

SCENARIOECO

Société Générale Études économiques et sectorielles

Erosion des facteurs de résilience

- L'année 2025 a été marquée par une résilience inattendue, soutenue par la constitution de stocks de biens commerciaux, la faiblesse des prix de l'énergie, une forte hausse des investissements liés à l'IA, des mesures d'assouplissement budgétaire ponctuelles, la hausse des prix des actifs et le resserrement des écarts de taux. Ces facteurs de résilience s'estompent déjà et nous nous attendons à ce que cette tendance s'accroisse en 2026, malgré la persistance de risques extrêmes.
- Le conflit au Moyen-Orient est source d'une très forte incertitude. Notre scénario central repose sur l'hypothèse d'un conflit de courte durée mais cette hypothèse comporte des risques baissiers importants pour les perspectives économiques mondiales.
- L'incertitude politique générale devrait rester élevée. La décision de la Cour suprême des États-Unis d'invalider les droits de douane au titre de l'IEEPA a protégé les institutions, mais a ravivé l'incertitude sur les régimes tarifaires. Les élections, de mi-mandat aux États-Unis (novembre 2026) et l'élection présidentielle française (printemps 2027) viennent ajouter à l'incertitude.
- Les fluctuations sur les marchés financiers font peser le risque d'un resserrement plus rapide des conditions financières, qu'il s'agisse des primes de risque sur les actions, l'immobilier ou la dette souveraine (compte tenu des niveaux élevés de dette publique).
- L'Europe doit résoudre des problèmes liés à l'énergie, à la défense et à sa compétitivité au sens large. La nécessité d'agir est reconnue, mais les progrès restent entravés par des considérations politiques nationales.
- La Chine devrait connaître une croissance plus modérée et rester un facteur de désinflation : le capital humain et les dépenses des ménages constituent des objectifs politiques, mais l'accent est principalement mis sur la technologie, la sécurité et la résilience.
- Nous estimons qu'il existe une marge pour un nouvel assouplissement de la politique monétaire des deux côtés de l'Atlantique, et ce malgré la hausse des prix de l'énergie.

Table des matières

ÉDITO	3
PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES	8
ZONE EURO	10
ALLEMAGNE	13
FRANCE.....	16
ITALIE	19
ESPAGNE.....	22
ROYAUME-UNI	25
ÉTATS-UNIS.....	29
JAPON.....	33
CHINE.....	37
INDE	40
BRÉSIL.....	43
AFRIQUE.....	46
AMÉRIQUE LATINE	48
PAYS DU GOLFE	51
EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE	54
CONTACTS.....	57
DISCLAIMER	58

ÉDITO

Depuis le déclenchement du conflit au Moyen-Orient, les risques pesant sur les perspectives économiques mondiales se sont fortement accrus. Si notre hypothèse de travail, selon laquelle le conflit serait de courte durée, se confirme et que le détroit d'Ormuz rouvre, l'impact sur la croissance mondiale et l'inflation devrait être modéré, bien que toujours perceptible.

L'économie mondiale a fait preuve de résilience en 2025, et ce malgré un niveau élevé d'incertitude lié aux tensions géopolitiques, à la politique intérieure américaine et aux droits de douane américains.

Cette résilience s'explique par plusieurs facteurs favorables ;

- Un effet de relance significatif lié aux investissements dans l'IA, qui aura ajouté environ 1 point de pourcentage à la croissance du PIB américain en 2025, tant par le biais des investissements directs que par l'effet de richesse résultant de la hausse des prix des actifs.
- La baisse des prix de l'énergie, induite par l'augmentation de l'offre de pétrole provenant principalement des États-Unis, mais aussi du Canada, du Brésil et de la Guyane. L'offre de GNL a également augmenté, la production provenant des États-Unis, du Canada et du Qatar.
- Un dosage de politiques relativement accommodant soutenant la demande, avec plusieurs mesures d'assouplissement budgétaire et des effets de soutien liés aux baisses de taux des banques centrales.
- Un appétit pour le risque marqué, qui s'est traduit par un resserrement des écarts de crédit pour toutes les catégories d'émetteurs (dettes souveraines de la zone euro, marchés émergents, entreprises) et par des valorisations boursières plus élevées — tirées par le secteur technologique — qui ont favorisé les effets de richesse, en particulier aux États-Unis.
- Des situations financières solides pour les ménages et les entreprises. Les marchés du travail sont restés vigoureux, la rentabilité des entreprises s'est maintenue et les ratios d'endettement des ménages et des entreprises ont diminué ces dernières années.

La question est de savoir si cette résilience se reproduira en 2026. L'annonce des droits de douane du « Jour de la Libération » au printemps dernier a provoqué un choc de confiance très important et entraîné une vague de ventes massive sur les actifs risqués à l'échelle mondiale. La reprise a toutefois été rapide, car les droits de douane finalement annoncés se sont avérés inférieurs à ceux qui avaient été brandis et les facteurs de résilience ont pris le dessus.

Il existe toutefois de nombreuses différences par rapport à la situation actuelle. La menace de droits de douane génère un choc d'incertitude, mais n'entraîne aucun coût direct immédiat, hormis la constitution de stocks en prévision de la mise en œuvre des droits de douane menacés. Le conflit actuel s'accompagne non seulement de souffrances humaines bien réelles, mais aussi de coûts initiaux immédiats et importants pour l'économie réelle, qu'il s'agisse de la hausse des coûts énergétiques, du risque de pénurie d'approvisionnement énergétique, des risques pesant sur les engrais nécessaires à la production alimentaire, des dommages causés aux infrastructures critiques ou de la perte d'activité économique. Même une fois le cessez-le-feu conclu, la reprise prendra du temps.

De plus, même avant le conflit au Moyen-Orient, ces facteurs de résilience s'estompaient déjà, et le conflit les affaiblit encore davantage :

1. LES INVESTISSEMENTS LIÉS A L'IA RECELENT ENCORE UN POTENTIEL MAIS LEUR DYNAMIQUE DEVRAIT RALENTIR

Les investissements liés à l'IA ont réservé une surprise très positive en 2025 et se sont révélés un pilier essentiel de l'économie mondiale, notamment aux États-Unis. Bien que nous voyions encore un potentiel de développement, nous nous attendons à une contribution moindre en 2026. Les investissements dans l'IA pourraient également se heurter à certaines contraintes, avec des conditions de financement plus strictes, liées à la fois aux inquiétudes concernant une expansion trop rapide et aux secousses sur le marché du crédit privé, ainsi qu'aux risques liés à l'énergie. À moyen terme, nous voyons des opportunités de gains de productivité grâce à l'IA, mais nous pensons que ceux-ci ne se concrétiseront au niveau macroéconomique que vers la fin de cette décennie.

2. LA FLAMBÉE DES PRIX DE L'ÉNERGIE LIÉE AU BLOCAGE DE FAIT DU DÉTROIT D'HORMUZ

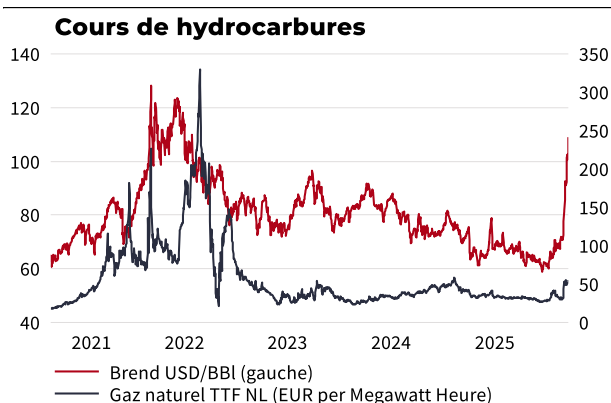
Le détroit est crucial pour l'économie mondiale (~30 % du commerce mondial de pétrole par voie maritime, ~20 % du commerce de GNL, ~35 % du commerce d'engrais à base d'urée) et pour les producteurs régionaux (~90 % des exportations de pétrole de Bahreïn, d'Irak, d'Iran, du Koweït, du Qatar, d'Arabie saoudite et des Émirats arabes unis). À court terme, les alternatives sont assez limitées. Par exemple, 80 à 90 % des exportations de pétrole saoudiennes transitent par le détroit, tandis que seulement 10 à 20 % empruntent la route de la mer Rouge, où l'instabilité ne peut être exclue. Les assureurs ont fortement augmenté les primes sur les transits dans le Golfe, contribuant ainsi à un quasi-arrêt du trafic maritime assuré.

La capacité des États-Unis à rétablir une navigation sûre par une intervention navale — et/ou à réduire les coûts d'assurance et de couverture par une réassurance

publique à grande échelle — nécessiterait un engagement fort et durable. Cette capacité sera mise à l'épreuve une fois le conflit terminé et la zone jugée sûre.

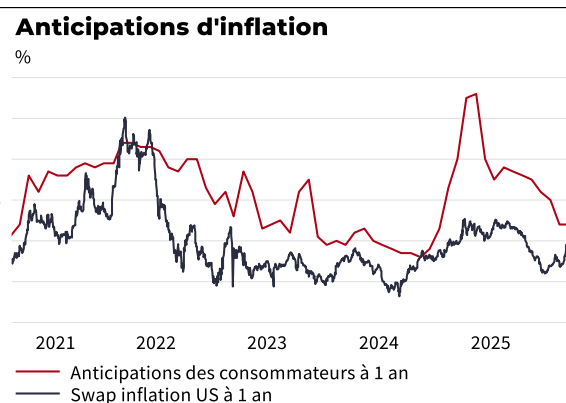
Toutes choses égales par ailleurs, une hausse soutenue de 10 USD/baril des prix du pétrole ajoute environ 0,2 point de pourcentage à l'inflation globale et réduit la croissance du PIB d'environ 0,1 point de pourcentage dans les économies avancées au cours de la première année suivant le choc. Une partie du choc énergétique est également susceptible de se répercuter sur les prix des denrées alimentaires, notamment par le biais d'une hausse des coûts des engrais. Au moment de la rédaction du présent document, les prix du pétrole s'établissent à environ 100 dollars le baril, contre environ 70 dollars le baril avant le conflit.

L'envolée des cours des hydrocarbures...



Source : SG Etudes Economiques et Sectorielles

...peut influencer sur les anticipations d'inflation



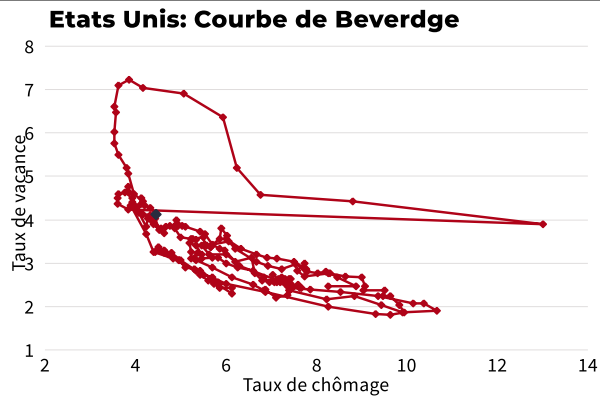
Source : SG Etudes Economiques et Sectorielles, Université du Michigan

3. LA CAPACITE DES DECIDEURS POLITIQUES A SOUTENIR L'ECONOMIE MONDIALE

À la suite des chocs majeurs sur le front de l'offre provoqués par la Covid-19 et la guerre en Ukraine, les banques centrales pourraient se montrer plus réticentes à « faire abstraction » de ce nouveau choc d'offre. Elles suivront de près les anticipations d'inflation issues des marchés ainsi que celles des ménages et des entreprises pour déterminer l'orientation appropriée de la politique monétaire.

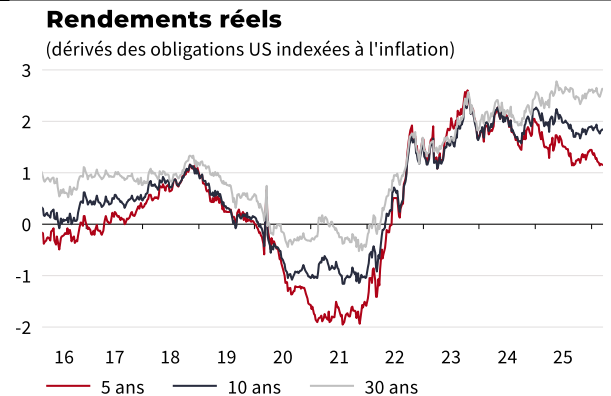
Au-delà des anticipations d'inflation, la situation actuelle diffère de celle de 2022, lorsque les banques centrales ont commencé à relever leurs taux. La marge de manœuvre budgétaire est désormais bien moindre pour reproduire l'impulsion budgétaire substantielle de 2021-2022. De plus, les ménages ne disposent plus d'une épargne accumulée, comme celle qui avait résulté des confinements liés à la pandémie. Les conditions monétaires sont bien plus restrictives qu'au cours de la période post-Covid, avec des taux d'intérêt réels positifs et historiquement élevés (les plus élevés depuis 15 à 20 ans). Les marchés du travail semblent également moins tendus qu'au moment de la réouverture immédiate après la pandémie.

Marchés du travail moins tendus...



Source : SG Etudes Economiques et Sectorielles

...et des conditions financières plus restrictives

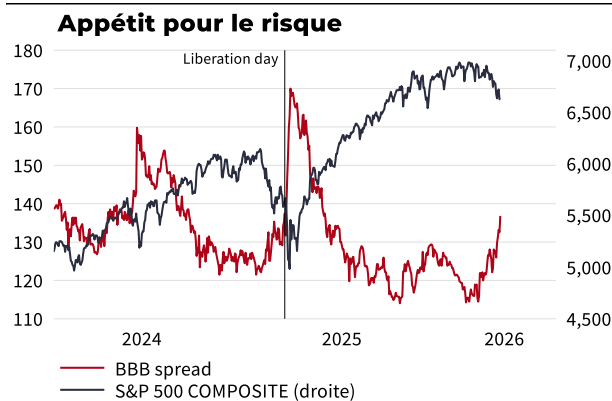


Source : SG Etudes Economiques et Sectorielles

4. LA RESILIENCE DE L'APPETIT POUR LE RISQUE SUR LES MARCHES

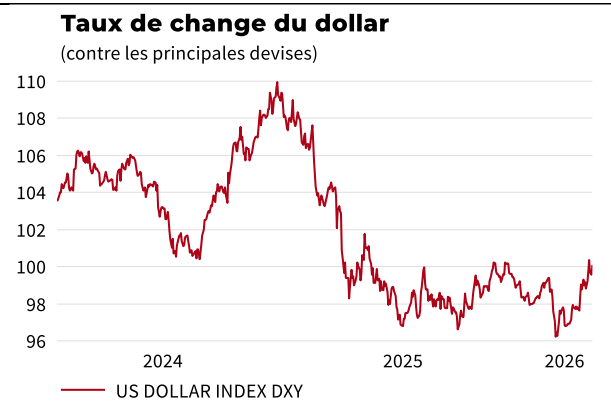
Jusqu'à présent, les réactions des marchés ont été relativement modérées par rapport à l'épisode des « droits de douane du Jour de la Libération » du printemps dernier. Cependant, certains facteurs de résilience sont plus fragiles. La reprise boursière qui a caractérisé les marchés au cours de l'année écoulée s'est déjà essoufflée depuis octobre dernier, dans un contexte de doutes croissants quant aux valorisations liées à l'IA. De plus, contrairement à la faiblesse persistante du dollar observée l'année dernière, le dollar américain s'est raffermi face à toutes les devises, reflétant un environnement d'aversion au risque et une fuite vers la qualité. Cela reflète également le choc positif des termes de l'échange dont bénéficient les États-Unis en tant que producteur d'hydrocarbures, dans un contexte de hausse des prix internationaux.

Réaction modérée des marchés...



Source : SG Etudes Economiques et Sectorielles

...et appreciation du dollar



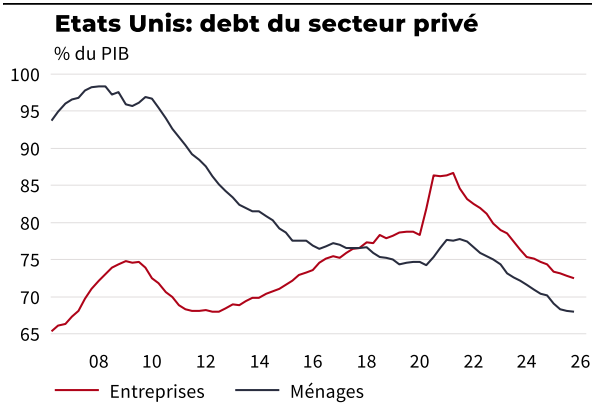
Source : SG Etudes Economiques et Sectorielles

5. LA RÉSILIENCE DES MÉNAGES ET DES ENTREPRISES

Les ménages et les entreprises ont réduit leur ratio d'endettement et se trouvent dans une situation plus favorable que lors des crises précédentes. Cela explique en partie leur résilience face aux chocs récents. Toutefois, ce pilier pourrait s'affaiblir si les marchés du travail se détérioraient plus rapidement que prévu ou si la rentabilité des entreprises venait à baisser.

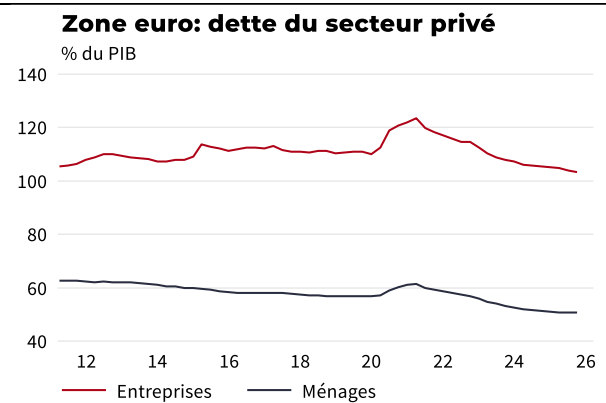
À ce stade, les marchés semblent toujours tabler sur un conflit relativement court et rapidement résolu. C'est également notre scénario de base. Cependant, le degré d'incertitude est extrêmement élevé, et les signes de fragilité se multiplient. On ne peut exclure le risque d'une crise mondiale plus grave, d'autant plus que les inquiétudes grandissent concernant le secteur technologique et ses répercussions sur les marchés du crédit privé.

Secteur privé résilient...



Source: SG Economic and Sector Studies

...et moins endetté



Source: SG Economic and Sector Studies

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

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

Inflation, % (moyenne)	2025	2026p	2027p	2028p
Pays Développés	2,5	2,6	2,2	2,0
États-Unis	2,7	3,1	2,4	2,6
Japon	3,2	2,0	1,5	1,5
Royaume-Uni	3,4	2,8	2,1	2,1
Zone Euro	2,1	2,0	1,7	1,9
Allemagne	2,3	2,2	1,9	1,9
France	0,9	1,6	1,7	1,9
Italie	1,7	1,6	1,7	1,9
Espagne	2,7	2,4	2,0	2,2
Pays Émergents	5,2	5,1	4,4	4,3
Chine	0,3	1,2	1,2	1,5
Inde	2,2	4,7	4,5	4,5
Brésil	5,0	4,1	3,3	3,5

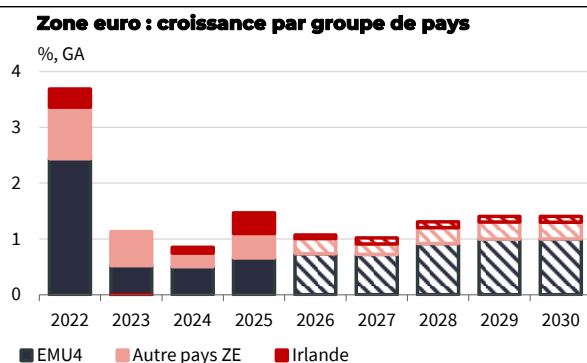
%, FdP (sauf indication contraire)	Actuel 19/03	2026p	2027p	2028p
Taux Fed Funds (borne haute)	3,75	3,25	2,75	3,00
Taux 10 ans (gouv.), Etats Unis	4,27	4,00	4,25	4,25
BCE, facilité de dépôt	2,00	1,75	1,75	2,25
Taux 10 ans (gouv.), Allemagne	2,94	2,50	2,75	2,75
Taux 10 ans (gouv.), France	3,60	3,30	3,45	3,35
Taux 10 ans (gouv.), Italie	3,74	3,30	3,55	3,55
Taux 10 ans (gouv.), Espagne	3,44	3,00	3,30	3,25
BoE, taux de pol. Monétaire	3,75	3,25	3,25	3,75
Taux 10 ans (gouv.), Royaume-Uni	4,74	4,50	4,50	4,50
BoJ, taux de pol. Monétaire	0,75	1,25	1,50	1,25
Taux 10 ans (gouv.), Japon	2,21	2,25	2,30	2,20
EUR / USD	1,15	1,20	1,20	1,15
EUR / GBP	0,86	0,88	0,89	0,90
USD / JPY	159	155	150	145
USD / CNY	6,9	6,9	6,9	6,8
Pétrole, Brent (USD/b)	109	65	70	70
Gaz naturel UE (TTF, EUR/MgW/h)	56	35	30	30
Carbone UE ETS (EUR/tonne)	65	100	110	120

ZONE EURO

- La résilience observée en 2025 s'estompe, avec une normalisation de la croissance en Irlande, des conditions financières moins favorables et un soutien budgétaire plus limité.
- Les perspectives de la zone euro demeurent orientées à la baisse, dans un contexte de forte incertitude entourant l'évolution des prix de l'énergie et les futurs droits de douane américains.
- La BCE est confrontée à un arbitrage délicat entre le retour de risques haussiers sur les anticipations d'inflation et les risques baissiers pesant sur la croissance économique.

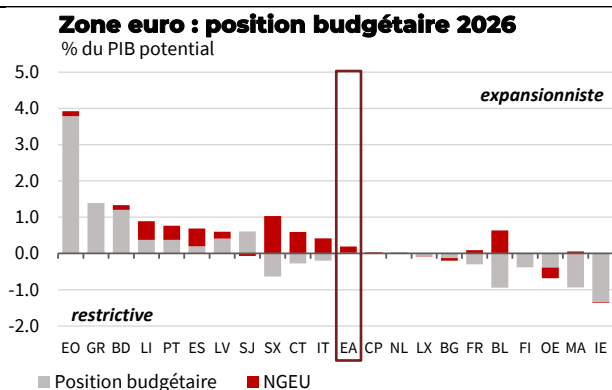
La croissance en 2026 devrait ralentir après la dynamique soutenue de 2025, malgré un certain renforcement dans la plus grande économie de la zone. Le retour de l'Allemagne à une croissance plus significative, de 0,4 % en 2025 à 1,1 % en 2026, soutenu par son impulsion budgétaire, apportera un appui à la région et contribuera à compenser la modération attendue en Espagne (de 2,8 % à 2,2 %) ainsi que les profils de croissance quasi stables de la France (de 0,9 % à 0,8 %) et de l'Italie (0,7 % sur les deux années). Le rebond allemand réduit la dynamique de croissance à deux vitesses qui caractérise la zone depuis plusieurs années et compense en partie la moindre contribution des plus petits États membres. En 2026, la zone euro bénéficiera de la hausse des investissements de défense, de l'expansion budgétaire allemande et de la dernière année de décaissements du programme NGEU. Toutefois, un marché du travail moins dynamique, des conditions de crédit plus strictes et des vents contraires extérieurs pèseront sur la résilience de la zone euro.

La contribution de l'Irlande devrait normaliser après une année exceptionnelle



Source : AMECO, FMI, SG Études Économiques et Sectorielles

L'impulsion budgétaire est neutre, mais les derniers fonds NGEU apportent un soutien



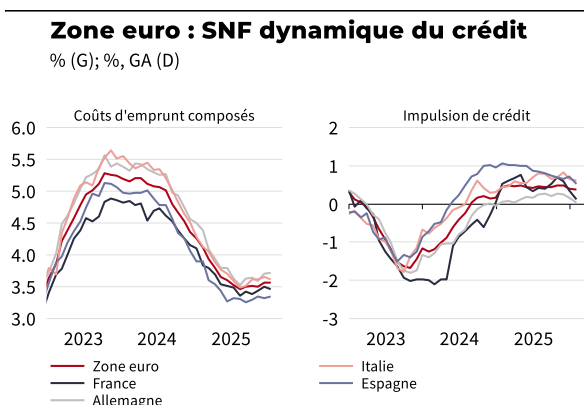
Source : AMECO, EU, SG Études Économiques et Sectorielles

L'impulsion budgétaire restrictive observée dans une grande partie de la zone n'est compensée qu'à la marge par l'important plan budgétaire allemand. L'expansion budgétaire substantielle de l'Allemagne, avec un stimulus représentant 1,2 % du PIB potentiel, contrebalancera la légère contraction attendue en France, en

Italie et dans la plupart des économies de plus petite taille. La dernière année de décaissements des fonds NGEU apportera également un soutien supplémentaire, notamment aux pays d'Europe orientale et méridionale. L'Espagne et l'Italie devraient ainsi bénéficier d'une impulsion de respectivement 0,5 % et 0,4 % du PIB, contribuant à soutenir leur dynamique de croissance. La mise en œuvre effective des plans d'investissement public sera déterminante pour le niveau global de soutien budgétaire dont bénéficiera la zone.

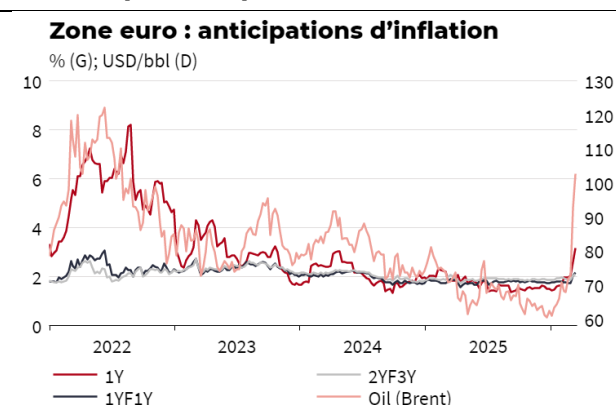
L'investissement des entreprises devrait ralentir dans un contexte d'incertitude accrue et de resserrement des conditions financières. Le climat des affaires et les perspectives économiques restent assombris par l'incertitude. En outre, tout au long de 2025, les banques ont durci leurs conditions d'offre de crédit en réponse aux mesures réglementaires et prudentielles et, dans une moindre mesure, aux préoccupations liées à la qualité du crédit, selon l'enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire. Déjà, l'impulsion du crédit dans la zone euro montre des signes de modération, et nous anticipons un ralentissement de la demande d'investissement privé en 2026. L'investissement public devrait néanmoins continuer de bénéficier d'un certain soutien, en particulier dans des domaines clés tels que les dépenses de défense et le déploiement d'infrastructures critiques.

L'impulsion du crédit s'estompe en réaction au durcissement des conditions de crédit



Source : BCE, SG Études Économiques et Sectorielles

Les anticipations d'inflation repartent à la hausse après une période stable



Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Le reflux de l'inflation vers la cible ralentit sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie. Le recul progressif de l'inflation globale devrait ainsi marquer le pas en 2026, pour atteindre 2,0 %, après 2,1 % en 2025. Le facteur explicatif réside dans les prix de l'énergie, qui continuent d'alimenter l'incertitude entourant la trajectoire de l'inflation. L'effet de base par ailleurs favorable au premier trimestre 2026 est neutralisé par le choc sur les prix du pétrole et du gaz consécutif au conflit au Moyen-Orient. Les anticipations d'inflation se sont nettement détendues depuis la pandémie, mais la BCE s'inquiète de la possibilité d'une matérialisation plus rapide des effets de second tour. Notre scénario central reste que la capacité à répercuter des coûts énergétiques plus élevés sur les consommateurs est aujourd'hui beaucoup plus limitée que pendant la pandémie, en l'absence d'une épargne excédentaire

importante, de soutien budgétaire public massif et dans un contexte de faible appétit des entreprises pour continuer à thésauriser de la main-d'œuvre.

Le fait que la BCE se trouve en « bonne position » est désormais remis en question. L'affaiblissement des facteurs de résilience, notamment un marché du travail moins porteur, une baisse de l'épargne excédentaire et des conditions de crédit tendues, pèsera sur la demande intérieure. Si les contraintes budgétaires devraient probablement limiter la capacité des gouvernements à répondre à la hausse des prix de l'énergie, nous retenons l'hypothèse de mesures budgétaires limitées et ciblées, concentrées sur les ménages et les entreprises les plus vulnérables. Le risque demeure toutefois que les gouvernements mettent en œuvre un soutien budgétaire plus agressif, ce qui alimenterait l'inflation et conduirait à un resserrement supplémentaire de la part de la BCE. Dans notre hypothèse centrale d'un conflit de courte durée au Moyen-Orient, le ralentissement de l'inflation globale et l'essoufflement de la dynamique de croissance devraient néanmoins laisser la porte ouverte à une baisse des taux de la BCE en 2026. À mesure que l'excès de liquidité convergera vers ses niveaux d'avant-pandémie, nous anticipons que la BCE mettra un terme à sa normalisation quantitative d'ici la fin de l'année.

À court terme, les risques pesant sur la croissance de la zone euro restent orientés à la baisse. Le regain de tensions commerciales et la prolongation des tensions géopolitiques dominent le paysage des risques, dans la mesure où ils pourraient freiner les exportations, alimenter les prix et peser sur la confiance. La persistance du nouveau choc sur les prix de l'énergie demeure une vulnérabilité majeure tant pour les ménages que pour les entreprises. Un EUR/USD plus élevé constitue un risque baissier à double détente : l'appréciation de l'euro affaiblirait les exportations nettes et risquerait de faire passer l'inflation en dessous de la cible de la BCE. Les risques haussiers proviennent, à l'inverse, d'un déploiement budgétaire allemand plus rapide et mieux ciblé, ainsi que d'initiatives au niveau européen visant à accélérer la mise en œuvre de la Boussole pour la compétitivité.

Zone euro	2025	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	1,5	1,1	1,0	1,3
Consommation des ménages	1,3	1,0	0,7	1,2
Consommation publique	1,8	0,8	0,8	1,0
Investissement	2,6	1,9	2,0	2,2
Exportations de biens & services	2,0	1,5	2,2	2,3
Importations de biens & services	3,4	1,9	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	0,8	0,7	1,0
Épargne des ménages, % du RDB	15,2	15,0	15,0	14,9
Chômage, % de la population active	6,3	6,4	6,6	6,5
Solde budgétaire, % du PIB	-3,0	-3,3	-3,0	-2,8
Dettes publiques, % du PIB	89	91	93	94
Solde courant, % du PIB	1,9	1,6	1,4	1,2

ALLEMAGNE

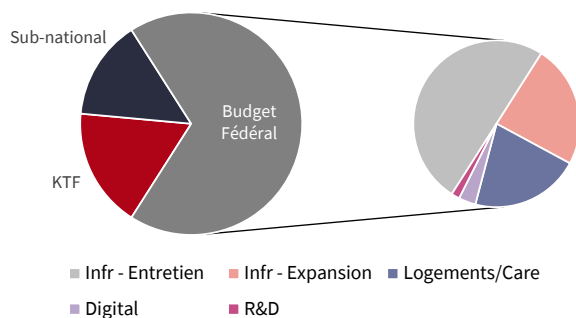
- Les perspectives de croissance (1,1 % en 2026, 1,3 % en 2027) reposent sur un rééquilibrage vers des moteurs domestiques.
- L'impulsion budgétaire doit s'accélérer avec le déploiement du SVIK (Fonds spécial pour les infrastructures et la neutralité climatique), mais les risques de mise en œuvre persistent.
- Le frein extérieur devrait perdurer en raison des difficultés du secteur manufacturier.

Après une quasi-stagnation depuis le Covid, le pays regagne en dynamisme en s'appuyant sur ses moteurs domestiques. La croissance devrait accélérer à 1,1 % en 2026 puis à 1,6 % d'ici la fin de la période de prévision, portée par la consommation des ménages et la mise en œuvre du paquet budgétaire.

Impulsion budgétaire accélérera en parallèle aux décaissements du SVIK

Allemagne: allocations au SVIK 2026

% of total (EUR 57,5Mds)

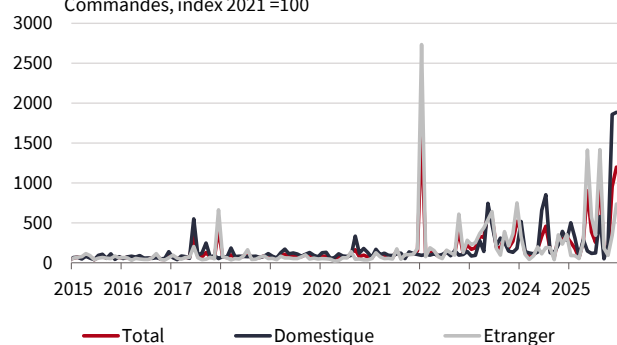


Source : BMF, SG Études Économiques et Sectorielles

La défense gagne du terrain, mais continue de se heurter à des obstacles liés à l'offre.

Allemagne: armes et munitions

Commandes, index 2021=100



Source : Destatis, SG Études Économiques et Sectorielles

L'impulsion budgétaire devrait atteindre 1,2 % du PIB potentiel en 2026, avec le déploiement du SVIK¹, auquel plus de 10 % des dépenses prévues sont dédiées.

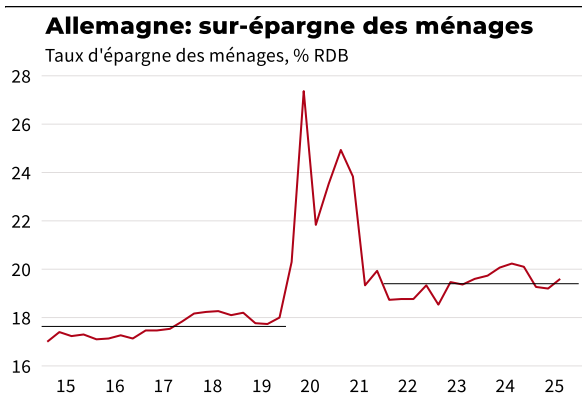
Les décaissements du SVIK -le programme d'infrastructures de EUR 500Mds sur 12 ans- commenceront cette année, avec plus de EUR 57Mds inscrits dans le budget 2026 sous son enveloppe, tandis que les premières émissions ont débuté en octobre. Pour rappel, 20 % du programme est destiné au Fonds climat (KTF) et aux budgets des collectivités, répartis à parts égales, le reste relevant du budget fédéral. Les risques de mise en œuvre demeurent importants, ce qui pourrait atténuer l'effet de relance à court terme : certaines dépenses déjà prévues semblent réaffectées au SVIK (réduisant la hausse des dépenses nettes), et les lourdeurs administratives dans l'identification et l'approbation des projets pourraient ralentir l'absorption des fonds. En outre, les crédits fédéraux sont principalement orientés vers la

¹ Fonds spécial pour les infrastructures et la neutralité climatique (*Sondervermögens für Infrastruktur und Klimaneutralität*)

maintenance d'infrastructures existantes, dont l'impact sur le potentiel de croissance de long terme reste limité.

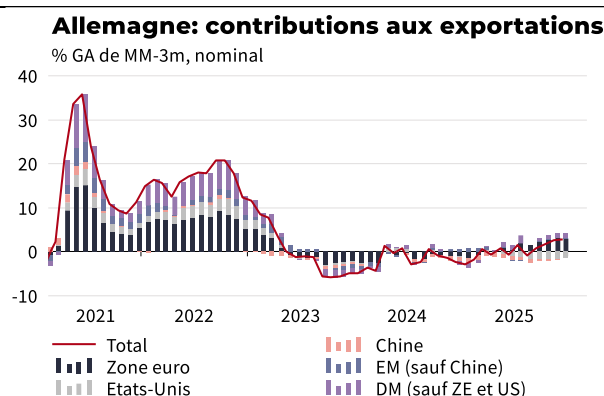
Le secteur de la défense devrait continuer de bénéficier des vents porteurs liés au repositionnement stratégique européen. La dynamique politique -en Allemagne comme en Europe- devrait rester favorable au réarmement après l'invasion russe de l'Ukraine, ainsi qu'au renforcement de l'autonomie stratégique en vue de l'évolution de la stratégie de sécurité nationale américaine en 2025. Les fabricants allemands devraient continuer d'en profiter -comme en témoignent les commandes en forte hausse, notamment domestiques- mais l'effet sur l'économie réelle sera atténué et retardé par des contraintes persistantes du côté de l'offre. Les chaînes de valeur restent très fragmentées dans ce secteur -à la fois parce que plusieurs fabricants européens produisent des biens équivalents et parce que leurs chaînes d'approvisionnement sont longues et très spécialisées- et elles nécessitent une main-d'œuvre qualifiée, ce qui ralentit la production. Le secteur de la défense devrait ainsi rester un pôle de leadership et une source relative de résilience pour une industrie manufacturière allemande confrontée à des vents contraires structurels et dont l'érosion devrait se poursuivre, quoique à un rythme plus lent.

Réduction de l'épargne afin de maintenir une marge de manœuvre pour la consommation



Source : Eurostat, SG Études Économiques et Sectorielles

La demande extérieure devrait rester un frein, soulignant la nécessité d'un rééquilibrage



Source : Bundesbank, SG Études Économiques et Sectorielles

Les ménages continuent de bénéficier d'un marché du travail tendu (le chômage devrait se stabiliser au cours des deux prochaines années) et de la désinflation.

Le revenu reste dynamique, porté par une croissance salariale résiliente, et l'inflation devrait largement rester dans la cible sur l'horizon de prévision, en partant de l'hypothèse que le conflit actuel au Moyen-Orient s'avère de courte durée et n'aura donc qu'un effet temporaire sur les prix de l'énergie. Nous anticipons toujours un ajustement du comportement des ménages en faveur d'une réduction de l'épargne de précaution et d'un renforcement de la consommation (même si la part des importations est importante), ce qui devrait conduire à une normalisation progressive du taux d'épargne.

Les vents contraires extérieurs continueront de peser durablement sur les perspectives. La production manufacturière demeure environ 15 % en dessous de

son niveau de 2018 en volume, et l'utilisation des capacités reste très faible (77,5 %, +1pp depuis son creux du 4T24). Sa reprise modérée sera tirée par des productions à forte valeur ajoutée, parfois de niche -notamment dans l'optique, la pharmacie et la défense mentionnée plus haut- mais le secteur restera globalement dégradé. Les industriels continuent de faire face à une concurrence accrue dans leurs segments d'exportation clés (biens d'équipement, automobile, chimie), notamment de la part d'acteurs asiatiques, tandis que leur compétitivité est davantage mise sous pression par un euro fort et des coûts unitaires élevés, ce qui limite la demande et stimule les importations. Les accords de libre-échange avec des émergents (MERCOSUR, Inde) n'offriront qu'un potentiel limité pour les exportateurs, ces marchés restant modestes par rapport à la Chine et aux États-Unis -où les parts de marché ont le plus reculé- et où la concurrence est également forte.

Les risques restent orientés à la baisse, en raison de défis structurels non résolus et de la fragmentation géopolitique. Des événements géopolitiques pourraient renforcer la pression haussière sur les prix de l'énergie et raviver les frictions dans les chaînes d'approvisionnement si elles persistent, inversant la baisse de l'épargne de précaution (pesant à nouveau sur la consommation) et affaiblissant la compétitivité des producteurs. L'effet de l'expansion budgétaire sera limité par la nécessité d'accélérer les efforts d'amélioration de l'efficacité administrative, de lever les contraintes du côté de l'offre (e.g. fluidifier l'accès aux services de garde pour favoriser l'emploi féminin), et de garantir une allocation adéquate des fonds afin d'éviter leur utilisation pour des projets déjà prévus. Le pays devra également faire face aux contraintes liées au facteur travail, confronté à une dynamique démographique défavorable avec un vieillissement de la population rapide et réaction politique contre l'immigration. Cela accentue la pression sur un marché du travail déjà tendu -marqué par des pénuries de main-d'œuvre et un taux de participation historiquement élevé- ainsi que sur les dépenses sociales.

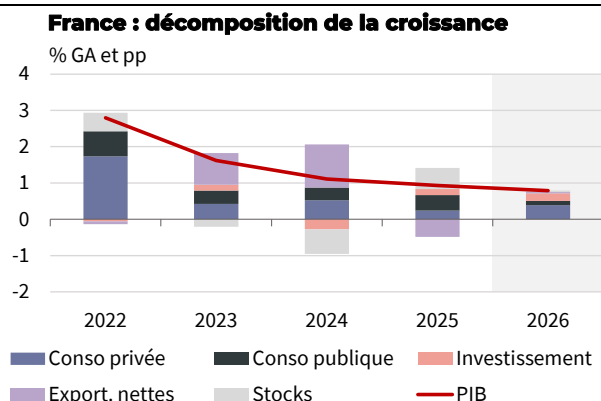
Allemagne	2025	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	0,4	1,1	1,3	1,6
Consommation des ménages	1,7	1,4	1,4	1,4
Consommation publique	1,3	1,9	2,3	2,3
Investissement	0,0	2,1	2,8	3,2
Exportations de biens & services	-0,3	0,9	0,9	1,7
Importations de biens & services	3,7	2,5	2,0	2,3
Inflation, % moyenne annuelle	2,3	2,2	1,9	1,9
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2,8	2,2	1,9	1,9
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	0,3	0,8	1,1	1,2
Épargne des ménages, % du RDB	19,4	18,9	18,6	18,3
Chômage, % de la population active	6,3	6,3	6,3	6,1
Solde budgétaire, % du PIB	-2,7	-4,6	-4,0	-3,7
Dettes publiques, % du PIB	63	67	71	75
Solde courant, % du PIB	4,4	3,3	3,2	3,0

FRANCE

- **Avec peu de soutien de la part des politiques publiques, de la demande extérieure et de la dynamique salariale, la croissance reste modeste.**
- **Malgré les besoins de consolidation, l'impulsion budgétaire n'est que légèrement restrictive, en raison de concessions politiques.**
- **La demande extérieure ne sera plus un frein à la croissance, mais de nombreux obstacles empêchent la pleine matérialisation d'une forte demande sectorielle.**

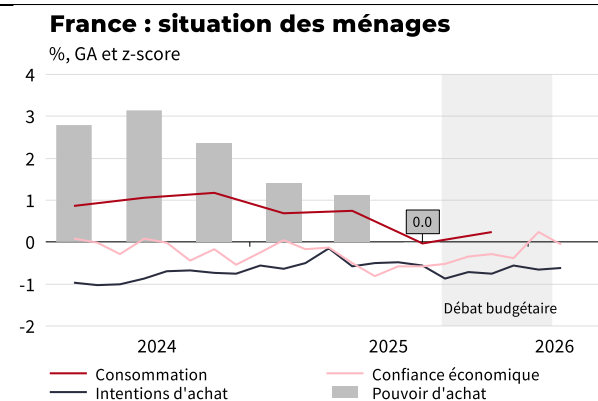
La croissance reste modeste en raison du resserrement budgétaire, de la demande extérieure et d'une dynamique salariale plus faible. Un taux d'épargne élevé des ménages offre toutefois un certain soutien tampon à la consommation. La combinaison de défis structurels persistants et du caractère potentiellement temporaire de l'actuel calme politique fait peser un risque sur la durabilité de la reprise. Sur le plan budgétaire, le léger resserrement prévu dans le budget 2026 (-0,3 % du PIB potentiel) constitue un vent contraire modéré, mais le besoin d'une consolidation budgétaire supplémentaire demeure. La demande extérieure n'apportera pas d'aide significative, les difficultés persistantes en matière de compétitivité et le niveau élevé de la demande d'importations continuant de peser. Dans le même temps, l'affaiblissement du marché du travail pèsera sur la croissance des salaires. Enfin, l'approche de l'élection présidentielle de 2027, ainsi que les tensions géopolitiques, pourraient de nouveau peser sur le climat de confiance.

La demande extérieure ne pèse plus sur la croissance, tandis que la demande intérieure gagne en importance



Source : INSEE, SG Études Économiques et Sectorielles

La faiblesse des revenus limite la croissance de la consommation, mais les ménages s'adaptent progressivement à l'incertitude



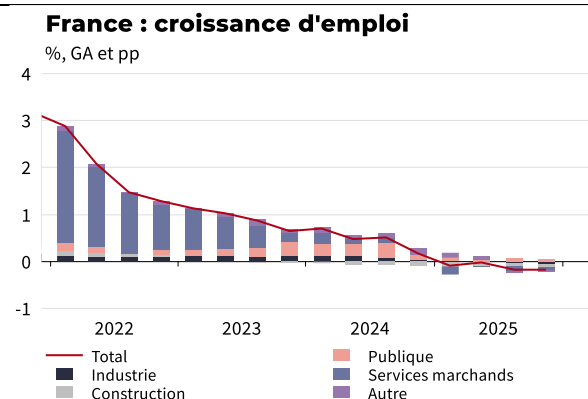
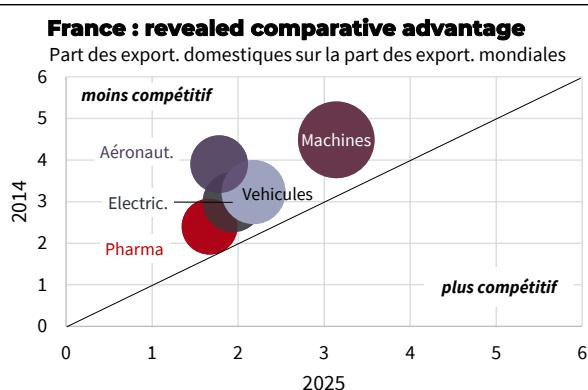
Source : INSEE, SG Études Économiques et Sectorielles

L'impulsion budgétaire est légèrement restrictive, reflétant des concessions politiques. Si l'obstacle du budget 2026 a été franchi, le processus budgétaire pour 2027 ne devrait pas s'avérer plus simple, notamment à l'approche de l'élection

présidentielle de 2027. Cela accroît le risque que la politique budgétaire ne dispose pas de la clarté nécessaire pour soutenir la confiance et que les réformes structurelles pourtant indispensables prennent du retard. De même, les perspectives à moyen terme dépendent fortement de l'issue de l'élection présidentielle de 2027. Notre scénario central repose sur des négociations budgétaires prolongées et une consolidation limitée. Les pressions sur les dépenses sociales devraient s'accroître, tandis que le débat sur la réforme des retraites devrait rouvrir en 2027.

La consommation des ménages ne progresse que prudemment. Les incertitudes extérieures et intérieures continuent de peser sur la consommation privée. Bien que la croissance du revenu réel ait nettement ralenti, la consommation et le moral des ménages ont résisté pendant les tensions budgétaires de fin d'année, ce qui suggère que les ménages deviennent plus tolérants à l'incertitude. Nous pensons que cela se poursuivra en 2026, mais la hausse des coûts de l'énergie, même si elle devait rester temporaire dans notre hypothèse de travail d'un conflit relativement bref au Moyen-Orient, constituera un vent contraire. Le taux d'épargne des ménages s'établit à un niveau élevé de 18 %, contre une moyenne de 14,7 % au cours de la décennie précédant la pandémie, ce qui offre une certaine marge d'amortissement. Dans ce contexte, une incertitude persistante et des gains de revenu réel seulement marginaux plaident pour une croissance modeste de la consommation.

La baisse de compétitivité, parmi d'autres facteurs, pèse sur les exportations Les sources de création d'emplois restent faibles



Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Source : INSEE, SG Études Économiques et Sectorielles

Le marché du travail continue de s'assouplir, avec un taux de chômage attendu en hausse supplémentaire à 7,9 %. La progression passée des salaires a comprimé les marges des entreprises, contribuant à la récente remontée du chômage. En outre, la croissance reste inférieure à son potentiel, et le secteur des services, moteur de l'emploi, continue d'évoluer avec faiblesse. Les perspectives du marché du travail reflètent donc un ajustement progressif des entreprises à mesure qu'elles s'adaptent à une demande plus faible, à des conditions financières plus restrictives et à une incertitude persistante. Dans ce contexte, les postes de début de carrière étant davantage affectés, le chômage des jeunes est touché de manière

disproportionnée : il a déjà dépassé les niveaux observés en Grèce, en Italie et au Portugal, et s'établit actuellement à 21,2 %.

La demande extérieure ne sera pas un moteur essentiel de la croissance en 2026, malgré une demande accrue dans certains secteurs. Dans l'aéronautique, une accélération portée par des carnets de commandes bien remplis et une demande mondiale robuste est attendue ; toutefois, des contraintes d'offre et des contraintes opérationnelles limiteront le rythme de cette accélération. En outre, un euro plus fort et une perte de compétitivité dans plusieurs secteurs clés accentueront les vents contraires extérieurs. Les importations resteront élevées, tirées en particulier par le renchérissement des importations d'énergie et par des prix du fret qui demeurent élevés. Au total, les exportations nettes ne constitueront plus un frein à la croissance, comme ce fut le cas en 2025, mais elles ne joueront pas non plus un rôle d'accélérateur significatif.

Les risques restent orientés à la baisse, dans la mesure où la situation politique demeure fragile et où les difficultés du secteur exportateur persistent, tant sur le plan intérieur qu'extérieur. Les prix de l'énergie constituent un risque baissier supplémentaire dans le contexte du conflit actuel au Moyen-Orient. Un marché du travail plus résilient, potentiellement soutenu par des surprises positives du côté de la demande, en particulier dans le secteur des services récemment affaibli, pourrait soutenir la consommation des ménages. De même, un niveau d'incertitude plus faible qu'anticipé à l'approche de l'élection présidentielle de 2027 pourrait également soutenir la consommation. À l'inverse, une détérioration de l'environnement politique ou un nouveau blocage législatif au 4T26 produirait l'effet opposé. Sur le front extérieur, les exportations pourraient surprendre positivement si les goulets d'étranglement internes dans l'aéronautique étaient résorbés, mais l'incertitude persistante et les débats liés aux droits de douane pourraient tout aussi bien peser sur le secteur.

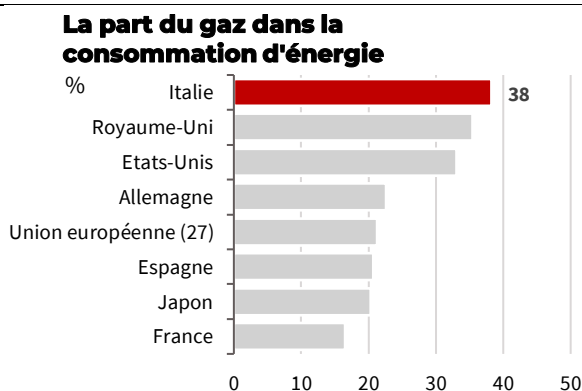
France	2025	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	0,9	0,8	0,9	1,3
Consommation des ménages	0,5	0,7	0,9	1,2
Consommation publique	1,7	0,5	0,8	1,0
Investissement	0,8	0,9	1,4	2,0
Exportations de biens & services	1,4	2,3	2,6	2,7
Importations de biens & services	3,0	2,2	2,7	2,9
Inflation, IPCH, % moyenne annuelle	0,9	1,6	1,7	1,9
Inflation sous-jacente, ICPH, % moyenne annuelle	1,6	1,6	1,8	2,0
Inflation, IPC, % moyenne annuelle	0,9	1,4	1,6	1,8
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	0,7	0,4	0,6	0,6
Épargne des ménages, % du RDB	18,4	17,8	17,5	16,9
Chômage, % de la population active	7,5	7,9	7,8	7,8
Solde budgétaire, % du PIB	-5,2	-5,2	-4,8	-4,3
Dettes publiques, % du PIB	116	117	120	121
Solde courant, % du PIB	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4

ITALIE

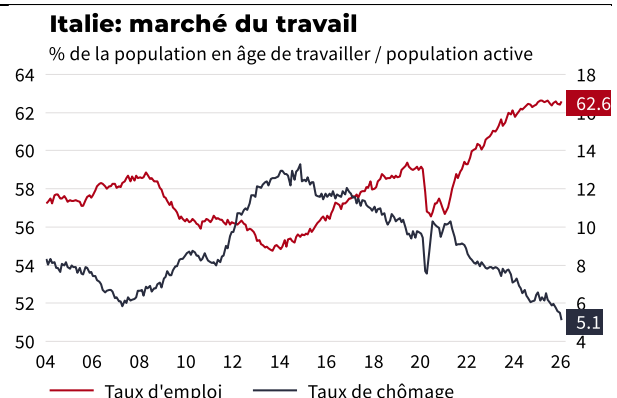
- **La croissance resterait modérée, la hausse du prix de l'énergie, des incertitudes et la fin du plan de relance pesant sur l'activité.**
- **L'Italie serait davantage affectée par le conflit au Moyen-Orient, avec la part du gaz dans la consommation d'énergie la plus élevée de l'UE.**
- **La dette publique augmenterait jusqu'en 2027 pour atteindre 138% du PIB, puis diminuerait progressivement par la suite.**

Le PIB a crû de 0,7 % en 2025, une croissance proche de son potentiel mais la moitié de celle de la zone euro. L'activité était portée par la demande interne, principalement par l'investissement et la construction alimentés par un flux abondant de fonds européens. Malgré une forte hausse du pouvoir d'achat des ménages, la croissance de la consommation est restée modérée et l'épargne a fortement augmenté. Les importations ont augmenté beaucoup plus rapidement que les exportations et la demande extérieure a freiné la croissance. Le marché du travail reste très tendu en raison des pressions démographiques et des nouveaux besoins en emploi. La population en âge de travailler a commencé à diminuer il y a dix ans, et l'Italie a enregistré une baisse d'un million de personnes âgées de 15 à 64 ans depuis 2018, marquant une diminution de 2,6 % de la population en âge de travailler. Durant cette période, l'emploi a augmenté de 760 000 personnes, en raison d'une forte baisse du chômage (-920 000 personnes) et de l'inactivité (-820 000 personnes). Aujourd'hui, le taux de chômage est à un niveau historiquement bas de 5,1 %.

L'Italie est particulièrement vulnérable aux prix du gaz



Un marché du travail dynamique malgré une croissance modérée



Source : IEA, SG Études économiques et sectorielles

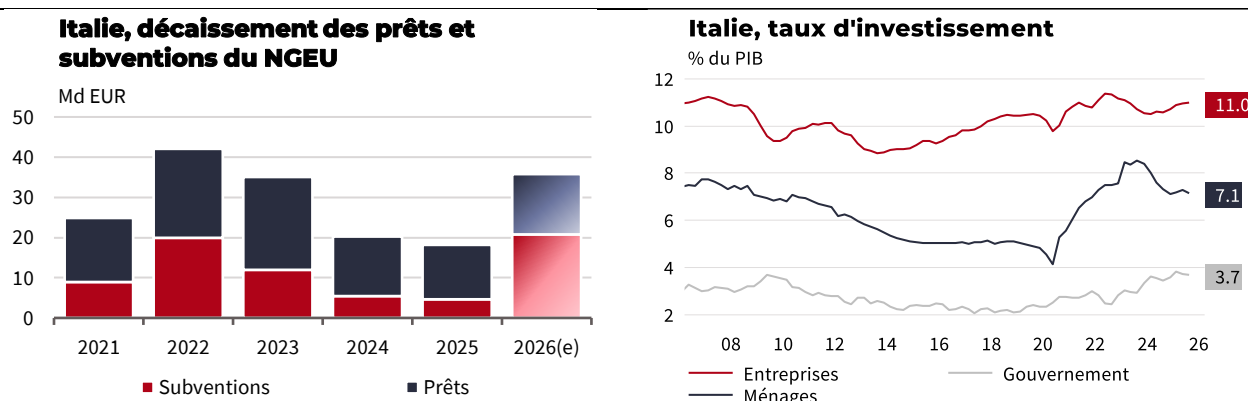
Source : Istat, LSEG, SG Études économiques et sectorielles

Le PIB devrait enregistrer une croissance de 0,7 % en 2026, les investissements continuant d'être soutenus par des financements européens, puis ralentir à un rythme d'environ 0,5 % sur le reste de l'horizon de prévision. Cela part du principe que le conflit au Moyen-Orient est de courte durée et que le détroit d'Ormuz se

rouvre rapidement. L'Italie est particulièrement sensible à la hausse des prix du pétrole et du gaz en raison de sa forte dépendance aux combustibles fossiles. La part du gaz dans la consommation totale d'énergie est la plus importante en Europe (38% contre 21% en moyenne dans l'UE) et un tiers du GNL est importé du Qatar. Le coût d'une forte hausse des prix du pétrole et du gaz serait supporté par les ménages et les entreprises, car le gouvernement dispose d'une marge très limitée pour de nouvelles subventions énergétiques.

Les restrictions commerciales mondiales pèsent sur les exportations et l'activité. Une faible croissance des exportations et l'incertitude politique mondiale devraient ralentir l'activité jusqu'au premier semestre 2026, avant que les exportations et l'activité ne reprennent à mesure que les conditions se stabilisent. La hausse des investissements publics soutiendrait la croissance jusqu'en 2026, grâce à une accélération des décaissements des fonds NGEU avant la date limite, avant de ralentir en 2027. Une plus grande certitude, de meilleures conditions d'emprunt et la mise en œuvre continue des projets NGEU devraient favoriser un investissement accru des entreprises et une demande des consommateurs en 2027, compensant le recul des dépenses publiques. L'inflation resterait modeste, les pressions salariales s'atténuant avec une croissance de l'emploi plus lente que ces dernières années.

35 milliards d'euros de fonds NGEU à déboursier d'ici fin 2026, alimentant l'investissement public



Source : Commission européenne, tableau de bord RRF, SG Études économiques et sectorielles

Source : Istat, LSEG, SG Études économiques et sectorielles

Le déficit budgétaire diminuerait à 2,8 % du PIB en 2026 après 3 % en 2025, ouvrant la voie à la sortie de la procédure européenne de déficit excessif en 2026, un an avant le calendrier prévu. Cette baisse serait soutenue par la hausse des recettes fiscales sur le revenu des personnes physiques et des recettes de la sécurité sociale dues à la vigueur du marché du travail et à des dépenses inférieures à celles prévues, notamment pour les incitations à la construction. En 2027, une croissance plus lente de l'investissement public et des masses salariales du public consolidera l'amélioration des finances publiques. L'excédent budgétaire principal devrait atteindre 1,4 % du PIB en 2028 (contre 0,5 % en 2024), dépassant le niveau nécessaire pour stabiliser le ratio de la 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.

Les risques sont orientés à la baisse. Si les récentes améliorations budgétaires s'avèrent de courte durée et que les spreads s'élargissent à nouveau, ou si la faiblesse des principaux partenaires commerciaux se prolonge, les perspectives se détérioreraient. Inversement, des améliorations structurelles plus fortes que prévu des conditions d'investissement pourraient stimuler la croissance. D'autres risques incluent un soutien plus faible des institutions européennes, un risque croissant de refinancement sur le fort stock de dette publique de l'Italie ; une détérioration des perspectives budgétaires, entraînant une consolidation budgétaire plus lente, ou une hausse significative du ratio dette/PIB ; et/ou une perspective de croissance à moyen terme plus faible en raison de retards ou de revers dans l'investissement public et/ou des réformes dans le cadre du programme NGEU du pays. Les tensions géopolitiques et la hausse des prix de l'énergie ajoutent un risque baissier.

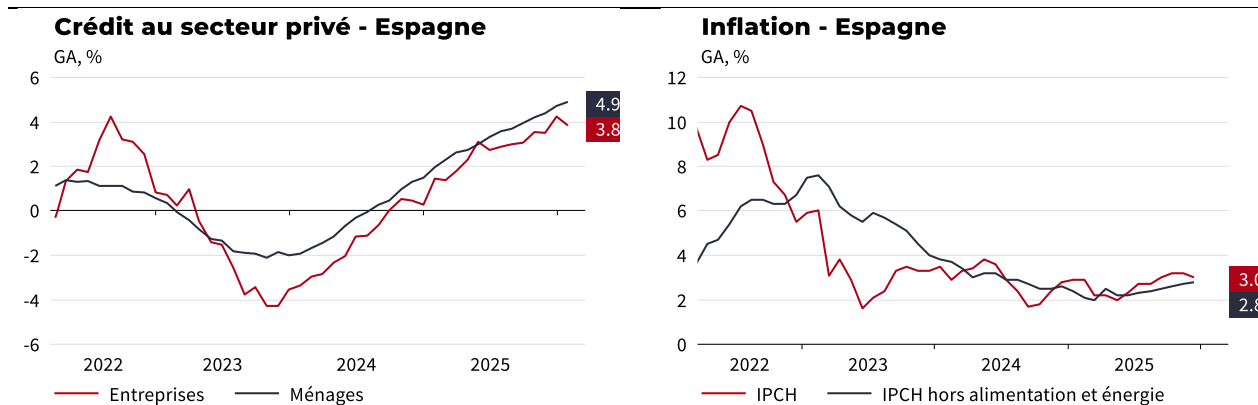
Italie	2025	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	0,7	0,7	0,5	0,6
Consommation des ménages	0,8	0,6	0,5	0,7
Consommation publique	0,4	0,4	0,4	0,4
Investissement	3,3	2,8	0,1	0,2
Exportations de biens & services	1,4	1,6	2,0	2,4
Importations de biens & services	3,1	2,4	1,7	2,1
Inflation, % moyenne annuelle	1,7	1,6	1,7	1,9
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	1,9	1,8	1,7	2,0
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	2,5	1,8	0,4	0,5
Épargne des ménages, % du RDB	13,3	14,4	14,2	14,1
Chômage, % de la population active	6,1	5,6	5,7	5,7
Solde budgétaire, % du PIB	-3,0	-2,8	-2,8	-2,8
Dette publique, % du PIB	137	138	138	137
Solde courant, % du PIB	1,1	0,8	0,9	1,0

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 et les incertitudes mondiales. Le PIB a augmenté de 2,8 % en 2025, porté par un fort investissement et une consommation privée dynamique. La demande externe a contribué très négativement à la croissance, les importations ayant fortement augmenté pour alimenter les investissements. De nombreuses créations d'emploi et une croissance nominale des salaires ont soutenu des gains réguliers du revenu disponible. Mais la productivité continue de stagner tandis que l'emploi a augmenté de 2,6 % (567 200 emplois ont été créés). Le taux de chômage a baissé à un niveau record de 9,8%, alimentant l'inflation sous-jacente par une hausse persistante du prix des services. Le principal défi désormais est que la croissance future cumule la hausse simultanée de l'emploi et de la productivité, stimulant les investissements et améliorant leur efficacité, et assure l'amélioration durable des salaires réels et du bien-être global.

La hausse dynamique du crédit aux entreprises et aux ménages alimente l'inflation



Source : ECE, LSEG, SG Études économiques et sectorielles

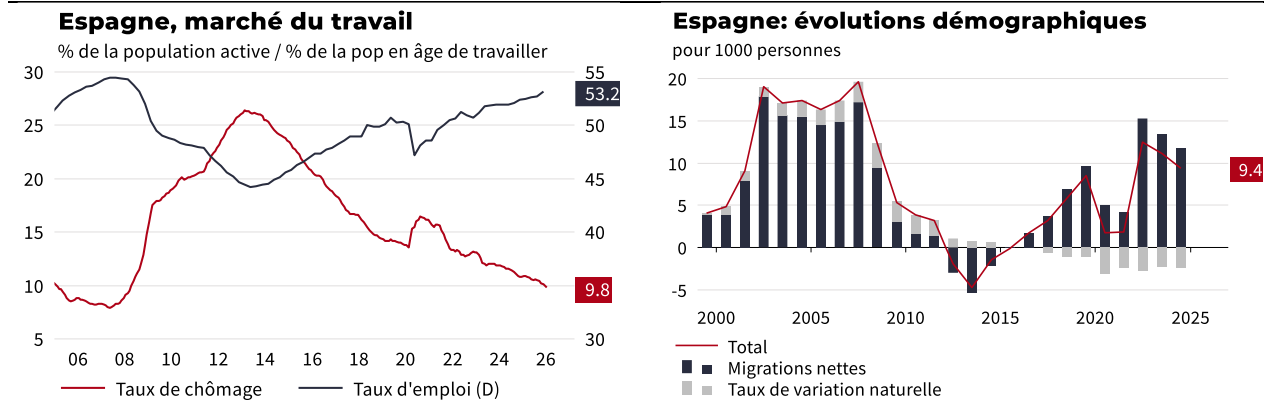
Source : INE, LSEG, SG Études économiques et sectorielles

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 ont augmenté respectivement de 4,9 % et 3,8 % en glissement annuel entre février 2026 et devraient rester sur une tendance haussière.

Le déficit commercial espagnol s'est creusé en 2025, 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 permises par un afflux de migrants

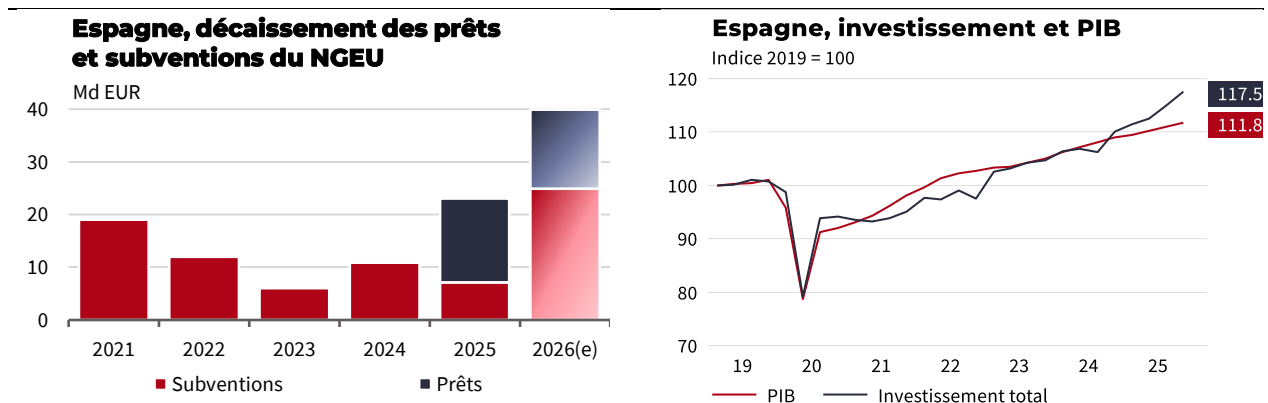


Source : INE, LSEG, SG Études économiques et sectorielles

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 déboursier d'ici la fin 2026 soutiendront l'investissement



Source : Commission européenne, tableau de bord RRF, SG Études économiques et sectorielles

Source : INE, LSEG, SG Études économiques et sectorielles

L'impulsion budgétaire devrait rester globalement neutre. Le déficit budgétaire a été réduit à 2,5 % du PIB en 2025 en raison d'une croissance économique plus forte et de recettes plus fortes que prévu. Le déficit devrait encore se réduire en 2026 et

2027 à 2,1 % du PIB, ce qui reflète en grande partie le retrait du soutien après les inondations dans la région de Valence, une augmentation des revenus issus de la forte création d'emplois et une croissance économique solide. En conséquence, la dette publique diminuera progressivement jusqu'à 96 % du PIB en 2028.

L'Espagne réduit son déficit et sa prime de risque grâce à la croissance économique, même en l'absence d'un budget approuvé. Une partie de ce qui a changé—et ce que les marchés valorisent—est l'élan de l'activité économique et l'impact qu'elle a sur la capacité du gouvernement à réduire ses déséquilibres. La certitude d'avoir des mesures explicites de consolidation budgétaire, convenues au Parlement, a été remplacée par la confiance dans une économie qui continue de croître plus rapidement que ses pairs et qui transforme des conditions cycliques favorables en améliorations des comptes publics. Cela dit, l'évolution des finances publiques dissimule des éléments moins favorables. Une préoccupation particulière est l'augmentation des dépenses nettes primaires, qui ont atteint une croissance de 4,5 % en 2025, au-dessus du seuil de 3 % prévue dans le Plan budgétaire et structurel.

L'Espagne a refusé de s'engager dans l'objectif de dépenses de défense de l'OTAN de 5% du PIB d'ici 2035, se distinguant ainsi des 31 autres membres de l'Alliance. L'Espagne a obtenu une exemption spéciale et a choisi de plafonner sa contribution à environ 2,1 % du PIB. Le gouvernement espagnol soutient que ce niveau répond pleinement aux exigences de capacité de l'OTAN sans compromettre le modèle social ou les priorités fiscales du pays.

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

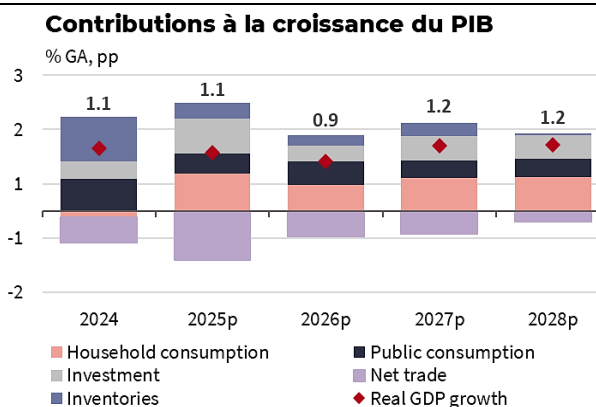
ROYAUME-UNI

- **Nous anticipons un ralentissement de la croissance réelle à 1,0 % en 2026, la consommation des ménages et l'investissement des entreprises restant atones, avant une reprise modérée en 2027.**
- **À moyen terme, une politique budgétaire restrictive transférera progressivement le moteur de la croissance du public vers le privé.**
- **L'inflation reviendrait à 2 % en 2026, ouvrant la voie à deux baisses de 25 pb cette année, malgré un risque haussier lié à l'énergie.**

L'économie britannique a progressé de 1,3 % en 2025, plus rapidement que ses homologues européens, mais portée par des moteurs peu durables. Environ la moitié de la croissance provient de la consommation publique et de l'investissement des entreprises. Les dépenses publiques continuent de soutenir l'activité, mais dans un contexte de politique budgétaire devenue plus restrictive. Parallèlement, l'investissement a été un moteur atypiquement fort, les entreprises ayant anticipé des droits de douane liés au « Liberation Day », ce qui limite la probabilité d'un bis repetita. Les exportations et la consommation des ménages restent freinées par l'incertitude.

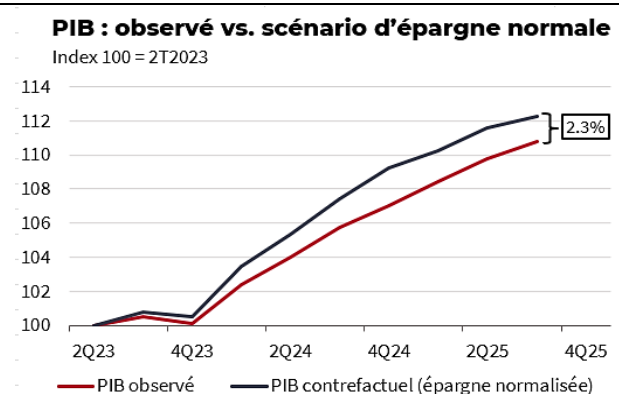
Nous anticipons un ralentissement de la croissance réelle à 1,0 % en 2026, avant un redressement modéré en 2027. Le frein vient du secteur privé : normalisation de l'investissement, prudence persistante des ménages et exportations peinant à trouver de l'élan dans un climat d'incertitude élevée. Avec la poursuite du resserrement budgétaire et un effet de base défavorable hérité de 2025, la mécanique à court terme est moins favorable. En 2027, nous attendons une légère ré-accélération à 1,2 %, la désinflation et les baisses du taux directeur de la Banque d'Angleterre soutenant l'investissement et la consommation des ménages.

Prévisions de PIB : croissance résiliente



Source : ONS, SG Études Économiques et Sectorielles

La surépargne a coûté 2,3% du PIB depuis 2023



Source : ONS, SG Études Économiques et Sectorielles

À court terme, les séquelles des chocs répétés continueront de peser sur la consommation des ménages... Une incertitude durable—Brexit, guerres, crise du

coût de la vie, tensions commerciales—a entamé la confiance, les enquêtes restant durablement sous leurs niveaux pré-Brexit. D'autres freins demeurent : le marché du travail se détend et le resserrement monétaire continue de se transmettre, à mesure que les prêts hypothécaires à taux fixe et peu onéreux d'avant 2022 arrivent à échéance. En réponse, les ménages ont accru leur épargne de précaution : le taux d'épargne a bondi après la pandémie et ne s'est pas normalisé, ce qui bride les dépenses. Comme la consommation représente environ 60 % du PIB, cette retenue freine la croissance. Selon nos estimations, si le taux d'épargne s'était normalisé après la pandémie, le niveau de PIB nominal serait aujourd'hui supérieur d'environ 2,3 % (voir graphique ci-dessus).

...et freiner l'investissement des entreprises. L'incertitude post-Brexit a entraîné plusieurs années de réorganisation des chaînes d'approvisionnement, d'alignement réglementaire et de renégociation contractuelle, au détriment de l'investissement productif. Les coûts de l'énergie ont aussi constitué un frein, tandis que les tensions sur le marché du travail ont soutenu les salaires au cours des deux dernières années. Les coûts de main-d'œuvre ont encore augmenté en 2024 avec le relèvement des cotisations patronales et la hausse du salaire minimum, dont les effets continuent de se transmettre et compriment les marges. Bien que la Banque d'Angleterre ait entamé son assouplissement, le taux directeur demeure à 3,75 %, nettement au-dessus de son niveau pré-pandémie et, en termes réels, parmi les plus élevés du G7. Ces facteurs s'ajoutent à une contrainte plus ancienne : le désendettement du secteur privé depuis 2008, qui renforce la dépendance au soutien public et limite, à court terme, un rebond de l'investissement tant que coûts, taux et incertitude ne se sont pas davantage atténués.

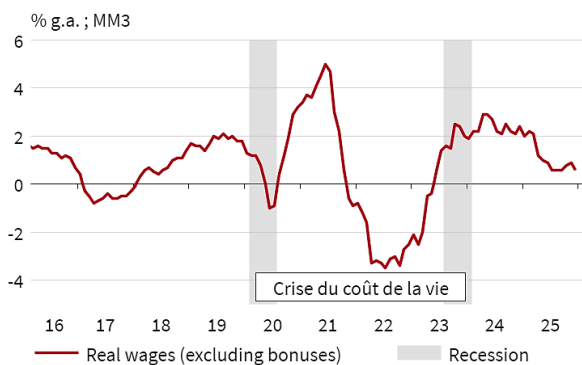
À moyen terme, un redressement progressif de la demande privée est envisageable. Plusieurs éléments plaident pour une reprise de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises. Les ménages ont regagné du pouvoir d'achat : depuis 30 mois, les salaires nominaux ont dépassé l'inflation, et les salaires réels se situent désormais environ 3 % au-dessus de leur niveau d'avant 2022. La confiance montre les premiers signes de redressement. Le Budget d'automne 2025 a doublé la marge de manœuvre budgétaire à l'horizon 2030, réduisant le risque de hausses d'impôts répétées pour respecter les règles budgétaires et améliorant la prévisibilité du cadre de politique économique. À mesure que la Banque d'Angleterre poursuit ses baisses de taux, l'assouplissement des conditions financières devrait soutenir le crédit aux ménages et aux entreprises. La réforme de l'urbanisme favoriserait la construction et l'investissement résidentiel, tandis que la détente du marché du travail et le ralentissement des salaires offriront aux entreprises la possibilité de restaurer leurs marges. Enfin, les ménages affichent désormais moins de dette et davantage d'épargne qu'avant la pandémie, et les bilans des entreprises se sont renforcés.

À moyen terme, la politique budgétaire restera restrictive, transférant graduellement le moteur de la croissance du public vers le privé. Les mesures

fiscales du Budget d'automne 2025 devraient rapporter environ GBP 26 Md par an d'ici l'AF 2029/30 (soit environ 0,9 % du PIB 2025), principalement via le gel des seuils de l'impôt sur le revenu. Parallèlement, les plans tablent sur des baisses marquées de dépenses en termes réels à partir de l'AF 2028/29, avec un recul d'environ 3,3 % par an pour les ministères « non protégés » (police, justice, collectivités locales). Nous doutons que le gouvernement puisse cumuler hausses d'impôts et coupes de dépenses à l'approche de l'élection générale de 2029. Notre scénario central est que les hausses d'impôts seraient maintenues, mais que la Spending Review 2027 atténuerait les coupes de dépenses publiques. Le déficit budgétaire se résorberait alors graduellement, mais le solde primaire resterait insuffisant pour placer le ratio dette/PIB sur une trajectoire nettement baissière.

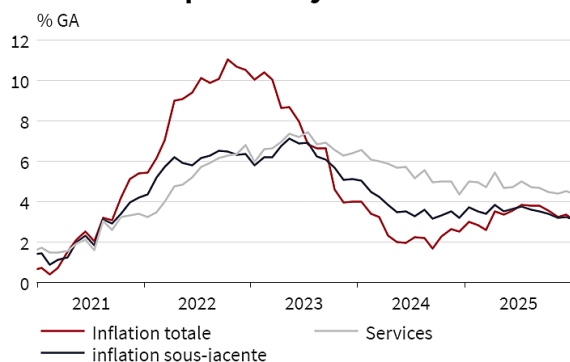
Croissance salariale en ralentissement

Croissance des salaires réels



Inflation en recul

Indices des prix au Royaume-Uni



Source : ONS, LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Source : ONS, LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

L'inflation reviendrait à 2 % en 2026, ouvrant la voie à deux baisses de 25 pb cette année, malgré un risque haussier lié à l'énergie. L'inflation totale a reculé à 3,0 % en janvier contre 3,4 % en décembre, tirée par le repli de postes très visibles pour les ménages (alimentation, carburants). Le marché du travail se détend : le chômage a atteint 5,2 % en Janvier 2026, un plus haut depuis 2015 (hors pandémie), ramenant la croissance des salaires privés à 3,5 % contre 5,9 % début 2025. Nous anticipons un reflux plus marqué en avril 2026, à mesure que les hausses administrées de l'an dernier sortent de la base annuelle et que les mesures de réduction des tarifs de l'énergie prennent effet. L'inflation reviendrait ainsi à 2 % en 2026. Dans ce contexte de modération de l'inflation, des salaires et du PIB, nous prévoyons deux baisses de 25 pb, pour un taux terminal à 3,25 %. Aucune baisse supplémentaire n'est attendue en 2027, le taux se situant alors à son niveau neutre.

Les risques sur l'activité restent orientés à la baisse. Des tensions prolongées au Moyen-Orient pourraient maintenir les prix de l'énergie élevés, ralentir la désinflation et pousser la BoE à conserver une politique monétaire restrictive plus longtemps.

Royaume-Uni	2025	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	1,3	1,0	1,2	1,2
Consommation des ménages	1,1	0,8	1,0	1,0
Consommation publique	1,7	2,1	1,5	1,6
Investissement	3,4	1,5	2,3	2,2
Exportations de biens & services	1,6	1,0	1,4	2,0
Importations de biens & services	4,2	2,3	2,5	2,4
Inflation, % moyenne annuelle	3,4	2,8	2,1	2,1
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	3,5	2,7	2,0	2,0
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	0,7	0,7	0,9	0,5
Épargne des ménages, % du RDB	9,9	9,8	9,6	9,0
Chômage, % de la population active	4,9	5,0	4,9	4,7
Solde budgétaire, % du PIB	-5,4	-4,5	-4,0	-3,5
Dette publique, % du PIB	96	98	100	101
Solde courant, % du PIB	-3,5	-3,5	-3,6	-3,6

ÉTATS-UNIS

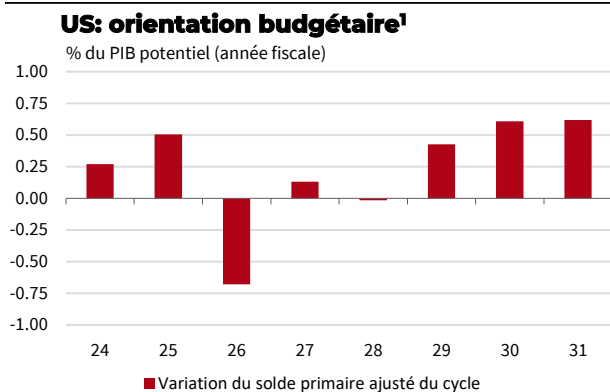
- **La résilience de la consommation devrait s'estomper davantage pendant 2026, à mesure que la relance budgétaire se dissipe, et de nouveaux effets de richesse positifs paraissent peu probables.**
- **Les droits de douane devraient rester une source de forte volatilité en 2026, au gré des enquêtes, de la validation par le Congrès et des contentieux ; les remboursements massifs potentiels liés à l'IEEPA aggravent une trajectoire budgétaire déjà détériorée.**
- **Kevin Warsh cherchera probablement à baisser les taux et à réduire la taille du bilan, mais les contraintes politiques et opérationnelles devraient freiner cette évolution.**

La consommation des ménages devrait bénéficier d'un soutien temporaire début 2026, avec le versement, après la saison de déclaration 2025, d'environ 80 Md USD de remboursements d'impôts supplémentaires (soit ~0,3% du revenu disponible). Au total, les impôts dus en 2026 diminueraient d'environ 134 Md USD, augmentant le revenu disponible principalement pour les ménages des classes moyennes et supérieures. Le surcroît de consommation (0,1–0,2 pp) devrait toutefois rester modéré, en raison d'une propension marginale à consommer plus faible des ménages aisés. Une partie de l'effet s'est probablement déjà matérialisée : la consommation est restée résiliente en 2025 malgré le ralentissement des revenus, faisant tomber le taux d'épargne à seulement 3,6% en décembre, signe que les ménages ont anticipé ces baisses d'impôts. À partir de 2027, la politique budgétaire deviendrait un frein, à mesure que les coupes de dépenses — notamment sur Medicaid et SNAP — se matérialisent, réduisant les dépenses fédérales d'environ 600 Md USD sur 2026–2031. Comme ces coupes touchent surtout le quintile inférieur de revenus (moins de 10% de la consommation totale), l'impact direct sur la croissance de la consommation agrégée devrait être limité, mais le coût social serait significatif, avec environ 2,1 millions de personnes en moins couvertes d'ici 2034. La hausse des prix de l'énergie liée au conflit au Moyen-Orient pèse également sur le budget des ménages.

Le soutien à la consommation via les effets de richesse devrait s'affaiblir à partir de 2026. Au cours des deux dernières années, la hausse des prix d'actifs a compensé le ralentissement du revenu réel, et les variations de richesse sont désormais plus corrélées à la consommation que le revenu — à rebours du schéma pré-2000. Mais les gains ont été très concentrés : environ 80% des gains de richesse post-2023 ont bénéficié au quintile supérieur, qui représente environ 40% de la consommation. Cela a contribué à la résilience de 2025, mais accroît le risque baissier : les valorisations actions apparaissent tendues, et le marché immobilier se refroidit, laissant peu de marge pour de nouveaux gains de prix d'actifs. Les ménages à hauts

revenus sont les plus exposés à un ajustement des actions, tandis que les ménages à revenus intermédiaires font face à une demande immobilière contrainte par des taux longs élevés. Avec la fin du soutien de la politique budgétaire et la perte de momentum des effets de richesse, la croissance de la consommation devrait ralentir en 2027.

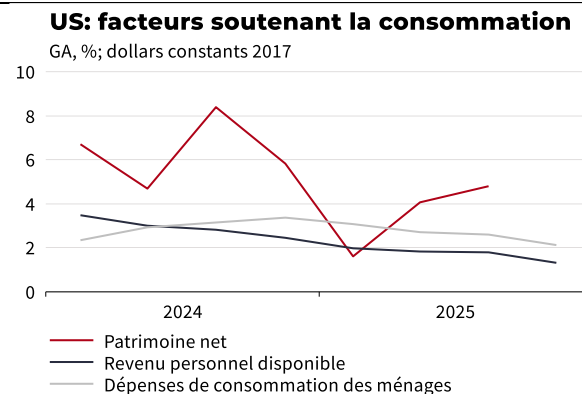
Le soutien fiscal devrait s'inverser à partir de 2027...



Source : CBO, SG Études Économiques et Sectorielles

Note : 1) Une hausse indique un resserrement budgétaire ; une baisse un assouplissement.

...et de futurs effets de richesse positifs semblent moins probables



Source : Federal Reserve, BEA, SG Études Économiques et Sectorielles

L'investissement privé non résidentiel devrait rester un moteur de croissance au moins jusqu'en 2028, porté par les dépenses d'infrastructure liées à l'IA. Les indications des « hyperscalers » suggèrent que les capex 2026 dépasseraient la hausse déjà exceptionnelle de 2025 (environ 180 Md USD), contribuant à hauteur d'environ 0,8 pp à la croissance du PIB en brut. Cependant, une forte composante importée (potentiellement ~40%) implique que la valeur ajoutée domestique est sensiblement inférieure à ce que le niveau nominal de capex laisse entendre. L'investissement immobilier devrait rester un frein, les taux longs élevés pesant sur l'activité résidentielle et commerciale, tandis qu'une migration nette plus faible réduit la demande de logements.

La décision de la Cour suprême invalidant les droits de douane IEEPA fondés sur le pays d'origine supprime ~62% des droits collectés au moment de la décision, et implique des remboursements potentiels d'environ 170 Md USD (~0,5% du PIB). Les remboursements potentiels devraient être longs et juridiquement contestés, si bien que les sorties de trésorerie pourraient être étalées sur plusieurs années. Le basculement de l'administration vers des droits « Section 122 » (10%, avec l'intention de les porter à 15%) ramène le taux appliqué moyen vers ~12-14%, seulement légèrement en dessous du régime précédent. La volatilité devrait rester élevée, incitant à l'anticipation certains des importations depuis des pays où les taux appliqués ont reculé, comme le Brésil et la Chine. La Section 122 requiert une validation du Congrès sous 150 jours et pourrait être contestée, et l'administration cherche déjà à élargir les Sections 301 et 232. Ces textes offrent moins de flexibilité et exigent des enquêtes portant respectivement sur des pratiques discriminatoires à

l'encontre des exportations américaines, ou sur l'importance critique d'un bien pour la sécurité nationale. Ces cadres sont, en principe, plus robustes, mais restent contestables et requièrent des délais d'instruction plus longs, limitant leur utilité comme instruments d'action rapide pour la Présidence. En conséquence, ils sont moins susceptibles d'être utilisés pour des menaces de type « Liberation Day ». Néanmoins, l'environnement commercial devrait rester erratique et la dynamique budgétaire plus difficile à stabiliser, ce qui pourrait exercer une pression haussière sur les taux longs du Trésor.

La croissance des importations devrait être plus faible en 2026, du fait d'effets de base liés au cycle de stockage/déstockage de l'an dernier, ce qui soutiendrait temporairement les exportations nettes. Ce soutien devrait s'estomper au fil de l'année, à mesure que les importations réaccélèrent avec une demande domestique résiliente. À moyen terme, le secteur extérieur a peu de chances d'apporter un soutien durable permettant de compenser le ralentissement de la demande intérieure à partir de 2027.

La nomination de Kevin Warsh à la présidence de la Fed signale un souhait de baisse des taux, s'appuyant sur l'hypothèse d'une désinflation tirée par la productivité liée à l'IA, et de réduction du bilan de la Fed. Ces deux objectifs devraient rencontrer des résistances au sein du FOMC, mais le second paraît particulièrement difficile. La longue durée du portefeuille de Treasuries de la Fed limite la possibilité d'accélérer la réduction par non-renouvellement sans pousser les taux longs à la hausse, à un moment où les besoins d'émission sont massifs. Cela renforcerait l'incitation à émettre davantage sur le court terme, augmentant la sensibilité budgétaire aux taux. Sur le plan opérationnel, la volatilité des marchés monétaires fin 2025 a indiqué que les réserves étaient déjà proches d'un niveau « ample », ce qui a conduit à des achats de gestion des réserves (Reserve Management Purchases). Réduire davantage les réserves accroît le risque de nouvelles tensions de liquidité et d'une perte de contrôle des taux en l'absence d'intervention active. Réduire la demande de réserves impliquerait probablement une refonte vers un cadre d'intervention pour se rapprocher de celui de la Banque d'Angleterre, de type « réserves à la demande ». La stigmatisation du discount window le rend peu attractif comme outil de fourniture courante ; la Standing Repo Facility pourrait jouer ce rôle, à condition de lever sa limite de taille. Si la réglementation bancaire est assouplie, cela pourrait réduire le besoin de réserves ; toutefois, une réduction significative du bilan prendrait plausiblement des années plutôt que des mois.

Les risques sont orientés à la baisse. Les marchés actions demeurent élevés malgré la rotation récente, les spreads de crédit restent relativement comprimés, et la croissance du crédit aux entreprises continuait encore d'accélérer en janvier. Un resserrement significatif via une correction boursière, une hausse des primes de terme, ou des changements d'anticipations de politique monétaire pourrait révéler l'étroitesse des moteurs actuels de la croissance. Une contagion des soubresauts du crédit privé constitue un risque supplémentaire. Le conflit au Moyen-Orient

représente un risque baissier et s'accompagne d'un coût budgétaire non-négligeable.

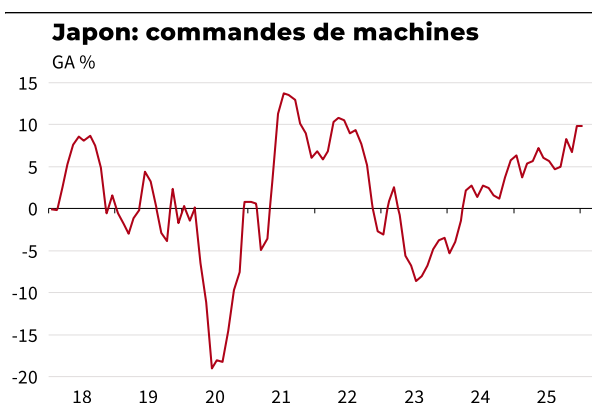
États-Unis	2025	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	2,1	2,1	1,6	1,8
Consommation des ménages	2,6	1,8	1,6	1,8
Consommation publique	0,6	2,1	1,4	1,4
Investissement	2,7	2,5	2,6	2,6
Exportations de biens & services	1,6	1,4	1,4	2,4
Importations de biens & services	2,7	-0,1	2,5	3,4
Inflation, % moyenne annuelle	2,7	3,1	2,4	2,6
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2,9	2,8	2,6	2,7
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	1,6	1,7	1,6	1,7
Épargne des ménages, % du RDB	4,5	4,2	4,2	4,0
Chômage, % de la population active	4,3	4,7	5,0	5,1
Solde budgétaire, % du PIB	-5,8	-6,3	-6,4	-6,4
Dette publique, % du PIB	100	102	106	108
Solde courant, % du PIB	-3,8	-3,8	-3,8	-3,9

JAPON

- **La majorité des deux-tiers obtenu par la coalition au pouvoir a renforcé la capacité de Sanae Takaichi à mettre en œuvre un plan de relance budgétaire.**
- **La demande intérieure stimulera la croissance en 2026, avec une consommation soutenue par des hausses de salaires réels dans un contexte de ralentissement de l'inflation.**
- **La normalisation de la politique monétaire se poursuivrait très progressivement, mais pourrait être perturbée par de nouveaux risques sur la croissance et par la hausse des prix du pétrole.**

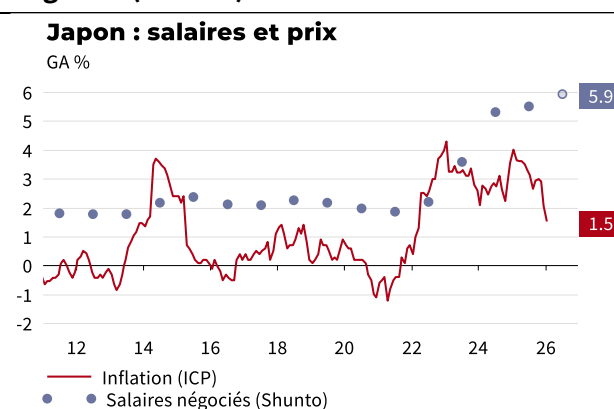
La croissance du PIB devrait rester au-dessus du potentiel à 1,0 % en 2026 et ralentir à 0,7 % en 2027. La demande intérieure sera le principal moteur de la croissance, la demande extérieure pesant sur l'activité du fait des tarifs américains. La consommation privée sera soutenue par des hausses de salaire qui feront grimper le revenu disponible, les négociations du Shunto donnant lieu à une troisième année de croissance des salaires supérieure à 5 %. De solides profits des entreprises et des subventions publiques soutiendront l'investissement. L'inflation sera affectée par la flambée des prix de l'énergie au S1-2026 et ralentira progressivement pour atteindre 1,5 % en 2027, à condition que la situation géopolitique se normalise. Le 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.

L'investissement devrait se raffermir



Sources : SG Études économiques et sectorielles, LSEG

Troisième année de forte hausse des salaires négociés (Shunto)



Sources : SG Études économiques et sectorielles, LSEG

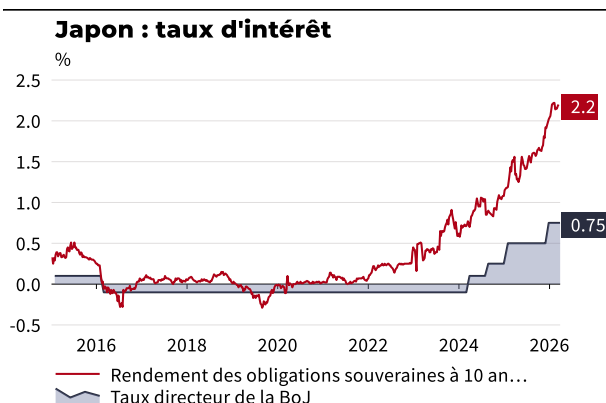
Le conflit en cours au Moyen-Orient présente une incertitude considérable. Si la situation est résolue dans le délai de notre hypothèse de travail, les conditions de

croissance resteraient solides en 2026 grâce au soutien budgétaire et à une reprise de la consommation privée. Une durée plus longue du conflit affecterait à la fois la consommation des ménages et la rentabilité des entreprises, le Japon étant un important importateur de combustibles fossiles avec une forte dépendance au passage du détroit d'Ormuz.

L'investissement des entreprises continuera de soutenir la croissance. Les bénéfices des entreprises sont solides, notamment dans des secteurs comme 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.

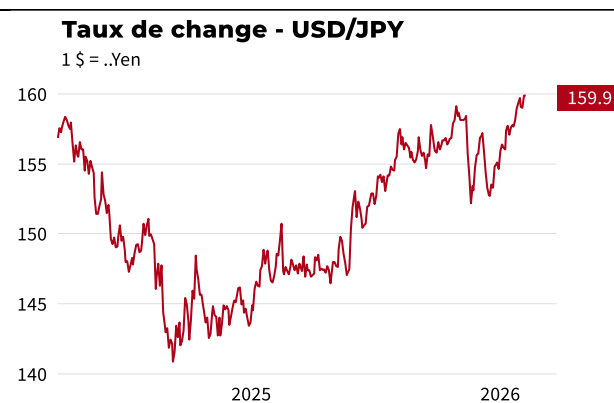
La Banque du Japon devrait progressivement normaliser sa politique monétaire au cours des deux prochaines années et augmenter son taux directeur à 1,5 % d'ici la fin de 2027. La banque centrale restera prudente tout au long de cette période afin de s'assurer que la normalisation de la politique ne provoque pas un ralentissement économique ni ne compromette la reprise. Le rythme des hausses de taux supplémentaires dépendra des données sur l'inflation et de la croissance réelle des salaires. Une dépréciation persistante du JPY pourrait exercer une pression pour de nouvelles hausses de taux. Nous nous attendons à ce que la BoJ poursuive son resserrement quantitatif. La banque centrale a réduit l'achat d'obligations d'État sur dix ans et de fonds négociés en bourse, ce qui réduit la taille de son bilan. La BoJ ne ralentirait ce déroulement que si la volatilité du marché obligataire est jugée trop élevée. En raison de longues années passées de déflation, nous attendons de la BoJ qu'elle fasse preuve de prudence.

Le taux directeur atteindrait 1,5 % d'ici 2027



Sources : SG Études économiques et sectorielles, LSEG

Le JPY serait soutenu par des taux plus élevés



Sources : SG Études économiques et sectorielles, LSEG

Un choc d'approvisionnement prolongé pourrait modifier l'approche de la BoJ.

La hausse des coûts et l'incertitude due à un choc pétrolier pourraient freiner les dépenses et investissements privés, entraînant une croissance plus lente et une

inflation plus élevée, ce qui compliquera les décisions pour la BoJ. Si la hausse de l'inflation est principalement due au choc de l'offre (qui finit par freiner la reprise des salaires et de la consommation réels), la BoJ pourrait devoir ralentir le rythme des hausses de taux.

La stabilité politique du Japon s'est nettement améliorée après l'élection du 8 février 2026. La majorité des deux tiers à la chambre basse renforcera la stabilité et la force du gouvernement de coalition du Parti libéral-démocrate (PLD) et du Nippon Ishin no Kai (Ishin), facilitant la législation initiée par le gouvernement et l'approbation parlementaire du budget de l'État. L'aile conservatrice du PLD, dont Mme Takaichi est un membre important, exercera une forte influence sur l'orientation politique du gouvernement. Son programme politique suivra celui de son défunt mentor, Shinzo Abe, cherchant à jouer un rôle plus affirmé pour le Japon sur la scène mondiale et adoptant une posture budgétaire plus proactive pour stimuler la croissance.

La position budgétaire sera donc expansionniste en 2026 et 2027, avec un plan de relance injectant plus de 1 % du PIB dans l'économie. Le déficit public continuera néanmoins d'augmenter dans le sillage des charges d'intérêt, les taux longs dépassant désormais 2%. Cependant, la maturité moyenne de la dette de plus de 9 ans offre un certain répit. 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).

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. Le déficit budgétaire atteindrait en moyenne près de 3% du PIB en 2027 et le ratio dette/PIB devrait rester orienté à la baisse, le PIB nominal dépassant le taux d'intérêt moyen sur le service de la dette.

Les risques sont orientés à la baisse. Les frictions commerciales et les incertitudes géopolitiques pourraient peser sur la croissance et retarder le rythme de la normalisation de la politique monétaire. Une forte appréciation du yen pourrait réduire les profits des entreprises et peser sur les hausses de salaires. Les taux d'intérêt des obligations d'État japonaises à long terme augmentent et une perte de confiance dans la viabilité budgétaire du Japon pourrait augmenter la prime de risque souveraine. Le grand plan de relance budgétaire augmente le risque de dérapage budgétaire si les mesures sont maintenues sur plusieurs années.

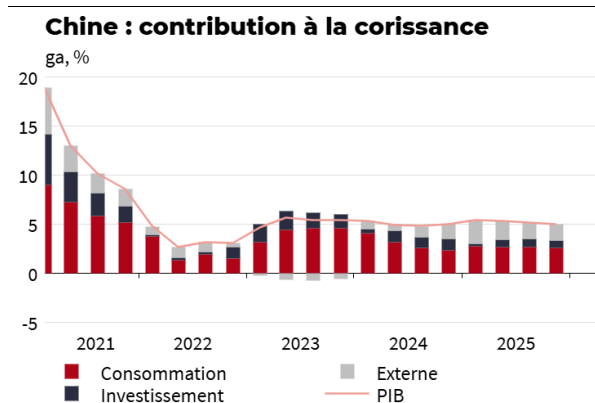
Japon	2025	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	1,1	1,0	0,7	0,6
Consommation des ménages	1,4	1,1	0,8	0,6
Consommation publique	0,7	0,8	0,4	0,4
Investissement	0,5	0,7	0,7	0,6
Exportations de biens & services	2,9	1,5	1,7	2,0
Importations de biens & services	4,0	2,3	2,0	1,8
Inflation, % moyenne annuelle	3,2	2,0	1,5	1,5
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	3,1	1,8	1,5	1,5
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	-0,2	1,5	0,7	0,6
Épargne des ménages, % du RDB	-0,5	-0,1	-0,3	-0,4
Chômage, % de la population active	2,5	1,9	1,8	2,0
Solde budgétaire, % du PIB	-1,3	-2,2	-2,9	-3,2
Dette publique, % du PIB	218	213	211	209
Solde courant, % du PIB	4,7	4,2	4,2	4,2

CHINE

- **La croissance du PIB ralentira à 4,4 % en 2026, contre 5 % en 2025.**
- **La Chine est sortie de la déflation, mais les pressions négatives sur les prix devraient persister en raison des surcapacités.**
- **Le 15e plan quinquennal s'inscrit dans la continuité des politiques précédentes.**

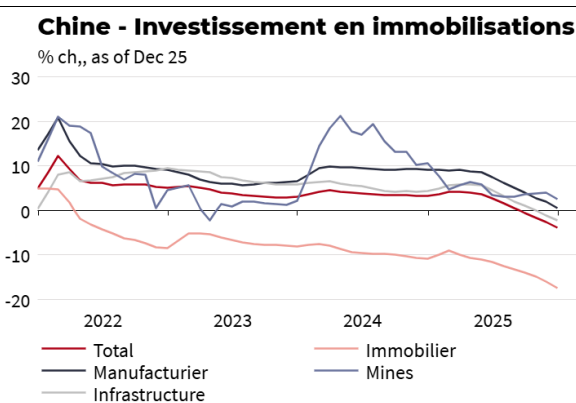
Le PIB a commencé à ralentir. Il a progressé de 4,5 % au quatrième trimestre, contre 4,8 % au troisième trimestre. Pour l'année 2025, il atteint l'objectif officiel de 5 %, mais ce chiffre masque un affaiblissement de la demande intérieure. Les ventes au détail n'ont augmenté que de 0,9 % en décembre, toujours freinées par la faible confiance et les comportements d'épargne préventive. Les investissements en immobilisations ont reculé de 3,8 % en 2025, pénalisés par les investissements immobiliers, qui ont chuté de 17,2 % après une baisse de 10,6 % en 2024. Le commerce extérieur reste dynamique et a contribué pour environ un tiers à la croissance en 2025. Les exportations chinoises resteront résilientes, soutenues par des prix compétitifs dans un contexte de réorganisation de la chaîne d'approvisionnement et d'amélioration de la qualité des produits. Toutefois, la croissance des exportations devrait ralentir dans un contexte de « retour à la normale » du commerce mondial après une accélération en 2025. La montée du protectionnisme à l'échelle mondiale continuera également à peser sur la dynamique.

La croissance est tirée par les exportations



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

L'investissement ralentit



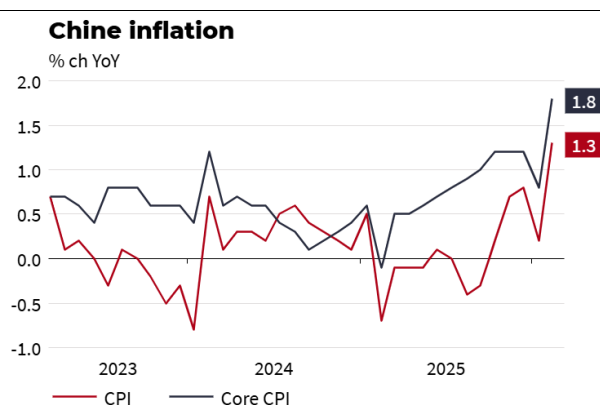
Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

La Chine est sortie de la déflation depuis octobre, grâce au rebond des prix des denrées alimentaires et des services. Cependant, les pressions déflationnistes persistent du côté des entreprises. Les prix à la production sont en baisse (-1,9 % en glissement annuel en décembre), tout comme les prix à l'exportation. La restructuration des secteurs en surcapacité est en cours, mais le processus prendra du temps et devrait se poursuivre au-delà de 2026. L'approche progressive

privilegiée par le gouvernement, conjuguée à la baisse continue des prix de l'immobilier, devrait limiter la reprise de l'inflation. La Chine devrait donc enregistrer une inflation relativement faible en 2026 et des prix à l'exportation en baisse.

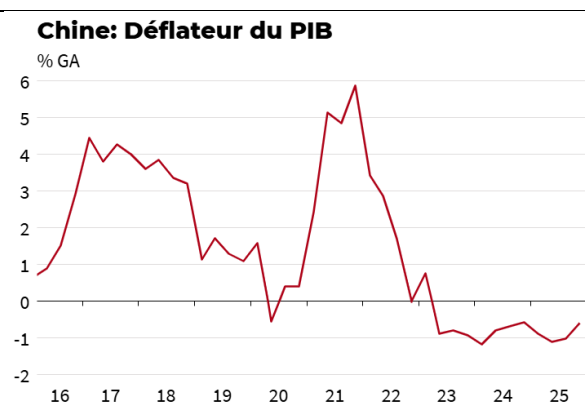
La réduction des capacités a commencé dans les industries de base, mais le soutien aux secteurs prioritaires se poursuit. Les industries de base se caractérisent par une présence majoritaire d'entreprises publiques, un potentiel limité de croissance de la demande et ne sont pas considérées comme stratégiques par les autorités, ce qui permet une restructuration accélérée. Dans les industries manufacturières plus complexes, les autorités optent pour des méthodes fondées sur le marché afin de promouvoir la consolidation, soit un processus moins imposé et plus progressif. Pour ces secteurs plus complexes, les efforts de restructuration axés sur le marché sont une nouveauté en Chine. Il est difficile de prédire un succès rapide. L'absence de lois efficaces en matière de faillite reste un obstacle. Les questions régionales, notamment en matière de contributions fiscales, restent très importantes et ralentiront le processus. La Chine continuera également à apporter un soutien étendu aux secteurs qu'elle a définis comme prioritaires. Bien qu'il y ait peu d'informations officielles chiffrées sur la politique industrielle chinoise, le FMI estime dans son rapport de février 2026 au titre de l'article 4 que son coût budgétaire atteindrait environ 4 % du PIB. En comparaison, les aides d'État accordées par l'UE à ses industries représentent environ 1,5 % de son PIB, selon le FMI. Cette asymétrie entraîne des critiques de la part des partenaires commerciaux de la Chine. La forte croissance de la production industrielle en Chine, combinée à la faiblesse de la demande intérieure, rend la Chine plus dépendante des exportations comme source de croissance et fait baisser les prix à l'exportation. Cela risque d'alimenter de nouvelles tensions commerciales avec des partenaires commerciaux tels que l'UE.

La Chine est sortie de la déflation...



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

...mais les pressions baissières persistent



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

Le 15^{ème} plan quinquennal s'inscrit dans la continuité des politiques précédentes, en mettant l'accent sur une croissance de qualité. L'autosuffisance technologique et l'innovation restent les principales priorités politiques. Le 15^e plan quinquennal de la Chine met pour la première fois l'accent sur l'objectif d'augmenter le taux de consommation (consommation en pourcentage du PIB). Le soutien à

l'achat de biens de consommation devrait se poursuivre sous une forme ou une autre, mais le soutien à la protection sociale et à la consommation pourrait rester décevant. En mars, l'objectif de croissance pour 2026 a été révisé à la baisse dans la fourchette de 4,5 à 5 % en glissement annuel.

Les risques pour la stabilité financière resteront contenus grâce au compte de capital fermé du pays et à sa position de créancier net à l'étranger. Nous ne prévoyons pas de dépréciation significative du renminbi pour stimuler la compétitivité des exportations, car les autorités devraient rester attachées à la stabilité du taux de change.

Les tensions géopolitiques resteront présentes et pourraient s'intensifier avec les risques de surcapacité. Les relations entre la Chine et les États-Unis resteront tendues au cours des prochaines années en raison des tensions commerciales, technologiques et sécuritaires. Les différends avec les États-Unis concernant les droits de douane et les contrôles à l'exportation se sont temporairement apaisés, mais il ne s'agit que d'une trêve. Les désaccords sont trop importants pour être surmontés, et aucun accord ne pourra empêcher la résurgence périodique des tensions bilatérales. La domination de la Chine dans le domaine des minéraux critiques lui confère un avantage stratégique, mais augmente également le risque de représailles. Cela restera une source d'incertitude pour les exportateurs et les chaînes d'approvisionnement.

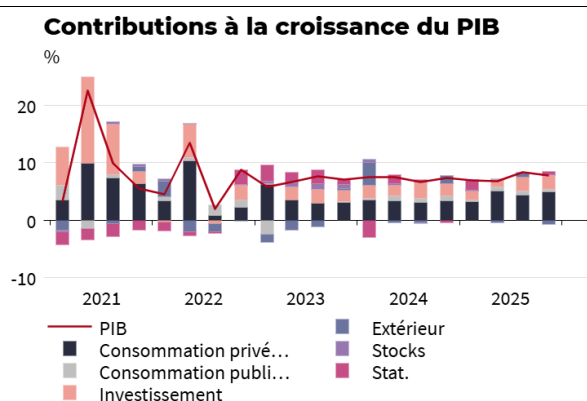
Chine	2025	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	5.0	4.4	4.0	3.8
Consommation des ménages	5.1	4.5	4.2	3.8
Consommation publique	6.1	4.9	4.8	4.5
Investissement	2.9	4.0	3.0	3.5
Exportations de biens & services	4.7	3.0	2.1	2.5
Importations de biens & services	-0.3	2.7	2.0	2.2
Inflation, % moyenne annuelle	0.3	1.2	1.2	1.5
Solde budgétaire, % du PIB	-8.0	-7.8	-7.6	-7.6
Dettes publiques, % du PIB	94	97	99	101
Solde courant, % du PIB	3.7	3.0	2.7	2.5

INDE

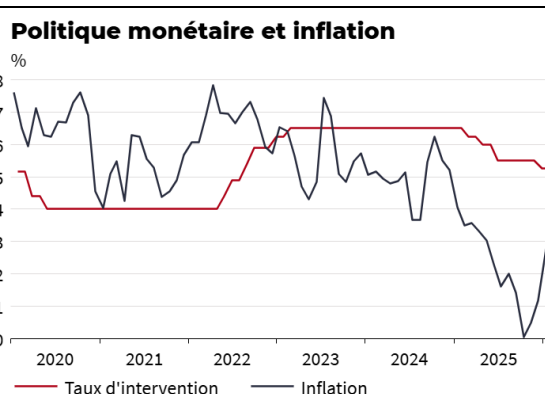
- **La dynamique de croissance restera forte en 2026/27, faisant de l'Inde l'une des grandes économies les plus dynamiques.**
- **L'Inde a récemment conclu plusieurs accords commerciaux avec des partenaires majeurs, signalant ainsi sa volonté de dépasser son héritage protectionniste.**
- **Une inflation inférieure aux prévisions offre une certaine marge de manœuvre pour la politique monétaire.**

La croissance restera soutenue malgré la consolidation budgétaire en cours. Elle est stimulée par la nature insulaire de l'économie indienne, l'assouplissement monétaire préventif de la Banque centrale indienne, les réformes fiscales directes et indirectes, la vigueur des investissements publics, la résilience des exportations de services, la forte demande rurale et les accords commerciaux qui ouvriront de nouveaux marchés.

La croissance est équilibrée, sans surchauffe



Une baisse des taux est possible



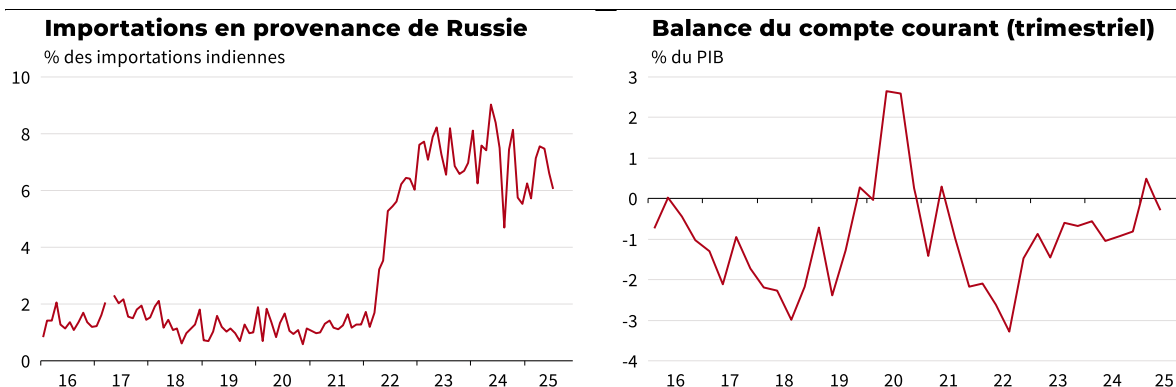
L'Inde a récemment conclu des accords commerciaux avec des partenaires majeurs. En janvier 2026, l'Inde et l'UE ont finalisé un accord de libre-échange couvrant la quasi-totalité des droits de douane sur les biens et services. Cet accord devra être ratifié par le Parlement européen et ne devrait pas entrer en vigueur avant début 2027. En 2025, l'Inde avait déjà conclu des accords de libre-échange avec Oman, la Nouvelle-Zélande et le Royaume-Uni. En février 2026, l'Inde et les États-Unis ont annoncé un accord commercial bilatéral provisoire, dont les détails ne sont pas encore disponibles, en vertu duquel les États-Unis ont réduit les droits de douane sur la plupart des produits indiens de 50 % à 18 %, en échange d'un meilleur accès au marché. Ces accords avec les partenaires commerciaux les plus importants témoignent de la volonté de l'Inde de surmonter son héritage protectionniste, en accordant la priorité aux allègements tarifaires pour les secteurs industriels tels que

l'automobile, l'électronique, les produits pharmaceutiques et les textiles, tout en continuant à protéger l'agriculture et les produits laitiers.

L'inflation est nettement inférieure à l'objectif. La croissance est résiliente, sans surchauffe. La politique monétaire est neutre, ce qui permet de conserver une certaine flexibilité. Les marchés anticipent la possibilité d'une nouvelle baisse modérée.

L'Inde a considérablement bénéficié des importations de pétrole russe bon marché depuis 2022, en raison des sanctions de l'UE et des États-Unis. À la fin de 2025, des sanctions supplémentaires visaient les importateurs indiens. En conséquence, les raffineries indiennes ont commencé au premier trimestre à réorienter leurs achats. Après la première semaine de conflit au Moyen-Orient, ces sanctions supplémentaires ont toutefois été suspendues par les États-Unis, mais l'ère du pétrole bon marché pour l'Inde semble désormais terminée.

Les importations de pétrole russe à prix bradé ... ont soutenu la balance des paiements



Source : Ministère du Commerce, SG Études Économiques et Source : CSO, SG Études Économiques et Sectorielles Sectorielles

Les risques pour ce scénario sont orientés à la baisse, car l'Inde reste très sensible aux prix du pétrole et à leur impact sur les prix alimentaires. D'un autre côté, si le conflit au Moyen-Orient s'avérait de courte durée, la dynamique de la demande intérieure pourrait surprendre positivement dans un contexte d'assouplissement de la politique monétaire et de stabilisation de l'inflation, ce qui stimulerait l'investissement et la consommation.

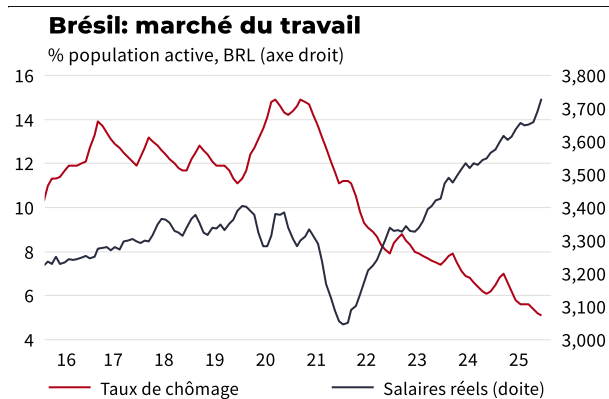
Inde (année fiscale d'avril à mars)	2025	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	6.5	6.1	6.4	6.5
Consommation des ménages	6.7	6.3	6.4	6.6
Consommation publique	5.6	5.2	5.0	4.8
Investissement	6.0	6.3	6.5	6.7
Exportations de biens & services	5.5	4.0	5.5	6.0
Importations de biens & services	5.8	5.0	6.0	6.5
Inflation, % moyenne annuelle	2.2	4.7	4.5	4.5
Solde budgétaire, % du PIB	-7.1	-7.3	-7.1	-6.9
Dette publique, % du PIB	81	80	78	76
Solde courant, % du PIB	-1.0	-1.4	-1.7	-1.8

BRÉSIL

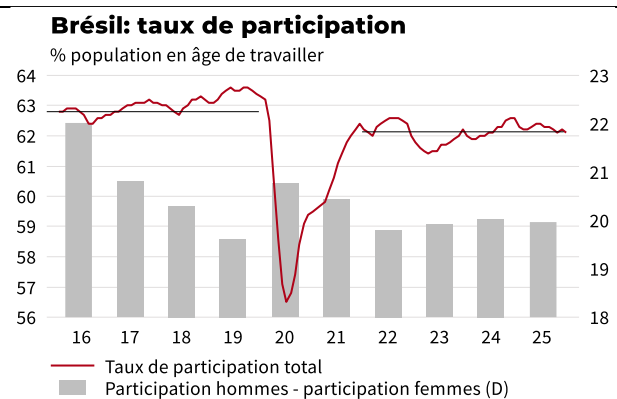
- 2026 devrait marquer le creux du cycle, avec une croissance attendue à 1,3 %.
- La BCB signale le début d'un cycle d'assouplissement prudent dès mars, l'IPCA revenant dans sa bande de tolérance.
- Les bilans des agents se sont détériorés sous l'effet des taux d'intérêt réels élevés, ce qui a amplifié le ralentissement.

La décélération du cycle touche à sa fin, avec un ralentissement en 2026 (1,3 % contre 2,5 % l'an dernier) tiré par la consommation privée. Les ménages continuent de bénéficier d'un marché du travail tendu, facteur clé de résilience, avec un chômage historiquement bas et des salaires dynamiques. Toutefois, le taux de participation reste inférieur à son niveau d'avant-pandémie. La participation féminine demeure un défi, avec des écarts de genre d'environ 20 points, et des contraintes structurelles persistent, notamment en matière d'infrastructures publiques. En revanche, le secteur agricole devrait soutenir l'activité grâce à une récolte de soja attendue en hausse, source de résilience à l'export.

Le marché du travail reste sous tension...



... avec des taux de participation dégradés



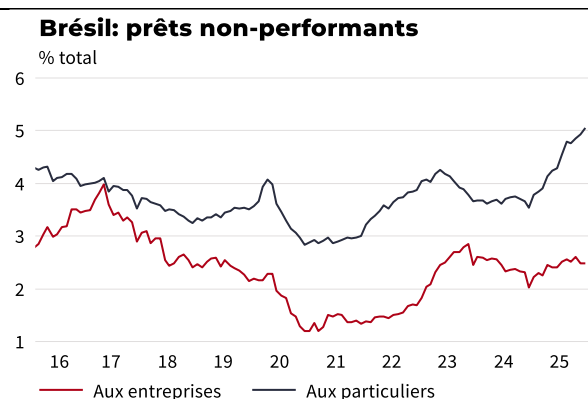
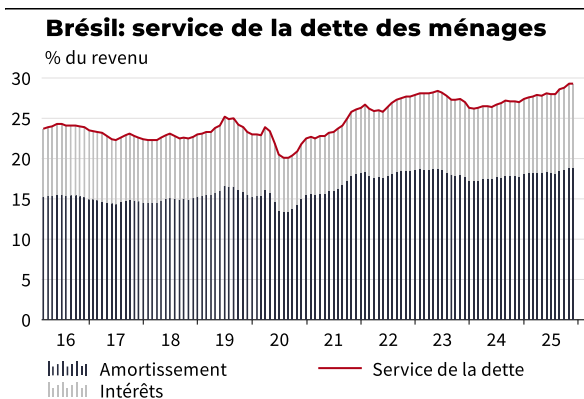
Source : IBGE, SG Études Économiques et Sectorielles

La désinflation est bien engagée, et la BCB devrait entamer un cycle d'assouplissement graduel alors que les effets de transmission se matérialisent dans l'économie réelle. Les dernières données d'IPCA global montrent un retour dans la bande de tolérance de la BCB, avec un *core* rigide permettant à la Banque centrale d'envisager des baisses de taux à partir de mars. La vitesse et l'ampleur de l'assouplissement resteront dépendantes des données, mais les taux terminaux devraient demeurer au-dessus du niveau neutre. Entre temps, les effets différés du resserrement monétaire (l'impulsion du crédit n'étant devenue négative qu'au second semestre 2025) pèsent sur les bilans des agents. Les taux d'intérêt élevés - atteignant 60 % en décembre 2025 pour les nouveaux crédits aux ménages- les obligent à consacrer plus de 10 % de leurs revenus au paiement des intérêts, portant le service de la dette (principal inclus) à 30 % des revenus, son plus haut niveau en

plus de 20 ans. Les prêts non performants des ménages ont grimpé à 5 %, un sommet depuis 2013, notamment du fait des prêts sur cartes de crédit. Du côté des entreprises, l'investissement devrait poursuivre le ralentissement amorcé, en ligne avec des conditions monétaires restrictives et l'affaiblissement attendu de l'activité.

En plus de la hausse des ratios de défaut, le secteur bancaire subit une pression accrue à la suite de la faillite de Banco Master en décembre. Le secteur reste toutefois bien provisionné (les provisions représentaient 178 % des créances douteuses au 3T25) et correctement capitalisé, limitant les risques de turbulences systémiques. La liquidation de Banco Master par la BCB pour fraude a entraîné celle d'autres institutions de taille moyenne, mobilisant environ BRL 52Mds du fonds de garantie des dépôts (~40 %) pour indemniser les déposants. Il s'agit de la plus grande compensation jamais versée par le fonds, nécessitant une recapitalisation attendue fin mars. La perspective d'un retour des scandales de corruption accentue les risques politiques à l'approche des élections présidentielles et législatives d'octobre.

Les taux d'intérêt élevés détériorent le bilan des ménages... **... résultant dans une hausse des NPL aux niveaux les plus élevés depuis 2013**



Source : BCB, SG Études Économiques et Sectorielles

Une impulsion budgétaire modérée est attendue avant les élections d'octobre, mais le risque d'un dérapage fiscal plus important demeure. L'espace budgétaire reste très limité, la dette en pourcentage du PIB augmentant continûment depuis 2023 et devant dépasser 95 % cette année. De modestes déficits primaires (et impulsions) sont anticipés tout au long de l'année, notamment pour garantir la gouvernabilité à l'approche du scrutin. Toutefois, ils ne permettront pas de stabiliser la trajectoire de la dette, faisant peser des risques budgétaires, y compris sur la capacité à maintenir les programmes sociaux. La charge d'intérêts domestique s'est mécaniquement accrue avec la posture agressive de la BCB -le taux à 5 ans ayant augmenté d'environ 2,5pp sur deux ans- tandis qu'à l'international, le pays bénéficie de l'appétit global pour les émergents (réduction d'environ 35pb des spreads EMBI depuis janvier 2025). Les paiements d'intérêts ont représenté plus de 8 % du PIB en 2025 (+2,5pp par rapport à 2019), le taux implicite sur le stock de dette atteignant son niveau le plus élevé depuis plus d'une décennie.

L'équilibre des risques reste orienté à la baisse. Les risques budgétaires et les préoccupations de stabilité financière nécessitent un suivi attentif, leurs effets de contagion sur l'économie réelle pouvant fortement détériorer les perspectives. Les élections se déroulent dans un climat polarisé, ce qui pourrait également accroître les risques socio-politiques. Sur le plan extérieur, les dernières incertitudes concernant la politique commerciale américaine semblent profiter aux exportateurs brésiliens, réduisant les tarifs attendus, même si une forte volatilité demeure probable. Toutefois, les risques liés à une potentielle "pression géopolitique", à savoir des pressions accrues pour un découplage vis-à-vis de la Chine (cf. note Amérique latine), assombrissent les perspectives, la Chine étant le premier marché d'exportation du pays (~28 % des exportations). À contrario, un scénario de tensions persistantes sur le prix du pétrole issu du contexte géopolitique au Moyen-Orient améliorerait les perspectives de croissance, sur le FX et les comptes publics tout en posant des risques haussiers sur l'inflation. Enfin, un changement brutal de l'appétit pour le risque envers les émergents -qui soutient pour l'instant d'importants flux financiers entrants, un BRL plus fort et des spreads souverains en devises contenus- pèserait aussi sur les perspectives.

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

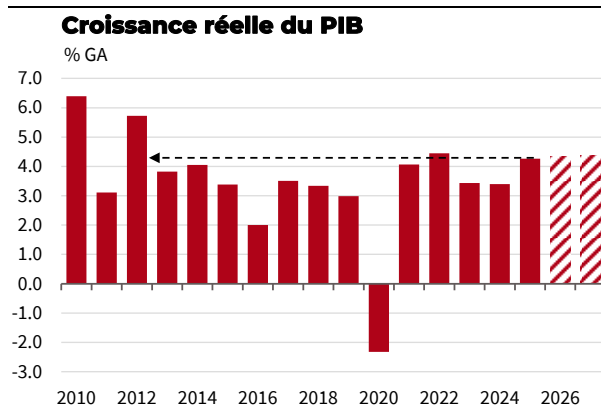
AFRIQUE

- **La croissance 2025 a surpris à la hausse, en s'établissant à 4,3%, le plus haut niveau depuis 2013 (inclus).**
- **Elle devrait toutefois progressivement retrouver son niveau « structurel », que nous estimons toujours sous les 4%.**
- **Plusieurs risques continuent de peser sur ces prévisions, yc. des vulnérabilités des dettes publiques et conflits et violences persistantes.**

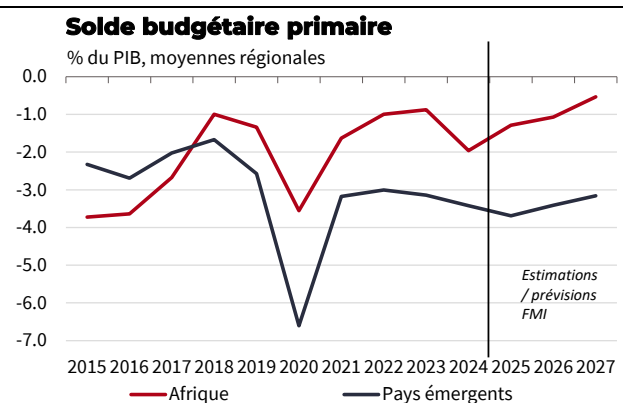
La croissance régionale a accéléré en 2025, désormais estimée aux alentours de 4,3% (vs. 3,4% en 2024), soit la 2^{ème} meilleure performance depuis 2013 (inclus).

La demande privée a été dynamique : la normalisation progressive des taux d'inflation (globalement revenus à leurs niveaux de 2021) a vraisemblablement soutenu la consommation, alors que l'investissement a profité de la résilience des IDEs. La demande externe a quant à elle bénéficié d'une évolution favorable des termes de l'échange : en moyenne sur 2025, les prix énergétiques (comptant pour une part importante des importations) sont demeurés globalement bas, alors que plusieurs produits d'exportation importants pour la région (métaux précieux et industriels, produits agricoles comme le cacao et le café) affichaient des prix historiquement élevés. En revanche, la demande publique est probablement restée atone. Les états ont entamé des efforts de consolidation (pour l'instant insuffisants – cf. infra) en 2025, comme illustré par une réduction sensible du solde budgétaire primaire régional moyen (-1,3% du PIB en 2025, vs. -2% en 2024).

Une croissance 2025 parmi les plus élevées de ces 15 dernières années



Les efforts de consolidation budgétaire pèsent sur la demande publique

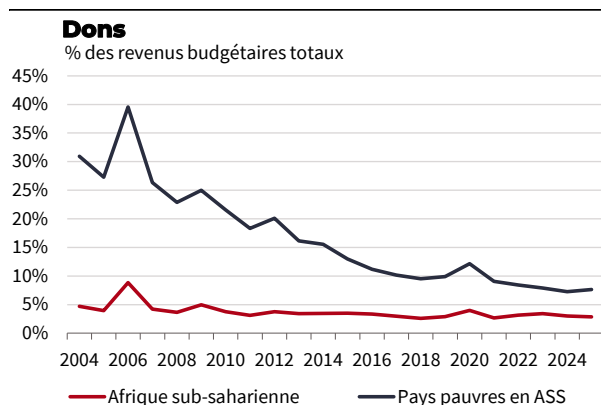


Source : LSEG, FMI, SG Études Économiques et Sectorielles

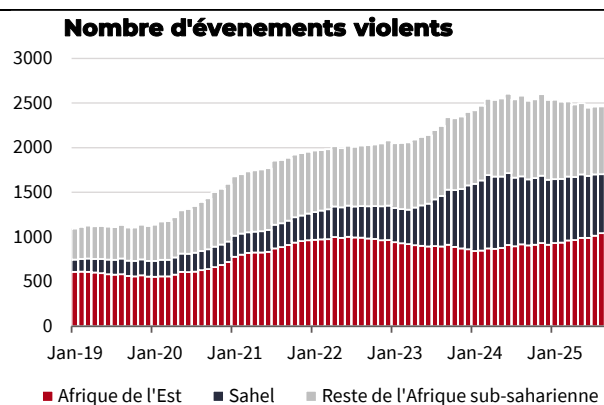
Ces dynamiques devraient globalement se confirmer en 2026, malgré une légère baisse prévue de la croissance régionale (4%). Grâce à la baisse des taux d'inflation, la plupart des politiques monétaires régionales sont désormais très restrictives en termes réels (vs. niveaux historiques). Ceci devrait permettre aux banques centrales de réduire leur taux directeur, consolidant la dynamique

attendue de la demande privée. La demande publique resterait quant à elle un frein à la croissance, l'impulsion budgétaire demeurant en moyenne négative sur 2026 et 2027. Les états de la région restent en effet confrontés à des conditions de financement tendues, notamment en monnaie locale (principalement en raison de bases d'investisseurs structurellement limitées, alors qu'en moyenne près de 20% des bilans bancaires de la région sont déjà constitués de créances publiques). Enfin, la demande externe pourrait légèrement pâtir d'un environnement international moins favorable, et se montrer moins dynamique qu'en 2025. D'une part, les risques sur les prix pétroliers sont devenus clairement plus haussiers en raison du conflit entre l'Iran et les États-Unis / Israël. D'autre part, les prix des principales exportations de la région restent volatils et dépendants de facteurs extérieurs sur lesquels pèsent de fortes incertitudes pour 2026 et 2027 : trajectoire de la politique monétaire US pour les métaux précieux, robustesse de la croissance chinoise pour les métaux industriels, conditions climatiques pour les matières agricoles, etc. **Plus généralement, nous maintenons nos prévisions de croissance « à long terme », inchangées aux alentours de 3,8%, i.e. à un niveau insuffisant pour assurer un développement durable et généralisé** (e, dehors des principales zones urbaines) de l'Afrique. Les freins structurels limitant cette croissance « potentielle » demeurent entiers (*inter alia*): faible productivité agricole, industrialisation limitée, infrastructures défectueuses, niveaux de gouvernance encore inférieurs à ceux des autres zones émergentes.

Une moindre dépendance aux dons



Un niveau de « violence » toujours élevé, mais qui semble se stabiliser



Source : LSEG, FMI, Banque Mondiale, SG Études Économiques et Sectorielles

Plusieurs risques continuent de peser sur ces prévisions. Tout d'abord, les finances publiques de la région demeurent vulnérables (avec un poids du service de la dette près de 2 fois supérieur à celui de la moyenne des pays émergents), avec une pression supplémentaire ajoutée par la baisse tendancielle de l'aide au développement (même si la dépendance de la région aux dons a nettement diminué depuis 20 ans). En outre, la région (et notamment certains de ses pays les plus fragiles) reste marquée par des conflits persistants, aux importantes répercussions économiques et sociales.

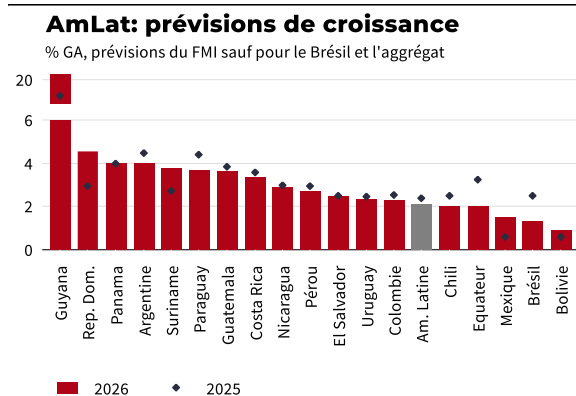
AMÉRIQUE LATINE

- En vue d'un élan plus faible dans la région, la croissance est poussée à la baisse en 2026 (2,1 % contre 2,4 % en 2025).
- L'intérêt renouvelé de la politique étrangère américaine est porteur d'une évolution géoéconomique de la région.
- Les défis structurels restent non résolus, détériorant l'équilibre des risques.

L'assouplissement des moteurs de croissance conduit à une croissance plus faible pour 2026 (2,1 %), avant que la croissance ne reconverge vers le potentiel.

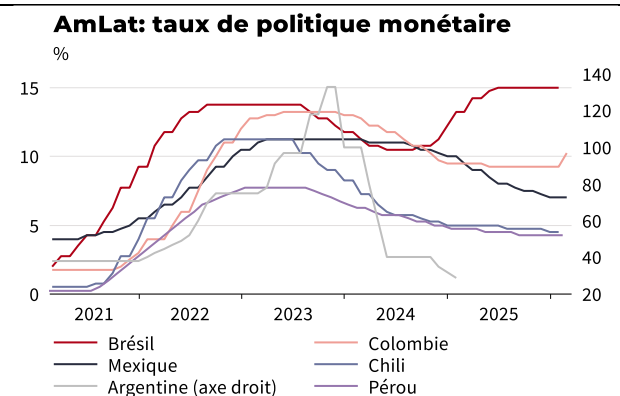
La plupart des grandes économies (Brésil, Argentine, Colombie, Chili) verront des ralentissements cycliques alors que la résilience de la demande intérieure s'atténue. Les marchés du travail restent sous tension, avec des taux de chômage bas et des salaires dynamiques. Les prix favorables des matières premières, notamment les métaux, devraient s'atténuer, et une incertitude accrue sur la politique intérieure américaine peut peser sur les envois de fonds qui ont dynamisé la consommation intérieure. Le Mexique se remettra du choc des tensions commerciales de 2025 avec les États-Unis, et les économies plus petites continueront à surperformer au sein du bloc. La région devrait connaître une inflation globalement plus faible en 2026, alors que les pressions sur les prix s'atténuent au Brésil, en Argentine, au Chili et en Bolivie. Au contraire, les pressions inflationnistes sont accentuées en Colombie, suite à la décision du gouvernement d'augmenter le salaire minimum de 23 % -actuellement en cours de révision judiciaire- et qui a conduit à une hausse préventive de 100bp par BanRep en février. Dans une moindre mesure, les craintes d'un regain d'inflation s'appliquent également au Mexique où Banxico semble mettre en pause son cycle d'assouplissement.

Des ralentissements cycliques dans divers pays de la région...



Source : FMI, SG Études Économiques et Sectorielles

... avec quelques divergences pour les cycles monétaires des grandes économies



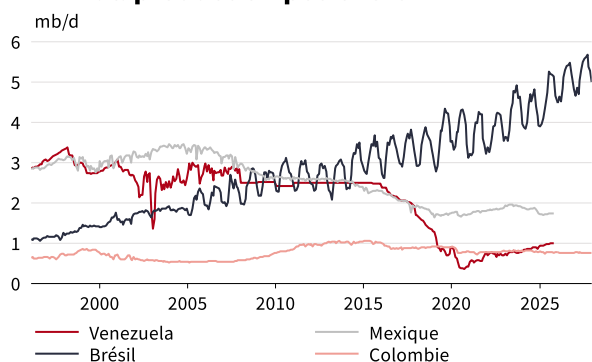
Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Le regain d'attention des États-Unis sur l'hémisphère occidental questionne sa position stratégique alors que la géo-fragmentation s'installe. La région est

redevue centrale dans les intérêts stratégiques et la rhétorique américaine. La plus grande illustration est l'intervention américaine du 3 janvier au Venezuela pour retirer N. Maduro du pouvoir, le capturer et le juger pour des accusations liées au trafic de drogue. À la suite de cette intervention, le pays continue d'être gouverné par le régime Chaviste sous la direction de, Delcy Rodriguez, qui coopère avec l'administration Trump. Les sanctions sont progressivement levées pour encourager une reprise des investissements -notamment dans les secteurs pétrolier et gazier- de la part des entreprises occidentales. La perspective de vendre du pétrole en dehors du marché noir et donc à moindre décompte, notamment aux États-Unis et l'Inde, éclaire les perspectives à court terme même si la reprise sera longue. La réhabilitation de la capacité de production pétrolière devrait rester progressive, car la détérioration prolongée des infrastructures nécessite des investissements massifs à long terme dans un pays où la capacité institutionnelle est épuisée, aucune transition n'est en vue et où la perte de capital humain sera persistante avec plus de 8 millions de personnes ayant quitté le pays. De plus, le Venezuela continue à porter plus de USD 170Mds (>180 % du PIB 2025) de dettes à restructurer, un processus qui n'a pas encore commencé.

Venezuela : la reprise pétrolière sera freinée par l'environnement institutionnel

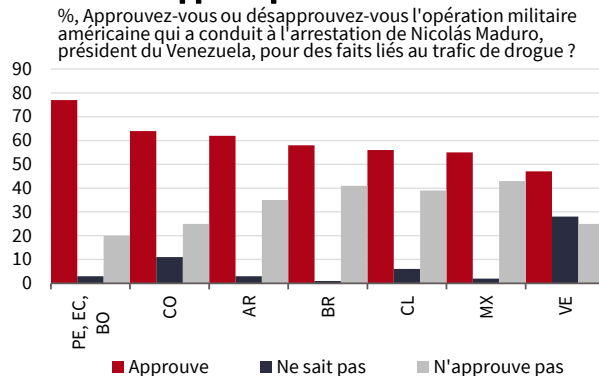
AmLat: production pétrolière



Source : IEA, SG Études Économiques et Sectorielles

La destitution de Maduro est positivement perçue à travers la région

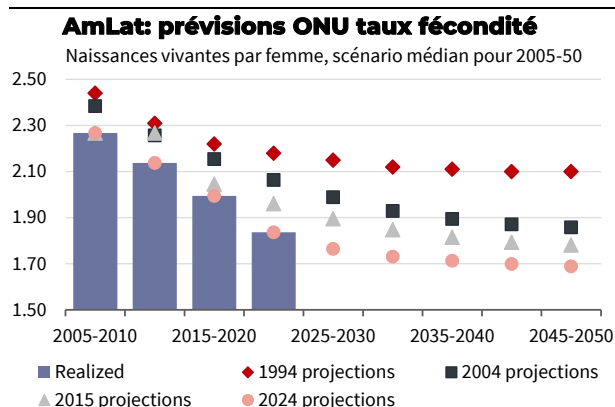
AmLat: support opération Américaine



Source : AtlasIntel Janv. 2026, SG Études Économiques et Sectorielles

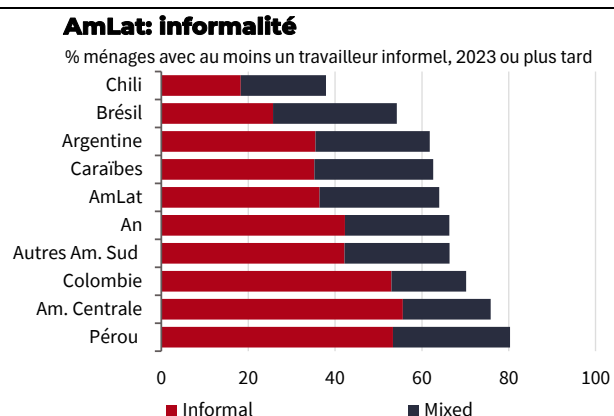
Pour la région, une conséquence de l'opération pourrait être un regain de flux migratoires (en provenance ou à destination du Venezuela), **ainsi qu'une déstabilisation supplémentaire de Cuba**, qui fait actuellement face à des pénuries d'énergie alors que les importations de pétrole du Venezuela et du Mexique ont cessé. Une intervention directe plus large des États-Unis reste possible mais semble peu probable tant que les canaux diplomatiques et de coopération restent ouverts, et que la politique intérieure des pays semble répondre aux intérêts américains, comme par exemple pour exclure les intérêts chinois (ainsi, la décision de déclarer inconstitutionnelle la concession de deux ports du canal de Panama à des opérateurs basés à Hong Kong) et pour répondre aux préoccupations de sécurité (c.f. coopération plus étroite du Mexique avec les autorités américaines, et décision récente de la Colombie de relancer l'aspersion aérienne au glyphosate pour détruire la culture du coca).

La fécondité chute plus rapidement que prévu accélérant le vieillissement de la population



Source : ONU, SG Études Économiques et Sectorielles

Les marchés de l'emploi locaux continuent à faire face à une informalité élevée



Source : OCDE KILBIH et LEO 2025, SG Études Économiques et Sectorielles. Caraïbes incl. BS, JM, DO, BB, TT; Autres S. America incluant UY, SR, PY, BO; Amérique centrale, y compris CR, SV, GT, NI, HN

L'équilibre des risques reste globalement équilibré mais limité par des facteurs structurels persistants. L'appétit pour le risque vers marchés émergents devrait continuer à bénéficier aux marchés actions locaux, aux spreads et aux taux de change. La force du marché du travail doit être confrontée à des taux d'informalité encore élevés et à de faibles taux de participation des femmes et des jeunes. La demande intérieure est également susceptible d'être limitée par des comptes budgétaires tendus dans la région, soulignant la nécessité de véritables ancrs budgétaires et de réformes. Sur le plan extérieur, la région pourrait bénéficier des efforts de *nearshoring* américains le long des chaînes de valeur. Cependant, la perspective d'une forme de découplage avec la Chine ne sera pas sans coût, notamment pour les exportateurs d'Amérique du Sud (la Chine étant le plus grand marché d'exportation pour le Brésil, le Chili, le Pérou), et mettrait en danger des projets d'infrastructures conjoints. La région fait également face à une perspective de vieillissement rapide de la population, les taux de fécondité chutant et restant sous le seuil de renouvellement. Au-delà des contraintes mécaniques que cela impose aux marchés du travail, l'effet, combiné à des taux d'informalité élevés, exerce une pression accrue sur la couverture de la sécurité sociale. Les enjeux de sécurité nécessitent également une vigilance accrue. La gouvernance du crime organisé se renforce là où l'autorité de l'État reste affaiblie. La violence liée au narcotrafic s'intensifie au Mexique, alors que le gouvernement Sheinbaum relance l'action contre les cartels avec la coopération américaine, et les conditions de sécurité en Colombie, en Équateur et au Venezuela demeurent fragiles. Dans des pays historiquement moins exposés au crime organisé (par ex. Chili, Uruguay, Costa Rica), la dégradation des indicateurs de sécurité en fait désormais un enjeu électoral central.

PAYS DU GOLFE

- **Selon sa durée et son périmètre, le conflit au Moyen-Orient modifiera substantiellement les perspectives économiques des États du Golfe ; la réouverture rapide du détroit d'Ormuz sera déterminante.**
- **Sous notre hypothèse de travail d'un conflit de courte durée, les pays du GCC pourraient mobiliser leurs importants coussins financiers afin de soutenir la croissance au 2S26 et en 2027.**
- **Si le conflit devait s'intensifier et/ou durer davantage, les conséquences pour la région seraient substantielles.**

Le conflit en cours au Moyen-Orient modifie substantiellement les perspectives à court terme des pays du Conseil de coopération du Golfe (GCC). Avant cela, la croissance devait accélérer vers ~4,5% en 2026 (contre une estimation de 3,3% en 2025), portée par la hausse des productions d'hydrocarbures et par des secteurs hors hydrocarbures encore dynamiques. S'il est trop tôt pour en chiffrer précisément l'impact, même sous notre hypothèse de travail actuelle (hostilités durant au maximum deux mois), nous estimons que la croissance du GCC ralentira, et nous avons d'ores et déjà abaissé notre prévision 2026 pour l'agrégat « Moyen-Orient et Asie centrale » (où les pays du GCC représentent ~40 % du PIB total, et ~55 % si l'Iran est inclus) de 3,5 % à 2,5 %. Plusieurs canaux de transmission sont à l'œuvre.

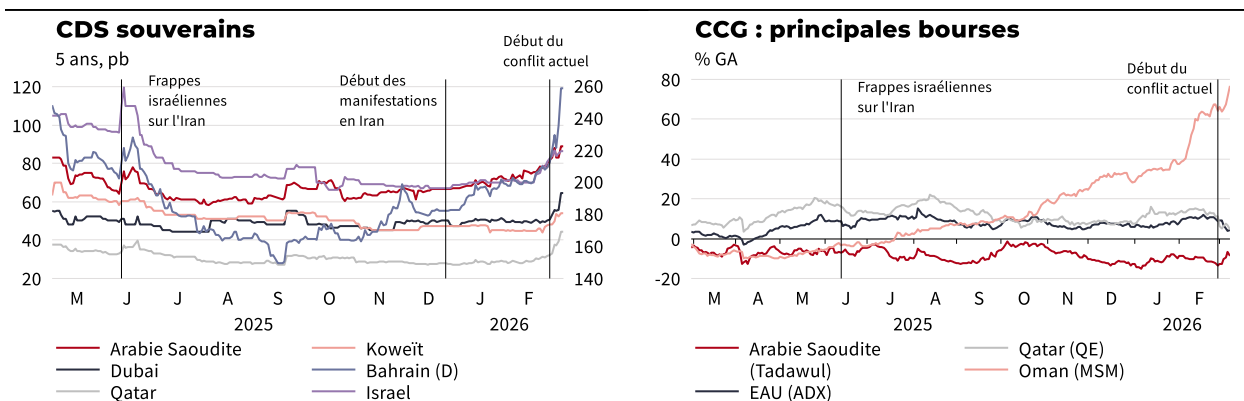
En premier lieu (et surtout), malgré les efforts de diversification récents, les économies du GCC demeurent massivement dépendantes des hydrocarbures (ces secteurs comptant typiquement pour 25% à 45% des PIB réels, avec des effets indirects considérables sur le reste de l'économie), pour lesquels la fermeture actuelle du détroit d'Ormuz est lourde de conséquences. Au-delà de son rôle dans les flux commerciaux mondiaux (cf. notre éditorial), le détroit concentre i) ~80/90 % des exportations pétrolières saoudiennes, sans « sortie » alternative rapidement mobilisable (10% des exportations transitent par la mer Rouge, où l'intensification des attaques houthies constitue un risque réel) ; ii) ~90 % du LNG qatari (compte tenu de la fermeture et des frappes iraniennes récentes sur certaines installations clés, le pays a d'ailleurs décidé d'interrompre sa production de LNG – avec des effets boule de neige sur les productions d'engrais et d'aluminium) ; iii) ~70 % des exportations pétrolières des Émirats Arabes Unis (le pays dispose toutefois d'une route alternative via l'oléoduc/le terminal de Fujairah – sur l'océan Indien, « au-delà » du détroit – qui pourrait « théoriquement » absorber jusqu'à ~60 % des exportations). **Tant que le détroit demeurera fermé, les pertes économiques pour les pays du GCC seront importantes.**

En deuxième lieu, les secteurs hors hydrocarbures seront également affectés. Le tourisme et la logistique, au cœur des stratégies de diversification menées par la

plupart des pays du GCC ces dernières années (notamment les EAU et l'Arabie Saoudite), pâtiront des hostilités en cours.

En troisième lieu, si les dégâts « physiques » et les pertes humaines sont restés relativement limités à ce stade (au 10 mars), les économies (et plus largement les sociétés) du GCC dépendent d'infrastructures critiques (non liées aux hydrocarbures), telles que les centrales électriques et les usines de dessalement. Des dommages supplémentaires sur ces infrastructures seraient particulièrement préjudiciables aux pays du Golfe.

La réaction des marchés dans le GCC est restée relativement contenue, au regard de la gravité de la crise actuelle



Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

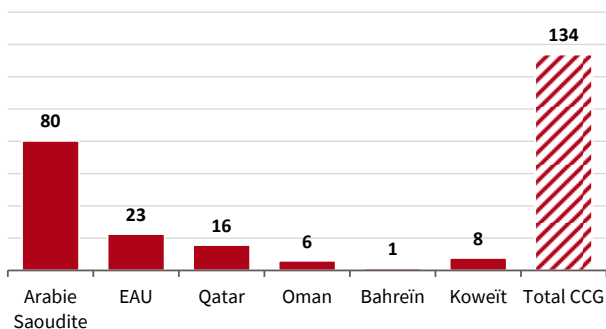
À ce stade, la réaction des marchés dans le GCC est restée relativement contenue (au regard de la gravité de la crise) : les CDS à 5 ans et les spreads souverains ont augmenté, mais demeurent pour l'heure inférieurs ou proches de leurs niveaux d'avril 2025. Les bourses régionales n'ont pas décroché (ce qui s'explique probablement par des suspensions de cotation et, très vraisemblablement, par un pilotage étroit des autorités). **Si notre hypothèse de travail se confirmait et que le conflit s'avérait de courte durée, plusieurs facteurs pourraient soutenir l'activité dans la région à partir du 2S26.** Premièrement, les volumes d'hydrocarbures augmenteront très probablement une fois le « pic de crise » passé. Lors du premier week-end du conflit (au cours d'une réunion à laquelle l'Iran n'a pas participé), les pays de l'OPEP+ avaient ainsi décidé une hausse de la production de 200 000 b/j pour avril ; cette augmentation sera très probablement reportée, mais pourrait aussi être substantiellement révisée à la hausse. En outre, bien que nous n'ayons pas modifié notre prévision de prix du pétrole pour fin 2026 (70 USD/b), le prix moyen annuel sera plus élevé, ce qui bénéficiera également aux pays du GCC. Deuxièmement, les pays du GCC pourront mobiliser leurs vastes ressources financières pour soutenir la croissance, a minima via des efforts de reconstruction. Pour mémoire, avant la crise, les avoirs extérieurs (nets) détenus par les États du Golfe étaient estimés à plus de 4 000 Md USD (chiffres à manier avec prudence, compte tenu des lacunes significatives des statistiques de balance des paiements). Il convient toutefois de rappeler que tous les types de dépenses publiques n'ont pas le même impact sur la croissance : par exemple, une hausse (très probable) des

dépenses militaires dans la région (qui s'élevaient déjà à 134Md USD en 2024, soit ~20 % des dépenses publiques) aura des effets d'entraînement domestiques limités, la quasi-totalité des matériels étant importée.

Les dépenses militaires des pays du CCG étaient déjà importantes avant le conflit

Dépenses militaires

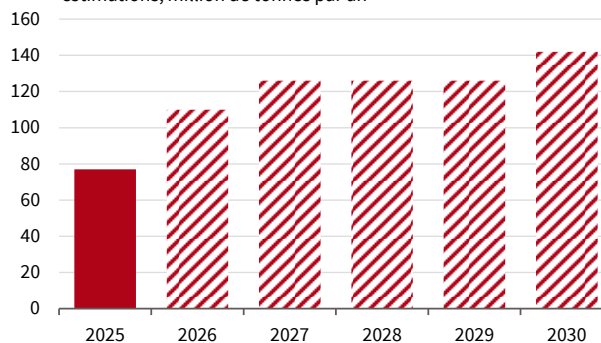
estimations pour 2024, Md USD



Qatar : l'expansion (cruciale) des capacités de production de North Field en danger

Qatar : capacité de production LNG

estimations, million de tonnes par an



Source : LSEG, FMI, SG Études Économiques et Sectorielles

Des risques significatifs pèsent sur ce scénario, la situation géopolitique demeurant extrêmement fluide et imprévisible. Compte tenu de l'importance cruciale du détroit d'Ormuz (cf. supra), l'essentiel dépendra de sa réouverture. Des premières estimations laissent penser qu'une fermeture prolongée – qui s'accompagnerait très probablement de représailles iraniennes continues, et donc d'un arrêt prolongé des flux touristiques – pourrait faire basculer la croissance du GCC en territoire négatif en 2026. À plus long terme (et de façon plus structurelle), la crise géopolitique actuelle pourrait également peser durablement sur les perspectives de croissance régionales. Globalement, le « modèle de développement » promu par les pays du GCC au cours de la dernière décennie repose largement sur la réputation de la région comme espace sûr, afin d'attirer investissements étrangers, expatriés et touristes (des piliers encore cruciaux pour les stratégies de diversification des États du Golfe). En outre, et plus particulièrement, le Qatar, qui partage avec l'Iran le plus grand gisement gazier au monde (« North Field » côté qatari, « South Pars » côté iranien), pourrait se heurter à des difficultés significatives pour développer sa production de LNG comme prévu : rappelons qu'après plusieurs années de travaux d'extension (coûteux), la production de North Field devait commencer à augmenter sensiblement fin 2026 (d'environ 80 million de tonnes par an vers un objectif de 140 Mtpa à l'horizon 2030).

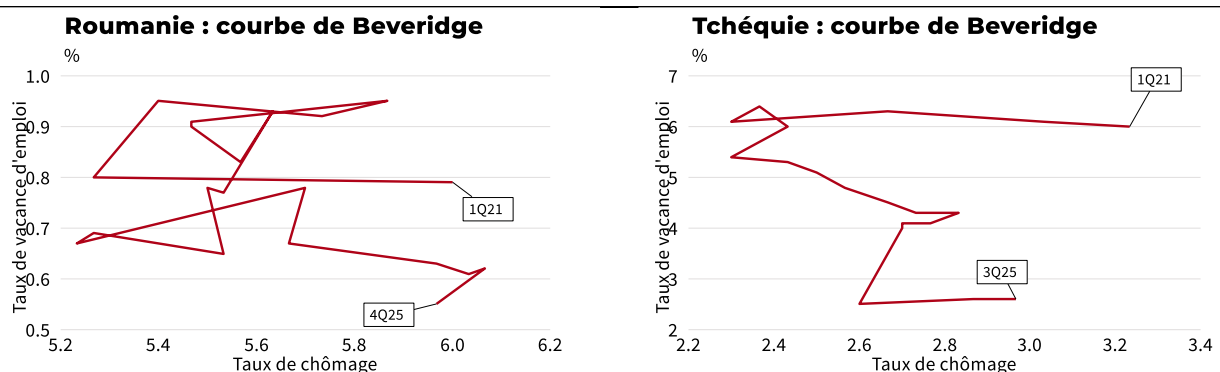
EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE

- La croissance en Europe centrale et orientale devrait rester bien orientée en 2026-2027, excepté en Roumanie et en Slovaquie.
- La fin de NextGeneration EU en 2026 ne devrait pas entraîner d'effet de bord marqué, dans la mesure où les fonds structurels et les prêts Security Action for Europe (SAFE) prendront le relais.
- Les risques restent orientés à la hausse sur la croissance du fait des incertitudes géopolitiques, des frictions institutionnelles et des cycles électoraux.

La croissance régionale devrait rester bien orientée en 2026-2027, tirée principalement par la demande interne. La Hongrie et la Tchéquie afficheront des taux de croissance supérieurs à 2% en 2026-2027 grâce à la forte dynamique des secteurs des services et de la construction et à la légère reprise du secteur manufacturier. La Pologne enregistrera la plus forte croissance régionale (plus de 3%). En revanche, les croissances roumaine et slovaque ont fortement ralenti en 2025 et devraient rester atone en 2026 du fait de la mise en œuvre de larges consolidations budgétaires dans les deux pays.

La consommation des ménages restera un moteur important, bénéficiant de la progression rapide des salaires réels dans un contexte d'inflation modérée. Il est cependant à noter que les marchés du travail sont de moins en moins tendus dans la région du fait à la fois des légères hausses de taux de chômage et des baisses de taux de vacance d'emploi (après le pic de 2022) comme en témoigne les courbes de Beveridge récentes qui ont donc eu tendance à se déplacer dans le cadran inférieur droit depuis 2023.

Des marchés du travail moins tendus dans la région avec des légères hausses de taux de chômage et des baisses de taux de vacance d'emploi



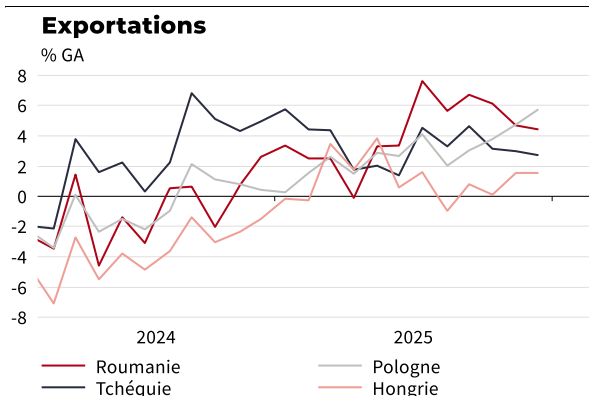
Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

La contribution de l'investissement à la croissance devrait se renforcer en 2026-2027, soutenue par l'absorption accrue des fonds européens à l'approche des échéances réglementaires. En février 2026, la Roumanie, la Pologne et la Bulgarie n'avaient absorbé qu'environ 50% des enveloppes *NextGeneration EU* disponibles tandis que la Tchéquie affichait un taux d'absorption proche de 70%. Dans le cadre réglementaire fixé par la Commission européenne, les États membres doivent achever l'ensemble des cibles de leurs plans de relance d'ici au 31 août 2026, soumettre leur dernière demande de paiement au plus tard le 30 septembre 2026, et la Commission devra effectuer tous les paiements restants avant le 31 décembre 2026, date marquant la clôture opérationnelle du dispositif. Ce calendrier resserré implique une nette accélération des décaissements tout au long de l'année 2026.

Néanmoins, la fin de NGEU ne devrait pas provoquer d'effet de bord majeur, dans la mesure où les fonds structurels européens ainsi que les prêts *Security Action for Europe (SAFE)* prendront le relais, assurant une continuité du financement de l'investissement. L'absorption des fonds structurels et d'investissement de la période 2021-2027 est demeurée relativement lente, mais pourrait accélérer dès 2027 en relais des fonds NGEU. Les paiements peuvent traditionnellement être effectués jusqu'à deux ans après la clôture du cycle budgétaire 2021-2027, soit jusqu'à fin 2029. Par ailleurs, les prêts SAFE (prêts à long terme jusqu'à 45 ans, avec 10 ans de grâce) de EUR 150Mds devraient permettre une accélération des investissements dans des équipements stratégiques (défense aérienne, drones, cyber) et stimuler la base industrielle de défense européenne. La Pologne, la Roumanie et la Hongrie seraient les principaux bénéficiaires.

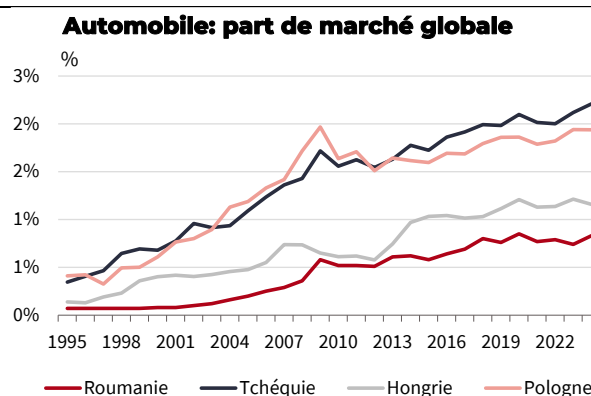
Malgré les incertitudes liées aux droits de douane américains, les exportations de la région sont restées et devraient demeurer résilientes tirées notamment par la reprise graduelle attendue en Allemagne de certains secteurs suite à la mise en place du plan de relance centré sur les infrastructures et la défense. Par ailleurs, la région continue à gagner des parts de marchés dans plusieurs secteurs.

Une reprise des exportations



Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Des gains de part de marché dans l'automobile



Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Les risques restent orientés à la hausse. L'absence d'avancée pour mettre fin à la guerre en Ukraine continue de peser sur les finances publiques, les pays de la région planifiant des hausses des budgets de défense. Par ailleurs, la dynamique de réforme demeure fragile dans plusieurs économies de la région, en raison de frictions institutionnelles persistantes en Pologne, d'une polarisation politique marquée en Roumanie et d'une fragmentation accrue en Slovaquie. Enfin, les cycles électoraux à venir (Hongrie, Slovénie, Bulgarie) et les recompositions potentielles de coalitions pourraient peser sur les trajectoires budgétaires et retarder les réformes structurelles. Enfin, du point de vue sectoriel, la forte concentration industrielle, en particulier dans l'automobile en Slovaquie, en Tchéquie et en Hongrie, accroît la vulnérabilité des économies à d'éventuelles hausses tarifaires, aux incertitudes entourant la transition vers le véhicule électrique et aux chocs sur les chaînes d'approvisionnement.

CONTACTS

Michala MARCUSSEN

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

Olivier de BOYSSON

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

Emmanuel MARTINEZ

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

Ariel EMIRIAN

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

Edgardo TORIJA ZANE

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

Foly ANANOU

Économie quantitative, Geo-économie
foly.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

Stéphanie HUET

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

Antonio VISANI

Climat, Royaume-Uni
antonio.visani@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.

© 2026