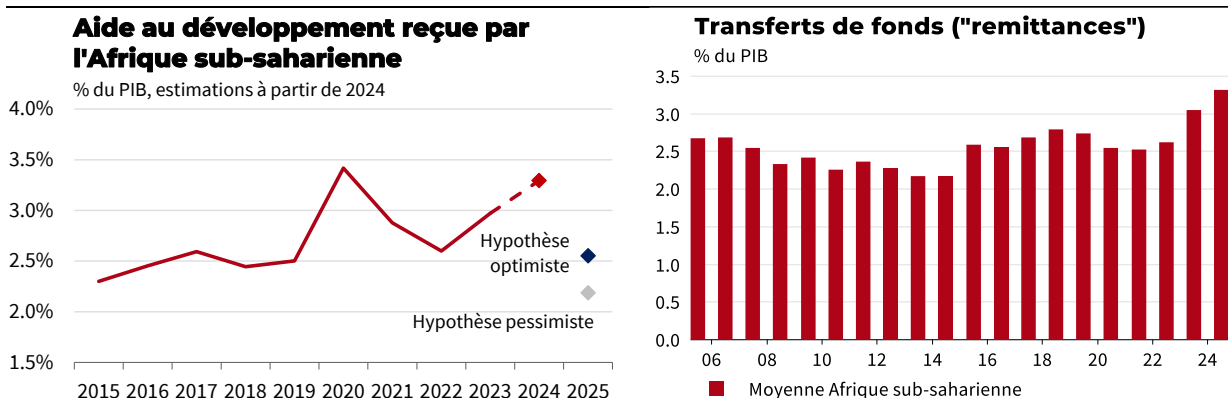


Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Ces dynamiques devraient se confirmer en 2026 et 2027, et permettre une nouvelle hausse de la croissance, aux alentours de 3,8%. La demande privée restera soutenue – entre autres – par des Investissements Directs Étrangers (IDEs) toujours dynamiques. La demande externe pourrait également se révéler être une

surprise positive : les prix pétroliers (qui représentent une part importante des importations pour la plupart des pays d'Afrique) devraient rester modérés au cours des prochaines années, alors que plusieurs autres matières premières traditionnellement exportées par la région (produits agricoles, métaux précieux et industriels) ont récemment enregistré des dynamiques favorables qui devraient se poursuivre. De fortes incertitudes pèsent évidemment sur cette demande externe, même si la moindre intégration de l'Afrique dans les flux commerciaux mondiaux et le fait que 2/3 des exportations soient des matières premières (habituellement exclues des mesures protectionnistes) devraient aider. Au total, les taux de croissance attendus demeurent toutefois insuffisants pour assurer un développement durable de la région.

Une réduction de l'aide internationale qui devrait se poursuivre... **... qui pourrait être (partiellement) compensée par des transferts de fonds dynamiques**



Source : LSEG, OCDE, SG Études Économiques et Sectorielles

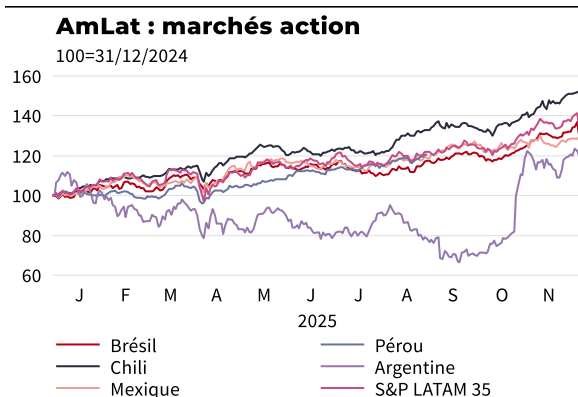
Si la région s'est pour l'instant montrée plus résiliente qu'attendue, ses fragilités structurelles restent entières et plusieurs risques continuent de peser sur nos prévisions. Outre sa fragilité persistante face à des événements climatiques de plus en plus fréquents, la région continue d'afficher des équilibres budgétaires et extérieures précaires. Le poids du service de la dette publique (intérêts payés en % des recettes) reste près de 2 fois supérieur à celui de la moyenne des pays émergents, et la région continue d'afficher un déficit courant important (estimé aux alentours de 50/60Md USD en 2026 et 2027). **Ces équilibres devraient en outre pâtir d'une baisse tendancielle de l'aide au développement (AaD),** du fait de « l'autarcie financière » croissante des États-Unis (illustrée par la fin de l'agence USAID) et plus généralement de problèmes budgétaires persistants dans les pays développés. L'OCDE estime par exemple qu'en 2025, l'AaD reçu par l'Afrique sub-saharienne a diminué de plus de 20% vs. 2024, avec des perspectives de rebond très réduites. Si en moyenne l'aide ne représente « que » 3% du PIB d'Afrique sub-saharienne, son importance dans les pays plus fragiles est beaucoup plus importante. Cette baisse pourrait être (partiellement) compensée par des transferts de fonds toujours dynamiques (dont le poids est supérieur à celui de l'AaD), et par la réouverture des marchés de capitaux internationaux pour la plupart des pays de la région.

AMÉRIQUE LATINE

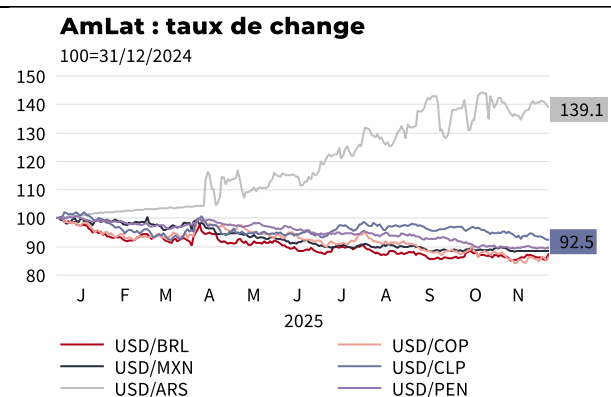
- La croissance devrait légèrement ralentir en 2026 pour s'établir à 2%, avant de rebondir vers son potentiel
- Des marchés du travail tendus, des flux importants de transferts de fonds et l'appétit pour le risque des marchés émergents atténueront le ralentissement
- L'intérêt accru de la politique étrangère américaine pour la région est une source d'incertitude, malgré l'apaisement relatif mais peut-être seulement temporaire des tensions commerciales.

La croissance devrait se stabiliser à 2,3% en 2025, globalement soutenue par la consommation privée et les exportations. Les marchés du travail sont tendus dans la région, tandis que les transferts de fonds restent élevés et la croissance du crédit robuste, soutenant les revenus des ménages. Les plus grandes économies poursuivent un lent processus de désinflation (à l'exception de la Colombie, où l'inflation a légèrement augmenté au second semestre 2025), facilité par un dollar faible malgré des niveaux légèrement plus élevés d'inflation sous-jacente liés à la dynamique salariale et à la bonne orientation des principales économies. Malgré une forte incertitude commerciale, les exportations sont restées globalement robustes grâce à i) des effets d'anticipation liés au déploiement des tarifs américains, augmentant la demande, notamment pour les produits mexicains en début d'année, ii) une production agricole (Brésil, Colombie, Argentine) et minière (Chili) soutenue, et iii) des recettes touristiques élevées, notamment dans la région des Caraïbes. La région a bénéficié d'une appétence accrue pour les marchés émergents, avec des marchés actions haussiers et des flux de capitaux soutenant le secteur privé à l'avenir.

Les actions bénéficient de l'appétit mondial pour le risque des émergents



Un dollar faible a renforcé les devises régionales, facilitant la désinflation



Source : LSEG, OCDE, SG Études Économiques et Sectorielles

La croissance régionale devrait légèrement ralentir à 2,0% en 2026 et 2,1% en 2027 avant de revenir progressivement vers son potentiel. La consommation des ménages devrait se modérer avec l'essoufflement du marché du travail, l'affaiblissement des flux de transferts de fonds lié au ralentissement attendu des grandes économies développées (notamment les États-Unis), et le freinage des effets positifs d'un assouplissement monétaire dans ces mêmes économies. Les risques à la hausse de l'inflation proviennent principalement de la dépréciation des devises et des composantes volatiles (alimentation et énergie), très sensibles aux chocs climatiques. L'investissement privé devrait rebondir, notamment au Mexique (avec la baisse des incertitudes commerciales), en Argentine (grâce aux progrès de la stabilisation macroéconomique), ainsi qu'en Colombie et au Chili après les élections. La production pétrolière du Guyana continuera de croître fortement, devant presque doubler d'ici 2035 (à 1,2 mbj), permettant une croissance à deux chiffres à moyen terme, tandis que celle du Suriname devrait débuter en 2028. La nécessité de poursuivre de manière crédible les efforts de consolidation budgétaire reste d'actualité dans la région, dans un contexte où la détérioration des comptes publics post-pandémie ne s'est pas inversée et où le coût de la dette demeure élevé.

La région reste au cœur des tensions géopolitiques, alimentées par un regain d'intérêt des États-Unis. Les tensions commerciales avec les États-Unis se sont globalement atténuées, entraînant des augmentations tarifaires relativement limitées pour les pays de la région (+9,6 pp en moyenne contre +12,7 pp pour le reste du monde), et les exportateurs bénéficient d'exemptions récentes, notamment sur les matières premières. Le Mexique subit le moindre choc tarifaire dans la région (+4 pp) à l'approche des renégociations de l'ALENA en 2026, où l'on s'attend à ce que la relation privilégiée en Amérique du Nord soit largement préservée. Les progrès des négociations commerciales entre l'UE, le Mexique et le MERCOSUR (ainsi que l'accord provisoire avec le Chili) témoignent de la volonté des deux régions de renforcer leur partenariat, alors que le risque de fragmentation des chaînes de valeur mondiales persiste.

Le recentrage des États-Unis autour d'un « corollaire Trump à la doctrine Monroe » replace la région au cœur des intérêts américains. Les frappes continues depuis septembre sur des bateaux supposément liés au trafic de drogue dans les Caraïbes et le Pacifique illustrent la transformation de la lutte antidroge dans la région. La rhétorique virulente de l'administration Trump contre le régime Maduro au Venezuela constitue une source d'incertitude en ce début d'année. Les gouvernements idéologiquement alignés avec Washington continueront de bénéficier de cette « alliance ». L'exemple le plus marquant est l'Argentine, qui a bénéficié d'un large soutien du Trésor américain (notamment un swap de devises de USD20 Mds et l'achat direct de pesos argentins) alors que le marché des changes était sous tension en octobre après les élections dans la province de Buenos Aires. Le programme de stabilisation macroéconomique de Milei est désormais plus solide à la suite de cette intervention et des élections législatives. Il devrait s'accélérer en 2026 malgré les défis persistants, notamment sur les comptes extérieurs (les

réserves de change restent inférieures à leur niveau de fin 2022, autour de USD40 Mds).

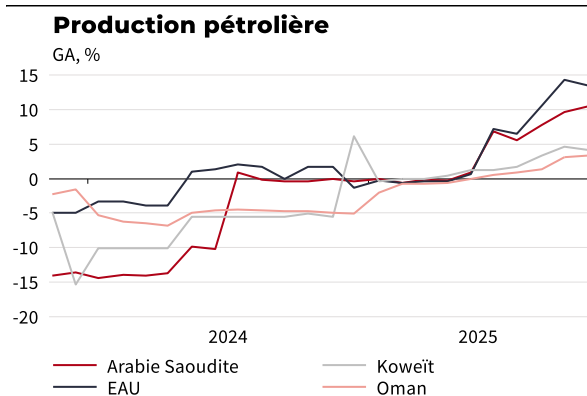
Les risques restent équilibrés. La région devrait continuer de bénéficier de la demande extérieure et des flux de capitaux (liés aux relocalisations et aux projets d'infrastructure) pour soutenir la croissance. Les comptes publics restent vulnérables et exposés à des risques géopolitiques difficiles à prévoir (Panama, Venezuela), ainsi qu'à une incertitude politique intérieure (Colombie, Pérou, Chili).

PAYS DU GOLFE

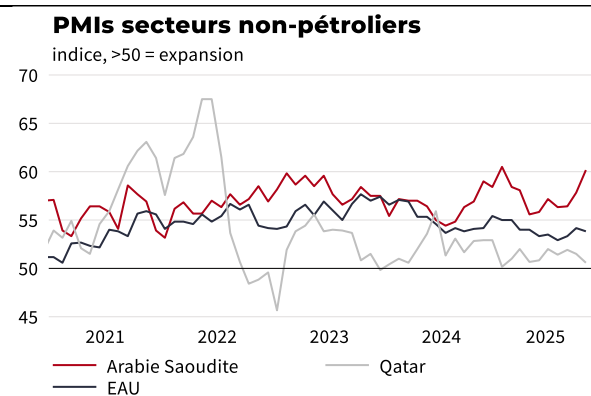
- Les perspectives restent bien orientées, avec des productions pétrolières en hausse et des secteurs non-pétroliers dynamiques
- La zone reste globalement « confortable » face à des prix pétroliers faibles mais qui resteraient au-dessus de 60 USD/b
- Les risques pesant sur la région demeurent limités, les pays disposant toujours de « réserves » fiscales et externes massives

Les perspectives de croissance des pays du Conseil de Coopération du Golfe (CCG) restent bien orientées. Conformément à la décision de l'OPEP+ d'avril 2025, les pays du CCG ont augmenté leur production pétrolière, notamment ceux bénéficiant des capacités marginales de production les plus facilement accessibles (Arabie Saoudite, Émirats Arabes Unis). Alors que les secteurs « hydrocarbures » représentent « directement » toujours 25% à 35% des PIBs de la zone (avec des effets indirects d'entraînement encore plus importants), cette augmentation améliore mécaniquement les croissances globales. Les secteurs hors hydrocarbures restent toujours aussi dynamiques, toujours soutenus par i) les investissements publics massifs en faveur de la diversification et du « verdissement » des économies (alors que la région demeure l'une des plus exposées aux risques climatiques – plus particulièrement aux risques de transition) ; ii) des Investissements Directs Étrangers (IDEs) substantiels venant stimuler la demande privée ; et iii) une amélioration générale des environnements de gouvernance depuis plus de 5 ans.

Un fort rebond des productions pétrolières



Des secteurs non-pétroliers toujours aussi dynamiques

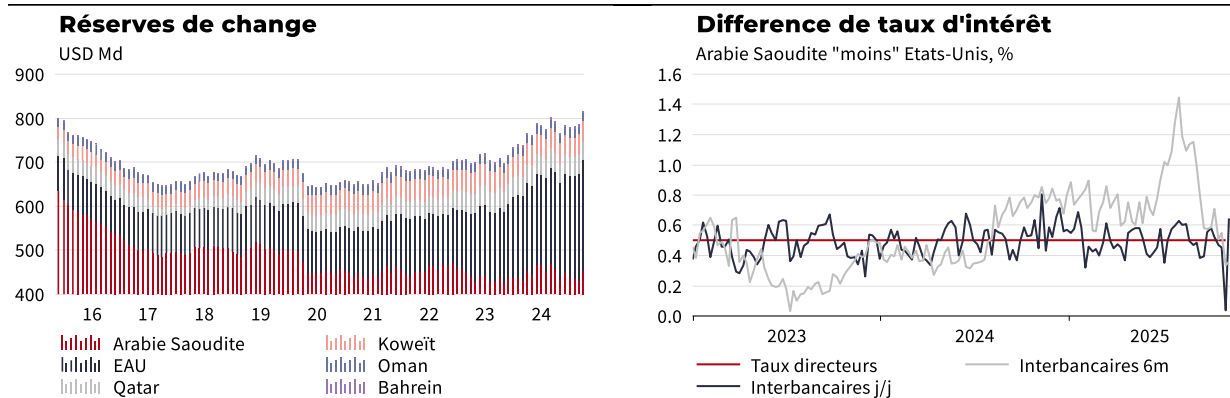


Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Au total, la croissance moyenne est en accélération et devrait s'établir légèrement sous les 4% en 2025 (vs. 2,2% en 2024), puis au-delà de ce seuil en 2026 et 2027. Alors que la Russie (membre de l'OPEP+) devrait voir sa production pétrolière diminuer tendanciellement dans les trimestres/années à venir, il est probable que les pays de l'OPEP continuent d'accroître la leur jusqu'à fin 2027. Les pays de la zone demeurent en effet « confortables » face à des prix pétroliers qui semblent devoir demeurer contenus au cours des prochaines années, du fait d'une

offre abondante (OPEP hors Russie donc, Brésil, Guyana, États-Unis dans une moindre mesure) et d'une demande mondiale relativement atone. Si les calculs de « *breakeven oil prices* » externes ou budgétaires restent approximatifs (les pays pouvant au moins partiellement contraindre leurs importations ou leurs dépenses si nécessaire), **il est probable que le « prix pétrolier plancher » pour les pays du CCG (et notamment l'Arabie Saoudite) se situe aux alentours de 60 USD/b**, en-dessous duquel les hausses attendues de productions pétrolières pourraient être remises en question. Pour rappel, la situation du Qatar demeure différente : la production gazière (non « régulée » par l'OPEP+) y est importante, et les extensions réalisées sur le champ North Field seront quasi certainement mises en route comme prévu (mi-2026 et mi-2030, normalement).

Des « réserves » fiscales et externes toujours aussi massives Le maintien des pegs provoque de (légères) tensions sur les taux d'intérêt domestiques



Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Les risques pesant sur ces perspectives régionales demeurent limités. Tout d'abord, malgré un contexte géopolitique régional toujours difficile, les indicateurs « avancés » de marché (bourses, spreads) sont toujours résilients. En outre, la zone bénéficie de « réserves » externes (réserves de changes) et budgétaires (fonds souverains) massives, et devrait continuer d'enregistrer des excédents jumeaux d'ici à 2030. Malgré cela, les pays du CCG devraient continuer à émettre massivement sur les marchés de capitaux internationaux (à des conditions très favorables), y compris ceux présentant des fragilités structurelles quant à la soutenabilité de leur dette publique (Bahreïn, 2 émissions depuis début 2025, pour un montant total de 1,75Md USD) ou historiquement « isolationniste » (Koweït, 3 émissions en octobre 2025, pour un montant total de 11,25Md USD – 1^{ère} émission internationale du pays depuis 2017). Certaines interrogations subsistent, que ce soit à long terme / de manière structurelle (eg. les investissements publics massifs pourraient être mal gérés, voire source d'inflation et/ou d'effets d'éviction) ou à plus court terme / de manière conjoncturelle (la gestion et la durabilité des pegs monétaires régionaux, liant les politiques monétaires à celle de la Fed, alors que les pressions inflationnistes ou les conditions sur les marchés interbancaires sont rarement similaires à celles des États-Unis).

EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE

- **La région affichera des rythmes de croissance et d'inflation divergents en 2026-2027 (ralentissement en Roumanie et Slovaquie ; performances plus solides en République Tchèque, Pologne et Hongrie)**
- **La consommation des ménages restera un moteur clef et l'investissement devrait accélérer en raison de l'absorption accrue des fonds européens à l'approche des dates butoirs et des investissements dans le secteur de la défense**
- **Des marchés du travail tendus et les incertitudes géopolitiques et commerciales constituent les principaux risques pesant sur les perspectives**

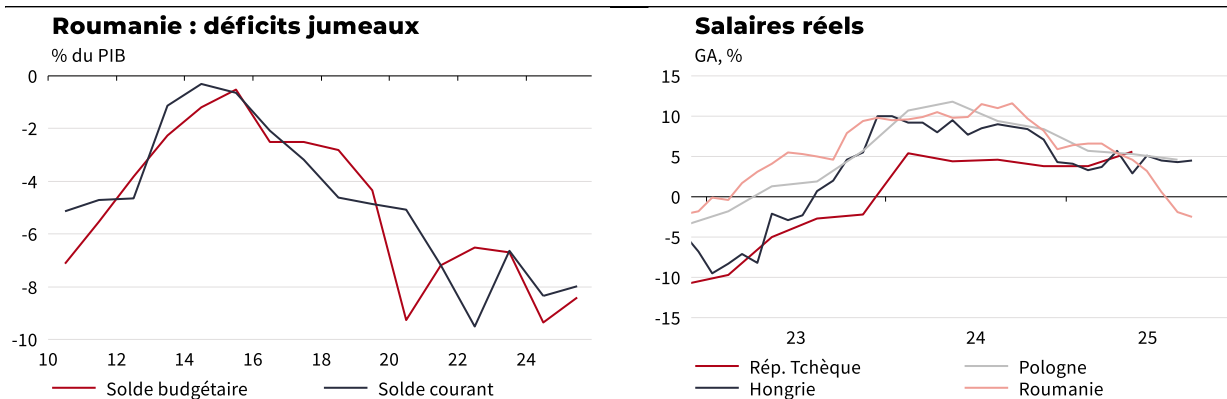
La région présentera une croissance économique à deux vitesses et des inflations divergentes en 2026-2027, notamment du fait de resserrement budgétaire dans certains pays.

D'une part, la Pologne, la République Tchèque et la Hongrie afficheront de bonnes performances en 2026-2027 grâce à une demande interne solide. La croissance polonaise – qui a été soutenue par un policy mix expansionniste en 2025 dans un contexte d'inflation contenue – bénéficiera d'une consommation privée dynamique grâce à une croissance solide des salaires et d'une hausse de l'investissement tirée par les fonds européens et les dépenses de défense. L'économie tchèque devrait bénéficier de la forte croissance des secteurs des services et de la construction tandis que le secteur manufacturier rebondit après avoir atteint son point bas début 2025. En Hongrie, la croissance devrait rebondir en 2026-2027 après le point bas de 2025, tirée par la reprise de la consommation des ménages qui bénéficiera de la politique budgétaire expansionniste (hausse de salaire dans la fonction publique, mesures de soutien au logement). En revanche, près des deux tiers des fonds européens restent gelés du fait de l'absence de réformes concernant l'Etat de droit.

D'autre part, la Roumanie et la Slovaquie devraient afficher des performances en retrait du fait de la consolidation budgétaire d'ampleur pesant notamment sur la consommation privée. En Roumanie, la croissance est restée atone en 2025 du fait des incertitudes politiques et de l'adoption de trois paquets de consolidation budgétaire pendant l'été incluant notamment des hausses de TVA et des gels de salaire et de retraite dans la fonction publique. Ces trois paquets ont été clés pour atténuer les tensions financières, conserver un accès aux fonds européens et éviter un downgrade du souverain roumain à l'été 2025. En 2026, l'effet complet des mesures de consolidation budgétaire devrait jouer et entraîner un fort ralentissement de la consommation privée. Néanmoins, un atterrissage brutal

devrait être évité grâce à la reprise de l'investissement tirée par les fonds européens. Côté slovaque, la croissance devrait rester atone en 2026 et légèrement reprendre en 2027, la consommation des ménages étant affectée par la consolidation budgétaire mise en place. Par ailleurs, le pays restera vulnérable aux hausses de droits de douane en raison de la part significative de l'industrie automobile dans son PIB.

La Roumanie a annoncé une consolidation budgétaire d'ampleur à l'été 2025... ... pesant significativement sur les salaires réels et la consommation privée du pays



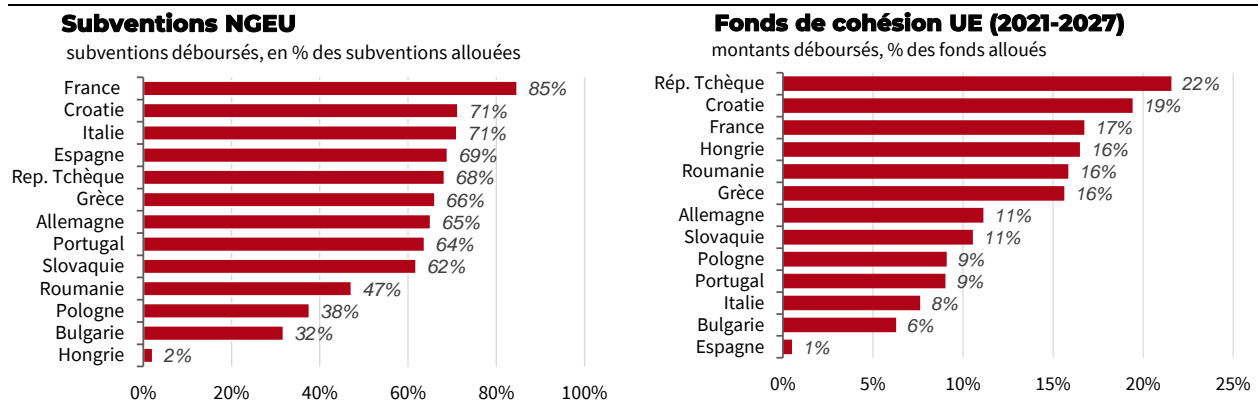
Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Si la consommation des ménages restera un moteur clé de croissance dans la région, l'investissement devrait accélérer en 2026-2027 grâce à l'absorption accrue des fonds européens et aux dépenses de défense. Fin 2025, l'Europe centrale et orientale reste en retard par rapport à la moyenne de l'UE en matière d'absorption des fonds NGEU alors que la date butoir est le 31 décembre 2026 pour les versements de la Commission Européenne. La Hongrie est en queue de peloton avec seulement 2% des subventions déboursées. La Bulgarie est également derrière, avec un taux d'absorption de 32%. La République tchèque et la Croatie s'en sortent mieux, au-dessus de la moyenne de l'UE, mais bien en dessous des 85% de la France, leader dans l'UE. La Pologne a négocié une prolongation, les fonds européens pour la Pologne ayant été gelés durant près de deux ans. Pour les fonds structurels et d'investissement disponibles sur la période 2021-2027, l'absorption a été très lente pour l'instant, les pays ayant privilégié l'absorption des fonds NGEU dont la date butoir est plus proche. En effet, les paiements pour les fonds structurels et d'investissement peuvent traditionnellement être effectués jusqu'à deux ans après la clôture du cycle budgétaire 2021-2027, soit fin 2029. Leur absorption devrait s'accélérer à partir de 2027 pour prendre le relais de NGEU.

En parallèle, l'initiative ReArm Europe, adoptée en mars 2025 par la Commission européenne, devrait soutenir l'investissement dans le secteur de la défense dans la région. Ce plan vise à mobiliser jusqu'à 800 Mds d'euros sur quatre ans pour renforcer les capacités de défense européennes, en combinant plusieurs leviers, notamment un assouplissement des règles budgétaires pour permettre aux États d'augmenter leurs dépenses (jusqu'à +1,5% du PIB par an) et la création d'un instrument de prêts Security Action for Europe (SAFE) de EUR 150Mds (prêts à long

terme jusqu'à 45 ans, avec 10 ans de grâce), destinés à financer des équipements militaires, avec un maximum de 35% des composants provenant hors UE, EEE-AELE ou Ukraine. La Pologne, la Roumanie et la Hongrie seraient les principaux bénéficiaires. La soumission des plans nationaux – attendue pour le 30 novembre 2025 – permettra le versement de préfinancements dès début 2026. *ReArm Europe* et plus particulièrement *SAFE* devraient permettre une accélération des investissements dans des équipements stratégiques (défense aérienne, drones, cyber) et stimuler la base industrielle de défense européenne.

Une absorption des subventions NGEU plus faible en Europe centrale qu'en zone euro. Un démarrage très lent de l'absorption des fonds structurels et d'investissement



Source : CE, SG Études Économiques et Sectorielles

Source : CE, SG Études Économiques et Sectorielles

Plusieurs risques continuent de peser sur ces perspectives. Malgré le ralentissement récent de la croissance des salaires réels dans la région, le manque de main d'œuvre reste important du fait de faibles taux de chômage et du vieillissement de la population maintenant des marchés du travail tendus. Dans ce contexte, les pressions inflationnistes pourraient de nouveau émerger dans la région. Par ailleurs, la poursuite de la guerre en Ukraine continue de faire pression sur les finances publiques, les pays d'Europe centrale et orientale planifiant des fortes hausses de dépenses de défense. Plusieurs agences ont ainsi placé des perspectives négatives sur les ratings roumain ou polonais du fait de dérapages budgétaires. Enfin, l'incertitude concernant les décisions tarifaires à venir notamment entre les Etats Unis, l'Europe et la Chine pourraient affecter les chaînes de valeur notamment dans le secteur automobile qui reste très dépendant de l'Allemagne.

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

Benoît ASTIER

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

Foly ANANOU

Economie quantitative, Geo-économie
folly.ananou@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

Yannik STRITTMATTER

France, Zone euro
yannik.strittmatter@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