

SCÉNARIO ÉCO

Société Générale Études économiques et sectorielles

Tensions prolongées et croissance moins diversifiée

- Le protocole d'accord récemment signé entre les États-Unis et l'Iran pour mettre fin au conflit laisse encore plusieurs questions épineuses en suspens, qui devront être abordées lors de futures négociations. Si les prix de l'énergie se sont adoucis, l'incertitude persiste.
- La « résilience » des consommateurs semble de plus en plus fragile face à la pression exercée par une inflation globale en hausse, un marché du travail qui s'affaiblit et des taux d'intérêt élevés.
- La résilience du secteur de l'IA est également mise à l'épreuve par la hausse des coûts et le resserrement des conditions de financement. Nous prévoyons que les investissements se poursuivront, mais avec une dynamique plus modérée.
- L'Europe dispose d'un potentiel de hausse significatif en comblant son retard en matière de résilience et de compétitivité, mais le manque de volonté politique continue de constituer un frein.
- L'inflation devrait être transitoire. Nous estimons que le risque d'erreur de politique économique est significatif, en raison des rendements obligataires déjà élevés qui resserrent les conditions financières. Nous prévoyons que les hausses de taux de la BCE seront inversées d'ici la fin de l'année 2027.
- Les conditions propres au phénomène El Niño sont en place et plusieurs agences météorologiques ont alerté sur un El Niño «très puissant». Les prix des denrées alimentaires sont un canal de transmission clé qui ajoute un risque de hausse à l'inflation, notamment dans les économies émergentes.
- Les risques liés aux élections vont occuper une place de plus en plus importante dans les préoccupations des marchés financiers, notamment à l'approche des élections de mi-mandat aux États-Unis en novembre 2026 et de l'élection présidentielle française au printemps 2027.

Table des matières

ÉDITO	3
PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES	9
ZONE EURO	11
ALLEMAGNE	15
FRANCE.....	19
ITALIE	22
ESPAGNE.....	25
ROYAUME-UNI	28
ÉTATS-UNIS.....	32
JAPON.....	35
CHINE.....	39
INDE	42
BRÉSIL.....	45
AFRIQUE.....	48
AMÉRIQUE LATINE	50
PAYS DU GOLFE	54
EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE	56
CONTACTS.....	59
DISCLAIMER	60

ÉDITO

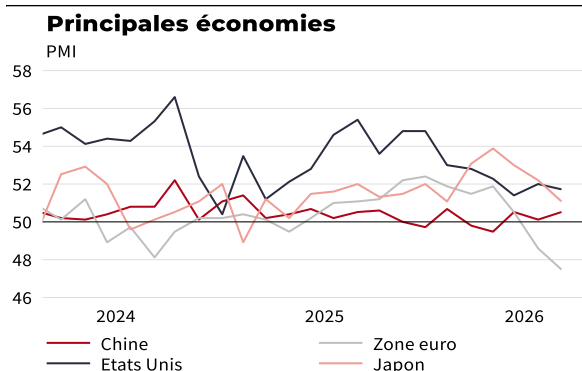
UNE DÉSESCALADE FRAGILE ET NON UNE RÉOLUTION COMPLÈTE

Le protocole d'accord récemment signé entre les États-Unis et l'Iran pour mettre fin au conflit laisse encore plusieurs questions épineuses en suspens, qui devront faire l'objet de futures négociations. Si les prix de l'énergie se sont adoucis, l'incertitude persiste. Notre hypothèse de travail table sur une normalisation progressive de la situation d'ici la fin de l'année, même si une certaine volatilité reste possible en cours de route.

Jusqu'à présent, l'économie mondiale a continué de faire preuve d'une certaine résilience depuis le déclenchement du conflit au Moyen-Orient. Plus généralement, comme nous l'avons souligné au cours des derniers trimestres, l'activité mondiale a relativement bien résisté malgré une succession de vents contraires, qu'il s'agisse de la hausse significative des taux d'intérêt, des mesures commerciales protectionnistes, des menaces géopolitiques ou des conflits, dont le plus récent est celui opposant les États-Unis à l'Iran.

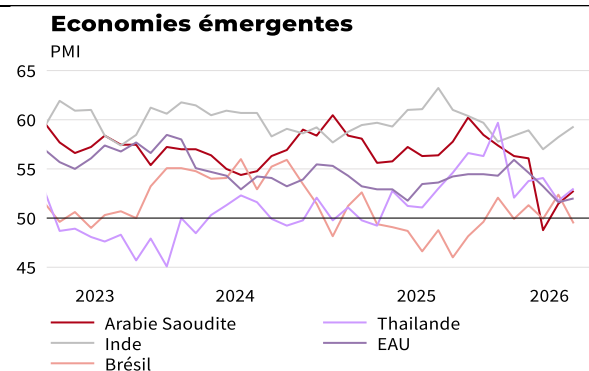
Cette résilience transparaît dans les enquêtes de conjoncture. Les indicateurs PMI sont restés, dans la plupart des régions, en territoire d'expansion, ce qui suggère que le conflit n'a pas, jusqu'à présent, provoqué un effondrement généralisé de l'activité. L'Europe reste la principale exception, où le choc semble avoir été plus prononcé.

Choc de confiance surtout en Europe...



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

... résilience des pays du Golfe



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

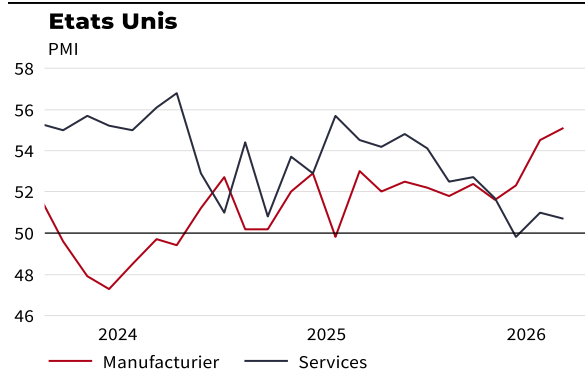
EN EUROPE LE SECTEUR DES SERVICES FLÉCHIT, TANDIS QUE L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE RESTE PLUS RÉILIENTE

Le secteur européen des services a été frappé de plein fouet par les répercussions du conflit au Moyen-Orient, en raison d'une conjonction de facteurs : une croissance déjà faible du revenu disponible, le choc des prix de l'énergie et une incertitude accrue. Les services liés aux transports, au tourisme, à l'hôtellerie et aux loisirs ont

particulièrement souffert, car ils constituent souvent la première source de dépenses que les ménages réduisent pour maîtriser leurs dépenses.

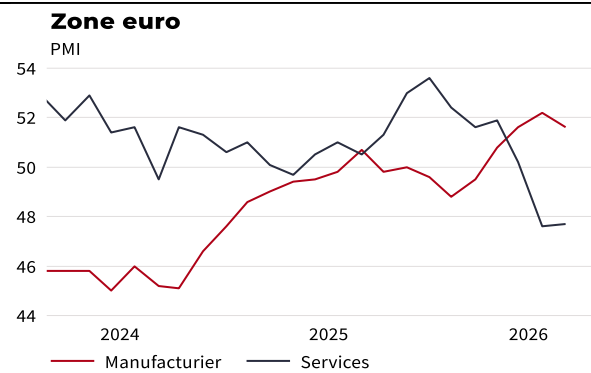
En revanche, le secteur manufacturier européen est resté relativement résilient. L'activité a continué de bénéficier de la reconstitution des stocks, du soutien persistant du cycle d'investissement tiré par l'intelligence artificielle et d'une demande plus forte pour les biens liés à l'électrification et aux infrastructures énergétiques. En d'autres termes, alors que les services ont absorbé le choc géopolitique immédiat, l'industrie manufacturière a jusqu'à présent été protégée par des facteurs de soutien structurels et cycliques.

Rebond manufacturier...



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

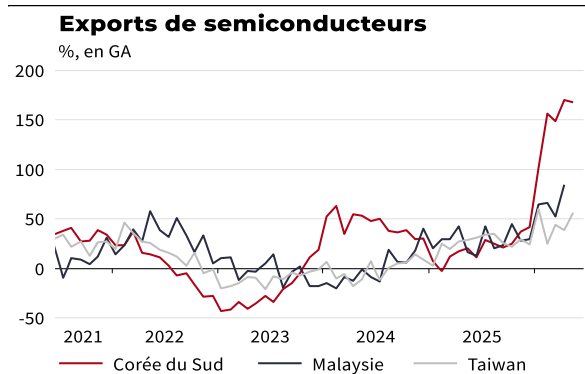
...et choc sur les services en zone euro



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

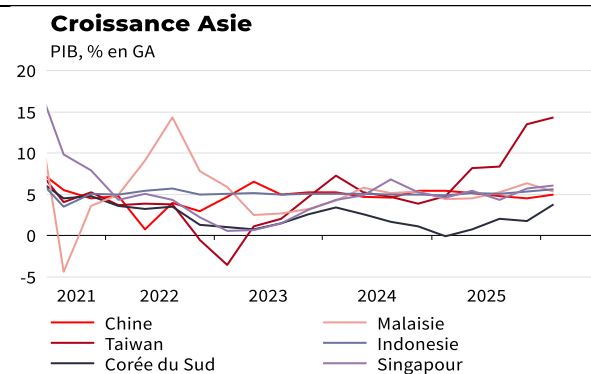
Une tendance forte s'est dessinée en Asie, où le secteur manufacturier a continué de bénéficier d'un soutien solide. Cela est apparu clairement dans les chiffres du PIB du premier trimestre, qui ont révélé une croissance plus forte dans une grande partie de la région, tirée en grande partie par les exportations. Les livraisons de semi-conducteurs, de batteries et de véhicules électriques ont continué à donner un élan significatif à la production industrielle.

Le boom IA...



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

...contribue à la croissance asiatique



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

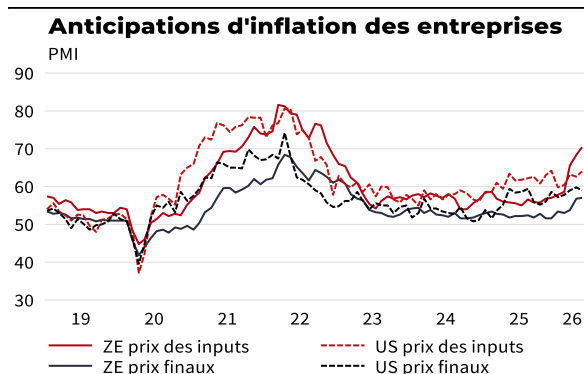
À mesure que le conflit s'apaise et que les ménages regagneront progressivement leur pouvoir d'achat perdu, nous prévoyons que le secteur des services récupérera une partie du terrain perdu en Europe au cours des prochains trimestres. L'industrie devrait continuer à bénéficier d'une demande soutenue du secteur technologique et d'une normalisation progressive des voies commerciales. Cela dit, la plupart des secteurs seront affectés par la hausse des coûts des intrants, qu'ils ne pourront répercuter que de manière limitée sur les prix finaux. Conjuguée à des coûts de financement toujours élevés, cette situation devrait peser sur la dynamique d'investissement au cours de la période de prévision. En résumé, l'ensemble de ces facteurs nous conduit à revoir à la baisse nos prévisions pour 2026 concernant la zone euro, à 0,6 %.

LA HAUSSE DES COÛTS DEVRAIT PESER DAVANTAGE SUR LES MARGES QUE SUR LES PRIX FINAUX

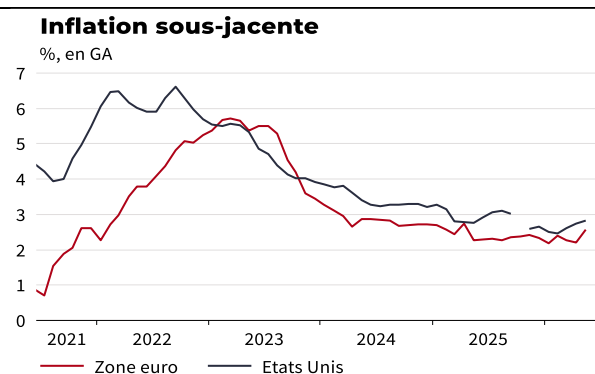
L'une des questions clés pour les perspectives est de savoir si la hausse des coûts induite par le conflit pourrait déclencher un choc inflationniste plus durable. À ce stade, nous continuons de considérer que le choc sur les prix restera maîtrisé avec peu d'effets de second tour.

Dans la zone euro et au Royaume-Uni, la forte dépendance vis-à-vis des importations d'énergie et le faible niveau des stocks ont poussé les entreprises à revoir à la hausse leurs prévisions de coûts des intrants. C'est moins le cas aux États-Unis, qui sont davantage à l'abri, notamment en ce qui concerne les prix du gaz. En Asie, le mix énergétique en Chine et en Inde reste dominé par le charbon, ce qui a atténué le choc des prix. La Chine et le Japon sont très dépendants des importations de pétrole en provenance des pays du Golfe, mais ils ont abordé la crise avec un niveau élevé de stocks et les subventions publiques ont atténué les pressions à la hausse sur les prix de détail.

Les entreprises en zone euro préoccupées par les coûts... ...n'impactent pas encore les prix finaux



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

Les banques centrales sont désormais confrontées à un choix difficile entre d'une part les répercussions négatives du conflit sur la croissance et d'autre part son effet haussier sur les prix. Nous ne voyons cependant pour l'instant que peu d'éléments indiquant un risque de spirale inflationniste auto-entretenu.

Dans l'ensemble, la hausse des pressions sur les coûts devrait davantage se traduire par une baisse des marges bénéficiaires que par un nouveau cycle inflationniste auto-entretenu. Au moment où nous rédigeons ces lignes, les cours du pétrole ont considérablement baissé, tandis que les anticipations d'inflation se sont également apaisées, comme l'indiquent les prix du marché des swaps.

Cela dit, les banques centrales sont toujours confrontées à un exercice d'équilibre délicat. Le conflit pèse sur la croissance tout en faisant grimper les coûts, ce qui complique le dosage des mesures de politique monétaire. Dans certains cas, notamment aux États-Unis, l'inflation sous-jacente reste suffisamment tenace pour justifier la prudence, mais les données disponibles à ce jour ne laissent pas entrevoir une nouvelle accélération de l'inflation. Dans la zone euro, les pressions sur les coûts sont plus visibles qu'ailleurs, mais l'inflation sous-jacente est restée globalement stable plutôt que de connaître une nouvelle accélération substantielle.

Cette situation contraste avec la dynamique observée trois mois après le choc de février 2022, lorsque l'inflation sous-jacente s'était accélérée de manière plus marquée, et s'explique en partie par le fait que les prix du gaz en Europe sont restés relativement modérés depuis mars. Plusieurs autres facteurs ont joué un rôle, notamment la demande et l'épargne accumulées qui ont soutenu la consommation à la suite des confinements liés à la Covid. À l'époque, les politiques monétaire et budgétaire étaient toutes deux très accommodantes. Enfin, on observe un protectionnisme accru, notamment en raison de la hausse des droits de douane américains.

DES CONDITIONS FINANCIÈRES DÉJÀ STRICTES IMPOSENT LA PRUDENCE

Contrairement à 2022, le choc actuel touche des économies dans laquelle les conditions financières sont déjà restrictives.

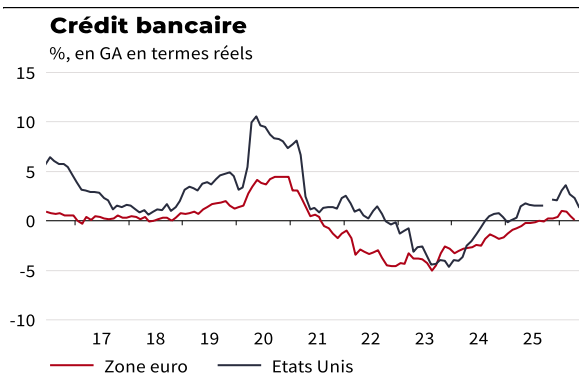
Le crédit bancaire avait déjà ralenti en termes réels des deux côtés de l'Atlantique avant le déclenchement du conflit, reflétant une baisse de la confiance, un comportement plus prudent des entreprises et un resserrement des critères d'octroi de crédit. Les dernières enquêtes sur le crédit bancaire, tant dans la zone euro qu'aux États-Unis, confirment que les critères s'étaient déjà durcis fin 2025, tandis que la demande de crédit — en particulier dans la zone euro — s'était sensiblement affaiblie.

Parallèlement, les taux d'intérêt réels ont continué de progresser, et ils pourraient encore s'élever si les primes de terme augmentaient davantage en réponse à une incertitude persistante, notamment liée aux préoccupations budgétaires. Cela revêt

une importance particulière car, même si les anticipations d'inflation restent globalement stables, la combinaison de taux réels élevés, d'un resserrement de l'offre de crédit et d'un affaiblissement de la demande de prêts laisse présager un frein sur l'investissement privé et, plus largement, sur la demande intérieure.

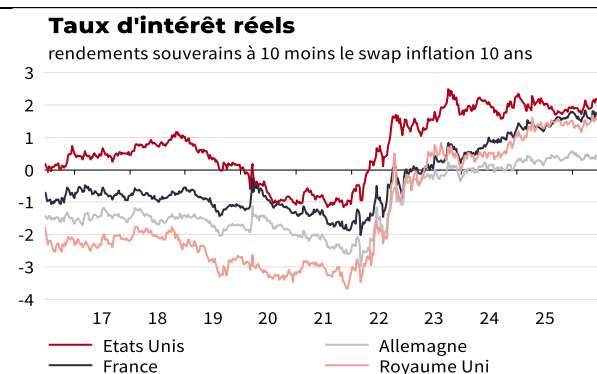
Dans ce contexte, les valorisations élevées des actions du secteur technologique risquent d'être testées si les prévisions de bénéfices, qui se situent actuellement à des niveaux historiquement élevés, s'avéraient décevantes. Cela pourrait entraîner une hausse des primes de risque qui, combinée à des taux d'intérêt réels plus élevés, pourrait conduire à une correction significative des marchés et accroître le risque de baisse lié au ralentissement de la croissance que nous anticipons.

Le crédit bancaire ralentit...



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

...et les coûts de financement augmentent



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

Dans ce contexte, après la hausse des taux de la BCE, notre scénario prévoit une baisse des taux dans les mois à venir. De même, après une période prolongée de statu quo, nous nous attendons à ce que la Fed commence à baisser ses taux vers la fin de l'année, car la normalisation progressive des flux commerciaux et des prix de l'énergie, conjuguée à des signaux d'affaiblissement de la demande, devrait limiter le risque d'un choc inflationniste persistant.

LA RÉSILIENCE EST RÉELLE, MAIS IL NE FAUT PAS LA CONFONDRE AVEC L'IMMUNITÉ

Dans l'ensemble, l'économie mondiale continue de faire preuve d'une capacité remarquable à absorber des chocs successifs, l'activité manufacturière restant soutenue par la reconstitution des stocks, les investissements liés à l'IA et la forte dynamique des exportations en Asie. Toutefois, cette résilience ne doit pas être interprétée comme une immunité face aux risques baissiers.

L'évolution des tensions au Moyen-Orient reste une source d'incertitude immédiate. Même dans notre scénario de normalisation progressive, les perspectives restent exposées à de nouvelles perturbations par le biais de trois vecteurs principaux : les prix de l'énergie, les routes commerciales maritimes et les chaînes d'approvisionnement mondiales. Une fermeture plus prolongée que prévu du

détroit d'Ormuz, ou des perturbations affectant d'autres points de passage stratégiques, pourraient raviver les pressions inflationnistes et peser lourdement sur la confiance et l'activité.

Plus fondamentalement, la fragmentation géopolitique est un facteur de risque structurel pour l'économie mondiale. Les tensions militaires, les restrictions commerciales, les sanctions et les politiques industrielles de plus en plus interventionnistes sont susceptibles de générer des frictions récurrentes au sein des réseaux de production mondiaux. Ces évolutions ne déclenchent pas toujours un ralentissement immédiat, mais elles érodent progressivement l'efficacité et la prévisibilité des flux mondiaux de commerce et d'investissement.

Les chocs liés au climat méritent également d'être suivis de près, notamment en raison de leur impact potentiel sur les prix des denrées alimentaires, la demande énergétique, la logistique et les coûts d'assurance. Les dernières données de la NOAA confirment que le phénomène El Niño s'est installé, avec une probabilité significative qu'il se transforme en un événement fort ou très fort. Des épisodes de chaleur extrême, de sécheresse, d'inondations ou d'ouragans pourraient amplifier les pressions existantes du côté de l'offre et créer des divergences régionales en matière de croissance. Ces risques sont particulièrement pertinents pour les marchés émergents, où les balances extérieures, la sécurité alimentaire et les conditions de financement peuvent se détériorer rapidement.

Le contexte actuel se caractérise par une économie mondiale de plus en plus vulnérable aux chocs, de plus en plus fragmentée et soumise à des marges de manœuvre de plus en plus restreintes. Dans ce contexte, la résilience macroéconomique doit être évaluée à la lumière d'un ensemble croissant de risques (géopolitiques, financiers, climatiques...) qui ne sont plus des risques périphériques.

VERS UNE CROISSANCE ET UNE INFLATION EN BAISSÉ EN 2027

Notre scénario central reste celui d'une normalisation progressive d'ici la fin de l'année 2026

- avec une activité mondiale qui ralentit sans pour autant s'effondrer.
- l'inflation se stabilisant autour des objectifs en 2027, avec des effets de deuxième tour limités.
- les banques centrales entamant des baisses de taux fin 2026-début 2027.

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

PIB, GA, %	2025	2026p	2027p	2028p
Pays Développés	1.7	1.2	1.1	1.5
États-Unis	2.1	1.7	1.4	1.8
Japon	1.1	0.6	0.5	0.6
Royaume-Uni	1.4	0.8	1.0	1.2
Zone Euro	1.5	0.6	0.8	1.1
Allemagne	0.3	0.5	1.0	1.4
France	0.9	0.5	0.7	1.1
Italie	0.7	0.3	0.3	0.6
Espagne	2.8	1.7	1.3	1.6
Pays Émergents	4.3	3.3	3.6	3.6
Asie	5.3	4.2	4.3	4.3
Chine	5.0	4.2	4.0	3.8
Inde	7.7	6.6	6.3	6.5
Europe Centrale et Orientale	2.0	1.3	1.5	1.5
Amérique Latine	2.5	2.3	2.0	2.1
Brésil	2.6	1.5	1.5	2.0
Moyen-Orient et Asie Centrale	3.2	1.0	4.0	3.3
Afrique	4.5	4.0	3.8	3.8
Monde (pondéré par PPA)	3.4	2.6	2.7	2.8

Inflation, % (moyenne)	2025	2026p	2027p	2028p
Pays Développés	2.5	3.1	2.2	2.0
États-Unis	2.7	3.5	2.2	2.6
Japon	3.2	2.8	1.3	1.8
Royaume-Uni	3.4	3.2	2.6	2.1
Zone Euro	2.1	3.0	1.5	1.9
Allemagne	2.3	3.0	1.9	1.9
France	0.9	2.3	1.5	1.7
Italie	1.6	3.3	1.4	1.9
Espagne	2.7	3.5	1.7	2.2
Pays Émergents	5.2	5.3	4.4	4.3
Chine	0.3	1.2	1.4	1.7
Inde	2.0	5.0	4.5	4.5
Brésil	5.0	4.4	3.5	3.5

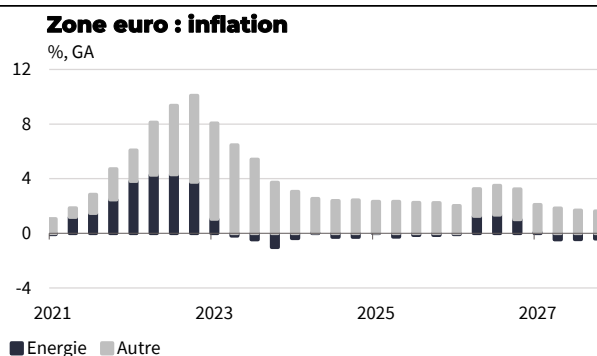
%, FdP (sauf indication contraire)	Actuel 22/06	2026p	2027p	2028p
Taux Fed Funds (borne haute)	3.75	3.50	2.75	3.00
Taux 10 ans (gouv.), Etats Unis	4.46	4.15	4.25	4.25
BCE, facilité de dépôt	2.25	2.00	1.75	2.25
Taux 10 ans (gouv.), Allemagne	2.98	2.75	3.00	3.25
Taux 10 ans (gouv.), France	3.74	3.55	3.70	3.85
Taux 10 ans (gouv.), Italie	3.71	3.55	3.80	4.05
Taux 10 ans (gouv.), Espagne	3.46	3.25	3.55	3.75
BoE, taux de pol. monétaire	3.75	3.75	3.25	3.75
Taux 10 ans (gouv.), Royaume-Uni	4.84	5.00	4.50	4.50
BoJ, taux de pol. monétaire	1.00	1.25	1.25	1.50
Taux 10 ans (gouv.), Japon	2.65	2.50	2.30	2.50
EUR / USD	1.15	1.20	1.20	1.15
EUR / GBP	0.87	0.88	0.89	0.90
USD / JPY	161	155	150	145
USD / CNY	6.8	6.7	6.7	6.6
Pétrole, Brent (USD/b)	80	85	70	70
Gaz naturel UE (TTF, EUR/MgW/h)	42	40	35	30
Carbone UE ETS (EUR/tonne)	79	100	110	120

ZONE EURO

- **La résilience de la zone euro s'effrite et laisse place à une vulnérabilité renouvelée, la faiblesse cyclique mettant en lumière les fragilités structurelles du bloc.**
- **Le marché du travail reste pris entre ralentissement conjoncturel et tensions structurelles, sous l'effet de sa dualité persistante et des pressions démographiques.**
- **La position de la BCE devient plus délicate, confrontée à un arbitrage entre pressions liées aux prix de l'énergie et ralentissement de la croissance.**

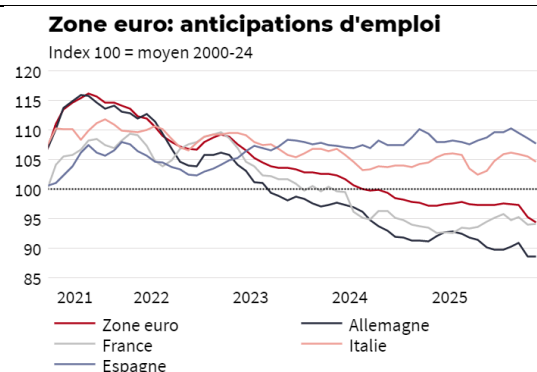
Le choc géopolitique a ravivé les vulnérabilités de la zone euro. Dans notre scénario central, les retombées du conflit au Moyen-Orient amputeront la croissance de la zone euro d'environ 0,5 point de pourcentage en 2026, la ramenant à 0,6 %. L'impulsion des moteurs cycliques de croissance, expansion budgétaire en Allemagne, accélération des exportations en France, dynamisme de l'investissement en Italie et en Espagne, devrait s'atténuer. Dans le même temps, les fragilités structurelles réapparaissent : prix élevés de l'énergie, forte concurrence étrangère, notamment chinoise, et faible productivité. Ces dynamiques continueront de peser sur les marges des entreprises et, combinées à un ralentissement déjà visible de la demande de travail, devraient limiter la croissance des salaires nominaux et pousser le chômage à la hausse. Le contexte économique s'annonce donc difficile, alors que la France, l'Italie et l'Espagne se dirigent vers des élections en 2027 et que le gouvernement allemand continue de faire face à des difficultés politiques malgré l'absence d'élections fédérales.

Les prix de l'énergie pousseront l'inflation, avec des effets de second tour limités



Source : Eurostat, SG Études Économiques et Sectorielles

La dualité du marché du travail devrait persister après le choc

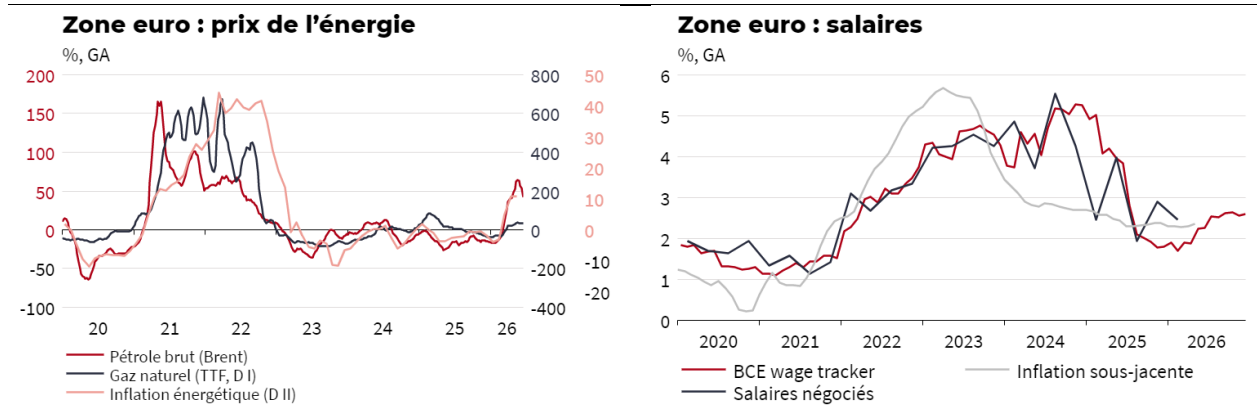


Source : Commission Européen, SG Études Économiques et Sectorielles

L'inflation devrait atteindre 3 % en 2026 avant de ralentir ensuite en l'absence d'effets de second tour. La zone euro venait à peine de voir l'inflation revenir proche de la cible après le choc de prix majeur de 2022-23, lorsque la hausse des prix

de l'énergie liée au conflit au Moyen-Orient a de nouveau poussé l'inflation totale à la hausse. Le choc énergétique reste toutefois plus modéré qu'en 2022, notamment sur le gaz, comme illustré ci-dessous. La demande accumulée est aujourd'hui bien plus faible et les marchés du travail se sont nettement assouplis. Ainsi, même si la hausse des prix de l'énergie soutiendra temporairement l'inflation totale, nous estimons que l'absence d'effets de second tour significatifs limitera l'ampleur et la durée du choc.

Le choc de prix de 2026 diffère de celui de 2022, tant sur l'énergie que sur les salaires



Source : BCE, Eurostat, LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Source : BCE, Eurostat, SG Études Économiques et Sectorielles

Le ralentissement du marché du travail masque des tensions structurelles persistantes et une forte dualité géographique. Malgré un taux de chômage proche de ses plus bas historiques, autour de 6,3 %, le marché du travail de la zone euro s'est assoupli ces derniers trimestres. Cela reflète en partie la pression sur les marges des entreprises, en baisse de 8 points de pourcentage depuis leur pic de 2023, ainsi qu'un ralentissement de l'activité dans l'ensemble de la zone. Nous anticipons que les retombées du conflit au Moyen-Orient porteront le chômage à 6,6 % en 2026, les marges contraintes, une croissance salariale encore légèrement supérieure aux niveaux pré-pandémie et une demande de travail plus faible pesant sur la croissance. Derrière ces chiffres agrégés, les tensions structurelles restent toutefois importantes, sous l'effet des pressions démographiques et des pénuries persistantes de main-d'œuvre dans certains secteurs. Dans le même temps, la dualité du marché du travail devrait persister, avec une dynamique restant plus solide en Italie et en Espagne qu'en Allemagne et en France.

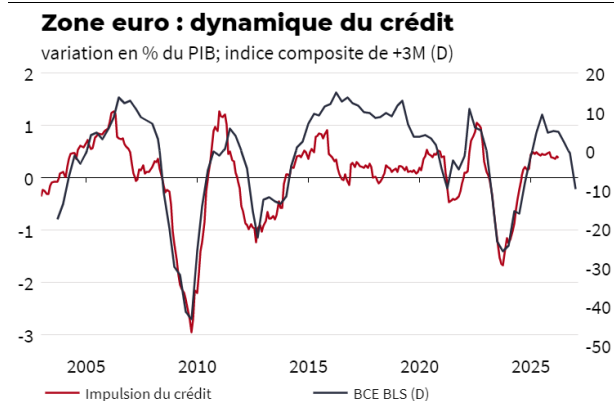
Le durcissement des critères de crédit et la faiblesse de la demande devraient peser sur l'investissement. Bien que l'impulsion du crédit en zone euro ait ralenti, elle est restée étonnamment résiliente ces derniers trimestres malgré des conditions de crédit déjà plus restrictives. Alors que les critères continuent de se durcir pour les entreprises comme pour les ménages, comme l'a montré l'enquête Bank Lending Survey de la BCE d'avril, cette impulsion devrait ralentir plus nettement. Cette évolution reflète principalement une hausse des perceptions du risque et une baisse de la tolérance au risque, qui devraient persister indépendamment de la réponse de politique monétaire au conflit au Moyen-Orient. Les coûts d'emprunt des États

augmentent également, les taux à 10 ans du Bund ayant atteint leur plus haut niveau depuis quinze ans.

Nous anticipons un revirement de la BCE après son orientation plus restrictive.

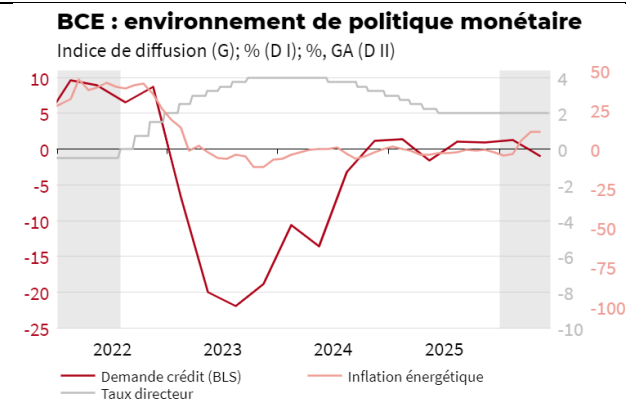
Après plusieurs mois à qualifier sa politique de positionnée dans une « bonne zone », les retombées du conflit au Moyen-Orient ont rendu l'arbitrage de politique monétaire plus complexe. D'un côté, la croissance de la zone euro reste faible, les conditions de crédit se sont durcies et les taux longs ont augmenté. De l'autre, des prix de l'énergie durablement élevés poussent à la hausse l'inflation totale et les anticipations d'inflation à court terme. En juin, la BCE a réagi en relevant ses taux. Malgré le risque d'une nouvelle hausse à court terme, nous anticipons ensuite un changement de cap autour du tournant de l'année, à mesure que les nouvelles données mettront en évidence le manque de résilience de l'économie de la zone euro.

Le durcissement des conditions de crédit devrait freiner l'impulsion du crédit



Source : BCE, SG Études Économiques et Sectorielles

Un taux directeur autour du neutre et un crédit restrictif distinguent 2026 de 2022



Source : BCE, Eurostat, SG Études Économiques et Sectorielles

La réponse budgétaire au choc énergétique devrait rester limitée, mais l'importante séquence électorale de 2027 appelle à la prudence.

Le souvenir du soutien budgétaire massif de 2022, qui avait atteint 1,8 % du PIB de la zone euro selon la BCE, reste récent. Alors que les marges budgétaires demeurent limitées dans l'ensemble de la zone, le soutien attendu, encore négligeable au S1 2026, ne devrait pas peser fortement sur les finances publiques. Toutefois, alors que trois des quatre grandes économies de l'UEM entrent dans une année électorale majeure en 2027, les risques budgétaires augmentent. La France constitue le principal risque, avec une trajectoire de consolidation déjà fragile confrontée à une élection présidentielle très ouverte, les partis aux extrêmes gagnant en dynamique politique. En Italie, le scénario le plus probable selon les derniers sondages reste celui de la continuité politique, mais le futur gouvernement devra évoluer dans un cadre budgétaire étroit compte tenu du niveau élevé de dette et de la procédure européenne de déficit excessif. L'Espagne est moins exposée à court terme aux contraintes des règles budgétaires, mais la fragmentation parlementaire persistante pourrait continuer de compliquer l'adoption des budgets. Dans l'ensemble, le risque n'est pas celui d'une

rupture budgétaire, mais plutôt d'un glissement progressif marqué par des retards dans la consolidation, des pressions de dépenses accrues et une incertitude politique maintenant les primes de risque sous tension.

Les risques restent orientés à la baisse, les retombées du conflit au Moyen-Orient dominant le paysage des risques. Le principal risque géopolitique immédiat demeure une nouvelle détérioration de la situation au Moyen-Orient avec des effets de contagion sur les prix de l'énergie. Des prix de l'énergie durablement élevés pèseraient davantage sur la croissance et augmenteraient aussi le risque d'effets de second tour, alimentant l'inflation. À l'inverse, une résolution rapide du conflit constituerait un risque haussier pour le scénario. Un autre risque baissier réside dans des issues défavorables des élections de 2027, incluant fragmentation parlementaire, relâchement budgétaire ou regain d'incertitude. Une accélération des réformes structurelles au niveau européen reste un important risque haussier. Enfin, un risque de correction marquée des actifs risqués demeure, notamment en cas de déception autour de l'IA.

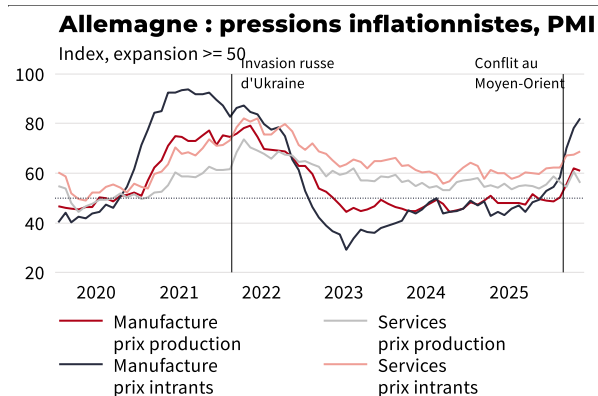
Zone euro	2025	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	1.5	0.6	0.8	1.1
Consommation des ménages	1.5	0.5	0.7	1.0
Consommation publique	1.6	1.0	0.8	1.0
Investissement	3.1	1.0	1.5	2.0
Exportations de biens & services	2.2	0.7	1.8	2.3
Importations de biens & services	3.7	1.3	2.0	2.6
Inflation, % moyenne annuelle	2.1	3.0	1.5	1.9
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2.4	2.2	1.7	1.9
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	1.0	0.2	1.0	0.8
Épargne des ménages, % du RDB	14.9	14.6	14.8	14.6
Chômage, % de la population active	6.3	6.6	6.8	6.7
Solde budgétaire, % du PIB	-3.1	-3.2	-3.0	-2.9
Dettes publiques, % du PIB	89	91	93	95
Solde courant, % du PIB	1.7	1.4	1.4	1.2

ALLEMAGNE

- **La transmission du choc énergétique sera limité par de bilans des ménages plus contraints demande et du marché du travail, mais il pèse sur les marges et l'investissement.**
- **La résilience au choc repose sur des comportements de précaution modérés des consommateurs et la poursuite des mesures de relance.**
- **Le potentiel à moyen terme reste contraint par des défis structurels, notamment liés à la démographie et à la concurrence étrangère.**

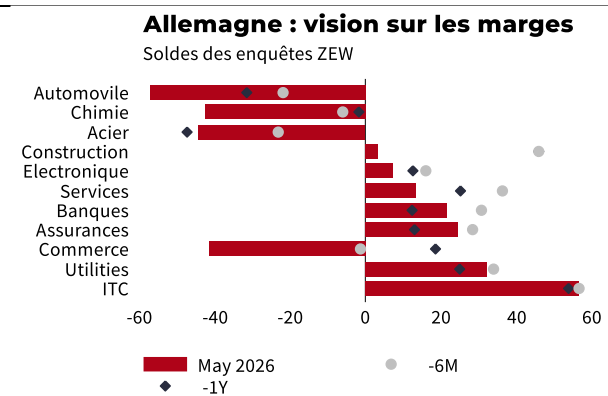
Les retombées du conflit au Moyen-Orient affaiblissent les perspectives de croissance du PIB (0,5 % en 2026, 1,0 % en 2027), les prix plus élevés de l'énergie pesant sur les bilans des agents. L'inflation totale devrait atteindre en moyenne 3 % en 2026, principalement sous l'effet de l'énergie, mais les effets de second tour devraient rester contenus. Les entreprises font face à un nouveau choc de coûts dans un contexte où, contrairement à 2022-23, les réserves de liquidité des ménages se sont largement normalisées. Dans le même temps, le ralentissement cyclique du marché du travail limite la progression des salaires, même si les pénuries structurelles de main-d'œuvre devraient continuer de soutenir la résilience des revenus à moyen terme. Cette combinaison devrait limiter le pouvoir de fixation des prix des entreprises, entraînant une compression des marges et pesant sur l'investissement privé. Les conditions monétaires et la volatilité persistante sur les marchés obligataires continueront de freiner la dynamique du crédit, ce qui restera un facteur défavorable pour les secteurs sensibles aux taux, en particulier la construction, qui devrait atteindre son point bas cette année. Par ailleurs, les effets de transmission différés, notamment sur les prix alimentaires via la hausse des coûts des engrais et l'épuisement des stocks, compenseront partiellement les effets de base à mesure que les prix des intrants se normaliseront en 2027.

Une transmission limitée de prix en hausse ...



Source : PMI, SG Études Économiques et Sectorielles

...pesant davantage sur les marges des SNF



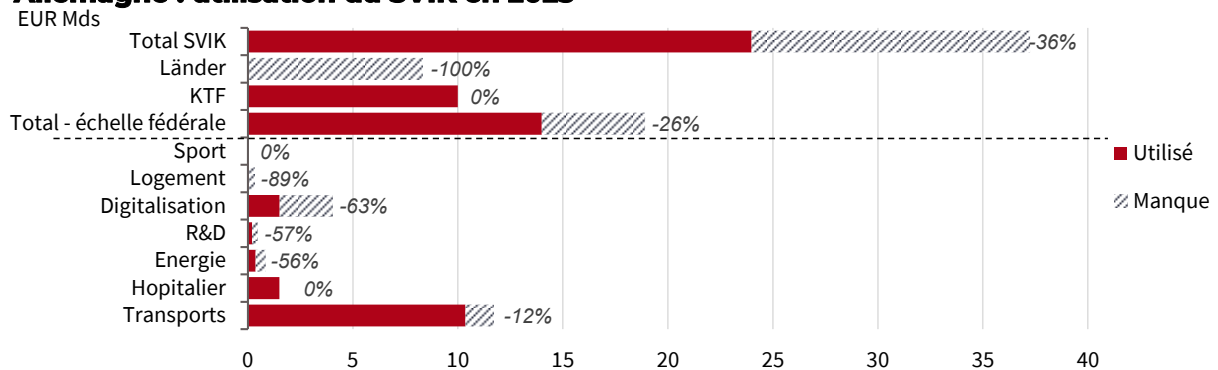
Source : ZEW, SG Études Économiques et Sectorielles

Le comportement des ménages est un déterminant clé de la résilience de l'économie. Le taux d'épargne des ménages allemands demeure supérieur

d'environ 1,5pp à sa moyenne des années 2010, et sa normalisation progressive est centrale pour rééquilibrer la croissance en faveur de la demande intérieure. L'incertitude élevée liée au conflit au Moyen-Orient devrait toutefois ralentir la baisse de l'épargne excédentaire. Si cela devrait freiner le rythme de reprise de la consommation, plusieurs facteurs d'atténuation demeurent en place : l'ampleur relativement limitée du choc de prix par rapport à l'épisode de 2022, le soutien continu des revenus apporté par un marché du travail qui reste structurellement tendu notamment dû à des tensions démographiques.

Le déploiement du plan fiscal démarre lentement sur fond de capacités d'absorption des fonds contraints

Allemagne : utilisation du SVIK en 2025



Source : BMF, SG Études Économiques et Sectorielles

Le déploiement du paquet budgétaire devrait s'accélérer, soutenant la croissance via une contribution plus importante des dépenses publiques. En 2025, une sous-utilisation significative est apparue dans les fonds alloués dans le cadre du SVIK¹, avec environ 36 % des montants (plus de EUR 13Mds) qui n'ont pas été décaissés. Ces retards étaient attendus, compte tenu des goulets d'étranglement administratifs, de la nécessité de mettre en place les cadres juridiques -en particulier au niveau des *Länder*- et du temps requis pour opérationnaliser les plans d'investissement. À mesure que ces contraintes s'atténueront, nous anticipons une accélération de l'absorption sur l'horizon de prévision, apportant un soutien significatif, quoique partiel, face à la faiblesse du secteur privé. Le rythme de déploiement pourrait toutefois être freiné par des contraintes d'offre, notamment les pénuries de main-d'œuvre, ainsi que par une incertitude politique accrue. Les déficits publics devraient rester proches de 4 % du PIB sur l'horizon de prévision, reflétant une hausse des émissions souveraines destinées à financer les plans d'investissement et l'alourdissement de la charge d'intérêt dans un contexte de taux longs plus élevés. Cette trajectoire devrait rester compatible avec la soutenabilité de la dette et un risque souverain contenu.

La demande extérieure et le secteur manufacturier continueront de peser sur les perspectives. Les producteurs allemands font face à une nette dégradation de leur compétitivité, sous l'effet de la hausse des coûts unitaires du travail -ce qui

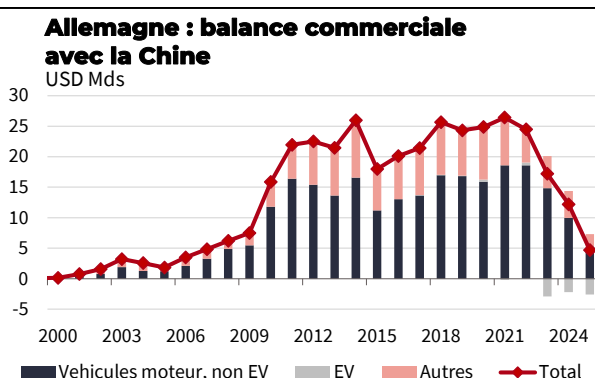
¹ Fonds spécial pour les infrastructures et à la transition climatique (Sondervermögen für Infrastruktur und Klimaneutralität)

accroît encore la pression sur les marges, comme indiqué plus haut- et de l'érosion des avantages comparatifs dans les secteurs historiquement forts du pays, ce qui pèse sur la demande. Cela est particulièrement visible dans le secteur automobile (qui représente environ 4 % de la VAB et 17 % des exportations de biens), où les mesures protectionnistes et l'intensification de la concurrence, notamment de la part des producteurs asiatiques, freinent la demande.

Les constructeurs allemands perdent des parts de marché, y compris dans les segments premium et luxe qui soutenaient le secteur dans les années 2010, alors même que les mutations structurelles de l'industrie affaiblissent encore leur positionnement. La réintroduction d'incitations à l'achat de véhicules électriques dans plusieurs pays européens (Allemagne, France, Italie, Espagne et Portugal) pourrait apporter un certain soutien à court terme. Toutefois, les retards accumulés dans le rattrapage des concurrents sur les technologies clés (véhicules électriques) et les évolutions des préférences des consommateurs (véhicules « software-first ») devraient peser durablement sur le secteur. En outre, l'expansion de capacités de production au sein de l'UE par des groupes asiatiques -visant à contourner les mesures protectionnistes- intensifie la concurrence et devrait bénéficier davantage aux régions à plus faibles coûts.

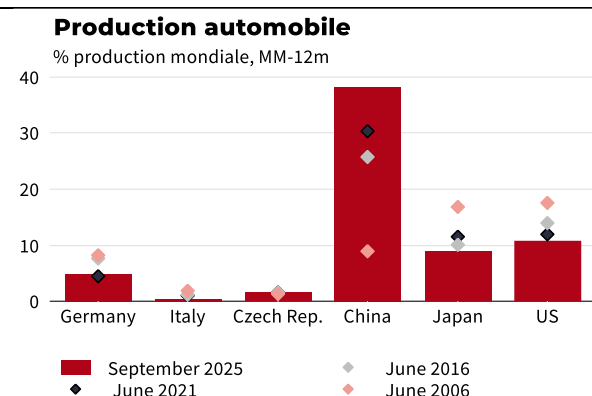
À moyen terme, un affaiblissement structurel du secteur automobile domestique pèsera sur la croissance potentielle, compte tenu de son rôle central dans l'investissement manufacturier et de sa contribution d'environ un tiers à la dépense totale de R&D. Plus largement, cette dynamique reflète la contribution décroissante de la demande extérieure à la croissance. La hausse des dépenses de défense devrait constituer un amortisseur partiel, en accompagnant la réallocation des ressources à mesure que l'économie modifie sa structure, mais elle ne devrait pas compenser pleinement la perte de dynamisme de l'industrie automobile

Les constructeurs automobiles reculent en Chine face à des producteurs locaux...



Source : COMTRADE, SG Études Économiques et Sectorielles

... en forte progression dans le marché mondial et à travers segments



Source : Wards Intelligence, SG Études Économiques et Sectorielles

Les risques pesant sur les perspectives restent orientés à la baisse. Une fragmentation politique accrue pourrait nourrir la polarisation et l'inaction publique, retardant les réformes structurelles nécessaires et aggravant les écarts

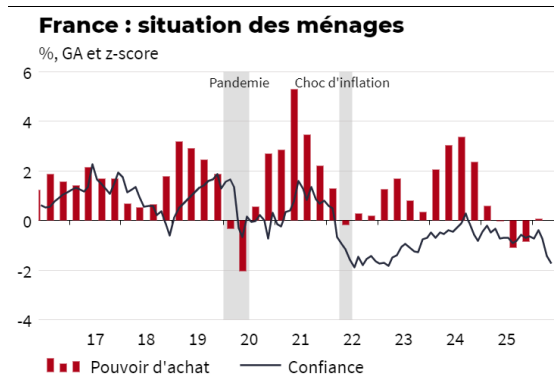
d'absorption dans le déploiement du programme SVIK. Cela est particulièrement important dans des domaines tels que l'assurance maladie obligatoire, où la hausse des coûts, sous l'effet du vieillissement démographique, des progrès des technologies médicales et d'une efficacité stagnante, exige des gains d'efficacité significatifs pour préserver à la fois le pouvoir d'achat des ménages et les finances publiques. Un choc inflationniste plus fort que prévu pourrait raviver les comportements de précaution et peser davantage sur la consommation. Enfin, un durcissement plus marqué des conditions de financement résultant de la politique monétaire ou de la volatilité des marchés freinerait davantage le crédit et pèserait sur l'investissement, tant dans l'immobilier que dans l'investissement productif.

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

l'inflation à 2,3 % en 2026, contre 0,9 % en 2025. La disparition de l'effet baissier de l'énergie reflète des effets de base favorables liés à la baisse des tarifs réglementés de l'électricité en février 2025, ainsi que la normalisation des prix de gros de l'électricité en France. Ce faible point de départ a permis au choc au Moyen-Orient de provoquer un fort rebond de l'inflation énergétique, atteignant en moyenne 12,8 % en glissement annuel au cours des trois premiers mois suivant le choc. L'inflation sous-jacente devrait toutefois rester plus contenue, la faiblesse de la demande, la modération salariale et le faible pouvoir de fixation des prix limitant la diffusion du choc aux prix sous-jacents. En conséquence, l'inflation française devrait accélérer plus rapidement que celle de la zone euro à court terme, tout en restant inférieure à l'inflation agrégée de la zone, les effets de second tour demeurant limités.

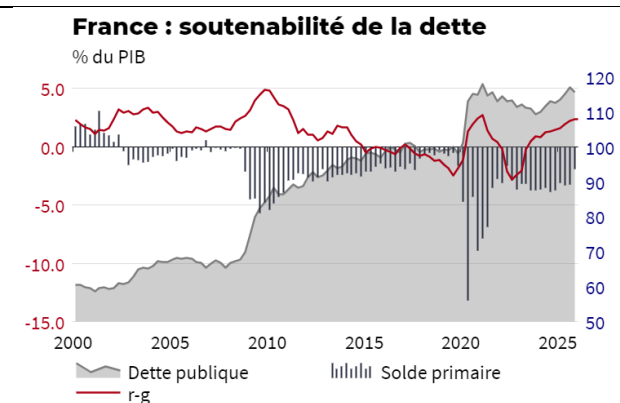
La pression persistante sur les marges des entreprises devrait entraîner une correction du marché du travail. Dans un contexte de marges contraintes, de ralentissement de la demande de travail et de faible dynamique d'activité, nous anticipons une poursuite de la hausse du chômage en 2026, avec un pic à 8,2 % au 4T26, un niveau inédit depuis la pandémie. Les marges des entreprises ont diminué ces derniers trimestres et convergent désormais vers leur moyenne de 2010-2020, sous l'effet d'un moindre pouvoir de fixation des prix, de pressions salariales persistantes et d'une faible croissance de la productivité. Les conditions du marché du travail ont déjà commencé à s'ajuster, avec une hausse du chômage d'environ 1 point de pourcentage par rapport à son point bas post-pandémie. L'ajustement est particulièrement marqué chez les jeunes, avec le taux de chômage des moins de 25 ans à 20,6 % au 1T26, dépassant celui de l'Italie, du Portugal et de la Grèce, en partie en raison des récentes modifications de la politique d'apprentissage.

Une confiance historiquement basse depuis '22 coïncide avec une baisse des revenus réels



Source : INSEE, SG Études Économiques et Sectorielles

La croissance faible et la hausse des taux pousseront la dette à la hausse



Source : INSEE, Eurostat, SG Études Économiques et Sectorielles

Les ménages font face à une triple contrainte d'une crise de confiance, une baisse des revenus réels et une hausse du chômage. Bien qu'ils aient été un moteur essentiel du rebond post-pandémie, leur contribution à la croissance s'est nettement affaiblie, revenant à environ la moitié de sa moyenne pré-pandémie en 2025. La confiance reste durablement inférieure à sa moyenne historique depuis

début 2022, limitant la propension des ménages à consommer. Dans le même temps, la croissance des revenus réels est redevenue négative et devrait rester sous pression en 2026, tandis que la hausse du chômage devrait davantage peser sur les anticipations de revenus du travail. L'effet cumulé de ces facteurs devrait ramener la croissance de la consommation des ménages à 0,3 % en 2026.

La faiblesse de la croissance et la hausse des coûts d'emprunt devraient continuer de pousser la dette publique à la hausse. Le ratio de dette de la France devrait dépasser 120 % du PIB en 2027, soit plus du double du critère de Maastricht et le troisième niveau le plus élevé de la zone euro. Alors que le déficit primaire reste important et que la consolidation budgétaire devrait rester limitée cette année, la faiblesse de la croissance et la hausse des charges d'intérêt devraient maintenir la dette sur une trajectoire ascendante. Les conditions de marché sont devenues moins favorables, les rendements des OAT retrouvant des niveaux inédits depuis plus de quinze ans. La volatilité devrait rester élevée, notamment à l'approche du processus budgétaire et des élections. Avec un solde primaire stabilisant la dette estimé à 1,2 % du PIB, l'ajustement nécessaire reste important, faisant de la soutenabilité de la dette un enjeu central des perspectives à moyen terme.

Les risques restent orientés à la baisse, sous l'effet des retombées de la guerre au Moyen-Orient et des incertitudes liées à l'élection présidentielle de 2027. La durée du conflit reste le principal risque externe, pouvant davantage peser sur le pouvoir d'achat et les conditions de financement. Sur le plan domestique, l'élection de 2027 risque d'accentuer la fragmentation politique et réduise la visibilité des politiques économiques. Un large éventail de candidats pourrait fragmenter davantage le paysage parlementaire, compliquant le processus législatif, notamment l'adoption de budgets crédibles. Dans ce scénario, des dérapages budgétaires, de nouvelles tensions avec les règles budgétaires européennes ou des retards dans les réformes structurelles pourraient peser sur la confiance, accroître les déficits et maintenir une prime de risque souveraine élevée.

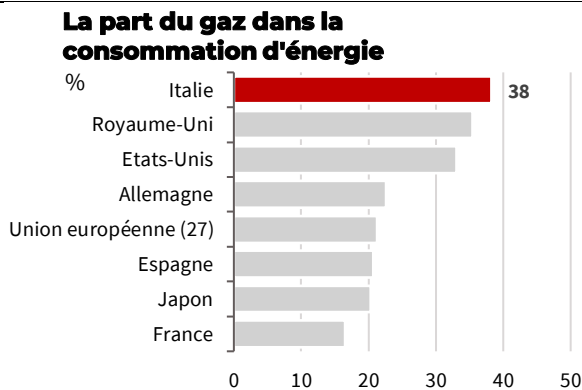
France	2025	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	0.9	0.5	0.7	1.1
Consommation des ménages	0.5	0.3	0.7	1.2
Consommation publique	1.6	1.0	0.8	1.0
Investissement	0.8	0.5	1.0	1.7
Exportations de biens & services	2.3	0.8	2.6	2.7
Importations de biens & services	4.3	0.9	2.7	2.9
Inflation, IPCH, % moyenne annuelle	0.9	2.3	1.5	1.7
Inflation sous-jacente, ICPH, % moyenne annuelle	1.6	1.6	1.6	1.8
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	0.6	-0.4	0.4	0.6
Épargne des ménages, % du RDB	18.4	17.5	17.2	16.6
Chômage, % de la population active	7.4	8.1	8.0	7.8
Solde budgétaire, % du PIB	-5.2	-5.2	-4.8	-4.3
Dette publique, % du PIB	116	119	121	122
Solde courant, % du PIB	-0.3	-0.7	-0.4	-0.4

ITALIE

- **La croissance restera modérée avec les coûts de l'énergie qui pèsent sur la consommation des ménages et l'incertitude qui persiste.**
- **L'Italie est particulièrement sensible à la hausse des prix du pétrole et du gaz en raison de sa forte dépendance aux énergies fossiles.**
- **Le coût fiscal de la crise énergétique pourrait compromettre la réduction de la dette anticipée à partir de 2027.**

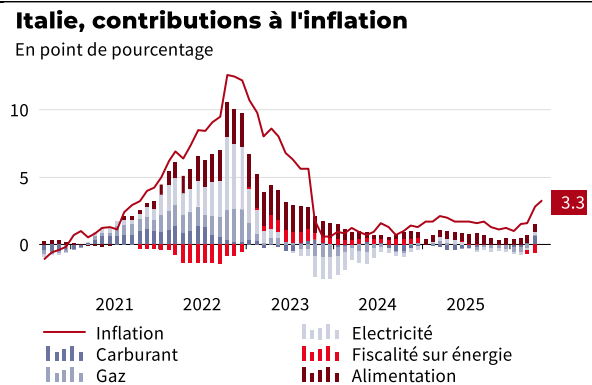
Le conflit au Moyen-Orient enlèvera près de 0,3pp à la croissance du PIB en 2026 et devrait affecter toutes les composantes de la demande. La consommation privée ralentirait, en raison d'une réduction du revenu disponible réel, et ce malgré une légère baisse du taux d'épargne. L'investissement logement progresserait moins vite qu'en 2025, la construction diminuant légèrement. Les fonds européens continuent de soutenir l'investissement en infrastructures et équipements, mais ceux-ci vont pâtir des tensions géopolitiques et de la hausse des taux d'intérêt. L'impact des tarifs américains et des perturbations sur certains marchés d'exportation dus au conflit au Moyen-Orient vont perturber les perspectives d'exportation de biens tout en réduisant les importations. Les exportations nettes auraient un impact négatif sur la croissance du PIB, mais moins qu'en 2025.

L'Italie est très sensible aux prix du gaz



Source : IEA, SG Études économiques et sectorielles

L'inflation a bondi à 3,3 % contre 1 % en janvier



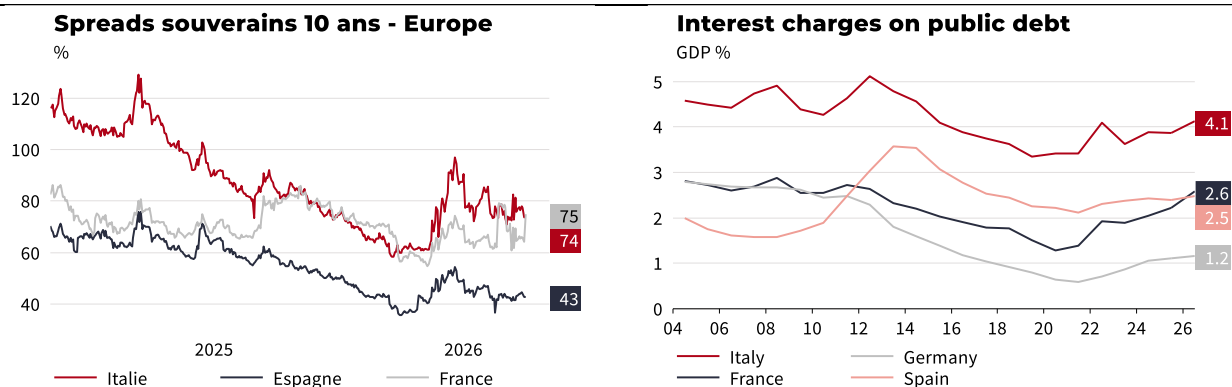
Source : Eurostat, LSEG, SG Études économiques et sectorielles

L'Italie est particulièrement sensible à la hausse des prix du pétrole et du gaz en raison de sa forte dépendance aux combustibles fossiles, représentant 76 % de son approvisionnement énergétique total (contre 46 % en France). 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 particulièrement forte dans la consommation des ménages (58 %). Cependant, le pays a réduit sa dépendance énergétique mondiale en augmentant la part des sources d'énergie renouvelable à 44 % dans la production d'électricité, contre 16 % il y a 20 ans.

Le choc énergétique pèse sur les perspectives budgétaires, limitant davantage l'espace budgétaire déjà limité. La réponse du gouvernement, annoncée le 19 mars, combinait des réductions temporaires de taxes sur les carburants (EUR 417mn, plus tard prolongées jusqu'au 1^{er} mai avec EUR 500mn supplémentaires) avec des mesures anti-spéculation. Bien que le ministre des Finances Giorgetti ait exclu des mesures correctives immédiates, il a laissé ouverte la possibilité d'une action coordonnée au niveau de l'UE en vertu de la clause générale de garantie.

Les réactions du marché sont restées relativement modérées. Les rendements souverains à dix ans ont augmenté d'environ 70 pb en mars à 4 % avant de retomber à 3,8 %, tandis que les écarts se sont élargis d'environ 15 pb depuis le début du conflit. Les actions, en revanche, sont restées résilientes, le marché boursier ayant progressé d'environ 12 % depuis le début de l'année. Les charges d'intérêts sur la dette publique s'élèvent désormais à 4,1 % du PIB — presque le double de celles de la France et de l'Espagne, et quatre fois celles de l'Allemagne — et la dette totale dépasse 3 095 milliards d'euros. Même des baisses modestes de croissance causées par la hausse des prix de l'énergie pourraient impacter les recettes et réduire davantage la marge budgétaire limitée disponible pour absorber les chocs sans recourir à des mesures correctives.

Si les marchés ont réagi de façon modérée, la hausse des charges d'intérêt est source d'inquiétude



Source : LSEG Datastream, SG Études économiques et sectorielles

Source : DG-ECFIN AMECO, LSEG, SG Études économiques et sectorielles

Le marché du travail reste très tendu en raison de la pression démographique 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, cependant, 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 atteint un niveau historiquement bas de 5,1 % (avril). Malgré les tensions sur le marché du travail, les hausses salariales sont restées modérées, dans la fourchette de 2 à 2,5 %. Les ménages seraient les plus touchés par la crise énergétique, avec une contraction du revenu réel cette année, induisant une perte de pouvoir d'achat.

Le déficit budgétaire resterait à 3,0 % du PIB en 2026 et 3,1 % en 2027. La croissance des recettes devrait ralentir avec l'économie, mettant en péril la sortie de l'Italie de la procédure européenne de déficit excessif en 2026. L'excédent primaire atteindrait environ 1,1 % du PIB dans les deux prochaines années — juste assez pour stabiliser le ratio de la dette publique à 138 % du PIB.

Les risques sont orientés à la baisse. Une crise longue au Moyen-Orient — induisant des hausses prolongée des prix du pétrole, du gaz et de l'électricité — exercerait une pression à la baisse supplémentaire sur la croissance et les finances publiques. 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	0,3	0,3	0,6
Consommation des ménages	1,1	0,2	0,2	0,7
Consommation publique	0,6	0,4	0,4	0,4
Investissement	3,8	2,4	-0,3	0,2
Exportations de biens & services	1,4	1,4	2,0	2,4
Importations de biens & services	3,9	2,4	1,5	2,1
Inflation, % moyenne annuelle	1,6	3,3	1,4	1,9
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	1,9	2,2	2,2	2,0
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	0,9	-0,2	0,4	0,5
Épargne des ménages, % du RDB	11,0	10,7	10,9	10,8
Chômage, % de la population active	6,1	5,6	5,9	5,9
Solde budgétaire, % du PIB	-3,0	-3,0	-3,1	-3,1
Dette publique, % du PIB	136	138	138	138
Solde courant, % du PIB	1,1	0,0	0,3	0,4

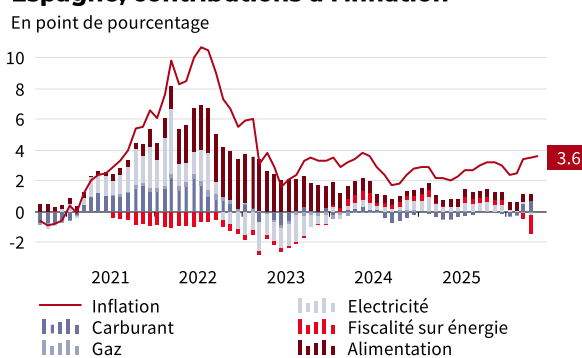
ESPAGNE

- **Le conflit au Moyen-Orient pèsera sur la croissance, malgré l'adoption précoce d'un décret visant à limiter les prix du carburant.**
- **L'inflation devrait atteindre 3,5 % en 2026, ce qui érodera le pouvoir d'achat des ménages et augmentera les coûts de production.**
- **Si le tourisme international reste dynamique, les revenus issus du tourisme intérieur marquent le pas.**

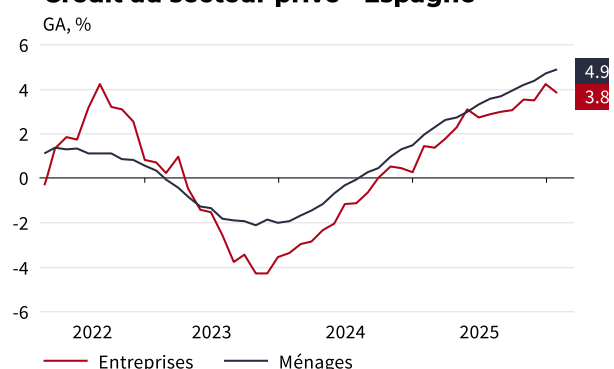
Le conflit au Moyen-Orient va peser sur la croissance, principalement par le biais de la hausse des prix de l'énergie et d'une incertitude accrue. Alors que le prix du pétrole et du gaz augmentent en raison des perturbations des voies d'approvisionnement mondiales, l'inflation devrait atteindre 3,5 % en 2026, érodant le pouvoir d'achat des ménages et augmentant les coûts de production. Cela réduira la consommation et l'investissement, entraînant une croissance du PIB plus faible, à savoir 1,7% en 2026 et 1,3% en 2027, soit une nette décélération par rapport aux 2,8% de 2025. En outre, une demande extérieure plus faible, liée au ralentissement des partenaires européens, ainsi que des conditions financières restrictives — en raison de baisses de taux retardées ou de hausses possibles — pèseront sur l'activité. Toutefois, l'économie demeure assez résiliente, soutenue par une demande intérieure solide, la croissance de l'emploi et le tourisme. Dans l'ensemble, le conflit ne compromet pas la croissance, mais il engendre un environnement macroéconomique plus inflationniste et incertain, avec des risques orientés à la baisse si les tensions persistent.

Le choc énergétique accentue l'inflation, déjà alimentée par une allocation dynamique du crédit

Espagne, contributions à l'inflation



Crédit au secteur privé - Espagne



Source: Eurostat, LSEG, SG Études économiques et sectorielles

Source: BCE, LSEG, SG Études économiques et sectorielles

La résilience de l'Espagne face à un choc énergétique est aujourd'hui meilleure qu'il y a dix ans, ce qui reflète les transformations structurelles de son système énergétique et de sa structure d'approvisionnement. D'abord, le mix électrique a été largement décarboné, les énergies renouvelables représentant 57% de la production d'électricité en 2025, contre 35% en 2015 et 15% une décennie plus tôt, ce qui réduit la transmission des chocs liés aux prix des combustibles fossiles aux prix de

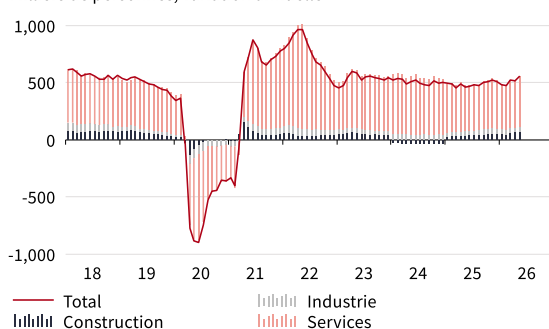
l'électricité. Cela accroît également l'autosuffisance énergétique et diminue la dépendance aux importations de combustibles. Ensuite, si l'Espagne demeure fortement dépendante des importations (70% de son énergie primaire), son approvisionnement en gaz est plus diversifié et géographiquement proche, avec l'Algérie qui fournit 35 à 40% des importations via gazoduc, le reste étant principalement du GNL en provenance des États-Unis et d'autres pays, qui bénéficie des meilleures capacités de regazéification en Europe. S'agissant du pétrole brut et des produits pétroliers raffinés, seuls 12% des importations espagnoles transitent par le détroit d'Ormuz (principalement en provenance d'Arabie saoudite et d'Irak), ce qui limite l'exposition du pays aux pénuries de pétrole. Enfin, la baisse progressive de l'intensité énergétique du PIB réduit l'impact macroéconomique d'un choc donné sur les prix de l'énergie.

En réponse au choc énergétique, le gouvernement espagnol a adopté, le 20 mars, un ensemble de mesures budgétaires (décret-loi royal 7/2026) combinant un allègement des prix à court terme avec des mesures énergétiques structurelles. Le paquet initial était estimé à 5,8 milliards d'euros (0,3% du PIB). Ce programme repose largement sur des subventions indirectes à l'énergie via des baisses d'impôts, réduisant les prix des carburants jusqu'à 0,30 euro par litre. En outre, le gouvernement a mis en place des transferts ciblés et un soutien sectoriel, notamment une remise de 0,20 euro par litre de carburant pour les transports, les agriculteurs et la pêche, des crédits subventionnés pour les secteurs agroalimentaires, et une réduction de 80% des tarifs d'accès au réseau pour les industries électro-intensives. Pour les ménages, le « bouclier social énergétique » a été renforcé par l'extension des remises sur l'électricité pour les consommateurs vulnérables, la prolongation du chèque énergie, le gel des prix du butane/propane, ainsi que l'interdiction des coupures pour les usagers vulnérables.

La création d'emplois reste très dynamique, alimentée par les services et un afflux de migrants

Emploi par secteur

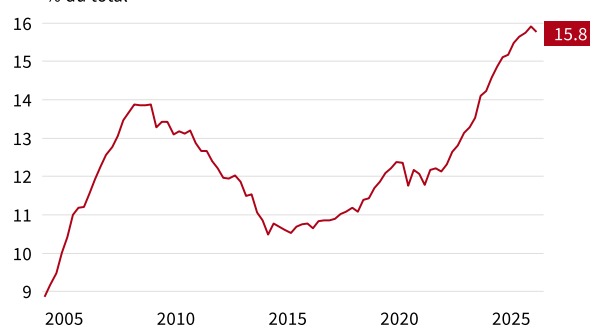
Milliers de personnes, variation annuelle



Source: INE, LSEG, SG Études économiques et sectorielles

Emploi des étrangers en Espagne

% du total



Source: INE, LSEG, SG Études économiques et sectorielles

Le marché du travail espagnol reste solide en 2026, soutenu par une forte création d'emplois et une contribution déterminante de l'immigration. Les travailleurs étrangers représentent désormais près de 16% de l'emploi total (plus de 3,1 millions de personnes) et ont joué un rôle majeur dans l'expansion du marché du travail,

contribuant à près des deux tiers des créations nettes d'emplois depuis la pandémie. Cela reflète à la fois des pressions démographiques et des pénuries persistantes de main-d'œuvre. Sur le plan sectoriel, la croissance de l'emploi demeure fortement concentrée dans les services, en cohérence avec la structure économique de l'Espagne. Les activités liées au tourisme — notamment l'hôtellerie, le commerce de détail et les services d'hébergement — représentent une part importante de l'emploi, et les travailleurs étrangers y sont fortement représentés (près de 29% dans l'hôtellerie). Parallèlement, la création d'emplois s'est élargie à des secteurs à plus forte valeur ajoutée, tels que l'information et la communication, l'énergie et les services professionnels, qui affichent parmi les taux de croissance les plus élevés.

Les risques combinent des éléments conjoncturels à court terme et des contraintes structurelles à moyen terme. À court terme, les principaux risques proviennent des tensions géopolitiques et de la volatilité des prix de l'énergie, qui alimentent l'inflation et pèsent sur le pouvoir d'achat des ménages, l'investissement et la demande touristique. Une inflation durablement élevée pourrait aussi maintenir les taux d'intérêt à un niveau élevé, resserrant les conditions financières et freinant la croissance. Les vulnérabilités budgétaires demeurent importantes, avec une dette publique proche de 100% du PIB et une pression croissante liée aux dépenses de vieillissement, ce qui limite les marges de manœuvre en cas de choc. Sur le plan intérieur, des risques émergent également sur le marché immobilier, où la hausse des prix et les problèmes d'accessibilité pourraient générer des déséquilibres financiers. À moyen terme, le vieillissement rapide de la population et une productivité structurellement faible pèsent sur la croissance potentielle, tandis que la forte dépendance au tourisme et aux services à faible productivité accroît la vulnérabilité aux chocs externes.

Espagne	2025	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	2,8	1,7	1,3	1,6
Consommation des ménages	3,4	1,9	1,8	2,0
Consommation publique	2,4	1,5	0,8	0,8
Investissement	5,8	3,8	0,3	0,6
Exportations de biens & services	3,6	1,8	2,6	2,7
Importations de biens & services	6,2	2,4	2,1	2,4
Inflation, % moyenne annuelle	2,7	3,5	1,7	2,2
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2,6	2,8	2,2	2,2
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	2,5	2,4	1,8	1,4
Épargne des ménages, % du RDB	12,0	12,0	12,0	11,5
Chômage, % de la population active	10,5	10,7	11,0	11,0
Solde budgétaire, % du PIB	-2,5	-2,3	-2,5	-2,5
Dette publique, % du PIB	100	99	99	98
Solde courant, % du PIB	2,9	1,9	2,3	2,3

ROYAUME-UNI

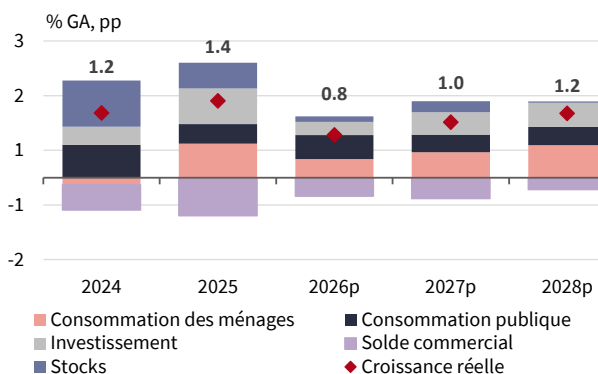
- **Le rebond du T1 2026 ne devrait pas durer, les prix plus élevés de l'énergie, l'incertitude et le resserrement des conditions financières freinant l'activité. Nous voyons la croissance ralentir à 0,8 % en 2026 puis rester modérée à 1,0 % en 2027.**
- **L'inflation totale devrait accélérer, mais la faiblesse du marché du travail devrait contenir les effets de second tour.**
- **La combinaison d'une croissance plus faible et d'une inflation plus élevée devrait maintenir la BoE en pause jusqu'en 2026, tandis que les rendements élevés des Gilts soulignent les fragilités budgétaires du pays, malgré la poursuite de la consolidation.**

Le rebond du T1 2026 ne devrait pas durer, les prix plus élevés de l'énergie et l'incertitude freinant l'activité. L'économie a démarré l'année sur une note plus solide, avec une croissance du PIB de 0,6 % au T1, après 0,2 % au trimestre précédent. La demande intérieure a porté l'activité, soutenue par la consommation des ménages et des administrations publiques, tandis que les entreprises ont reconstitué leurs stocks. Mais le choc énergétique pèsera sur l'activité au second semestre, via les revenus réels, les marges et des conditions financières plus restrictives. Le PMI composite de mai est déjà retombé en zone de contraction. La dépense publique restera le principal soutien, mais son impulsion s'estompera avec la consolidation budgétaire. Nous anticipons un ralentissement de la croissance à 0,8 % cette année, puis 1,0 % en 2027.

Prévisions ETU : croissance faible à court terme

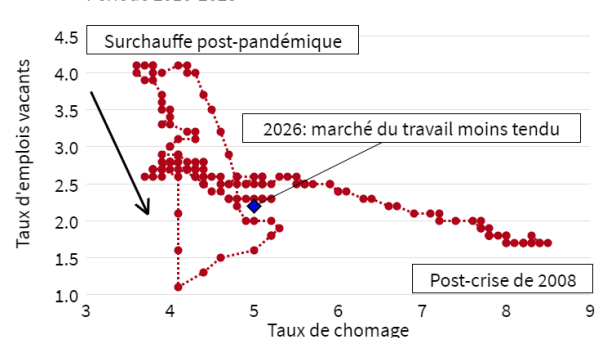
Le marché du travail est moins tendu qu'après-Covid

Contributions à la croissance du PIB



Courbe de Beveridge

Période 2010-2025



Source : ONS, SG Études Économiques et Sectorielles

Source : ONS, SG Études Économiques et Sectorielles

L'inflation totale devrait accélérer... Un mix énergétique très dépendant des énergies fossiles, le pétrole et le gaz représentant 75 % de l'offre, et une forte dépendance aux importations nettes d'énergie, à 44 % de la consommation, expose l'économie du Royaume-Uni aux chocs de prix mondiaux. La hausse de 12

% du plafond tarifaire d’Ofgem (mécanisme mis en place par le régulateur pour limiter le prix facturé aux ménages) en juillet, soit environ 260 GBP par an sur la facture moyenne des ménages, ainsi que la hausse des carburants, alimenteront l’inflation énergétique. L’inflation alimentaire devrait aussi progresser, sous l’effet des perturbations de chaînes d’approvisionnement et du renchérissement des engrais. Nous prévoyons une inflation énergie et alimentaire autour de 7 % fin 2026, portant l’inflation totale moyenne à 3,2 %. Les anticipations d’inflation ont fortement augmenté chez les ménages, les entreprises et sur les marchés depuis le début du conflit au Moyen-Orient.

...mais la faiblesse du marché du travail devrait contenir les effets de second tour. Le chômage a atteint 5,0 % en mars et nous l’attendons à 5,3 % en moyenne cette année. Les postes vacants, les pénuries de main-d’œuvre et les difficultés de recrutement signalées par les entreprises sont tous à des plus bas de cinq ans. La dynamique salariale ralentit déjà, avec une croissance nulle des salaires réels en mars. Le refroidissement du marché du travail devrait affaiblir le pouvoir de négociation des salariés et faire passer la croissance des salaires réels en territoire négatif cette année, la hausse des salaires nominaux restant inférieure à l’inflation. De plus, près de la moitié des accords salariaux annuels ont déjà été conclus avant le choc énergétique, limitant les possibilités de rattrapage salarial immédiat. En l’absence de boucle prix-salaires, les effets de second tour devraient rester limités.

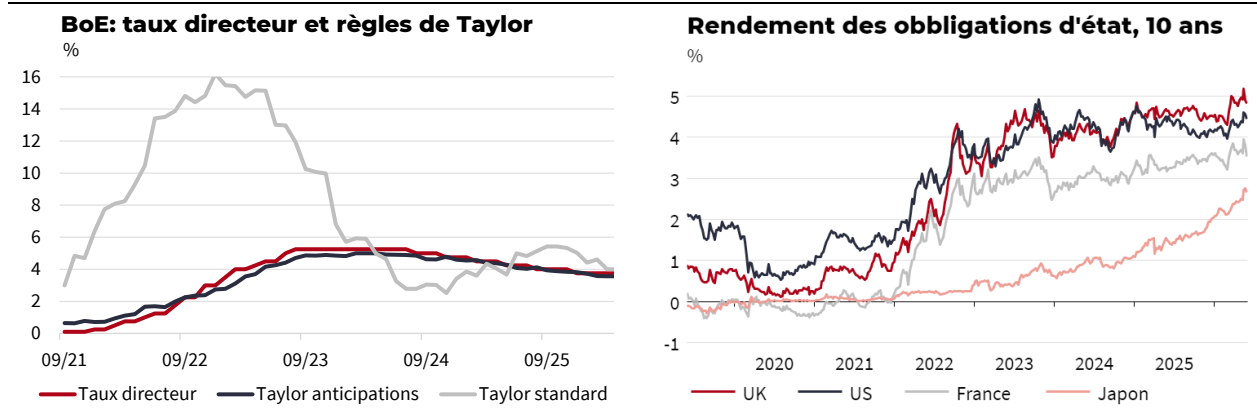
Les entreprises font face à une compression de leurs marges, les coûts augmentant dans un contexte de demande faible, ce qui devrait peser sur l’investissement. La hausse des prix de l’énergie s’ajoute à une base de coûts déjà élevée après le relèvement des cotisations employeurs et du salaire minimum. L’incertitude liée au conflit au Moyen-Orient s’ajoute aussi à celle entourant les droits de douane américains. Avec une demande intérieure faible, les entreprises disposent d’un pouvoir de fixation des prix limité et ne devraient pas pouvoir répercuter intégralement la hausse des coûts. Elles devraient donc réduire d’autres intrants, notamment le travail, en ralentissant les embauches, ce qui en affaiblira encore la demande de main-d’œuvre. Cela ne suffira toutefois pas à absorber entièrement le choc de coûts. Les marges devraient se contracter, comme lors des précédents chocs énergétiques. Des profits plus faibles, une demande moins dynamique et des conditions financières plus restrictives plaident pour un recul de l’investissement. La confiance des entreprises est tombée à son plus bas niveau depuis les confinements liés au Covid.

La hausse des prix de l’énergie érodera le pouvoir d’achat des ménages et pèsera sur la consommation. La progression des factures d’énergie et d’alimentation, un marché du travail moins porteur et des salaires stagnants pèseront sur les revenus réels, tandis que la hausse des coûts de refinancement hypothécaire ajoutera un frein supplémentaire. Le choc intervient alors que les revenus disponibles réels venaient de retrouver leur niveau d’avant la crise du coût de la vie de 2022. Les ménages devraient absorber une partie du choc en puisant dans leur épargne, mais la

consommation restera pénalisée. Dans ce contexte, les enquêtes de confiance des consommateurs et d'anticipations financières personnelles se sont dégradées depuis le début du conflit.

L'équation de politique monétaire de la BoE s'est compliquée, avec une croissance plus faible et une inflation totale plus élevée. Nous anticipons un maintien du taux directeur inchangé en 2026, contre deux baisses prévues avant le conflit au Moyen-Orient. Ce scénario est cohérent avec une règle de Taylor fondée sur les anticipations, qui fait abstraction des pics temporaires d'inflation et qui a bien expliqué l'évolution du taux directeur depuis le Covid (voir graphique ci-dessous). La BoE devrait ignorer la hausse à court terme de l'inflation totale, tant que les effets de second tour restent limités. La politique monétaire ne peut pas agir sur les prix mondiaux de l'énergie : compenser pleinement le choc exigerait donc un freinage excessif de la demande intérieure, de l'inflation sous-jacente et des salaires, déjà faibles. Avec la reprise de la désinflation en 2027, nous voyons une marge pour deux baisses de 25 pb, ramenant le taux à 3,25 % fin 2027, en ligne avec le taux neutre.

La BoE regarde au-delà des pics temporaires d'inflation Le rendement des Gilts est au plus haut du G7



Source: BoE, NIESR, SG Economic and Sector Studies

Source: LSEG, SG Economic and Sector Studies

Les rendements des Gilts, les plus élevés du G7, exposent les vulnérabilités du Royaume-Uni. Le rendement des Gilts 30 ans a atteint son plus haut niveau depuis 1998, tandis que le 10 ans évolue près de ses plus hauts post-crise financière mondiale. Les effets de contagion depuis les États-Unis expliquent une partie du mouvement, la hausse des rendements des Treasuries se transmettant aux Gilts. Mais des facteurs propres au Royaume-Uni ont amplifié le mouvement. Les marchés ont fortement révisé la trajectoire attendue de la BoE depuis le début du conflit au Moyen-Orient, tandis que les primes de risque d'inflation ont augmenté, compte tenu de l'exposition du pays aux chocs d'énergie importée et d'une inflation déjà élevée. Le risque politique ajoute aussi de la pression, avec la crainte qu'un changement de leadership travailliste affaiblisse la consolidation budgétaire et accroisse le recours à l'emprunt. Ces pressions conjoncturelles s'ajoutent à des fragilités structurelles : absence de privilège lié au dollar, absence de filet institutionnel de type zone euro comme en France ou en Italie, et prime de risque persistante héritée de la crise du

mini-budget de 2022. Les Gilts restent donc plus exposés à la volatilité obligataire, malgré la poursuite de la consolidation budgétaire. Le QT constitue un frein supplémentaire, les ventes actives de Gilts par la BoE augmentant l'offre de titres et pesant sur les prix.

Les risques restent orientés à la baisse. Des effets prolongés du conflit au Moyen-Orient maintiendraient les prix de l'énergie à un niveau élevé, alimenteraient les effets inflationnistes de second tour, retarderaient la désinflation et maintiendraient la BoE sur une trajectoire de taux plus élevés plus longtemps.

Royaume-Uni	2025	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	1,4	0,8	1,0	1,2
Consommation des ménages	1,0	0,6	0,8	1,0
Consommation publique	1,7	2,1	1,5	1,6
Investissement	3,4	1,3	2,1	2,2
Exportations de biens & services	2,1	0,7	1,2	2,0
Importations de biens & services	4,1	1,7	2,2	2,4
Inflation, % moyenne annuelle	3,4	3,2	2,6	2,1
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	3,5	2,7	2,3	2,0
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	1,0	0,6	0,7	0,5
Épargne des ménages, % du RDB	9,8	9,4	9,2	8,7
Chômage, % de la population active	4,8	5,3	5,1	4,7
Solde budgétaire, % du PIB	-5,3	-4,7	-4,2	-3,5
Dettes publiques, % du PIB	95	97	99	100
Solde courant, % du PIB	-2,4	-3,7	-3,3	-3,6

ÉTATS-UNIS

- **La croissance américaine devrait ralentir à 1,7 % en 2026 puis à 1,4 % en 2027, sous l'effet d'une inflation tirée par l'énergie qui érode la progression du revenu réel des ménages.**
- **La compression des marges, liée à la hausse des coûts des intrants, pourrait retarder les embauches et accroître les licenciements, entraînant une progression modérée des salaires.**
- **Les dépenses d'investissement liées à l'IA devraient partiellement compenser le ralentissement de la consommation, mais au prix de tensions accrues en matière de répartition des revenus.**
- **L'inflation énergétique devrait repousser les baisses de taux de la Fed à la fin de 2026, tandis que l'augmentation des dépenses de défense et un changement d'orientation sous la présidence de Kevin Warsh pourraient tirer à la hausse les primes de terme.**

La croissance américaine devrait ainsi ralentir davantage qu'anticipé précédemment, en raison d'un affaiblissement progressif de la résilience de la demande des ménages et d'une dépendance accrue à un nombre restreint de moteurs d'investissement. La croissance du PIB réel est attendue à 1,7 % en 2026, contre 2,1 % en 2025, avant de ralentir à 1,4 % en 2027. Cette perspective reflète principalement un profil de consommation plus faible, les dépenses des ménages n'étant désormais attendues en hausse que de 1,4 % en 2026 comme en 2027. Il s'agit d'un scénario de ralentissement plutôt que de récession, mais la composition de la croissance se resserre nettement.

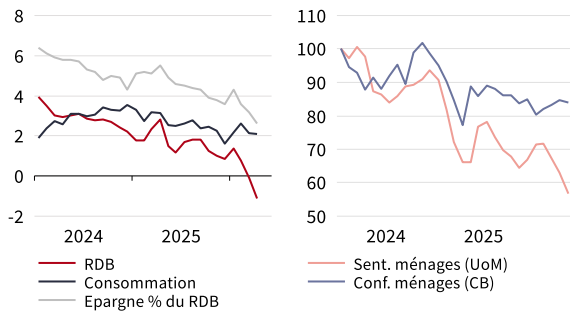
La situation financière des ménages apparaît plus fragile qu'au moment du choc inflationniste de 2022. La hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation comprime le pouvoir d'achat réel, alors que les ménages disposent de marges d'épargne plus limitées. Au-delà du soutien temporaire apporté par les remboursements d'impôts au premier semestre, les ménages disposeront d'une capacité limitée à absorber les hausses de prix sans ajuster leur consommation discrétionnaire. Cette dynamique s'inscrit dans un contexte de confiance des ménages dégradée et d'un marché du travail qui ne génère plus le même soutien aux revenus qu'après la pandémie. En conséquence, le RDB devrait nettement ralentir à 0,5 % en 2026. Les effets de second tour sur le marché du travail pourraient constituer un canal majeur d'amplification du ralentissement. L'environnement de *low hire, low fire* pourrait se détériorer, les entreprises confrontées à une compression de leurs marges étant susceptibles de retarder leurs recrutements ou d'accroître les suppressions de postes. Toutefois, le taux de chômage ne devrait augmenter que progressivement, à 4,7 % en 2026 puis 5,0 % en 2027, en raison d'une

croissance limitée de l'offre de travail. Le risque de spirale prix-salaires demeure, selon nous, contenu malgré la hausse des anticipations d'inflation à court terme.

Les budgets des ménages sont de plus en plus contraints tandis que... ..la contribution (brute) de l'IT à la croissance a dépassé en 2025 le pic de la bulle Internet

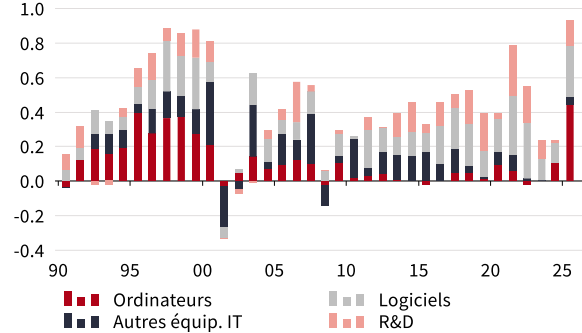
US: situation des ménages

GA, %; indice 2024 = 100 (D)



US: contribution de l'IT

pp.



Sources : US BEA, University of Michigan, Conference Board, LSEG Datastream, SG Études Économiques et Sectorielles

Sources : US BEA, LSEG Datastream, SG Études Économiques et Sectorielles

Les investissements liés à l'IA devraient empêcher un ralentissement plus marqué, même si leurs effets anticipés sur le marché du travail pourraient contribuer à la faiblesse de la confiance des ménages. Les dépenses d'investissement des *hyperscalers* sont désormais attendues à USD 725Md en 2026, après des révisions à la hausse, ce qui soutiendra la croissance des résultats pour les fournisseurs de semi-conducteurs, de centres de données et d'infrastructures énergétiques. L'investissement fixe privé devrait ainsi progresser d'environ 2,8 % sur la période 2026-2027, compensant en partie la faiblesse de l'investissement résidentiel. Néanmoins, les gains de productivité demeurent progressifs et les effets initiaux sur le marché du travail restent hétérogènes. Les éléments disponibles suggèrent un ralentissement modéré des embauches pour les postes juniors dans les secteurs les plus exposés. De manière plus structurelle, la corrélation positive entre exposition à l'automatisation et niveau de salaire laisse entrevoir une pression à la baisse sur les revenus les plus élevés, ce qui pourrait contribuer à la forte dégradation de la confiance observée pour cette catégorie. Si la création de nouvelles tâches devrait partiellement compenser l'automatisation, des décalages en termes de compétences, de calendrier et de niveau de qualification sont probables. À moyen terme, le boom de l'investissement devrait soutenir des marges d'entreprise élevées, mais la hausse de la part du capital dans le revenu risque de renforcer les inégalités et la polarisation politique, avec des effets potentiels sur la volatilité des politiques publiques et l'incertitude d'investissement.

Le projet de budget 2027 entraînerait une hausse des dépenses de défense, aggravant le déficit. Environ USD 500Md d'autorisations supplémentaires sont demandés, soit près de 1 % du PIB après compensations, avec un déploiement sur plusieurs années. Les dépenses de défense atteindraient 3,7 % du PIB en 2028 (contre 3,0 % en 2026). L'effet à court terme sur la croissance serait limité, mais les besoins de financement et les charges d'intérêt augmenteraient.

Les droits de douane au titre de la section 301 devraient remplacer le tarif universel de 10 % (section 122), appelé à expirer le 24 juillet 2026 sans une ratification du Congrès inattendue. D'autres enquêtes sont en cours et pourraient offrir un levier supplémentaire. Le taux tarifaire effectif resterait autour de 8-12 %, avec des ajustements ponctuels et une volatilité accrue à l'approche des échéances politiques. Ces mesures au titre de la section 301 renforcent la position de négociation de l'administration et ne nécessite pas une ratification par le Congrès, notamment sur l'USMCA.

La remontée de l'inflation, liée au conflit avec l'Iran, complique la politique monétaire à court terme. L'inflation atteindrait 3,5 % en moyenne en 2026, retardant les baisses de taux à fin 2026. Le ralentissement de la demande, le risque limité d'effets de second tour et la dégradation du marché du travail devraient toutefois favoriser la désinflation, permettant un assouplissement au T4 2026. L'agenda de Kevin Warsh serait initialement contraint par le choc inflationniste. Ses projets (baisse des taux, réduction plus rapide du bilan, suppression du forward guidance) pourraient accroître la prime de terme et provoquer une pentification de la courbe via un transfert du risque de durée vers le privé. La fin du dot plot améliorerait la flexibilité mais risque une transmission moins efficace et une volatilité accrue en période de stress.

L'économie américaine entre ainsi dans une phase de resserrement de ses moteurs de croissance, ce qui accroît la fragilité de l'expansion. Les risques sont orientés à la baisse : une chute plus marquée de la confiance des ménages, une détérioration plus rapide du marché du travail ou une correction des valorisations boursières liées à l'IA pourraient amplifier le ralentissement. Les risques climatiques, (El Niño / La Niña), ajoutent une incertitude supplémentaire à moyen terme.

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

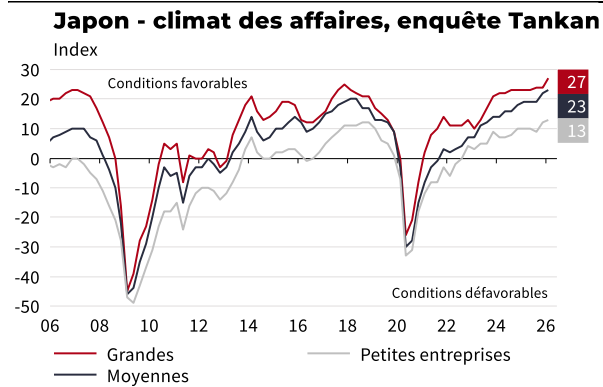
JAPON

- **Malgré un budget supplémentaire de 3tr. JPY (0,5 % du PIB) lié au conflit au Moyen-Orient, la croissance est révisée à la baisse.**
- **Les subventions énergétiques et les gains de salaires réels vont atténuer l'impact de la hausse des prix du pétrole pour les ménages et le stimulus budgétaire soutiendra l'investissement.**
- **La Banque du Japon s'apprête à poursuivre des hausses de taux pour ancrer les anticipations d'inflation, mais elle suspendra son plan de réduction du bilan en 2027.**

La croissance devrait subir une pression à la baisse en raison de la situation au Moyen-Orient. Les contraintes d'approvisionnement énergétique et la stagnation de la logistique devraient entraîner des ajustements de production, et la détérioration des termes d'échange due à la flambée des prix du pétrole brut pèsera sur les profits des entreprises et le véritable pouvoir d'achat des ménages. La croissance des deux prochains trimestres devrait rester proche de zéro. Le vaste plan de relance budgétaire soutiendra la consommation et l'investissement grâce à des mesures de soutien au coût de la vie pour les ménages et les PME. Elle comprend un budget supplémentaire de 0,5 % du PIB qui financera les subventions énergétiques, reconstituera les fonds de réserve épuisés et créera une nouvelle réserve en cas de persistance du conflit. Par contre, des incertitudes accrues en matière de politique et de commerce pèseront sur le sentiment des entreprises. En supposant que les tensions liées à la situation au Moyen-Orient s'atténuent progressivement, la croissance réelle du PIB est projetée à 0,6 % en 2026 et à 0,5 % en 2027.

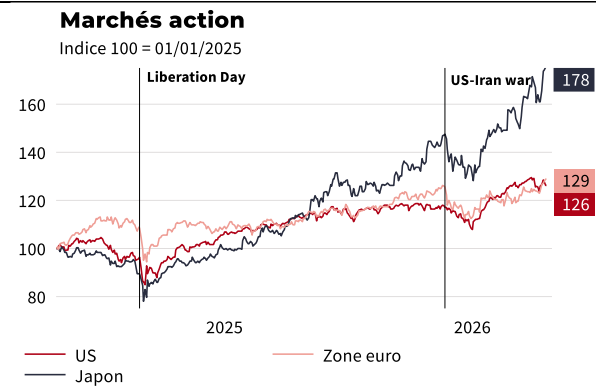
Le Japon est très sensible à la situation au Moyen-Orient. Si le conflit est résolu dans le délai de notre hypothèse de travail, l'économie devrait croître à un rythme modéré en 2026 grâce au soutien budgétaire et à une reprise de la consommation privée. Une durée plus longue du conflit affecterait à 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.

Un climat des affaires encore solide...



Sources : Banque du Japon, LSEG, SG Études économiques et sectorielles

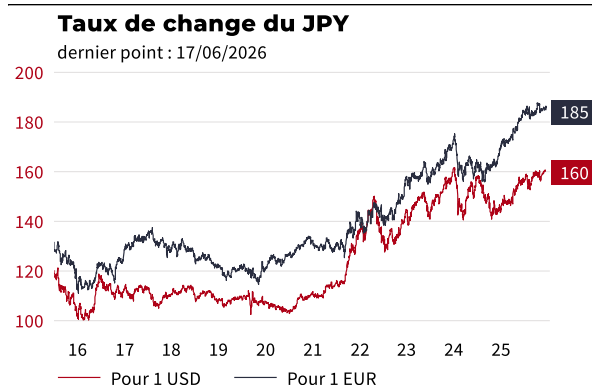
... et un marché boursier en pleine ascension



Sources : NIKKEI, STOXX, S&P, LSEG, SG Études économiques et sectorielles

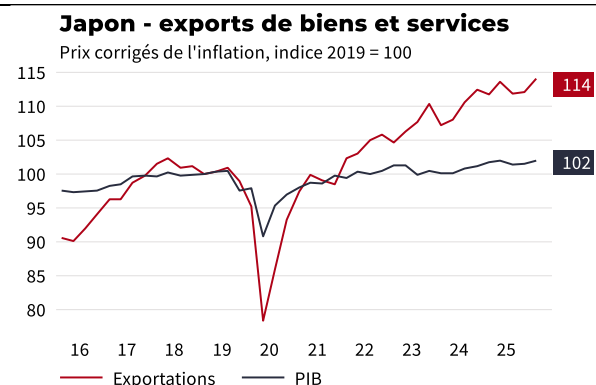
Les conditions commerciales sont restées jusqu'à présent résilientes, reflétant une combinaison de facteurs nationaux et financiers favorables. L'économie continue de croître modérément, avec des profits solides des entreprises, une demande intérieure résiliente et des gains salariaux continus limitant les risques à la baisse. La politique budgétaire a joué un rôle clé d'amortissement, les subventions énergétiques et les dépenses supplémentaires atténuant le choc pour les ménages et les entreprises. Parallèlement, un yen relativement faible stimule les bénéfices des exportateurs, tandis que la hausse des rendements soutient la rentabilité du secteur financier. Les investisseurs mondiaux se réaffectent également vers le Japon, attirés par des changements structurels tels que la normalisation des politiques et l'amélioration de la gouvernance d'entreprise. Le besoin structurel d'augmenter la productivité face aux contraintes de main-d'œuvre devrait également stimuler l'investissement des entreprises à moyen terme. Dans l'ensemble, les marchés prévoient un ralentissement temporaire plutôt qu'une récession, les fondamentaux à moyen terme restant intacts.

La faiblesse du JPY ...



Sources : Tokyo Financial Exch., LSEG, SG Études économiques et sectorielles

... améliore la performance à l'export du Japon



Sources : Cabinet Office Japon, LSEG, SG Études économiques et sectorielles

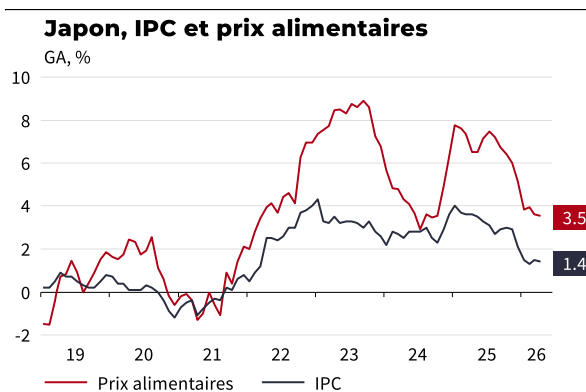
L'inflation des prix à la consommation a ralenti à moins de 2 % au premier trimestre 2026, en partie grâce à des mesures visant à réduire les charges liées à l'énergie, mais aussi à l'assouplissement des prix alimentaires. Cependant, la hausse

des prix à l'importation liée à la flambée des prix du pétrole brut devrait s'étendre à un large éventail d'articles, y compris les produits alimentaires et les nécessités de première nécessité, faisant grimper l'inflation dans la fourchette de 3 % d'ici la fin de 2026. L'inflation des prix à la consommation est projetée à 2,8 % en 2026 et à 1,3 % en 2027, alors que les prix de l'énergie s'atténuent.

La Banque du Japon devrait progressivement normaliser sa politique monétaire au cours des deux prochaines années et relever son taux directeur à 1,5 % d'ici la fin de 2028. 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 son succès dans la reprise. Le rythme des hausses 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 ralentirait ou suspendrait cette réduction si la volatilité du marché de l'obligation était jugée trop élevée. En raison de son histoire de déflation, nous attendons de la BoJ qu'elle fasse preuve de prudence.

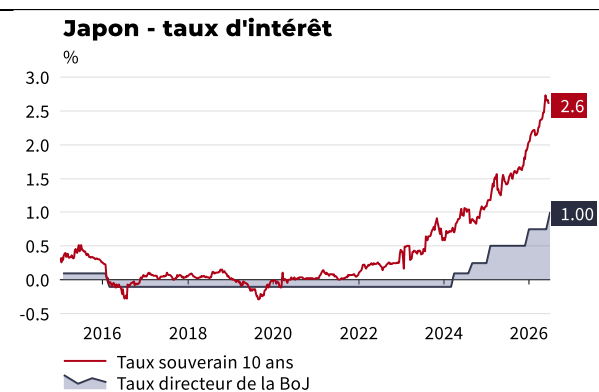
Un choc d'approvisionnement prolongé pourrait modifier l'approche de la BoJ. La hausse des coûts et l'incertitude due à un choc pétrolier pourraient freiner les dépenses et investissements privés, entraînant une croissance plus lente et une inflation plus élevée, ce qui compliquera les décisions pour 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.

L'inflation reste encore contenue



Sources : Ministère de l'Intérieur et de la Communication du Japon, LSEG, SG Études économiques et sectorielles

Le taux directeur atteindrait 1,5 % d'ici 2028



Sources : Banque du Japon, LSEG, SG Études économiques et sectorielles

La politique budgétaire sera en expansion en 2026 et 2027, avec un plan de relance injectant plus de 1,5 % du PIB dans l'économie, incluant un budget supplémentaire annoncé en mai et représentant 0,5 % du PIB. Le déficit public continuera d'augmenter à mesure que les charges d'intérêt deviendront plus prononcées, le JGB à 10 ans dépassant désormais 2,5 %. Cependant, la maturité

moyenne de la dette de plus de 9 ans offre un certain répit. À moyen terme, les dépenses liées au vieillissement, en particulier dans le secteur de la santé, continueront de mettre une pression 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. Bien que nous prévoyions que le déficit budgétaire devrait atteindre en moyenne 3 % du PIB en 2027, le ratio dette publique brute/PIB devrait rester sur une trajectoire à la baisse, le PIB nominal dépassant encore 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 glissement budgétaire si les mesures sont maintenues sur plusieurs années.

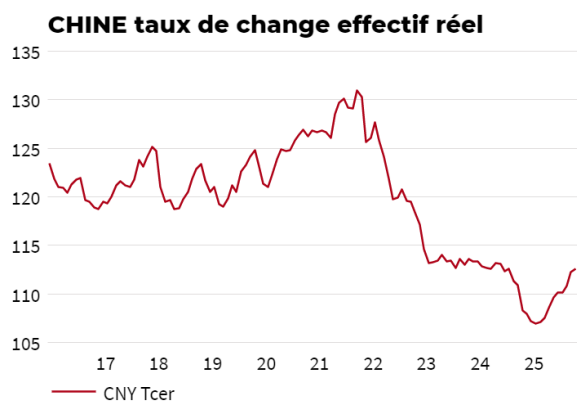
Japan	2025	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	1,1	0,6	0,5	0,6
Consommation des ménages	1,3	0,6	0,5	0,6
Consommation publique	1,0	0,8	0,4	0,4
Investissement	0,9	1,0	0,5	0,6
Exportations de biens & services	2,5	1,9	1,7	2,0
Importations de biens & services	3,8	1,9	2,0	1,8
Inflation, % moyenne annuelle	3,2	2,8	1,3	1,8
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	3,1	2,0	1,3	1,7
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	-0,4	1,0	0,7	0,6
Épargne des ménages, % du RDB	-0,8	-0,6	-0,5	-0,6
Chômage, % de la population active	2,5	2,7	2,7	2,6
Solde budgétaire, % du PIB	-0,6	-2,4	-2,9	-3,3
Dette publique, % du PIB	207	203	201	200
Solde courant, % du PIB	4,8	4,0	4,2	4,2

CHINE

- **La croissance repose de plus en plus sur les exportations, ce qui accentue les déséquilibres commerciaux et augmente le risque de nouvelles tensions commerciales.**
- **La hausse des prix de l'énergie pèse sur la demande intérieure. La croissance du PIB est légèrement revue à la baisse, à 4,2 % en 2026, soit en dessous de la cible officielle (4,5% à 5,0%).**
- **La résilience de l'économie reste forte, mais elle est mise à l'épreuve par les surcapacités industrielles, le manque de confiance et la perspective de nouvelles tensions commerciales. La politique économique apportera un soutien modéré.**

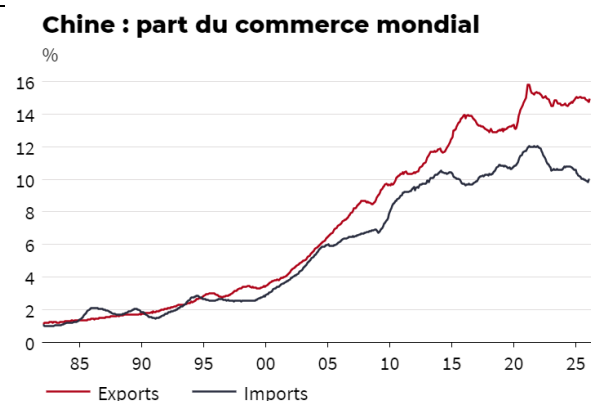
Les exportations font preuve de résilience, et la croissance est de plus en plus tirée par les exportations. À court terme, cette vigueur compense en partie le choc des prix de l'énergie. Les exportations sont restées solides malgré les droits de douane, les marchés de l'ASEAN, de l'UE et les marchés émergents faisant plus que compenser la contraction de la demande en provenance des États-Unis. Cela s'est traduit par une hausse de l'excédent commercial (+19 % en 2025, pour atteindre 1 200 milliards de dollars) et d'un accroissement des déséquilibres mondiaux. La préoccupation, surtout en Europe, est que cela résulte d'une politique mercantiliste délibérée, voire d'un dumping industriel. Les exportations devraient ralentir après l'avance sur les livraisons, avec la montée du protectionnisme dans le monde.

La dépréciation du CNY



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

coïncide avec le rebond du surplus commercial



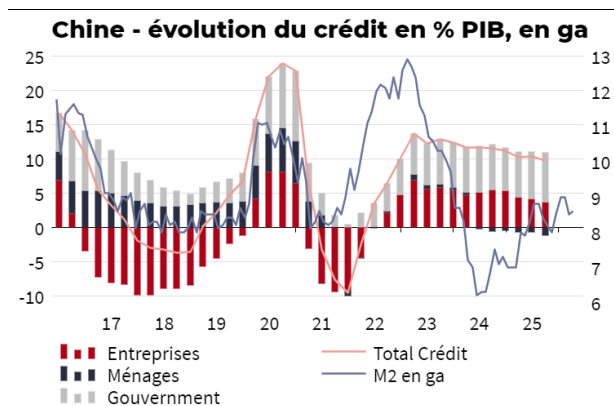
Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

La progression de la part des exportations fait l'objet de critiques de plus en plus vives de la part des partenaires commerciaux au-delà des États-Unis. Elle coïncide, au cours des trois dernières années, avec une dépréciation significative du yuan chinois en termes réels. Selon un rapport publié en juin par l'OCDE, les entreprises industrielles chinoises ont également bénéficié d'un soutien public nettement plus important que leurs concurrents internationaux au sein de l'OCDE :

3 à 8 fois plus de subventions (selon les secteurs) par rapport à leur chiffre d'affaires au cours des deux dernières décennies, ce qui expliquerait environ 60 % de leurs gains de parts de marché mondiales pendant cette période. La Chine apporte un soutien de grande envergure à ses secteurs qu'elle définit comme prioritaires. Le coût budgétaire de ces mesures a par ailleurs été estimé par le FMI à environ 4 % du PIB dans le rapport de février 2026 au titre de l'article 4. Selon le FMI, les aides d'État accordées par l'UE à ses industries s'élèvent, en comparaison, à environ 1,5 % de son PIB. Ces deux rapports récents ne manqueront pas de susciter des pressions internationales de la part des partenaires commerciaux de la Chine.

La demande intérieure reste fragile. Sous l'effet du choc des prix de l'énergie lié à la guerre en Iran, l'indice des prix à la production est repassé en territoire positif en mars et a atteint 2,8 % en avril (après plus de trois ans en territoire négatif). Cela fait grimper les coûts pour les entreprises, mais la répercussion sur les prix de détail devrait rester limitée. Les contrôles sur les prix des carburants au niveau national atténuent également la hausse des prix de détail. La confiance des ménages reste proche de ses plus bas historiques. Le secteur immobilier n'a pas encore atteint son niveau plancher. Les progrès en matière de réduction des stocks sont limités, le rythme de déstockage est lent et la baisse des prix de l'immobilier pourrait se poursuivre. Le creux du cycle ne devrait pas être atteint avant 2027-2028. Les surcapacités dans divers secteurs pèsent sur les prix à la production et sur les bénéfices industriels. Les investissements en immobilisations sont en baisse. Le chômage des jeunes (16,9 % en mars 2026) est élevé et en hausse. Les filets de sécurité sociale étant fragiles, la propension à consommer est faible, ce qui empêche le rééquilibrage de l'économie.

Le crédit reste dynamique



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

Le rebond de l'investissement au T1 a calé



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

La combinaison de mesures de politique économique apportera un soutien modéré. Le 15e plan quinquennal s'inscrit essentiellement dans la continuité des politiques actuelles. On s'attend à un soutien progressif de la consommation et du secteur immobilier. Toutefois, les risques liés à l'aléa moral et les préoccupations budgétaires persistent. Au cours des dernières années, le crédit s'est réorienté des ménages vers les sociétés non financières. Il reste relativement

dynamique, la Chine cherchant toujours à renforcer sa position dans divers secteurs, mais la baisse de rentabilité des entreprises semble limiter leur capacité d'investissement. La marge de manœuvre pour assouplir la politique monétaire est également limitée, en raison de la baisse de la rentabilité des banques. La réduction des surcapacités a commencé dans les industries de base. Dans les secteurs plus complexes, les autorités optent pour des méthodes fondées sur le marché afin de favoriser la consolidation, ce qui laisse présager un processus beaucoup plus progressif. Il est difficile de prévoir un succès rapide. L'absence de lois efficaces en matière de faillite reste un obstacle. Les problèmes régionaux, notamment en matière de contributions fiscales, restent très importants et ralentiront le processus.

Les risques pesant sur la stabilité financière resteront contenus grâce au compte de capital fermé du pays et à sa position de créancier extérieur net. Nous ne prévoyons pas de dépréciation significative du renminbi visant à renforcer la compétitivité des exportations, les autorités restant attachées à la stabilité du taux de change.

Les tensions géopolitiques persisteront et pourraient s'intensifier, avec des risques de surcapacité. Les relations sino-américaines resteront tendues au cours des prochaines années, sur fond de 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 divergences sont trop importantes pour être surmontées, et aucun accord n'empêchera la résurgence périodique des tensions bilatérales. La domination de la Chine sur les minéraux critiques lui confère un levier stratégique, mais expose également le pays à un risque de représailles. Cela restera une source d'incertitude pour les exportateurs et les chaînes d'approvisionnement.

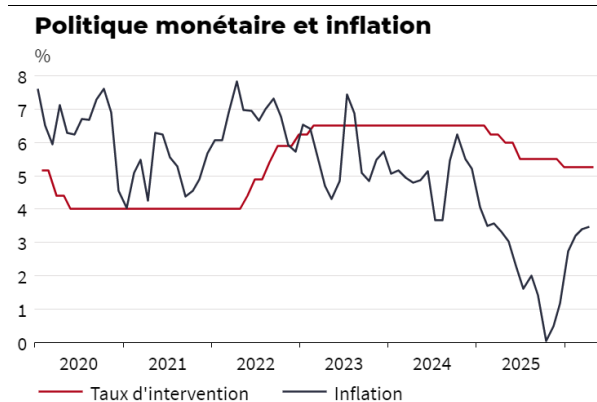
Chine	2025	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	5,0	4,2	4,0	3,8
Consommation des ménages	5,1	4,5	4,2	3,8
Consommation publique	6,1	4,9	4,8	4,5
Investissement	2,9	3,5	3,0	3,5
Exportations de biens & services	4,7	3,0	2,1	2,5
Importations de biens & services	-0,3	2,7	2,0	2,2
Inflation, % moyenne annuelle	0,3	1,2	1,4	1,7
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

- **L'Inde est sensible au conflit au Moyen-Orient, car elle en importe une grande partie de ses besoins en pétrole et en engrais.**
- **La hausse de l'inflation en 2026 réduit la marge de manœuvre de la politique monétaire.**
- **La dynamique de croissance devrait néanmoins rester forte en 2026/2027.**

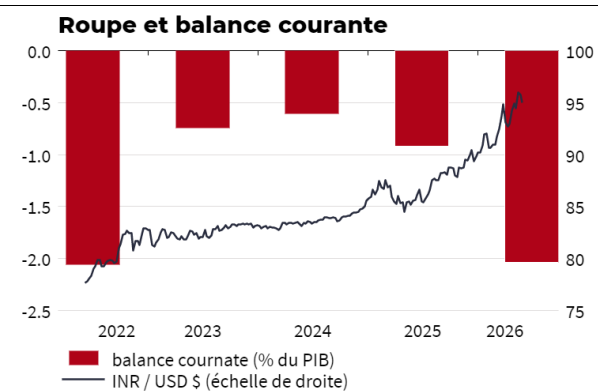
La hausse de l'inflation en 2026, due à la dépendance énergétique de l'Inde et à sa vulnérabilité face au conflit au Moyen-Orient, empêchera tout nouvel assouplissement de la politique monétaire. Le choc des prix de l'énergie amène une inflation plus élevée, que nous estimons désormais à environ 5 % en 2026. Cette révision tient également compte d'un probable déficit de mousson lié au phénomène El Niño. La dépréciation de la roupie précède déjà le choc des prix de l'énergie (en raison de la baisse des entrées de capitaux et de la hausse des droits de douane américains). Elle devrait se poursuivre cette année, mais elle est plus gérable que par le passé grâce à des réserves de change nettement plus importantes et à une crédibilité renforcée.

L' inflation a rebondi



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

..et accentué la dépréciation de la roupie



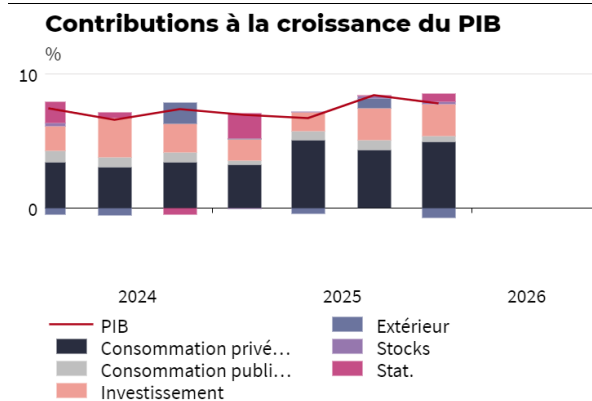
Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

La croissance restera néanmoins soutenue, malgré une marge de manœuvre réduite des pouvoirs publics et la poursuite de l'assainissement budgétaire. Elle est portée par le caractère endogène de l'économie indienne, les réformes de la fiscalité directe et indirecte, la vigueur des investissements publics, la résilience des exportations de services, la forte demande rurale et les accords commerciaux signés en début d'année qui ouvriront de nouveaux marchés.

La consommation privée reste un moteur puissant, soutenue par la hausse des revenus, l'urbanisation et une démographie favorable. L'importante population en âge de travailler continue de soutenir la demande à moyen terme, même si la création d'emplois reste inégale selon les secteurs. Les dépenses d'investissement

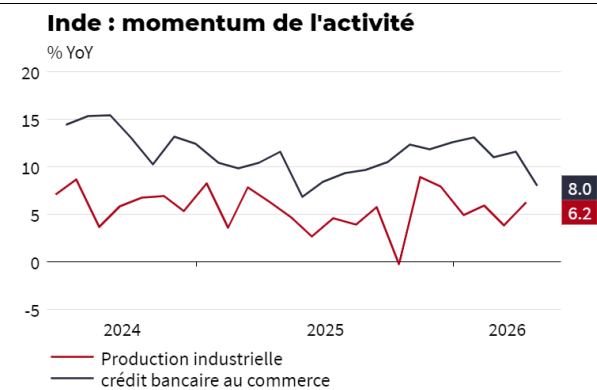
publiques ont augmenté et atteignent environ 4 % du PIB, en se concentrant sur les transports, la logistique, l'énergie et les infrastructures numériques. Cela a également un effet multiplicateur sur la construction, l'acier, le ciment et les services. La réforme de la GST, qui a progressivement transféré depuis 2017 des taxes de la production à la consommation est un succès, même si elle n'est pas encore achevée. Avec la poursuite des efforts en matière d'infrastructures et l'expansion relativement réussie du secteur manufacturier, cela devrait continuer à garantir des perspectives favorables.

La croissance est équilibrée



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

L'activité reste relativement soutenue



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

Malgré la hausse de l'inflation, nous ne pensons pas que la RBI optera pour un resserrement monétaire en 2026. L'inflation augmentera en raison de la hausse des prix de l'énergie et des engrais, ainsi que de l'évolution du phénomène climatique El Niño, susceptible d'entraîner une hausse des prix des denrées alimentaires, mais elle devrait rester dans la fourchette cible de la banque centrale.

Le budget prévoit un assainissement budgétaire modéré, mais la hausse des recettes devrait garantir un niveau relativement stable des dépenses d'investissement publiques. Le secteur bancaire se trouve dans la situation la plus saine qu'il ait connue depuis des décennies, avec un faible taux de créances douteuses et de solides réserves de fonds propres.

Le BJP a remporté d'importantes élections régionales en mai 2026, ce qui devrait renforcer la cohérence de sa politique à l'échelle nationale. Le BJP a remporté les élections régionales en Assam, au Tamil Nadu et, surtout, a décroché son tout premier mandat au Bengale occidental, un État qui était autrefois un bastion des syndicats et qui a récemment été marqué par des violences politiques et un climat des affaires défavorable. Cette large victoire du BJP est considérée comme un véritable séisme politique en Inde et comme un mandat fort pour mettre en œuvre des changements.

Les risques liés à ce scénario sont baissiers, car l'Inde reste très sensible aux prix du pétrole en raison de leur impact sur les prix des denrées alimentaires. D'un autre côté, si le conflit au Moyen-Orient s'apaisait rapidement, la dynamique de la demande intérieure pourrait réserver des surprises positives dans un contexte

d'assouplissement de la politique monétaire et de stabilisation de l'inflation, ce qui stimulerait l'investissement et la consommation.

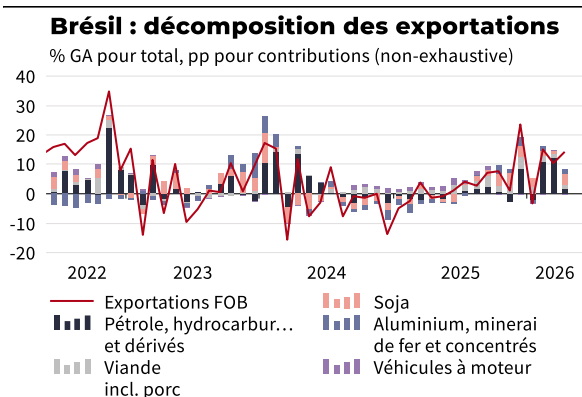
Inde (année fiscale d'avril à mars)	2025	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	7,7	6,6	6,3	6,5
Consommation des ménages	7,7	6,4	6,4	6,6
Consommation publique	5,5	5,2	5,0	4,8
Investissement	8,2	6,8	6,5	6,7
Exportations de biens & services	6,3	4,5	5,5	6,0
Importations de biens & services	5,6	7,0	6,0	6,5
Inflation, % moyenne annuelle	2,0	5,0	4,5	4,5
Solde budgétaire, % du PIB	-7,4	-7,4	-7,3	-7,2
Dettes publiques, % du PIB	84	83	82	81
Solde courant, % du PIB	-0,9	-2,2	-2,5	-2,8

BRÉSIL

- **Les facteurs extérieurs favorables soutiennent les perspectives à court terme (1,5 % en 2026) et renforcent le BRL.**
- **L'effet inflationniste de la hausse des prix mondiaux des matières premières sera partiellement compensé par une moindre demande et par l'amélioration des termes de l'échange.**
- **La politique budgétaire devrait devenir légèrement plus accommodante à l'approche des élections d'octobre, tandis que le cycle d'assouplissement de la BCB devrait être plus limité.**

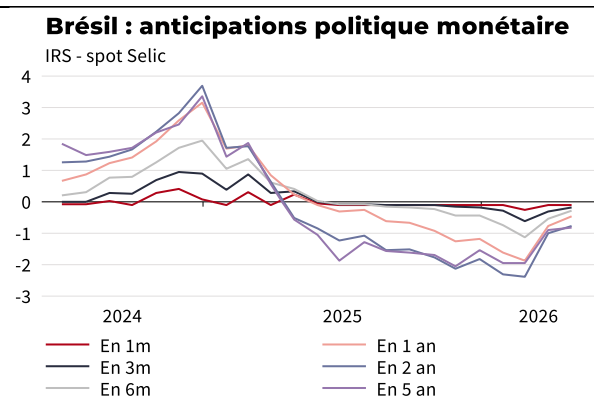
Les retombées du conflit au Moyen-Orient rendent les perspectives plus contrastées. Les exportations continuent d'être tirées par la demande asiatique, des prix des matières premières élevés et des volumes de production soutenus dans les hydrocarbures et les matières premières agricoles. Ces dernières enregistrent une production historiquement forte, notamment pour le soja et la viande. La hausse des prix du pétrole soutient également les recettes budgétaires, notamment via l'amélioration des revenus de Petrobras, combinée à l'introduction temporaire jusqu'en juillet de taxes à l'exportation de 12 % sur le pétrole brut et de 50 % sur le diesel. Cela crée une marge supplémentaire pour les dépenses publiques avant les élections d'octobre. La consommation privée devrait rester globalement résiliente, soutenue par un marché du travail tendu, avec un taux de chômage CVS inférieur à 6 %, mais elle fera face à des vents contraires croissants liés à l'affaiblissement du crédit dans un contexte de taux réels toujours élevés. L'annonce d'un nouveau programme de désendettement (*Desenrola 2*) devrait contribuer à alléger le poids de la dette coûteuse des ménages et à limiter une nouvelle dégradation des ratios de prêts non performants des banques.

La croissance des exportations reste portée par les matières premières



Source : MDIC, SG Études Économiques et Sectorielles

L'économie fait face à la perspective d'un assouplissement limité de la BCB

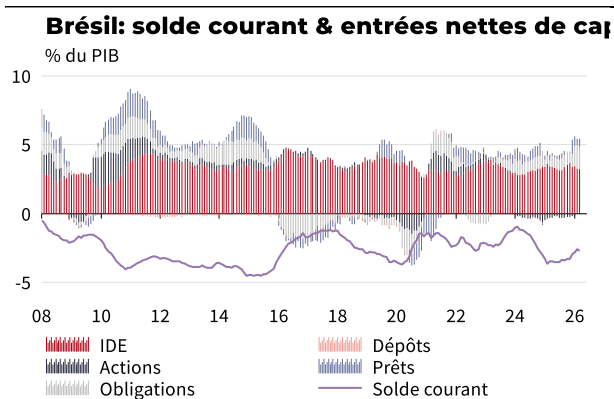


Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

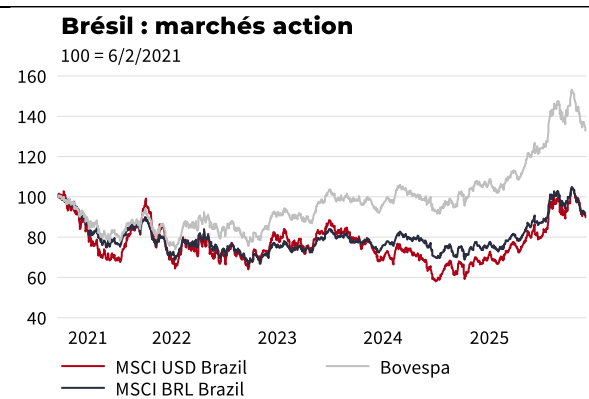
La BCB évolue dans un environnement plus complexe, ce qui la conduit à mener un cycle d'assouplissement plus limité. La hausse des prix de l'énergie a entraîné

un glissement des anticipations d'inflation à mesure que le choc se diffuse progressivement dans l'économie. Nous prévoyons une inflation moyenne de 4,4 % cette année, d'abord tirée par les prix de l'énergie, puis par les prix alimentaires avec un décalage. La banque centrale a adopté un ton hawkish afin de renforcer sa crédibilité et de préserver l'efficacité de la politique monétaire, et elle devrait adopter une orientation moins accommodante. La transmission à l'inflation sous-jacente devrait toutefois rester limitée, sous l'effet du caractère toujours restrictif de la politique monétaire et d'un BRL plus fort. Nous prévoyons un USD/BRL autour de 5 en fin d'année, soutenu par des entrées de capitaux solides et un différentiel de taux favorable.

Le pays bénéficie d'entrées de capitaux diversifiées... **... soutenant le BRL et les marchés d'actions locaux**



Source : BCB, SG Études Économiques et Sectorielles



Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Le Brésil bénéficie d'un fort appétit mondial pour le risque, qui soutient les entrées de capitaux, les actifs locaux et la reprise de l'investissement. Les entrées de portefeuille approchent 3 % du PIB au 1T26, un niveau proche des récents sommets observés en 2014 et 2021, soutenant à la fois l'appréciation du BRL (ce qui pousse la BCB à intervenir partiellement sur le marché des changes) et le rebond des marchés actions locaux. Les entrées d'IDE devraient également rester robustes, portées par des secteurs tournés vers l'exportation tels que le bœuf, le soja, l'énergie (y compris l'hydrogène vert) et les minéraux critiques, et elles se rapprochent des niveaux observés pour la dernière fois il y a plus d'une décennie. La résilience de ces flux dépendra d'un environnement mondial restant favorable à la prise de risque, de tensions contenues avec les États-Unis, source importante d'IDE, et d'un environnement domestique stable. Les développements politiques à l'approche des élections présidentielle et législatives d'octobre restent néanmoins une source importante d'incertitude pour le sentiment de marché.

La balance des risques est dégradée par le possible déclenchement du phénomène El Niño et des incertitudes politiques à l'approche des élections d'octobre. El Niño est attendu fin 2026 et dure généralement de six à neuf mois. Il tend à accroître les températures moyennes, même si ses effets varient selon les régions. Le Nord et le Nordeste devraient connaître un temps plus sec, pesant sur la

production agricole, tandis que le Sud pourrait bénéficier de conditions plus humides. L'impact sur les principales zones agricoles du Centre-Ouest et du Sud-Est est plus incertain et dépendra de la durée et de l'intensité d'El Niño, mais pourrait retarder les semis et réduire la productivité. Une moindre production agricole pèserait sur les exportations et alimenterait l'inflation, notamment en 2027 à mesure que les stocks s'épuiseront. D'autres canaux de transmission importants passent par l'énergie, compte tenu de la dépendance du pays à l'éthanol (environ 70 % des voitures roulent à l'éthanol) et à l'hydroélectricité en cas de sécheresses prolongées et géographiquement étendues. Les tensions autour des élections présidentielle et législatives d'octobre doivent également être surveillées de près.

L'incertitude électorale pourrait peser sur le sentiment de marché, réduire l'efficacité de l'action publique et accroître la volatilité, en particulier si elle complique la gestion budgétaire ou affaiblit la confiance. Il est important de noter que le scandale financier Banco Master alimente des soupçons de corruption et une enquête en cours visant notamment le candidat de droite Flavio Bolsonaro (sous pression pour se retirer de la course au vu du recul de son potentiel électoral dans les récents sondages) ainsi que le *Centrão*, les courtiers du pouvoir au Congrès. Les autres risques incluent un retournement plus marqué du marché du travail et des tensions sur les marchés financiers, notamment du fait de tensions budgétaires persistantes, alors que les efforts de consolidation restent graduels et que les ratios de dette publique continuent d'augmenter sous l'effet de charges d'intérêt élevées.

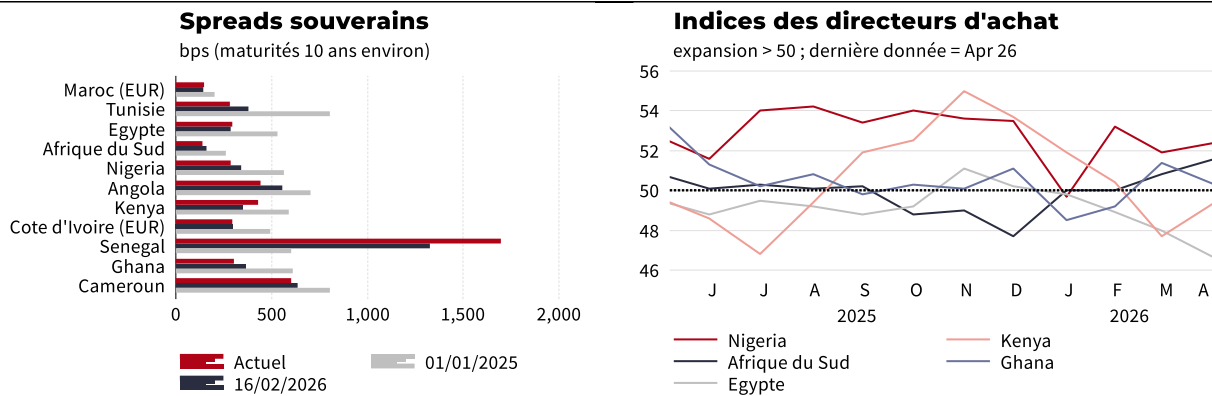
Brésil	2025	2026p	2027p	2028p
PIB en volume, GA, %	2,6	1,5	1,5	2,0
Consommation des ménages	1,3	0,9	1,9	2,3
Consommation publique	2,1	2,3	0,8	0,8
Investissement	3,0	0,7	1,7	2,5
Exportations de biens & services	6,5	8,0	2,1	2,3
Importations de biens & services	5,1	-0,4	2,0	2,3
Inflation, % moyenne annuelle	5,0	4,4	3,5	3,5
Solde budgétaire, % du PIB	-8,1	-8,4	-6,9	-6,2
Dette publique, % du PIB	93	96	98	99
Solde courant, % du PIB	-3,1	-2,5	-3,0	-3,0

AFRIQUE

- **La croissance régionale devrait ralentir en 2026, aux alentours de 4% (vs. 4,5% en 2025). Le conflit au Moyen-Orient n'a, pour l'instant, pas provoqué de mouvement de défiance marqué des marchés vis-à-vis de l'Afrique.**
- **Si la « détente » se confirme, ce conflit devrait avoir un impact limité sur la région, plusieurs exportateurs d'hydrocarbures pouvant bénéficier de prix plus élevés.**
- **Les risques baissiers augmentent néanmoins fortement, ce nouveau choc exogène venant accentuer plusieurs fragilités préexistantes.**

La croissance régionale africaine est attendue en légère baisse en 2026, aux alentours de 4% (vs. 4,5% en 2025), avant de se stabiliser autour de 3,8% à partir de 2027. Cette décélération s'expliquerait par la combinaison d'effets de base moins favorables (après une année 2025 ayant représenté l'une des meilleures performances de croissance des quinze dernières années) et d'une conjoncture internationale rendue moins porteuse par le conflit au Moyen-Orient. Bien qu'il soit encore trop tôt pour tirer des conclusions définitives, ce nouveau choc exogène pourrait avoir un impact relativement limité sur l'Afrique dans son ensemble. Premièrement, le conflit n'a, pour l'instant, pas entamé l'appétit des marchés internationaux pour les marchés frontières tels que l'Afrique : les spreads souverains régionaux demeurent ainsi souvent inférieurs à leur niveau de mi-février, hormis pour quelques pays paraissant plus vulnérables au conflit (Kenya, Égypte) ou souffrant de leur propre crise (Sénégal). Deuxièmement, malgré une forte hétérogénéité (cf. infra), l'Afrique reste, au niveau agrégé, exportatrice nette d'hydrocarbures, ceux-ci représentant environ 35% des exportations de biens et 15% des importations. Le Nigéria (~20% du PIB régional), l'Algérie (~10%) — mais aussi, dans une moindre mesure, l'Angola et plusieurs pays d'Afrique centrale — seraient ainsi bien placés pour bénéficier de prix internationaux plus élevés. Lorsque ces derniers se combinent à des dynamiques de production locales également favorables — ce qui est le cas au Nigéria et en Algérie —, ils soutiendraient la demande publique (les recettes d'hydrocarbures supplémentaires venant vraisemblablement financer de nouvelles dépenses), voire la demande externe, si ces pays étaient en mesure de compenser une éventuelle réduction prolongée de l'offre d'hydrocarbures en provenance du Golfe. Plus généralement, la demande privée devrait rester le principal moteur de la croissance en 2026/27, bénéficiant notamment i) de dynamiques de désinflation favorables, préalables au conflit et qui ne devraient pas être entièrement remises en cause par celui-ci, et ii) d'investissements directs étrangers toujours dynamiques. À cet égard, la bonne tenue des principaux PMIs régionaux en avril est rassurante.

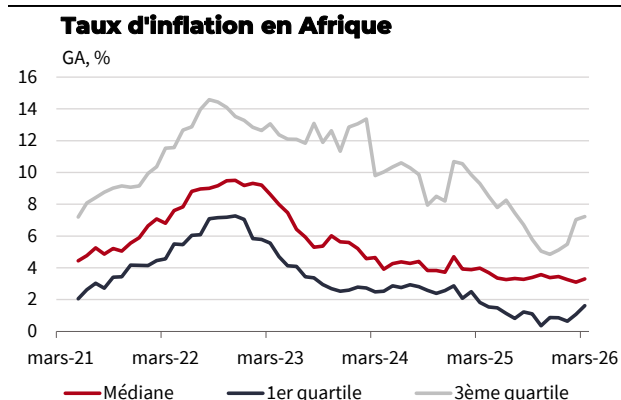
Pour l'instant, les « indicateurs de sentiment » n'ont pas pâti du conflit au Moyen-Orient



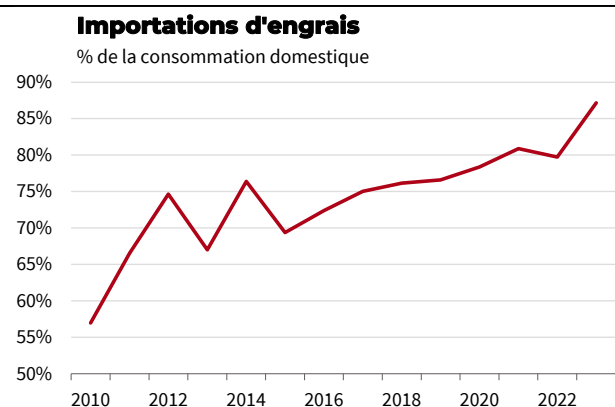
Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Cette vision globale, relativement rassurante, ne doit toutefois pas masquer les dangers associés à la crise actuelle. Tout d'abord, de nombreux pays de la région demeurent importateurs d'hydrocarbures, mais aussi d'engrais, dont les prix ont également fortement augmenté depuis début mars. Cette hausse viendrait évidemment renforcer les pressions inflationnistes, les postes « alimentation » et « transports » représentant souvent une part importante des paniers de consommation dans la région (en moyenne autour de 40%, avec une très forte hétérogénéité). Dans ces pays importateurs plus fragiles, les équilibres externes — balances courantes, réserves de change, etc. — devraient également se dégrader. Plus concrètement, les difficultés d'approvisionnement en engrais pourraient affecter des secteurs agricoles africains qui restent parmi les plus vulnérables au monde, et dont la dépendance aux intrants importés a fortement progressé.

Un trend désinflationniste favorable préalable au conflit, mais une hausse récente à surveiller



Une dépendance croissante aux importations d'engrais



Source : FAO, LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

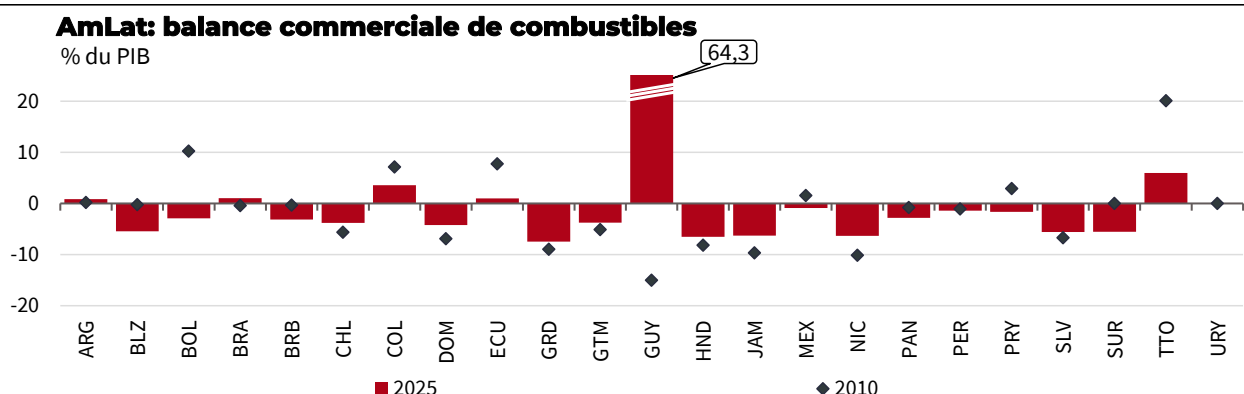
Plus généralement, ce nouveau choc exogène vient renforcer plusieurs fragilités préexistantes de la région. Les positions fiscales de la plupart des pays africains resteraient sous tension, alors que les prix alimentaires et énergétiques demeurent souvent subventionnés et que les flux d'aide internationale continuent de baisser. À cet égard, un choc de marché plus prononcé serait particulièrement préjudiciable, compte tenu des besoins de financement en devises de la région.

AMÉRIQUE LATINE

- Les exportateurs de matières premières tirent profit du choc énergétique, tandis que les importateurs nets sont confrontés à des pressions accrues.
- Le carburant, les transports et l'alimentation élevent l'inflation, avec des pressions additionnelles en 2027 sous l'effet de El Niño.
- L'investissement restera tiré par le secteur de l'énergie et la transition, avec des risques baissiers dus au resserrement du policy mix et à la fragmentation politique.

Le conflit au Moyen-Orient affecte les perspectives de la région de façon contrastée. La hausse des prix mondiaux des matières premières renforce les pressions inflationnistes, au détriment de la demande privée à travers la dégradation des comptes des ménages et NFC, malgré une certaine résilience liée à des marchés du travail encore tendus et à des *remittances* robustes. Les divergences sont surtout externes : les exportateurs d'hydrocarbures d'Amérique du Sud (Brésil, Guyana, Venezuela, Colombie, Argentine, Équateur) bénéficient mécaniquement de prix plus élevés et de capacités accrues, ce qui soutient les exportations, la croissance et les marges de manœuvre des finances publiques. L'amélioration des termes de l'échange et des perspectives d'investissement plus visibles devraient également soutenir les devises, compensant partiellement le choc inflationniste. À l'inverse, les importateurs nets de carburants les plus vulnérables, notamment la Bolivie et plusieurs économies d'Amérique centrale et des Caraïbes, subiront pleinement le choc, avec des tensions accrues sur les balances de paiements et les finances publiques.

La balance énergétique des pays détermine en partie l'impact du choc sur les perspectives



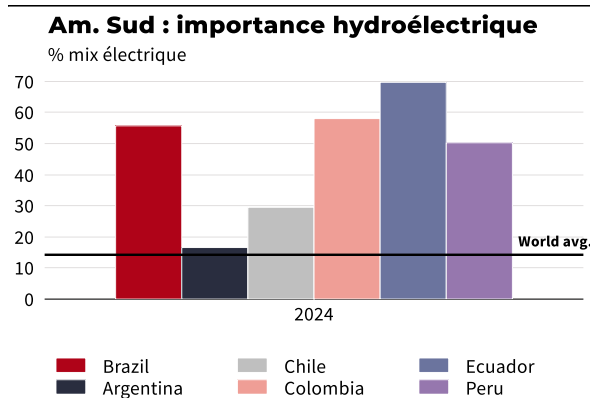
Source : COMTRADE, SG Études Économiques et Sectorielles

NB: données pour « 27 - Combustibles minéraux, huiles minérales et produits de leur distillation ; substances bitumineuses ; cires minérales »

Le choc inflationniste dépendra aussi du poids des énergies renouvelables, alors que le déclenchement d'un épisode El Niño assombrit les perspectives et renforce les risques haussiers. L'Amérique latine s'appuie fortement sur les

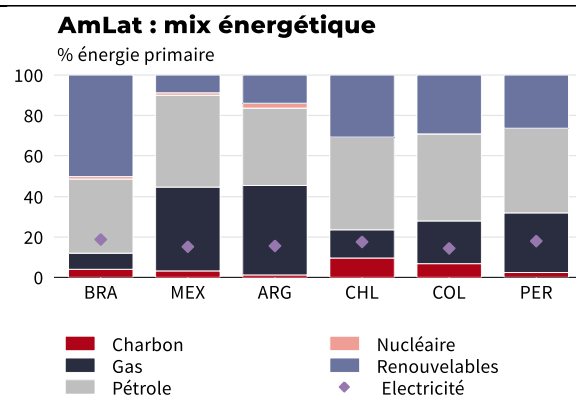
renouvelables pour sa production d'électricité, ce qui amortit en partie l'impact immédiat de la hausse des prix mondiaux de l'énergie. La transmission à l'inflation passe surtout par les prix des carburants (malgré certaines mesures de soutien, notamment au Brésil, en Argentine et en Colombie) ainsi que par les coûts logistiques, le transport de marchandises reposant largement sur la route, l'aérien et les voies fluviales. L'hydroélectricité reste une source majeure d'électricité dans la région, avec toutefois de fortes disparités entre pays, ce qui accroît la vulnérabilité de plusieurs économies à des conditions climatiques défavorables, en particulier si El Niño se renforce, comme l'anticipe la NOAA pour fin 2026 et début 2027. Les pressions sur les prix alimentaires devraient également augmenter avec décalage, à mesure que les stocks actuels s'épuisent, et seraient aggravées par des perturbations climatiques. Des précipitations inférieures à la normale sont attendues dans une grande partie de l'Amérique centrale et des Caraïbes, ainsi que sur la façade atlantique nord de l'Amérique du Sud, ce qui pèserait à la fois sur la production agricole et sur la production d'électricité. L'environnement inflationniste devrait donc rester tendu à court terme, avec des risques haussiers plus marqués en 2027, à mesure que s'intensifieraient les effets liés à l'alimentation, à la logistique et aux contraintes d'offre énergétique.

Le recours aux renouvelables amortit la hausse des prix, et accroît les risques liés à El Niño



Source : Our World in Data, SG Études Économiques et Sectorielles

L'énergie restera un moteur d'investissement y compris dans l'électrification



Source : Our World in Data, SG Études Économiques et Sectorielles

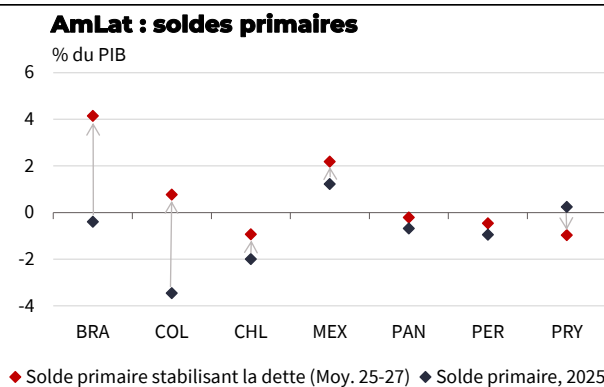
Le secteur de l'énergie devrait rester un moteur majeur de l'investissement dans la région, à la fois dans les hydrocarbures et dans la transition énergétique.

L'attractivité de l'Amérique latine dans le pétrole et le gaz repose sur l'abondance des ressources naturelles et sur une stabilité géopolitique relative, ce qui devrait renforcer son positionnement dans les flux de *friendshoring* et de *nearshoring*. Les ressources en minerais et matières premières critiques (notamment le cuivre et le lithium dans le Cône Sud et au Pérou) prennent également une importance croissante dans la transition mondiale, améliorant les perspectives à moyen terme pour les exportations, les équilibres extérieurs et les IDE. Parallèlement, la région investit dans sa propre transition énergétique, avec pour priorités la réduction des déficits persistants d'électrification, surtout hors des grands centres urbains, la modernisation des réseaux et l'extension des capacités renouvelables afin de

sécuriser l'offre énergétique nécessaire à la croissance future. Plus largement, ces dynamiques, ainsi que certains programmes de réformes pro-croissance dans plusieurs pays (notamment le Mexique, le Chili, l'Argentine et le Venezuela), devraient soutenir le redressement du taux d'investissement. Le Mexique devrait en outre bénéficier d'anticipations plus favorables avec notamment la perspective d'un accord dans le cadre de l'ACEUM qui soutiendrait les IDE manufacturiers et renforcerait son rôle dans les chaînes de valeur liées au *nearshoring*.

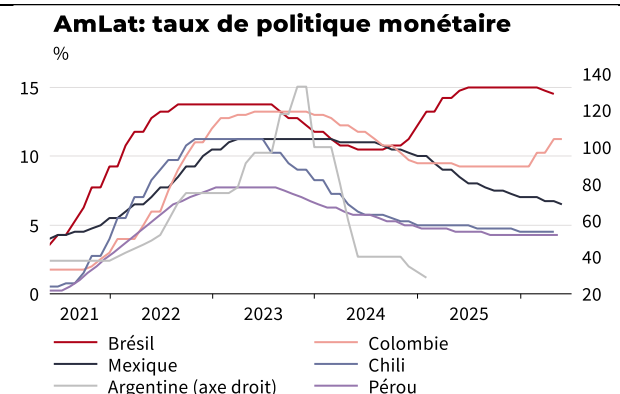
Le *policy mix* devrait se durcir, sous l'effet d'un biais plus restrictif des banques centrales et de la nécessité, pour la plupart des pays, de consolider leurs finances publiques. Les autorités monétaires devraient réagir au choc inflationniste afin d'affirmer leur indépendance et de limiter les risques d'effets de second tour liés à des marchés du travail tendus, ce qui pèserait sur l'impulsion du crédit. Sur le plan budgétaire, des efforts graduels de consolidation sont annoncés dans l'ensemble de la région pour contenir la hausse de l'endettement héritée du choc Covid et de l'alourdissement de la charge d'intérêt. Ces efforts devront toutefois être mieux ancrés et accélérés afin de préserver la confiance des investisseurs et de reconstituer des marges de manœuvre face à de futurs chocs.

La région doit s'engager dans des efforts de consolidation crédibles



Source : IMF, LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Les banques centrales devraient adopter un ton hawkish et resserrer la politique monétaire



Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Le nouveau cycle électoral voit un basculement vers des dirigeants davantage alignés sur l'administration américaine, malgré une polarisation persistante et des risques sociaux élevés. Les récentes élections ont porté au pouvoir, en Équateur, au Chili et en Bolivie, des dirigeants paraissant plus enclins à coopérer avec Washington sur certaines priorités, notamment en matière de sécurité. Cet alignement ne semble cependant pas se traduire par une volonté de s'isoler de la Chine, marché important pour les exportations régionales, et source d'investissement. Dans le même temps, la fragmentation politique croissante alimente les tensions sociales et assombrit les perspectives de gestion économique et de mise en œuvre des réformes. Les prochaines échéances électorales au Brésil et en Argentine seront particulièrement suivies, les gouvernements en place se situant aujourd'hui à des pôles opposés vis-à-vis de Washington.

Les risques restent globalement équilibrés. Si la volatilité géopolitique a jusqu'ici plutôt soutenu la région, l'Amérique latine pourrait être affectée par un durcissement des efforts visant à contenir la Chine, principal débouché des exportations sud-américaines. Les fragilités structurelles demeurent par ailleurs importantes, la région restant confrontée à des pressions démographiques et sécuritaires qui pèsent sur son potentiel.

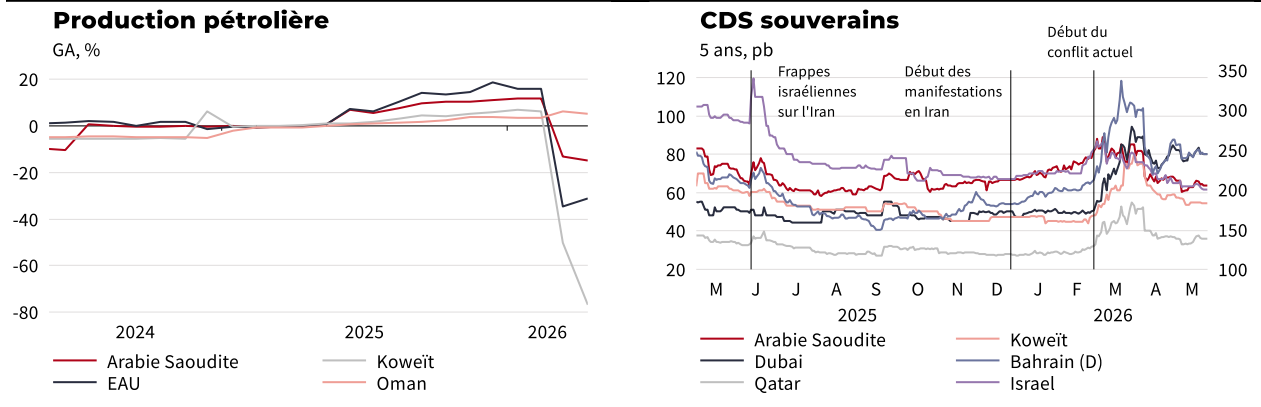
PAYS DU GOLFE

- **La croissance régionale sera en forte baisse en 2026, a minima en raison des contractions des productions d'hydrocarbures.**
- **Le conflit régional devrait avoir un impact asymétrique, entre le Qatar, Bahreïn et le Koweït d'un côté, plus fortement affectés, et les EAU, l'Arabie saoudite et Oman de l'autre.**
- **Même si les vastes ressources de la région devraient lui permettre de surmonter la crise actuelle, de nouvelles questions structurelles sont apparues.**

Après avoir atteint 4,4% en 2025, la croissance des pays du Conseil de Coopération du Golfe (GCC) ralentira sensiblement en 2026, en raison du conflit au Moyen-Orient. En l'état, ce dernier a déjà un impact asymétrique sur les pays de la région. Le Qatar est pour l'instant le pays le plus affecté et devrait enregistrer une contraction du PIB de l'ordre de 10% en 2026 : les attaques iraniennes sur le complexe de Ras Laffan (mi-mars) ont éliminé près de 20% des capacités de production de GNL du pays (les autorités indiquant que 3 à 5 ans seraient nécessaires pour remettre ces capacités en service) et significativement ralenti les secteurs *downstream* (aluminium, engrais, etc.). Le Bahreïn et le Koweït connaîtraient aussi des récessions mais plus limitées, dues à des attaques directes – plus modérées – contre des sites de production *downstream* (raffinerie, aluminium), le 1^{er} pays pâtissant en outre d'importantes vulnérabilités financières préalables au conflit, limitant ses capacités de soutien à l'économie. Plus généralement, ces 3 pays souffrent tous de la dépendance quasi-totale de leurs routes d'exportation au détroit d'Ormuz. À l'inverse, les Émirats Arabes Unis (EAU) et l'Arabie Saoudite bénéficient de « routes alternatives » (Fujairah sur l'Océan Indien, Yanbu sur la Mer Rouge, respectivement) leur permettant d'exporter une partie non négligeable de leur production pétrolière (~35% et ~60% respectivement selon des estimations à prendre avec prudence). Oman, pour sa part, dispose d'un accès direct à l'Océan Indien et a ainsi pu continuer d'augmenter sa production après le début du conflit.

Plusieurs facteurs devraient permettre de limiter l'ampleur du choc. Tout d'abord, la réaction des marchés reste pour l'instant contenue : les CDS et spreads souverains ont certes augmenté mais restent pour l'instant inférieurs à leurs niveaux de mi-2025 (1^{ères} frappes israéliennes sur l'Iran) ; les bourses régionales n'ont pas décroché ; le Qatar et le Koweït ont pu émettre des eurobonds à des conditions peu onéreuses. Ensuite, les pays du CCG disposaient avant le conflit de vastes ressources financières (avoirs extérieurs nets équivalents à 180% du PIB régional), et leurs positions budgétaires devraient même se renforcer en 2026 (sauf au Qatar et à Bahreïn).

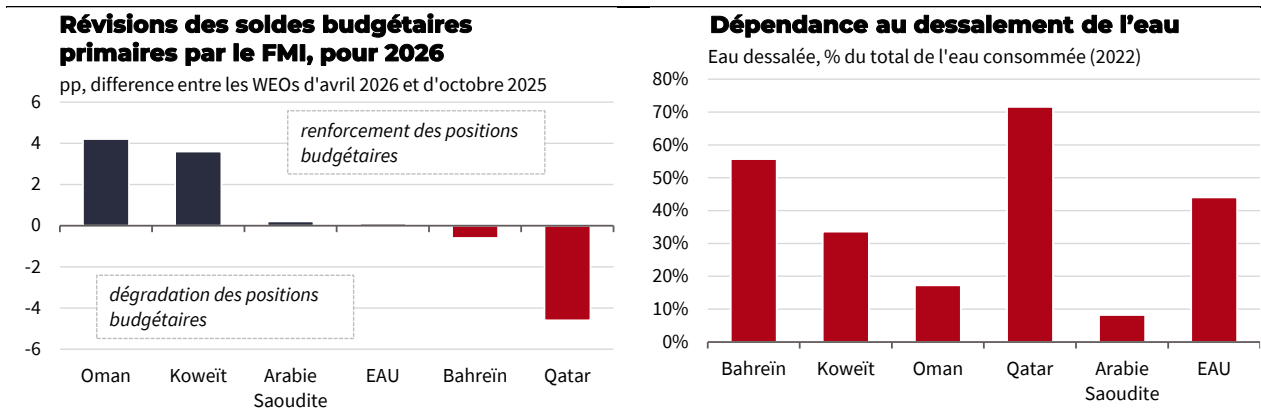
Une forte baisse de la production pétrolière dans les pays dépendant au détroit d’Ormuz **Une hausse limitée des CDS souverains**



Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

La croissance devrait réaccélérer en 2027, du fait du rebond attendu des productions d’hydrocarbures (entraînant des effets de bases mécaniques particulièrement favorables) et des efforts de reconstruction (financés par les ressources financières mentionnées ci-dessus). Néanmoins, le conflit actuel a renforcé certaines questions structurelles affectant la région. Premièrement, les différents agendas de diversification (notamment en Arabie Saoudite et aux EAU, dans une moindre mesure au Qatar et à Oman), au cœur des dynamiques de croissance de ces dernières années, pourraient être partiellement remis en cause, en particulier pour les secteurs du tourisme et de la logistique. Deuxièmement, la « fragmentation » politique de la région s’est à nouveau accrue, comme en atteste la décision des EAU de quitter l’OPEC (à partir du 1^{er} mai). Une coopération régionale encore plus faible pourrait aboutir à une augmentation des investissements inefficients.

Un possible renforcement des positions budgétaires en 2026 **Une forte dépendance à l’eau dessalée**



Source : LSEG, IMF, FAO, SG Études Économiques et Sectorielles

Les risques pesant sur la région ont sans surprise fortement augmenté au cours du dernier trimestre. Pour l’instant, les principales infrastructures civiles ont été relativement épargnées. Mais un nouvel embrasement du conflit aurait des conséquences fortes sur les structures économiques et sociales de la région (par exemple du fait de la dépendance des pays au dessalement de l’eau).

EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE

- **Les perspectives de croissance régionale s’assombrissent en 2026 dans le sillage des tensions sur les prix énergétiques et des moindres performances de la zone euro, principal partenaire commercial de l’Europe centrale.**
- **Ce nouveau choc énergétique devrait toutefois être moins déstabilisant qu’en 2022, grâce à une sécurité d’approvisionnement renforcée, une moindre intensité énergétique et des marchés du travail moins tendus, limitant le risque de spirale prix-salaires.**
- **Les risques restent néanmoins orientés à la baisse, dans un contexte de marges budgétaires réduites, de dépenses de défense en hausse et de tensions politiques accrues dans plusieurs pays de la région.**

Les répercussions du conflit au Moyen-Orient et le ralentissement de la zone euro assombrissent les perspectives à court terme en Europe centrale et orientale. Les tensions sur les prix énergétiques pèsent de nouveau sur le pouvoir d’achat des ménages dans la région. En Roumanie, la consommation des ménages devrait se contracter sous l’effet d’un important ajustement budgétaire et d’une confiance détériorée par l’incertitudes politique après la chute du gouvernement pro-européen en mai 2026. Par ailleurs, la demande extérieure devrait rester peu porteuse : la région demeure fortement exposée à la faiblesse persistante de l’industrie manufacturière allemande et à un cycle automobile européen encore fragile. Cette dépendance reste particulièrement importante pour les économies les plus intégrées aux chaînes de valeur industrielles européennes, notamment la Tchéquie, la Hongrie et la Slovaquie.

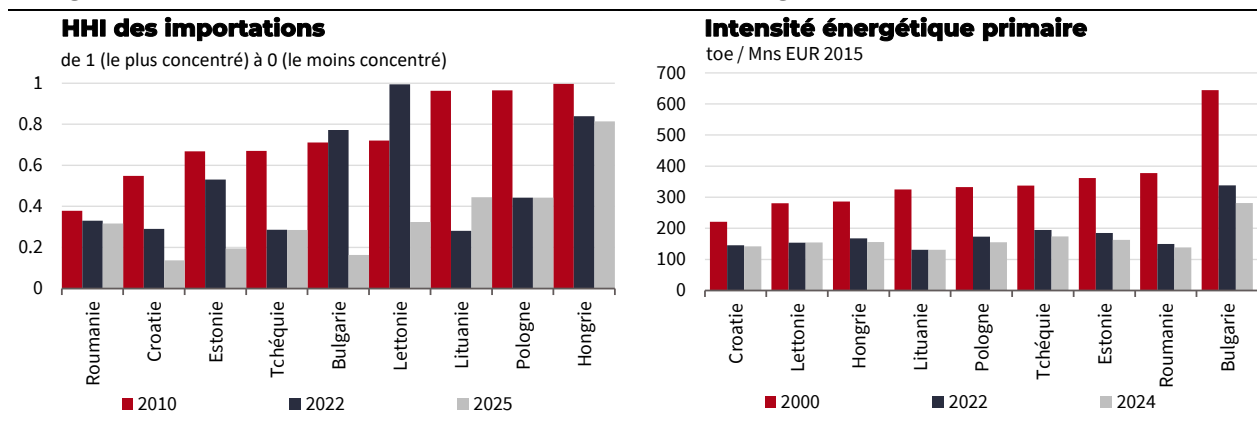
Les fonds européens et les dépenses de défense devraient néanmoins jouer un rôle d’amortisseur. Les financements *NextGeneration EU* continueront de soutenir l’investissement jusqu’à fin 2026, sous réserve du respect des échéances de mise en œuvre (respect des cibles d’ici au 31 août 2026 et soumission des dernières demandes de paiement d’ici au 30 septembre 2026). Les fonds structurels européens et les prêts SAFE devraient ensuite prendre progressivement le relais, en particulier pour les investissements liés aux infrastructures, à la sécurité énergétique et à la défense. Le dispositif SAFE prévoit jusqu’à EUR 150 Mds de prêts de long terme destinés à accélérer les investissements de défense et à renforcer la base industrielle européenne.

À noter que ce nouveau choc énergétique se distingue toutefois nettement de celui observé au début de la guerre en Ukraine en 2022. La région n’est plus confrontée à un risque aigu de rupture d’approvisionnement lié à un fournisseur unique. L’accès accru au GNL, le développement des interconnexions et la diversification des routes d’approvisionnement ont amélioré la sécurité énergétique

de la région. Cette évolution se reflète dans une moindre concentration des fournisseurs et une dépendance réduite vis-à-vis de la Russie. En contrepartie, cette diversification expose davantage la région aux prix mondiaux de l'énergie, notamment au marché du GNL.

Par ailleurs, la région a affiché des progrès importants en matière d'intensité énergétique. La baisse de la consommation d'énergie par unité de PIB réduit la sensibilité de l'activité aux variations des prix énergétiques, même si l'industrie reste plus exposée dans les économies les plus manufacturières. Cette amélioration structurelle devrait limiter l'ampleur du choc sur les coûts de production et les marges des entreprises par rapport à 2022. Les intrants importés à forte intensité énergétique restent néanmoins une source de vulnérabilité.

La concentration des approvisionnements énergétiques s'est réduite... et l'intensité énergétique s'est améliorée dans la région par rapport à 2022

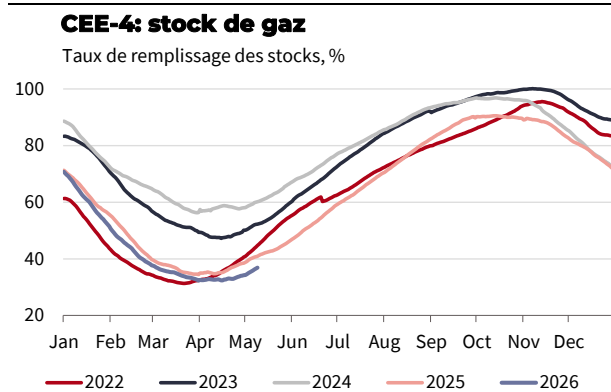


Source : Commission Européenne, SG Études Économiques et Sectorielles

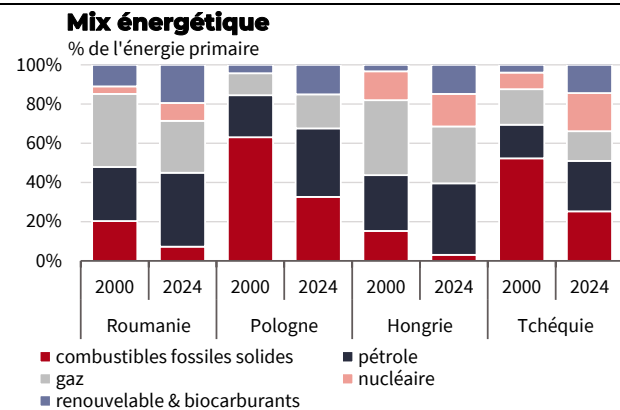
Le choc énergétique ne survient pas dans une phase de réouverture économique vigoureuse, contrairement à 2022 et ne devrait donc pas générer de spirale prix salaire. L'industrie allemande reste déprimée, la confiance des ménages se dégrade dans plusieurs pays et certaines économies, notamment la Roumanie et la Slovaquie, sont engagées dans des consolidations budgétaires significatives. Les marchés du travail sont aussi beaucoup moins tendus qu'en 2022 avec des taux de vacances d'emploi plus faibles et des taux de chômage plus élevés. Dans ce contexte, les effets de second tour devraient rester contenus et le risque de spirale prix-salaires plus limité qu'au moment du choc énergétique de 2022.

Les niveaux de stockage de gaz constituent toutefois un point de vigilance. La Hongrie, la Tchéquie, la Slovaquie et les pays baltes affichent des niveaux de stockage particulièrement bas, inférieurs à ceux observés en mai 2022. En Pologne et en Roumanie, les niveaux de stocks sont plus élevés qu'en 2022, mais restent dans la partie basse de leur intervalle 2016-2021. Pour mémoire, les pays de l'UE doivent désormais atteindre l'objectif de 90 % de remplissage des réserves de gaz à n'importe quel moment entre le 1er octobre et le 1er décembre, alors que la règle initiale imposait une échéance stricte au 1er novembre.

Des niveaux de stockage de gaz bas dans la région...



... alors que les mix énergétiques restent très dépendants des énergies fossiles



Source : Commission Européenne, Bruegel, SG Études Économiques et Sectorielles

De plus, les marges de manœuvre budgétaires sont désormais nettement plus étroites. Les gouvernements disposent de moins de capacité pour réintroduire des mesures généralisées de plafonnement ou de subvention des prix de l'énergie, alors même que les dépenses de défense augmentent et que les perspectives de notation souveraine de plusieurs grands pays de la région restent sous surveillance négative (Roumanie, Pologne).

Les risques restent orientés à la baisse. L'absence de progrès vers une résolution du conflit en Ukraine maintient une pression durable sur les budgets de défense, dans un contexte de finances publiques déjà plus contraintes. Par ailleurs, les risques politiques augmentent dans plusieurs pays de la région. En Roumanie, la chute du gouvernement pro-européen d'Ilie Bolojan en mai 2026 alimente les inquiétudes sur la consolidation budgétaire, l'accès aux fonds européens et la confiance des marchés. En Pologne, la cohabitation entre un gouvernement pro-européen et un président conservateur accroît le risque de blocage institutionnel, notamment sur les mesures fiscales. En Slovaquie, la polarisation politique pourrait compliquer la coordination européenne tandis qu'en Hongrie, l'alternance politique ouvre la voie à un possible débloccage progressif des fonds européens, mais la transition institutionnelle et la mise en conformité avec les exigences d'État de droit restent des sources d'incertitude. En Tchéquie, le retour d'un gouvernement dirigé par Andrej Babiš pourrait enfin entraîner une recalibration des priorités budgétaires et européennes.

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