

SCÉNARIOÉCO

Société Générale Études économiques et sectorielles

Activité contrainte par les effets d'éviction

- L'économie mondiale reste soutenue par un supercycle d'investissement. Néanmoins, les perspectives de croissance sont de plus en plus contraintes par le coût du capital, les ressources énergétiques et les l'approvisionnement en intrants critiques.
- Les conditions financières devraient demeurer restrictives. Si le recul des prix de l'énergie offrait un léger répit d'ici 2027, la demande d'investissement devrait maintenir les taux d'intérêt durablement élevés. Dans le même temps, la persistance des incertitudes de politique économique alimentera les primes de risque de long terme.
- Les contraintes énergétiques devraient s'atténuer durant 2027. Notre hypothèse de travail table sur une réouverture en dents de scie du détroit d'Ormuz. Les risques géopolitiques globaux resteraient élevés.
- Le reflux de l'inflation sous-jacente devrait se poursuivre. Néanmoins, la récurrence des événements climatiques extrêmes et les tensions géopolitiques maintiendront des pressions sur les coûts. Ceci augmente le risque d'erreurs de calibrage de la politique monétaire.
- Les consommateurs sont de plus en plus fragilisés sous la pression d'une inflation tirée par les prix de l'énergie, d'un ralentissement du marché du travail et de taux d'intérêt élevés.
- L'Europe dispose d'importants gisements d'investissement sous-exploités. Des réformes seront nécessaires pour l'approfondissement des marchés de capitaux, l'achèvement du marché unique et à l'accélération des investissements stratégiques.
- Les risques politiques restent alimentés par des échéances électorales majeures, notamment les élections de mi-mandat aux États-Unis, les scrutins régionaux allemands et l'élection présidentielle française.

Table des matières

ÉDITO	3
PREVISIONS ECONOMIQUES	14
ZONE EURO	16
ALLEMAGNE	20
FRANCE	24
ITALIE	28
ESPAGNE	31
ROYAUME-UNI	34
ÉTATS-UNIS.....	37
JAPON	40
CHINE	43
AFRIQUE.....	47
AMERIQUE LATINE	50
ASIE ÉMERGENTE	53
PAYS DU GOLFE	56
EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE	59
CONTACTS.....	62
DISCLAIMER	63

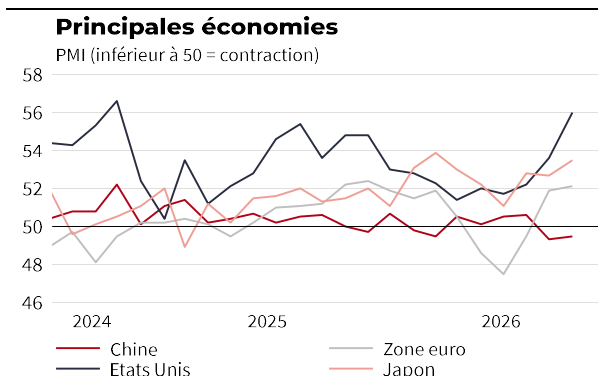
ÉDITO

LES EFFETS D'ÉVICTION DANS UNE ÉCONOMIE EN TRANSFORMATION

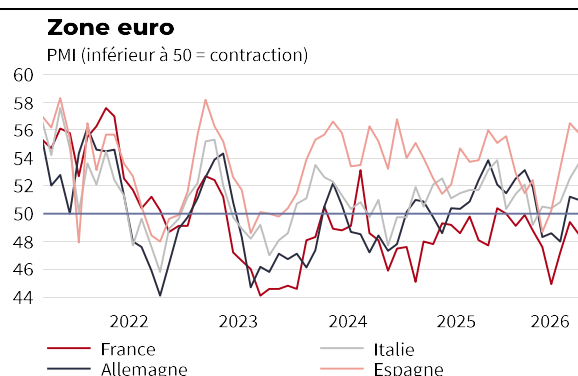
L'activité mondiale demeure résiliente malgré le regain de tensions au Moyen-Orient. Les enquêtes PMI d'août continuent de signaler une expansion généralisée dans les principales économies. Cette résistance est soutenue par un cycle d'investissement durable dans les secteurs stratégiques, notamment les technologies liées à l'intelligence artificielle, la défense, l'énergie et l'adaptation au changement climatique, qui continuent de stimuler la demande intérieure. La Chine fait figure d'exception : les surcapacités industrielles persistantes et les fragilités structurelles continuent de peser sur la demande domestique, tandis que les exportations restent le principal moteur de croissance. En France, la dynamique économique est freinée par un niveau élevé d'incertitude politique et par l'érosion du pouvoir d'achat des ménages.

À moyen terme, l'investissement devrait rester l'un des principaux soutiens de la croissance mondiale. Toutefois, le durcissement progressif des conditions de financement et le maintien de coûts de production élevés devraient en limiter le rythme. La combinaison de besoins de financement public toujours importants et de l'intensification de la course mondiale aux investissements notamment liés à l'intelligence artificielle contribue à une hausse durable du coût du capital. Dans ce contexte, les risques d'éviction devraient progressivement se renforcer ce qui pourrait peser sur la croissance à moyen terme.

Résilience des grandes économies sauf en Chine La France à la traîne en zone euro



Source : LSEG, SG Études économiques et sectorielles



Source : LSEG, SG Études économiques et sectorielles

Plus fondamentalement, l'économie mondiale entre dans une nouvelle phase marquée par une profonde reconfiguration des moteurs qui ont façonné la croissance, l'inflation et la stabilité financière au cours des dernières décennies. Cette évolution s'inscrit dans une succession de cycles ayant chacun imprimé leur marque sur l'économie mondiale :

- Dans les années 1990, la croissance a été portée par l'essor des technologies de l'information, la mondialisation, la convergence liée à l'Union économique et monétaire européenne et la poursuite d'un mouvement de désinflation, offrant aux banques centrales une marge de manœuvre importante pour amortir les chocs économiques.
- Entre 2001 et 2007, l'abondance du crédit, l'expansion des marchés immobiliers et l'intégration de la Chine comme grande puissance manufacturière ont soutenu une croissance mondiale robuste dans un environnement de faible inflation.
- Après la crise financière mondiale, les économies ont largement reposé sur des politiques monétaires exceptionnellement accommodantes et sur le boom de l'investissement chinois. La croissance est toutefois restée plus modérée, dans un contexte de désendettement des ménages et des entreprises et de renforcement de la réglementation financière.
- La période Covid et post-Covid a été caractérisée par un soutien budgétaire et monétaire sans précédent, favorisant un fort rebond de l'activité mais aussi la plus forte poussée inflationniste observée depuis plusieurs décennies, sur fond de perturbations majeures des chaînes d'approvisionnement mondiales.
- Le cycle actuel s'appuie sur un nouveau supercycle d'investissement dans les technologies liées à l'intelligence artificielle, la défense, l'énergie et l'adaptation au changement climatique. Toutefois, des niveaux d'endettement public plus élevés, les tensions persistantes au Moyen-Orient et la fragmentation géopolitique croissante rendent cette phase d'expansion plus vulnérable aux contraintes d'offre, limitant davantage la capacité des banques centrales à soutenir l'activité.

Dans ce contexte, l'économie mondiale est traversée par plusieurs tendances structurelles majeures qui façonnent simultanément les dynamiques de demande et les capacités d'offre.

UNE DYNAMIQUE DE DEMANDE PORTEE PAR UN NOUVEAU SUPERCYCLE D'INVESTISSEMENT

L'économie mondiale entre dans un nouveau cycle d'investissement, porté par les besoins considérables en capitaux associés aux technologies de l'intelligence artificielle, à la transition énergétique, à la défense et à l'adaptation au changement climatique. Ce cycle répond à la nécessité croissante de renforcer l'autonomie stratégique, de sécuriser les approvisionnements énergétiques et de préserver la compétitivité technologique dans un environnement géopolitique de plus en plus fragmenté.

Au-delà de ces impératifs stratégiques, les évolutions démographiques alimentent également d'importants besoins. Le vieillissement de la population et la réduction de la population active devraient stimuler les dépenses de capital dans les technologies de santé, l'automatisation et la robotisation, afin de compenser les pénuries de main-d'œuvre et de soutenir les gains de productivité. La multiplication des événements climatiques extrêmes renforce parallèlement les besoins liés à l'adaptation au changement climatique.

L'autonomie stratégique s'impose ainsi comme un puissant moteur de l'investissement, tant public que privé. Les préoccupations liées à la sécurité nationale, à la résilience économique, à la vulnérabilité des chaînes d'approvisionnement, aux objectifs climatiques et au leadership technologique conduisent les gouvernements à adopter des politiques industrielles plus volontaristes tout en encourageant l'investissement privé. Les dispositifs de soutien public, les cadres réglementaires et les incitations ciblées jouent ainsi un rôle croissant consolidant les fondements d'un cycle d'investissement appelé à s'inscrire dans la durée.

- Les principaux moteurs de l'investissement public comprennent la hausse des dépenses de défense en Europe, les vastes programmes de modernisation des infrastructures aux États-Unis et en Asie, le développement des réseaux électriques nécessaires à l'électrification des économies, ainsi que le financement public de secteurs stratégiques tels que les semi-conducteurs, la sécurité énergétique et les infrastructures de transport.
- L'investissement privé, quant à lui, continue d'être soutenu par une demande structurelle forte dans les domaines de l'intelligence artificielle, de la digitalisation, des centres de données, des infrastructures cloud, de l'énergie et de l'électrification des transports. Il bénéficie également des efforts des entreprises visant à renforcer leur productivité, leur résilience et leur compétitivité à long terme.

UNE OFFRE MONDIALE FAÇONNÉE PAR LA FRAGMENTATION, MAIS AUSSI PAR LES ESPOIRS DE GAINS DE PRODUCTIVITÉ

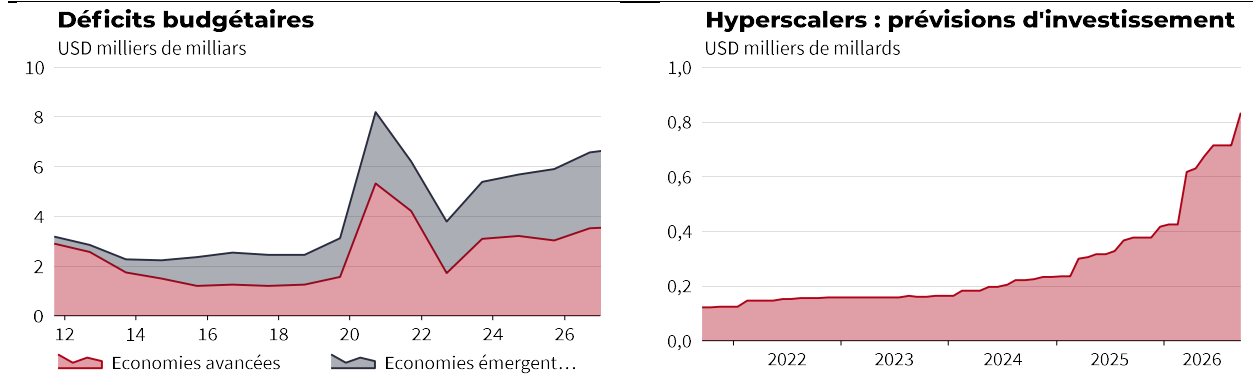
Quatre évolutions majeures devraient façonner les dynamiques d'offre de l'économie mondiale au cours des prochaines années.

- **La persistance des tensions géopolitiques**, des barrières tarifaires, des conflits et de la compétition stratégique contribue à redessiner les routes commerciales et les chaînes de valeur mondiales. Les entreprises privilégient désormais davantage la résilience et la sécurité des approvisionnements au détriment de l'efficacité et de l'optimisation des coûts. Les risques de fragmentation financière s'accroissent également à

mesure que les rivalités géopolitiques affectent les flux d'investissement et de capitaux. Dans ce contexte, les contraintes structurelles pesant sur le commerce et la production devraient demeurer un trait durable de l'environnement économique mondial.

- **Les politiques publiques** jouent un rôle croissant dans l'orientation de l'offre à travers les stratégies industrielles, les dispositifs de subventions, les exigences de contenu local, les réglementations favorisant la transition écologique ainsi que les initiatives visant à renforcer la résilience des chaînes d'approvisionnement et la souveraineté technologique. Si ces politiques peuvent soutenir la compétitivité au niveau national, elles contribuent également à l'émergence d'un environnement mondial moins coopératif et davantage fragmenté.
- **Le vieillissement démographique** réduit progressivement la disponibilité de la main-d'œuvre et pourrait accentuer les tensions sur les coûts du travail. Toutefois, les progrès dans l'automatisation, la robotique et les nouvelles technologies pourraient atténuer, voire compenser, ces contraintes. L'augmentation du taux d'activité des femmes, le relèvement de l'âge de départ à la retraite et les politiques migratoires constituent également des leviers d'ajustement importants.
- **Les technologies de rupture**, et en particulier l'intelligence artificielle, pourraient profondément transformer les capacités de production. Au cours des prochaines années, les gains de productivité associés à l'IA pourraient constituer un important choc positif d'offre et soutenir durablement la croissance potentielle. Leur ampleur et leur calendrier de matérialisation demeurent toutefois incertains. Cette transformation soulève également des enjeux liés aux valorisations financières, aux risques cyber, aux mutations du marché du travail et à la diffusion effective des gains de productivité dans l'ensemble de l'économie.

Hausse des besoins de financement des Etats... ... et des investissements dans l'IA



Les interactions entre l'offre et la demande produisent des effets différenciés sur la croissance et l'inflation. Dans la phase initiale d'un cycle d'investissement intensif, la vigueur de la demande de capital tend à dépasser les capacités d'offre disponibles, générant des tensions sur les prix des intrants et contribuant à renchérir les conditions de financement. À un stade plus avancé du cycle, lorsque les gains de productivité commencent à se matérialiser, l'accroissement des capacités de production exerce au contraire une pression à la baisse sur les prix.

À l'exception notable de la Chine, les principales économies semblent aujourd'hui engagées dans cette première phase d'expansion de l'investissement. Les risques traditionnellement associés à cette période sont toutefois amplifiés par les tensions géopolitiques, des niveaux d'endettement public déjà élevés et des marchés du travail durablement contraints.

Les tensions observées sur les marchés de l'énergie et sur certains intrants stratégiques figurent parmi les principales préoccupations. Un autre risque tient à la course mondiale au leadership dans l'intelligence artificielle et au déploiement rapide de technologies plus efficaces, qui pourraient à terme conduire à des situations de surcapacités importantes et, par conséquent, à des pressions désinflationnistes, voire déflationnistes. L'expérience récente de la Chine illustre ce risque. Celui-ci serait d'autant plus marqué si les gains de productivité s'avéraient inférieurs aux attentes.

Notre scénario central repose sur une modération progressive du rythme de l'investissement, notamment sous l'effet du niveau élevé des coûts de financement, tandis que les gains de productivité commenceraient progressivement à se diffuser dans l'économie. Associée à notre hypothèse d'un apaisement des tensions au Moyen-Orient et d'un recul des pressions sur les prix de l'énergie, cette évolution milite en faveur d'un retour graduel de l'inflation vers les objectifs des banques centrales à l'horizon 2027.

Cela étant, la persistance de prix des matières premières durablement élevés constituerait un risque important. Dans un tel contexte, le risque d'un resserrement monétaire excessif ne peut être exclu.

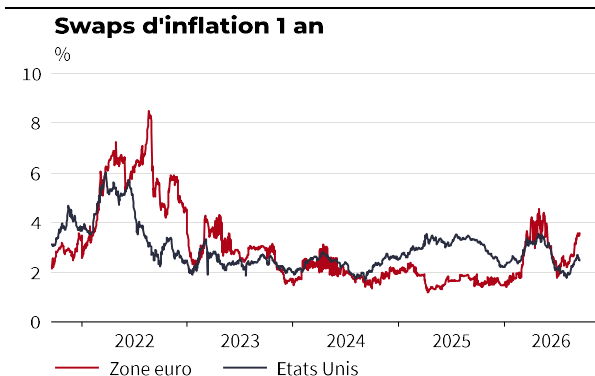
LA COURSE AU FINANCEMENT ENTRAINE UN DURCISSEMENT DES CONDITIONS FINANCIERES...

Les évolutions structurelles à l'œuvre, du côté de l'offre comme de la demande, impliquent une hausse durable des besoins de financement des secteurs public et privé. Cette dynamique accroît le risque d'effets d'éviction, se traduisant par une remontée des taux d'intérêt réels et un resserrement des conditions de financement.

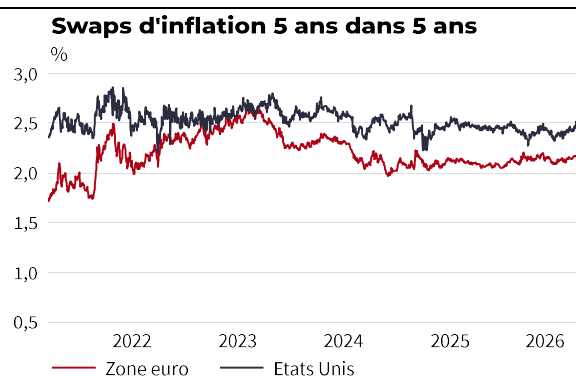
Ces tendances de fond exercent déjà une pression haussière sur les taux d'intérêt réels. Elles sont renforcées par plusieurs facteurs :

- **Le retour des tensions sur les marchés de l'énergie**, alimenté par le conflit entre les États-Unis et l'Iran. Le principal risque est que la hausse des coûts énergétiques génère des effets de second tour sur l'inflation. À ce stade, les anticipations d'inflation à court terme observées sur les marchés ont progressé, mais demeurent inférieures aux niveaux observés au début du conflit au Moyen-Orient. Les anticipations de long terme restent, quant à elles, globalement bien ancrées.
- **Les préoccupations croissantes des marchés obligataires** face au niveau élevé de l'endettement public dans plusieurs grandes économies. Dans la zone euro, la poursuite du resserrement quantitatif contribue par ailleurs au durcissement progressif des conditions de liquidité et à la remontée des primes de terme.
- **Des émissions obligataires des entreprises atteignent des niveaux records**. Aux États-Unis, les émissions obligataires ont augmenté d'environ 30 % au premier semestre pour atteindre 1 500 milliards de dollars, contre 1 200 milliards sur la même période en 2025. Cette dynamique alimente la demande de crédit et renforce l'anticipation d'un maintien prolongé de conditions monétaires restrictives.

Anticipations d'inflation à court terme en hausse... ... mais les anticipations à long terme restent ancrées



Source : LSEG, SG Études économiques et sectorielles



Source : LSEG, SG Études économiques et sectorielles

L'impact de l'investissement du secteur privé sur les conditions de financement mondiales devient de plus en plus significatif. À elles seules, les grandes entreprises de l'écosystème de l'intelligence artificielle devraient investir près de 1 000 milliards de dollars au cours de 2027. Selon les estimations du consensus, les investissements cumulés pourraient dépasser 4 000 milliards de dollars sur la période 2026-2030. Si ces besoins seront financés par une diversité de sources, le recours à l'endettement, via les prêts bancaires, le crédit privé et les émissions obligataires, occupe une place croissante. Selon l'OCDE, même dans un scénario prudent où 29 % des investissements seraient financés par émission d'obligations, les neuf principaux acteurs du secteur représenteraient à eux seuls l'équivalent de 9 % des émissions obligataires mondiales historiques des entreprises non financières sur la période 2026-2030.

La soutenabilité de ce cycle d'investissement suscite toutefois des interrogations croissantes et alimente des comparaisons avec la période de la bulle internet. Si les deux épisodes reposent sur la promesse d'une rupture technologique majeure ayant attiré d'importants flux de capitaux et soutenu des valorisations élevées, plusieurs différences fondamentales doivent être soulignées.

Dans les deux cas, les entreprises ont fortement accru leurs dépenses d'investissement afin de développer leurs capacités de production en anticipation d'une demande future. Toutefois, à la différence de nombreuses entreprises de l'ère internet, les principaux acteurs actuels sont des groupes matures, rentables, disposant de bilans solides et de positions de marché dominantes. Le principal risque réside dans une éventuelle surestimation des gains de productivité et des revenus futurs associés au déploiement de l'intelligence artificielle, conduisant à un excès d'investissement et à des ajustements de valorisation.

Néanmoins, à l'image d'Internet qui a profondément transformé l'économie mondiale malgré l'éclatement de la bulle technologique, l'essor actuel de l'intelligence artificielle pourrait générer des gains économiques durables, même en

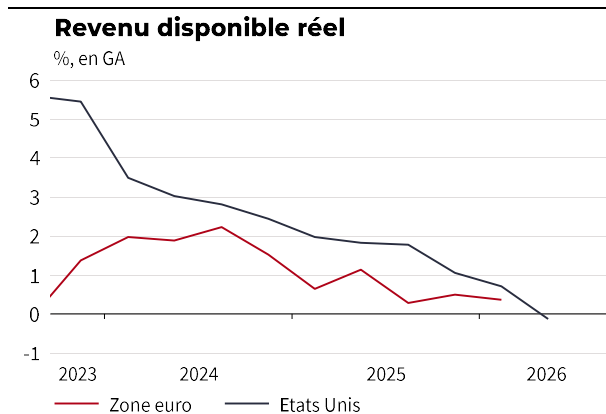
cas de correction des marchés financiers ou de phase de consolidation du secteur. Les conséquences macroéconomiques seraient en revanche plus marquées si cette dynamique s'accompagnait de la constitution de surcapacités importantes. Ce risque apparaît d'autant plus élevé dans un contexte de fragmentation croissante de l'économie mondiale, susceptible de favoriser les duplications d'investissements et les inefficacités d'allocation du capital.

...QUI POURRAIT AUSSI PESER SUR LA DEMANDE DES MENAGES, GENERER DES SURCAPACITES ET, A TERME, CONDUIRE A UNE CORRECTION DES MARCHES OU A DES PRESSIONS DEFLATIONNISTES

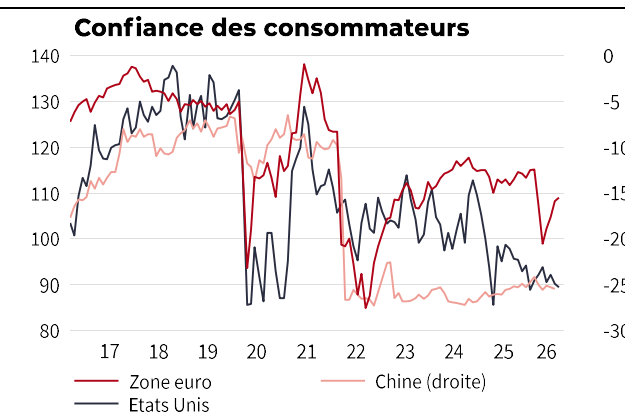
La capacité de l'économie mondiale à absorber durablement la hausse des prix de l'énergie et des rendements obligataires dépendra en partie de l'émergence de gains de productivité significatifs. À ce stade, notre scénario central considère que ces gains ne commenceront à se matérialiser pleinement au niveau macroéconomique qu'à la fin de la décennie. D'ici là, la situation des ménages demeure une source de préoccupation. Chaque nouvel épisode de hausse des prix de l'énergie érode davantage le pouvoir d'achat, tandis que le maintien de taux d'intérêt élevés renchérit le coût du financement de la consommation et du logement. Par ailleurs, de nombreuses entreprises font preuve d'une plus grande prudence dans leurs décisions de recrutement. Ces facteurs devraient continuer de peser sur les revenus réels des ménages et sur la confiance des consommateurs, dans un contexte marqué également par des incertitudes politiques persistantes dans plusieurs grandes économies, notamment aux États-Unis et en France.

Une vulnérabilité importante à moyen terme réside dans l'écart croissant entre la dynamique de l'investissement et celle de la demande finale alors que la demande des ménages demeure relativement modérée. Si ce déséquilibre devait perdurer, il pourrait conduire à l'apparition de surcapacités dans certaines industries aujourd'hui au cœur du boom de l'investissement.

Ce risque apparaît particulièrement marqué dans les infrastructures liées à l'intelligence artificielle, les semi-conducteurs et les technologies vertes aux États-Unis, ainsi que dans les filières européennes des véhicules électriques, des batteries et des énergies renouvelables. Une telle évolution ne remettrait pas nécessairement en cause le potentiel de croissance de long terme de ces secteurs. Elle traduirait plutôt une caractéristique classique des grandes transitions technologiques : les anticipations de forte demande future incitent les entreprises à développer leurs capacités de production plus rapidement que les marchés ne sont en mesure de les absorber à court terme.

Le consommateur reste le maillon faible...

Source : LSEG, SG Études économiques et sectorielles

... face à la détérioration des revenus et de la confiance

Source : LSEG, SG Études économiques et sectorielles

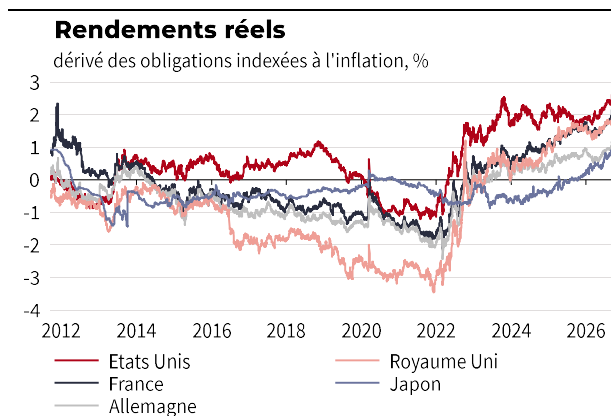
UNE CORRECTION DES MARCHES NE PEUT ETRE EXCLUE

L'une des principales interrogations pour les marchés d'actions concerne la capacité des investissements actuellement engagés, en particulier dans l'intelligence artificielle, à générer des rendements suffisamment élevés pour compenser un coût du capital durablement plus important.

Les marchés financiers apparaissent de plus en plus exposés à la coexistence de valorisations et de taux d'intérêt réels élevés dans un contexte d'incertitudes persistantes concernant l'orientation de la politique monétaire. Si les perspectives d'innovation technologique, continuent de soutenir l'appétit pour le risque, les conditions de financement demeurent sensiblement plus restrictives qu'au cours de la décennie précédente.

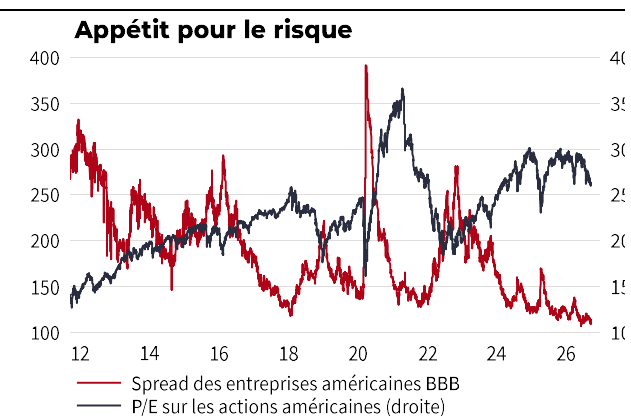
L'incertitude entourant le niveau du taux d'intérêt neutre ainsi que la persistance de certaines pressions inflationnistes augmentent le risque d'erreurs de politique économique. Un ralentissement de la croissance ou des gains de productivité inférieurs aux attentes pourrait alors déclencher des ajustements de valorisation dans plusieurs secteurs. Une telle correction se traduirait par un nouveau durcissement des conditions financières, susceptible de freiner l'investissement et d'accentuer les facteurs de ralentissement cyclique.

Des taux d'intérêt réels en hausse ...



Source : LSEG, SG Études économiques et sectorielles

... dans un contexte d'appétit pour le risque élevé



Source : LSEG, SG Études économiques et sectorielles

Enfin, un calendrier électoral particulièrement chargé, marqué notamment par les élections de mi-mandat aux États-Unis en novembre, l'élection présidentielle française au printemps prochain et la poursuite des élections régionales en Allemagne, continue d'alimenter l'incertitude politique et d'ajouter aux facteurs de risque pesant sur l'activité et les marchés.

QUELS FACTEURS POURRAIENT REDONNER UN NOUVEL ELAN A L'ECONOMIE MONDIALE ?

Une baisse durable des prix de l'énergie constituerait un soutien significatif tant pour les ménages que pour les entreprises. Elle contribuerait à restaurer le pouvoir d'achat, à améliorer les marges des entreprises et à atténuer les pressions haussières sur les rendements obligataires.

Les perspectives énergétiques à court terme restent étroitement dépendantes de l'évolution du contexte géopolitique. Il convient toutefois de rappeler que les investissements dans les énergies renouvelables et le nucléaire figurent parmi les piliers de la stratégie européenne de compétitivité. À mesure que l'Europe réduit sa dépendance aux énergies fossiles importées, sa résilience économique devrait se renforcer.

Par ailleurs, l'agenda européen d'investissements stratégiques, couvrant notamment la transition numérique, la défense et l'énergie, représente des besoins de financement supérieurs à 1 000 milliards d'euros par an. La concrétisation de ce potentiel suppose toutefois la mise en œuvre de réformes destinées à stimuler l'investissement et à mobiliser les financements nécessaires.

À l'échelle mondiale, l'Europe apparaît aujourd'hui comme l'une des zones développées disposant du plus important potentiel d'investissement encore inexploité. Son principal défi ne réside pas dans un manque d'opportunités mais dans l'écart persistant entre son potentiel et sa capacité d'exécution. La région

bénéficie pourtant d'une épargne abondante, d'une base industrielle solide et d'institutions de recherche de premier plan. Cependant, la fragmentation des marchés, la complexité réglementaire et l'insuffisance du financement en capital-risque continuent de freiner l'innovation et le développement des entreprises.

L'approfondissement des marchés de capitaux, l'achèvement du marché unique et l'accélération des investissements stratégiques pourraient ainsi permettre à l'Europe de connaître l'un des cycles de productivité les plus dynamiques parmi les économies avancées au cours des prochaines années.

PREVISIONS ECONOMIQUES

PIB, GA, %	2026p	2027p	2028p	2029p
Pays Développés	1.5	1.2	1.5	1.6
États-Unis	1.9	1.7	1.8	2.0
Japon	0.6	0.5	0.6	0.6
Royaume-Uni	1.1	1.0	1.2	1.3
Zone Euro	1.0	0.8	1.1	1.4
Allemagne	0.9	0.8	1.4	1.7
France	0.3	0.7	1.1	1.4
Italie	0.7	0.5	0.6	0.8
Espagne	2.5	1.6	1.8	1.8
Pays Émergents	3.3	3.6	3.6	3.6
Asie	4.2	4.3	4.3	4.3
Chine	4.2	4.0	3.8	3.6
Inde	6.6	6.3	6.5	6.5
Europe Centrale et Orientale	1.3	1.5	1.5	1.7
Amérique Latine	2.3	2.0	2.1	2.4
Brésil	1.5	1.5	2.0	2.3
Moyen-Orient et Asie Centrale	1.0	4.0	3.3	3.1
Afrique	4.0	3.8	3.8	3.8
Monde (pondéré par PPA)	2.7	2.8	2.8	2.9

Inflation, % (moyenne)	2026p	2027p	2028p	2029p
Pays Développés	2.9	2.3	2.0	2.2
États-Unis	3.3	2.2	2.6	2.7
Japon	1.6	1.5	1.8	1.8
Royaume-Uni	3.2	2.6	2.1	2.3
Zone Euro	2.8	1.8	2.1	1.9
Allemagne	2.7	2.1	1.9	1.9
France	2.1	1.7	1.7	1.9
Italie	2.6	1.8	1.9	1.9
Espagne	3.3	2.0	2.2	2.0
Pays Émergents	5.3	4.4	4.3	4.2
Chine	1.2	1.4	1.7	2.0
Inde	5.0	4.5	4.5	4.5
Brésil	4.4	3.5	3.5	3.5

% FdP (sauf indication contraire)	Actuel 19/09	2026p	2027p	2028p
Taux Fed Funds (borne haute)	4.00	4.00	4.00	4.00
Taux 10 ans (gouv.), Etats Unis	5.01	4.75	4.75	5.00
BCE, facilité de dépôt	2.50	2.50	2.50	2.50
Taux 10 ans (gouv.), Allemagne	3.52	3.30	3.30	3.50
Taux 10 ans (gouv.), France	4.57	4.20	4.30	4.30
Taux 10 ans (gouv.), Italie	4.44	4.15	4.10	4.30
Taux 10 ans (gouv.), Espagne	3.99	3.80	3.85	4.00
BoE, taux de pol. monétaire	3.75	3.75	3.25	3.75
Taux 10 ans (gouv.), Royaume-Uni	5.30	5.25	4.75	4.75
BoJ, taux de pol. monétaire	1.25	1.25	1.50	1.75
Taux 10 ans (gouv.), Japon	2.98	2.90	2.75	2.70
EUR / USD	1.15	1.15	1.15	1.15
EUR / GBP	0.86	0.88	0.89	0.90
USD / JPY	157	155	150	145
USD / CNY	6.7	6.7	6.7	6.6
Pétrole, Brent (USD/b)	105	85	70	70
Gaz naturel UE (TTF, EUR/MgW/h)	79	65	40	30
Carbone UE ETS (EUR/tonne)	86	80	90	100

ZONE EURO

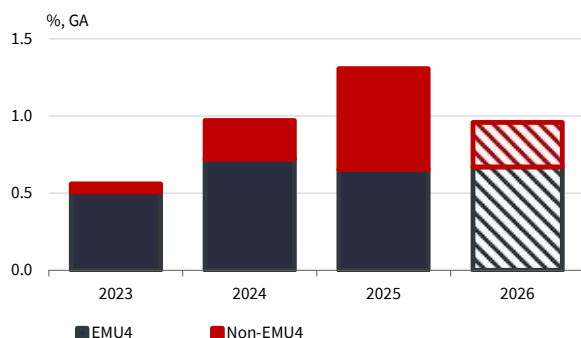
- **La résilience actuelle semble fragile, car la zone euro peine à trouver des sources durables de croissance à court terme.**
- **Si l'économie à deux vitesses n'est plus d'actualité, des divergences persistent sur les marchés du travail et dans les dynamiques d'investissement.**
- **Le biais restrictif lié à l'arbitrage de politique monétaire à court terme de la BCE ne devrait pas être remis en cause dans les prochains mois, mais nous anticipons un retournement en 2027.**

La résilience observée en 2026 semble fragile (1,0 %), car l'Europe peine à trouver des sources durables de croissance à court terme. Les facteurs à l'origine des résultats meilleurs qu'anticipé cette année seront difficiles à maintenir, tandis que les moteurs de croissance attendus peinent à prendre le relais. En Allemagne, la hausse de l'investissement public ne s'est pas encore traduite par un effet d'entraînement sur les capitaux privés. La France, quant à elle, fait face à un investissement atone et à une triple pression sur les ménages : hausse du chômage, recul du pouvoir d'achat et faiblesse de la confiance. En Italie, l'impulsion liée à l'investissement s'essouffle, révélant une productivité structurellement faible et un pouvoir d'achat des ménages déprimé. En Espagne, l'expansion portée par l'immigration ne s'est pas encore traduite par une amélioration de la productivité ou formation de capital. Nous anticipons un ralentissement de la dynamique en 2027 (0,8 %), même si une reprise conjoncturelle en France et la transmission progressive du plan budgétaire allemand devraient soutenir la croissance à moyen terme.

Les divergences en matière d'investissement au sein de la zone euro mettent en évidence un retard particulièrement important en France et en Allemagne. La faiblesse de l'investissement en France (-0,2 % en glissement annuel en 2026) et en Allemagne (-0,3 %) pèse sur la dynamique globale de l'investissement dans la zone. Elle contraste avec le vif rebond observé après la pandémie en Espagne et en Italie, soutenu par les fonds de NGEU et, en Italie, par le Superbonus. Une part importante de cette divergence s'explique par l'investissement immobilier, qui est resté particulièrement déprimé en France et en Allemagne. À l'avenir, nous anticipons une convergence progressive des dynamiques d'investissement. La croissance de l'investissement devrait ralentir en Italie et en Espagne, notamment avec l'atténuation de l'impact des NGEU en 2027. Parallèlement, l'important plan budgétaire allemand devrait de plus en plus stimuler l'investissement privé, tandis que la France commencera à répondre à ses importants besoins d'investissement.

La zone euro fait preuve d'une résilience particulière face à un choc majeur

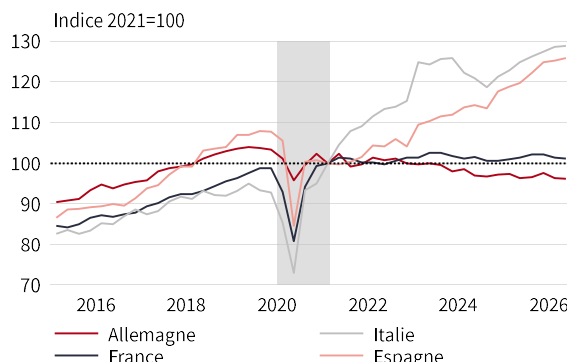
Zone euro : croissance



Source : Eurostat, SG Études économiques et sectorielles

L'investissement dynamique en Espagne et Italie compense la faiblesse en Allemagne et en France

Zone euro : investissement total



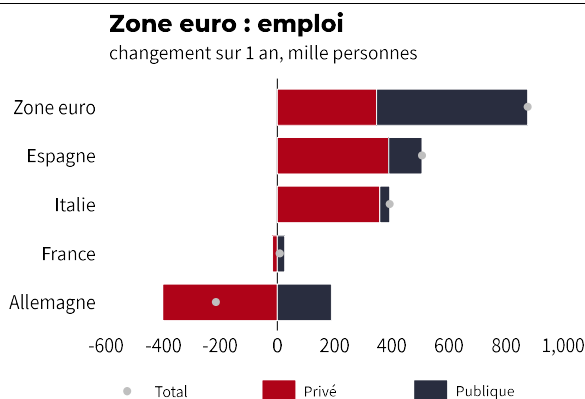
Source : INSEE, Istat, Destatis, Eurostat, SG Études économiques et sectorielles

Les marchés du travail de la zone euro perdent de leur dynamisme, la faiblesse conjoncturelle interagissant de plus en plus avec des difficultés structurelles plus profondes. Les tensions sur les marchés du travail continuent de s'atténuer dans l'ensemble de la zone euro, ce qui laisse présager une nouvelle modération de la croissance de l'emploi. Le deuxième trimestre 2026 a notamment été le premier trimestre depuis la pandémie au cours duquel l'emploi public a davantage contribué aux créations annuelles d'emplois que le secteur privé, signalant une évolution de la composition de la demande de travail. Dans ce contexte, nous anticipons une légère hausse du chômage au second semestre 2026, avec un pic à 6,6 % en 2027. Si la dualité entre les marchés du travail dynamiques de l'Espagne et de l'Italie et ceux, moins résilients, de l'Allemagne et de la France reste intacte, les premiers montrent eux aussi des signes de ralentissement. Cette dualité reflète à la fois une dynamique de croissance plus faible, qui pèse sur les embauches dans le secteur privé, et des facteurs structurels en Allemagne, notamment la désindustrialisation en cours et les tendances démographiques.

Si l'inflation en 2026 reste plus contenue qu'anticipé, nous nous attendons à ce que les effets de base liés à l'énergie la fassent passer sous la cible au second semestre 2027. Le niveau élevé des prix du gaz, la faiblesse des stocks à l'approche de l'hiver et la persistance des contraintes d'offre devraient temporairement porter l'inflation au-dessus de 3 % au second semestre 2026. Par la suite, la dissipation des tensions sur les prix de l'énergie devrait peser sensiblement sur l'inflation globale, compensant plus que largement les pressions haussières sur les prix alimentaires liées à l'augmentation des coûts des intrants et aux chocs climatiques. Nous anticipons donc un léger recul de l'inflation sous 2 % au second semestre 2027. La résilience de l'inflation face au récent choc énergétique s'explique non seulement par l'épuisement des stocks et la destruction de la demande, mais aussi par une dépendance énergétique structurellement plus faible de la zone euro. Une moindre concentration des fournisseurs, une baisse de l'intensité pétrolière et gazière ainsi

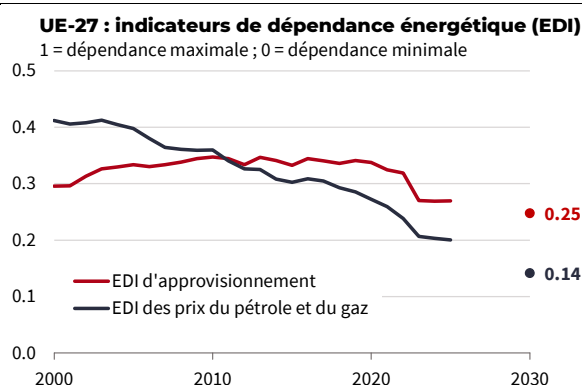
qu'une réduction des importations nettes d'énergie ont limité l'incidence des chocs énergétiques sur les prix à la consommation, comme l'illustre notre indicateur de dépendance énergétique (EDI).

La dualité du marché du travail de l'EMU4 persiste, sur fond de hausse de l'emploi public



Source : OECD, SG Études économiques et sectorielles

La moindre dépendance énergétique a limité le choc sur les prix de l'énergie¹



Source : Eurostat, JRC, SG Études économiques et sectorielles ; Note : 2030 correspond aux projections fondées sur les ambitions climatiques de l'UE.

Les perspectives à court terme de la BCE sont devenues moins difficiles, mais nous ne pensons pas que cette période durera longtemps. Le niveau élevé des prix de l'énergie devrait maintenir l'inflation globale à un niveau plus élevé dans les prochains mois, renforçant le biais de la BCE en faveur d'une hausse de taux préventive, malgré l'absence persistante d'effets de second tour significatifs. Un retournement de cette orientation nécessiterait une combinaison de baisse des prix de l'énergie, de surprises négatives sur la croissance et de poursuite de la modération salariale. Selon nous, les effets de base liés à l'énergie en 2027, un environnement de croissance plus faible et le pouvoir limité des entreprises en matière de fixation des prix devraient orienter la zone euro dans cette direction. Conjugués aux pressions liées à la hausse des taux d'intérêt réels et au durcissement des conditions de crédit, ces facteurs soutiennent l'émergence d'un biais accommodant pour 2027. Cela étant, la balance des risques entourant l'inflation reste orientée à la hausse, la volatilité géopolitique et les chocs climatiques continuant de présenter des risques importants.

La balance des risques est orientée à la baisse pour la croissance, mais à la hausse pour l'inflation. Du côté des risques baissiers, une nouvelle escalade au Moyen-Orient ou des tensions commerciales mondiales, notamment un élargissement des mesures tarifaires américaines, pourrait peser davantage sur la demande extérieure et l'investissement à court terme. Le cycle électoral de 2027

¹ (1) L'EDI d'approvisionnement correspond à la moyenne généralisée des importations d'énergie en part du total de l'énergie disponible et de la concentration des importations, mesurée par l'indice de Herfindahl-Hirschman. (2) L'EDI des prix du pétrole et du gaz correspond ensuite à la moyenne généralisée de l'indicateur (1) et de l'intensité normalisée de l'économie en pétrole et en gaz, afin de tenir compte de l'exposition à la volatilité des prix. Les valeurs pour 2030 correspondent aux progrès projetés conformément aux objectifs climatiques de l'UE. Pour plus de détails, cliquez [ici](#).

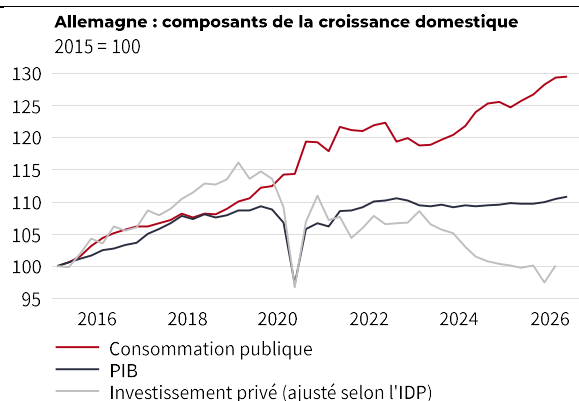
constitue un risque baissier supplémentaire pour la croissance, en particulier s'il entraîne une hausse de l'incertitude entourant les politiques publiques ou une fragmentation politique. Les risques pesant sur l'inflation globale restent particulièrement orientés à la hausse. Les marchés de l'énergie demeurent exposés aux perturbations géopolitiques et à une concurrence intense pour la sécurisation des ressources. Les chocs climatiques, pourraient également renouveler les pressions sur les prix alimentaires et énergétiques. Une économie encore plus dynamique pourrait générer des pressions salariales et, par conséquent, des effets de second tour, qui ne se sont pas matérialisés jusqu'à présent.

Zone euro	2026p	2027p	2028p	2029p
PIB en volume, GA, %	1.0	0.8	1.1	1.4
Consommation des ménages	0.9	0.7	1.0	1.2
Consommation publique	2.1	1.2	1.0	1.2
Investissement	1.0	1.5	2.0	2.4
Exportations de biens & services	1.5	1.8	2.3	2.4
Importations de biens & services	1.6	2.0	2.6	2.6
Inflation, % moyenne annuelle	2.8	1.8	2.1	1.9
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2.4	2.0	1.9	1.9
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	0.2	1.0	0.8	1.1
Épargne des ménages, % du RDB	14.4	14.6	14.4	14.3
Chômage, % de la population active	6.4	6.6	6.5	6.3
Solde budgétaire, % du PIB	-3.2	-3.1	-3.0	-2.8
Dettes publiques, % du PIB	91	92	93	92
Solde courant, % du PIB	1.8	1.6	1.4	1.4

ALLEMAGNE

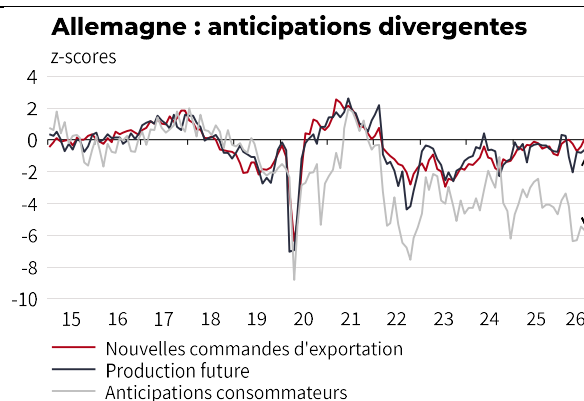
- La reprise de l'Allemagne en 2026 masque des progrès limités dans le remplacement du modèle exportateur en perte de vitesse par des moteurs de croissance domestiques.
- L'expansion budgétaire soutient l'activité à court terme, mais son incidence durable dépendra d'un déploiement plus rapide, plus large et plus efficace des fonds spéciaux d'investissement.
- Le recul de l'industrie devrait se poursuivre, sous l'impulsion du secteur automobile, la baisse de la demande hors zone euro venant s'ajouter aux pressions structurelles sur la compétitivité.

La croissance post-pandémie été soutenue principalement par la consommation publique



Source : Destatis, SG Études économiques et sectorielles

Les entreprises croient à la reprise, mais les ménages restent sceptiques



Source : S&P Global, LSEG/IPSOS, SG Études économiques et sectorielles

La croissance en 2026 est plus forte que prévu, mais cette dynamique sera difficile à maintenir à court terme. Alors que l'économie mondiale évolue, le modèle de croissance allemand ne s'adapte que lentement. La consommation publique reste le principal soutien de l'activité. Elle bénéficie également du redressement inattendu de la demande extérieure, ancien moteur de croissance du pays, après deux années de contributions négatives. La demande privée reste atone, la faible progression des salaires réels et le pessimisme concernant les perspectives pesant sur les ménages. De fait, si la confiance des entreprises s'améliore, les anticipations des ménages restent nettement inférieures à leurs moyennes historiques. Le plan budgétaire stimule l'investissement public, qui ne représente actuellement que 3 % du PIB, mais ne s'est pas encore traduit par un effet d'entraînement sur l'investissement privé, toujours freiné par la crise de la construction. La faiblesse de la demande des ménages, l'atonie de l'investissement privé et le soutien potentiellement temporaire des exportations pèseront donc sur la croissance jusqu'à ce que les effets de l'impulsion budgétaire se diffusent plus largement.

L'inflation devrait atteindre un pic au second semestre 2026, avant de repasser sous la cible de 2 % au second semestre 2027. L'inflation a de nouveau accéléré et devrait atteindre 2,7 % en moyenne annuelle en 2026. Cette évolution fait suite à une modération temporaire au deuxième trimestre 2026, favorisée par les mesures sur les prix des carburants et l'apaisement des tensions au Moyen-Orient. Le niveau durablement élevé des prix de l'énergie, ainsi que les perturbations des chaînes d'approvisionnement liées au faible niveau du Rhin et au faible remplissage des stocks de gaz, sont les principaux moteurs de l'inflation. Ce dernier facteur devrait peser particulièrement sur les ménages, car les stocks de gaz devront être reconstitués à des prix élevés avant l'hiver, ce qui devrait accroître les pressions sur les tarifs de détail de l'énergie et les factures énergétiques des ménages. Nous anticipons toutefois que les effets de base liés à l'énergie pèseront sur l'inflation globale au second semestre 2027, ramenant l'inflation annuelle à 2,1 % en 2027.

Malgré son déploiement lent, le fonds SVIK² renforce encore un budget fédéral déjà en expansion. À l'avenir, la hausse des transferts sociaux, le renforcement des capacités de défense et l'accélération des décaissements du SVIK devraient soutenir une consommation publique robuste et stimuler progressivement l'investissement fixe. Les dépenses publiques sont déjà en hausse, principalement sous l'effet des transferts de sécurité sociale et des achats militaires, tandis qu'une grande partie de la récente progression de l'investissement correspond à un soutien financier aux institutions publiques plutôt qu'à des investissements en actifs fixes. Ces derniers sont en partie compensés par les investissements du fonds SVIK. Cette évolution intervient malgré la lenteur de leur déploiement, puisqu'au rythme actuel, seuls 74 % des fonds prévus pour 2025-2026 auront été décaissés d'ici à la fin de l'année. Une croissance plus forte que prévu devrait soutenir les recettes et contenir le déficit budgétaire à 4,0 % du PIB en 2026. À moyen terme, le multiplicateur du SVIK dépendra fortement de l'accélération de l'exécution des projets, tout en préservant une marge suffisante pour les investissements ordinaires dans les budgets annuels.

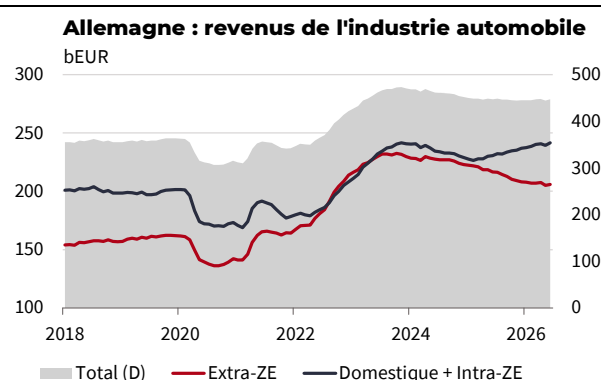
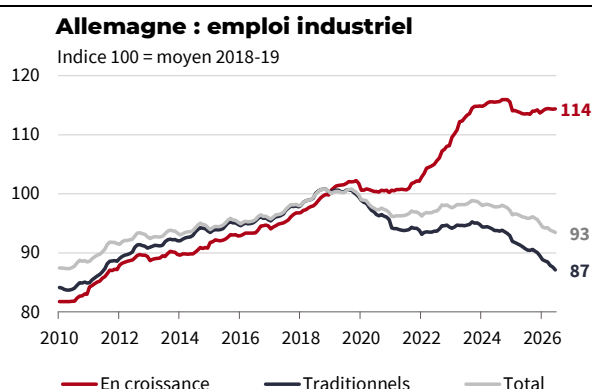
Le marché du travail semble proche de son point bas, mais toute reprise devrait rester hésitante compte tenu du caractère structurel du recul de l'industrie. L'emploi devrait diminuer pour un septième trimestre consécutif, bien qu'à un rythme plus lent, alors que les anticipations d'emploi des entreprises se redressent et que la dégradation du marché du travail semble avoir atteint son point bas. La faiblesse persistante de l'industrie devrait néanmoins limiter la reprise, et le chômage ne devrait pas diminuer avant le second semestre 2027. Les trois principaux secteurs industriels en termes d'emploi, à savoir l'automobile, la métallurgie et les machines, qui correspondent aux secteurs « traditionnels » dans le graphique, représentaient 43 % de l'emploi industriel en 2018 et ont perdu 13 % de leurs effectifs depuis la pandémie. Cette évolution a contribué à une baisse de 7 % de l'emploi industriel total, tandis que les secteurs manufacturiers spécialisés à plus

² Fonds spécial pour les infrastructures et la neutralité climatique (Sondervermögen für Infrastruktur und Klimaneutralität)

forte valeur ajoutée, correspondant aux secteurs « porteurs », qui avaient auparavant soutenu les créations d'emplois, stagnent depuis quelques mois.

L'industrie automobile reste en recul, sur fond de baisse progressive des ventes hors zone euro. Les pressions sur le secteur ne s'atténuent pas, alors que le nouveau choc sur les prix de l'énergie, les droits de douane américains et la concurrence chinoise, notamment dans le domaine des véhicules électriques, produisent pleinement leurs effets. La récente stagnation des ventes totales du secteur ne devrait donc pas durer, car les ventes hors zone euro continuent de diminuer, à un rythme moyen d'environ 6 % en glissement annuel. Cette évolution s'explique par le fait que le solde commercial des véhicules avec la Chine est devenu négatif au premier trimestre 2026 pour la première fois de son histoire, tandis que les exportations vers les États-Unis, qui représentaient 13 % des exportations totales de véhicules en 2024, ont reculé sous l'effet des droits de douane de 2025. La part disproportionnée des suppressions d'emplois récemment annoncées par Volkswagen qui devrait concerner les sites allemands illustre la dégradation de l'attractivité relative de l'Allemagne comme lieu de production et de sa compétitivité-coût dans le secteur.

Le recul du cœur industriel pèse sur l'emploi, Le chiffre d'affaires domestique ne fait malgré quelques secteurs porteurs qu'amortir la baisse des ventes hors zone euro



Source : Destatis, SG Études économiques et sectorielles ; Note : les secteurs traditionnels correspondent aux trois principaux secteurs en termes d'emploi (automobile, métallurgie et machines), tandis que les secteurs porteurs regroupent cinq des secteurs affichant la plus forte croissance (batteries, spatial/aéronautique, équipements optiques, industrie pharmaceutique et armes/munitions).

Source : Destatis, SG Études économiques et sectorielles ; Note : ZE désigne la zone euro.

La balance des risques reste orientée à la baisse, car la reprise actuelle dépend fortement du soutien des politiques publiques, tandis que l'exposition aux chocs extérieurs reste élevée. Du côté des risques baissiers, les pressions exercées sur le gouvernement à la suite des élections régionales pourraient compliquer davantage le climat politique et peser sur les efforts de réforme et d'investissement. En outre, l'incidence du soutien budgétaire sur la croissance pourrait être plus faible que prévu si les dépenses sont retardées, réduites ou allouées de manière inefficace. Les perturbations du côté de l'offre restent également un risque, en raison à la fois de l'intensification des tensions géopolitiques et des difficultés climatiques nationales,

notamment d'une nouvelle baisse du niveau du Rhin. Du côté des risques haussiers, un nouvel apaisement des tensions géopolitiques et une baisse des prix de l'énergie pourraient soutenir à la fois la croissance et la désinflation. Par ailleurs, si les pressions croissantes liées à la faiblesse des performances économiques ou à l'opposition politique renforcent la volonté de réforme du gouvernement, les perspectives à moyen terme de l'Allemagne pourraient s'améliorer. Une transmission plus rapide que prévu des dépenses budgétaires à l'investissement privé et à la confiance des entreprises constituerait un risque haussier supplémentaire pour l'activité.

Allemagne	2026p	2027p	2028p	2029p
PIB en volume, GA, %	0.9	0.8	1.4	1.7
Consommation des ménages	0.4	0.7	1.2	1.5
Consommation publique	3.4	2.3	2.3	2.0
Investissement	-0.3	2.1	2.8	3.1
Exportations de biens & services	2.3	0.9	1.4	1.9
Importations de biens & services	2.0	2.0	2.1	2.3
Inflation, % moyenne annuelle	2.7	2.1	1.9	1.9
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2.5	2.2	2.2	2.1
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	0.4	0.9	0.9	1.3
Épargne des ménages, % du RDB	18.8	18.8	18.5	18.1
Chômage, % de la population active	6.3	6.3	6.1	5.7
Solde budgétaire, % du PIB	-4.0	-4.2	-3.9	-3.5
Dettes publiques, % du PIB	65	67	69	70
Solde courant, % du PIB	4.2	3.5	3.0	2.9

FRANCE

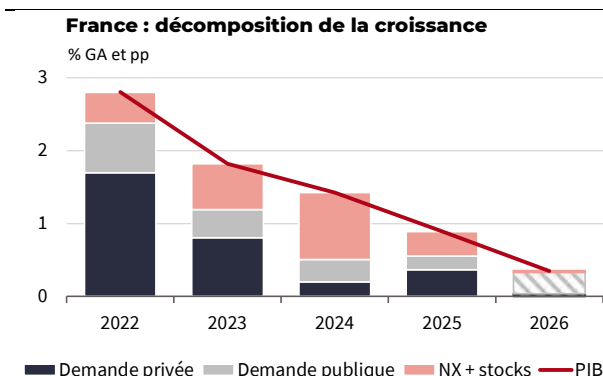
- **La demande intérieure privée stagne, tandis que la consommation publique et la demande extérieure maintiennent la croissance légèrement au-dessus de zéro en 2026.**
- **Les élections de 2027 dominent les perspectives. Notre hypothèse de travail est que le prochain gouvernement français cherchera à rétablir progressivement la soutenabilité des finances publiques et évitera toute confrontation durable avec l'Union européenne.**
- **La fragilité persistera, car le redressement de la demande des ménages et de la dynamique globale de l'investissement n'interviendra qu'à moyen terme.**

La croissance restera à peine positive en 2026, avant de ne se redresser que modérément en 2027. Malgré la persistance des pressions budgétaires, la poursuite de l'expansion budgétaire maintiendra la croissance légèrement au-dessus de zéro, avec un soutien supplémentaire de la demande extérieure. Cette dernière devrait toutefois rester volatile, car sa résilience se concentre dans des secteurs dépendant de la livraison de grandes commandes. Dans le même temps, la triple pression sur les ménages reste un obstacle majeur : le chômage continue d'augmenter, la croissance des revenus réels reste négative et la confiance demeure faible. Cette dynamique persistera à court terme, maintenant un environnement macroéconomique fragile à l'approche des élections de 2027. À moyen terme, le redressement de la demande des ménages et l'accélération du déploiement des capitaux nécessaires pour répondre aux importants besoins d'investissement devraient progressivement rééquilibrer le modèle de croissance et soutenir la trajectoire économique de la France. Le principal risque baissier tient à l'élection présidentielle de 2027, l'incertitude devant rester élevée à mesure que les candidatures se précisent et que les programmes politiques sont présentés.

La construction devrait continuer de peser sur l'investissement, son redressement n'étant que progressif. À court terme, l'amélioration des commandes d'équipements industriels et l'augmentation des capacités dans les secteurs de l'aéronautique et de la défense devraient apporter un certain soutien, tandis que l'investissement dans les TIC reste très dynamique. La construction devrait toutefois continuer de peser sur l'activité : les mises en chantier de bureaux restent proches de leurs plus bas niveaux depuis dix ans, tandis que la reprise de la construction de logements commerciaux et sociaux demeure limitée. Le niveau encore élevé des coûts d'emprunt et l'incertitude politique devraient également freiner cette reprise hésitante. À moyen terme, l'amélioration progressive de la demande et des conditions de financement, la relative stabilité des marges des

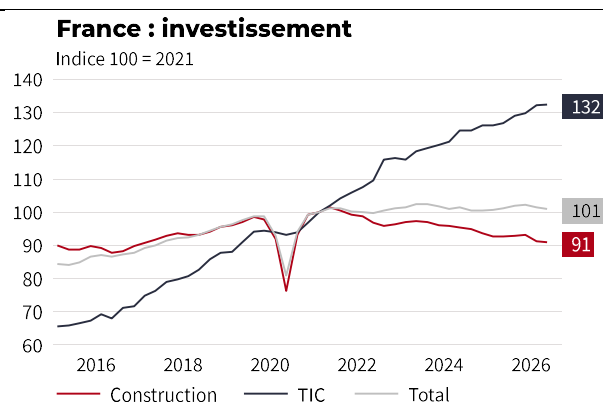
entreprises et les besoins d'investissement liés aux transitions verte et numérique, à l'IA et à la défense devraient renforcer la reprise.

La faiblesse de la demande privée pèse sur la croissance



Source : INSEE, SG Études économiques et sectorielles

L'investissement dans l'IA ne compense pas la crise de la construction



Source : INSEE, SG Études économiques et sectorielles ; Note : Les TIC désignent la technologie de l'information et de la communication

Les pressions inflationnistes devraient s'atténuer progressivement, tandis que le marché du travail devrait rester atone jusqu'au second semestre 2027.

L'inflation globale devrait s'établir en moyenne légèrement au-dessus de 2 % en 2026, avant de renouer avec sa trajectoire de croissance plus faible en 2027, à mesure que le choc énergétique se dissipera. Une grande partie de la hausse des coûts des intrants observée au printemps a déjà été répercutée sur les prix de vente, tandis que la faiblesse de la demande devrait limiter la capacité des entreprises à procéder à de nouvelles hausses de prix. Bien qu'elles restent supérieures à leur moyenne de 2012-2020, les marges bénéficiaires se sont récemment normalisées et devraient s'améliorer progressivement à moyen terme, soutenues par le retour des gains de productivité. Le marché du travail restera le principal point faible des perspectives. L'emploi dans le secteur privé a reculé pendant six trimestres consécutifs, tandis que le chômage a augmenté sur fond de faiblesse du marché du travail comparable à celle observée avant la pandémie. L'emploi ne devrait se stabiliser que vers le second semestre 2027, avec la reprise de l'activité, permettant ensuite au chômage de commencer à diminuer progressivement.

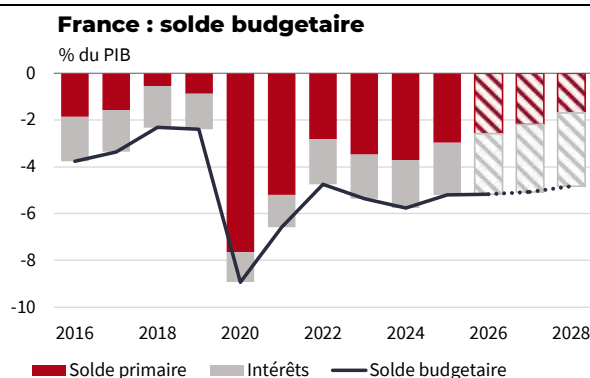
L'assainissement budgétaire devrait progresser au ralenti, tandis que la hausse de la charge d'intérêts réduit encore les marges de manœuvre budgétaires.

Nous anticipons un déficit de 5,2 % du PIB en 2026, reflétant la faiblesse des recettes et le niveau toujours élevé des dépenses courantes. La persistance du déficit structurel nécessitera d'importants ajustements pour respecter les limites de dépenses de l'UE, avec peu de marge pour tout dérapage budgétaire. Parallèlement, le coût du service de la dette continuera d'augmenter à mesure que la hausse des taux se répercutera progressivement sur le stock de dette. Le rendement de l'OAT à dix ans est désormais supérieur à 4 %. La charge d'intérêts des administrations publiques devrait presque doubler, passant de 1,5 % du PIB en 2019 à 2,9 % en 2027.

Les élections de 2027 devraient dominer les marchés dans les prochains mois, l'incertitude accrue étant susceptible de maintenir les spreads sous pression.

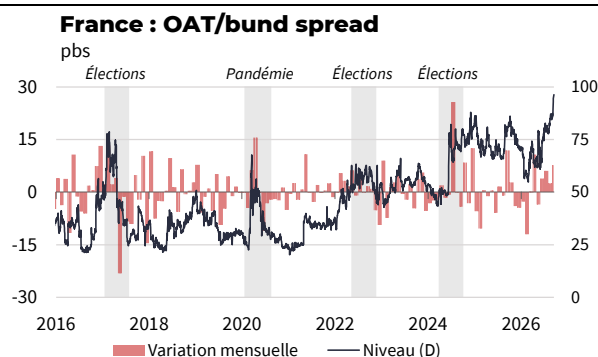
Dans notre scénario central pour l'élection présidentielle des 18 avril et 2 mai, respectivement aux premier et second tours, et pour les probables élections législatives qui suivront, nous retenons comme hypothèse de travail que le prochain gouvernement français cherchera à rétablir progressivement la soutenabilité des finances publiques et évitera toute confrontation durable avec l'UE. Même dans ce scénario relativement favorable, l'attentisme des ménages et des entreprises pourrait persister pendant la période électorale, parallèlement à des épisodes de volatilité sur les marchés. Une confrontation plus marquée avec l'UE reste un risque important dans le cadre d'autres résultats électoraux.

L'assainissement budgétaire ralentit sous le poids des intérêts



Source : INSEE, SG Études économiques et sectorielles

Les élections de 2027 maintiendront la pression sur le spread OAT-Bund



Source : LSEG, SG Études économiques et sectorielles

Des risques demeurent sur l'horizon de prévision. Un processus budgétaire et une campagne électorale désordonnés, ainsi que l'incapacité du nouveau gouvernement à présenter une trajectoire budgétaire crédible et/ou une confrontation durable avec l'UE, pèseraient à la fois sur les marchés financiers et sur l'économie réelle. Les perturbations liées au climat présentent également des risques baissiers. Les sécheresses, les vagues de chaleur, les incendies de forêt et les inondations pourraient affecter la production agricole, les infrastructures et la productivité, tout en générant de nouvelles pressions sur les prix. Plus fondamentalement, la croissance pourrait décevoir si les entreprises ne réalisent pas les investissements nécessaires aux transitions verte et numérique et à la sortie de la stagnation de la productivité. Du côté des risques haussiers, un redressement plus rapide de l'investissement des entreprises, associé à une plus grande stabilité politique, soutiendrait la productivité, l'emploi et la demande intérieure.

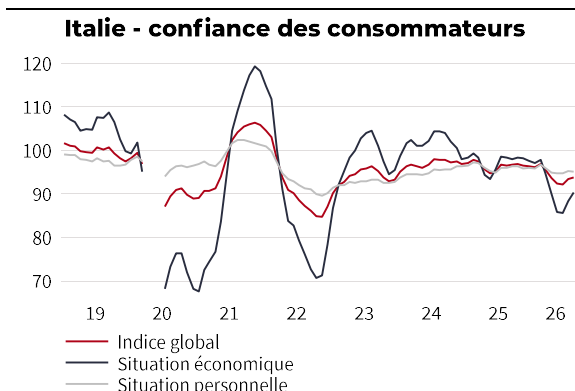
France	2026p	2027p	2028p	2029p
PIB en volume, GA, %	0.3	0.7	1.1	1.4
Consommation des ménages	0.1	0.7	1.0	1.0
Consommation publique	1.2	0.8	1.0	1.0
Investissement	-0.2	0.8	1.7	2.4
Exportations de biens & services	1.5	2.4	2.7	3.0
Importations de biens & services	1.1	2.3	2.9	3.0
Inflation, IPCH, % moyenne annuelle	2.1	1.7	1.7	1.9
Inflation sous-jacente, ICPH, % moyenne annuelle	1.4	1.6	1.8	2.0
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	-0.6	0.2	0.6	0.6
Épargne des ménages, % du RDB	17.2	16.7	16.3	16.0
Chômage, % de la population active	8.1	8.0	7.8	7.7
Solde budgétaire, % du PIB	-5.2	-5.1	-4.8	-4.8
Dette publique, % du PIB	119	121	123	124
Solde courant, % du PIB	-0.4	-0.2	-0.4	-0.4

ITALIE

- **La résilience de la croissance serait moindre en 2027 à mesure que les investissements liés au NextGenerationEU toucheront à leur fin.**
- **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.**

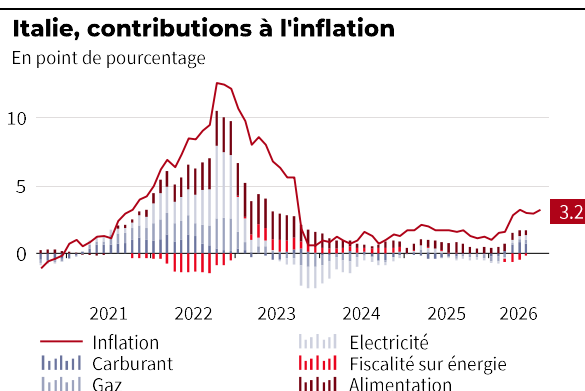
Le conflit au Moyen-Orient amputerait la croissance de 0,3pp de PIB en 2026 et affectant toutes les composantes de la demande. La consommation privée ralentirait, en raison d'une réduction du revenu disponible réel, et ce malgré une légère baisse du taux d'épargne. L'investissement logement progresserait moins vite qu'en 2025. 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 les marchés d'exportation dus au conflit au Moyen-Orient vont perturber les d'exportations de biens tout en réduisant les importations. Les exportations nettes auraient un impact négatif sur la croissance du PIB, mais moins qu'en 2025.

Résilience des ménages italiens ...



Source : Istat, SG Études économiques et sectorielles

...malgré la poussée inflationniste



Source : Eurostat, LSEG, SG Études économiques et sectorielles

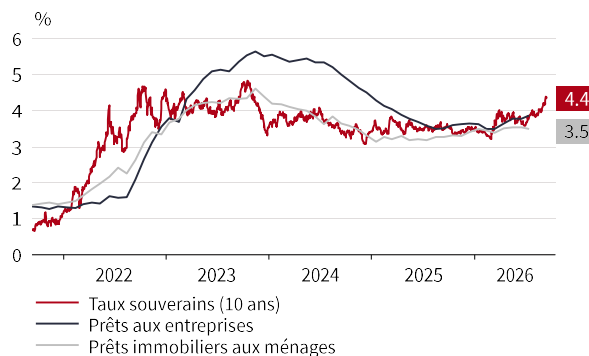
L'Italie est très sensible à la hausse des prix du pétrole et du gaz en raison de sa forte dépendance aux combustibles fossiles, qui représentent 76 % de son approvisionnement énergétique total (contre 46 % en France). La part du gaz dans la consommation totale d'énergie parmi les plus élevées en Europe (38 % contre 21 % en moyenne dans l'UE) et particulièrement forte dans la consommation énergétique 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 gouvernement a annoncé un soutien limité, représentant environ 0,2 % du PIB. Les mesures comprennent des réductions temporaires des taxes sur les carburants, des dispositifs de lutte contre la spéculation ainsi qu'un soutien ciblé

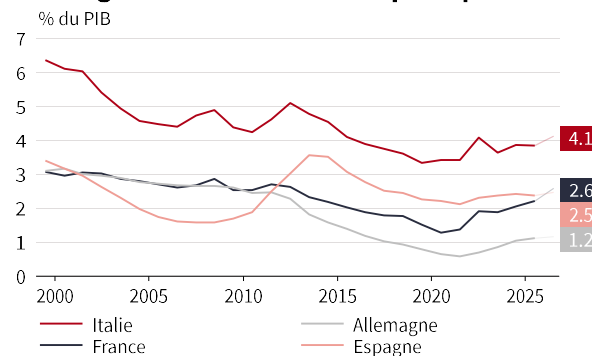
aux ménages les plus vulnérables. Elles s'accompagnent également de réformes structurelles visant à réduire les coûts de l'électricité et à limiter la répercussion des coûts liés au carbone sur les factures énergétiques.

Les marchés obligataires se tendent, menaçant la stabilisation de la dette publique

Taux d'intérêt italiens



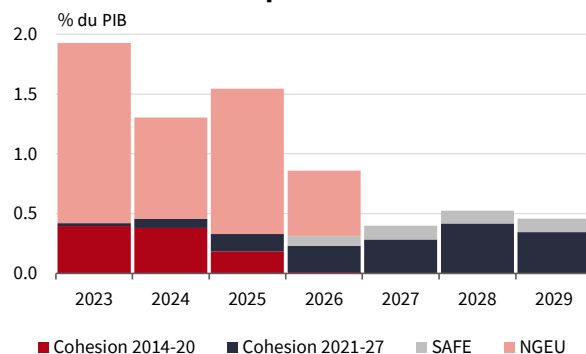
Charge d'intérêt sur la dette publique



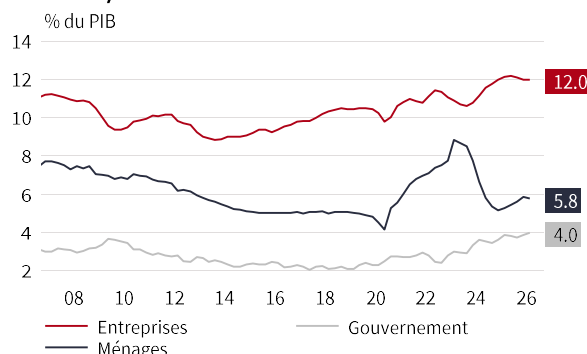
Les tensions récentes sur les rendements souverains reflètent une nouvelle hausse des prix du pétrole et des incertitudes quant à la durée du conflit. Les rendements souverains à dix ans ont atteint 4,4 % en septembre, un niveau jamais vu depuis novembre 2023. Les dépenses d'intérêts s'élèvent désormais à 4,1 % du PIB — presque le double de celui de la France et de l'Espagne, et quatre fois celui de l'Allemagne — et la dette totale dépasse EUR 3 095Md.

L'investissement devrait ralentir en 2027, mais à partir un niveau élevé

Italie : fonds européens



Italie, taux d'investissement



Un choc énergétique prolongé affecterait la croissance par trois canaux : un pouvoir d'achat des ménages plus faible à mesure que les factures de services publics augmentent ; une baisse des marges et des investissements des entreprises ; des exportations et une production industrielle plus faibles dues à des coûts de production plus élevés. L'Italie reste l'une des économies les plus sensibles à l'énergie de la zone euro car sa production est énergivore ; le pays reste un important importateur d'énergie et la hausse des prix du gaz alimente rapidement les prix de l'électricité et les coûts industriels.

La fin du programme NGEU en 2027 va peser sur l'économie italienne, car une grande part de la croissance récente des investissements a été soutenue par des

projets d'infrastructures, de numérisation et de transition énergétique financés par l'UE. L'investissement a été l'un des principaux piliers de la croissance italienne ces dernières années, contribuant à compenser une faible productivité et un environnement externe difficile. À mesure que ces fonds ne seront plus disponibles, l'investissement public va ralentir, la construction va se tasser et les dépenses d'investissement privé perdront une source importante de soutien. Il reste à voir si ces fonds vont réussir à améliorer les infrastructures de transport, l'efficacité énergétique, l'adoption numérique et la productivité du secteur public, stimulant ainsi la croissance potentielle et la compétitivité du pays.

Le déficit budgétaire devrait croître à 3,2 % du PIB en 2026, compromettant la sortie de l'Italie de la procédure européenne de déficit excessif en 2026. Le gouvernement aura besoin d'un effort budgétaire de 0,4 % du PIB en 2027 et 2028 (environ 10md EUR) pour contenir la hausse de la dette publique et stabiliser le ratio à 140 % du PIB.

Les risques sont orientés à la hausse. 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 plus fortes que prévu des conditions d'investissement pourraient soutenir la croissance. Des risques supplémentaires découlent d'un affaiblissement potentiel du soutien de l'UE, d'une pression accrue sur le refinancement sur la dette publique élevée de l'Italie et d'une détérioration des dynamiques budgétaires entraînant une consolidation plus lente ou une hausse du ratio dette/PIB. Les tensions géopolitiques persistantes et la hausse des prix de l'énergie représentent des risques supplémentaires.

Italie	2026p	2027p	2028p	2029p
PIB en volume, GA, %	0,7	0,5	0,6	0,8
Consommation des ménages	1,1	0,5	0,7	0,7
Consommation publique	0,4	0,4	0,4	0,4
Investissement	2,8	0,7	0,7	1,7
Exportations de biens & services	3,0	2,0	2,4	2,7
Importations de biens & services	3,5	1,7	2,3	3,0
Inflation, % moyenne annuelle	2,6	1,8	1,9	1,9
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	1,8	2,0	2,0	2,0
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	-0,2	0,4	0,5	0,7
Épargne des ménages, % du RDB	10,3	10,4	10,3	10,3
Chômage, % de la population active	5,6	5,7	5,7	5,6
Solde budgétaire, % du PIB	-3,2	-3,1	-3,1	-3,0
Dette publique, % du PIB	139	140	140	139
Solde courant, % du PIB	0,5	0,3	0,4	0,3

ESPAGNE

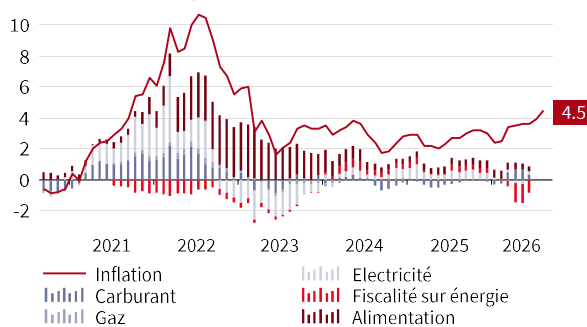
- **Le conflit au Moyen-Orient pèsera sur la croissance, malgré l'adoption précoce d'un décret visant à limiter les prix du carburant.**
- **L'inflation atteindrait 3,3 % en 2026, ce qui érodera le pouvoir d'achat des ménages et augmentera les coûts de production.**
- **La fin du programme NGEU en 2027 pèsera sur les investissements.**

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 les coûts du pétrole et du gaz augmentent en raison des perturbations des voies d'approvisionnement mondiales, l'inflation devrait atteindre 3,3 % en 2026, érodant le pouvoir d'achat des ménages et augmentant les coûts de production. Cela réduit la consommation et l'investissement, entraînant une modération de la croissance, à savoir 2,5 % en 2026 et 1,6 % en 2027, un ralentissement également provoqué par la fin du programme NGEU. Enfin, une demande extérieure plus faible, liée au ralentissement des partenaires européens, ainsi que des conditions financières restrictives — en raison de la hausse des taux d'intérêts — pèseront sur l'activité. Toutefois, l'économie demeure assez résiliente, soutenue par une demande intérieure solide, la croissance de l'emploi et le tourisme.

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

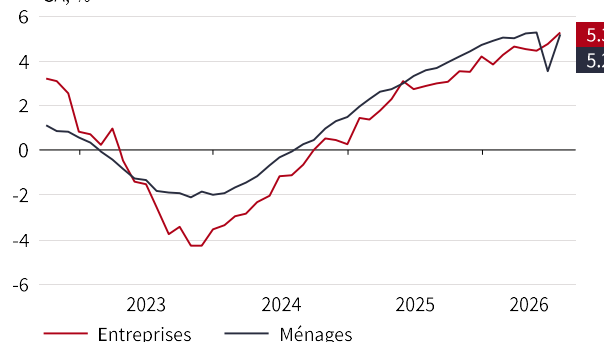
Espagne, contributions à l'inflation

En point de pourcentage



Crédit au secteur privé - Espagne

GA, %



Source: Eurostat, LSEG, SG Études économiques et sectorielles

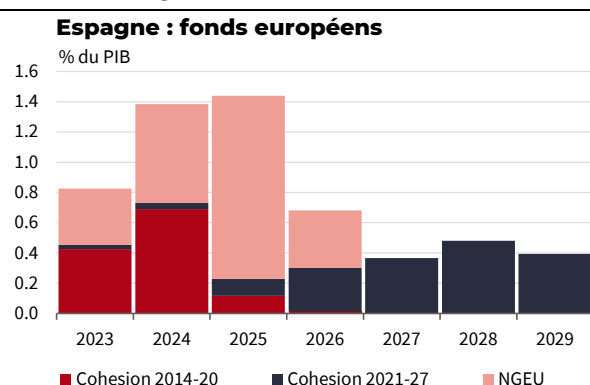
Source: BCE, LSEG, SG Études économiques et sectorielles

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

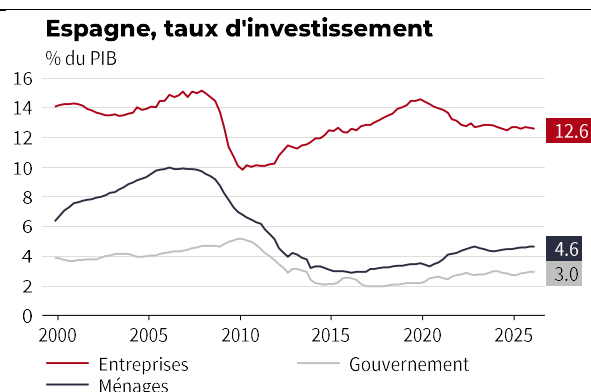
l'Algérie qui fournit 35 à 40% des importations via gazoduc, le reste étant principalement du GNL en provenance des États-Unis et d'autres pays, qui bénéficie des meilleures capacités de regazéification en Europe. S'agissant du pétrole brut et des produits pétroliers raffinés, seuls 12% des importations 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. Selon the think tank Bruegel, l'Espagne représente près de la moitié du soutien budgétaire à la hausse des coûts énergétique annoncés en Europe jusqu'à présent en 2026. 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 fin du programme NGEU en 2027 pèsera sur les investissements



Source : EU website, LSEG, SG Études économiques et sectorielles



Source : Eurostat, 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.

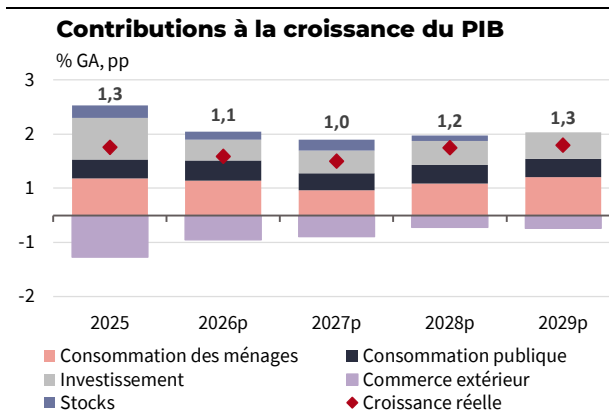
Espagne	2026p	2027p	2028p	2029p
PIB en volume, GA, %	2,5	1,6	1,8	1,8
Consommation des ménages	2,8	1,8	2,0	1,8
Consommation publique	2,0	1,4	1,4	1,4
Investissement	3,8	0,9	1,2	2,0
Exportations de biens & services	1,6	2,6	2,7	2,9
Importations de biens & services	2,4	2,4	2,4	3,0
Inflation, % moyenne annuelle	3,3	2,0	2,2	2,0
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	3,2	2,2	2,2	2,0
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	2,6	1,9	1,4	1,7
Épargne des ménages, % du RDB	12,0	12,0	11,5	11,4
Chômage, % de la population active	10,3	10,6	10,5	10,4
Solde budgétaire, % du PIB	-2,4	-2,3	-2,3	-2,3
Dette publique, % du PIB	99	100	99	98
Solde courant, % du PIB	1,9	2,3	2,3	2,3

ROYAUME-UNI

- L'économie s'est montrée résiliente au premier semestre 2026, mais le coût élevé de l'énergie et du crédit, ainsi que l'incertitude politique, devraient freiner l'activité au second semestre. La croissance atteindrait 1,1 % en 2026.
- L'inflation devrait atteindre 3,2 % en moyenne en 2026, portée par la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires. La faiblesse du marché du travail devrait limiter les effets de second tour, permettant à l'inflation de ralentir à 2,6 % en 2027.
- La modération de l'inflation sous-jacente devrait conduire la BoE à maintenir ses taux inchangés jusqu'à fin 2026. Les rendements élevés des gilts limiteront les marges de manœuvre budgétaires du gouvernement et maintiendront la consolidation sur les rails.

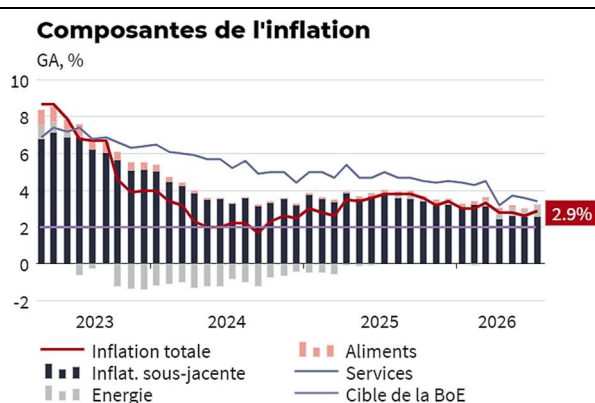
L'économie britannique s'est montrée résiliente au premier semestre 2026, mais la dynamique devrait s'essouffler au second semestre. Le PIB a progressé de 0,4 % au 2T26 malgré le conflit au Moyen-Orient. La croissance a été portée par l'investissement, notamment par une hausse de 7,4 % GT des dépenses en équipements TIC, qui pourrait annoncer une vague d'investissements liés à l'IA. Le Royaume-Uni est bien placé pour profiter de cet essor grâce à ses universités, à son capital humain et à la solidité de ses secteurs technologique et des services professionnels. Toutefois, le coût durablement élevé de l'énergie et du crédit, ainsi que les incertitudes entourant les tensions internationales et le budget d'automne, pèseront sur l'activité au second semestre. Nous prévoyons un ralentissement de la croissance trimestrielle à 0,2 % au 3T26, puis à 0,1 % au 4T26, soit une croissance de 1,1 % sur l'ensemble de 2026.

Ralentissement avant une reprise modeste



Source : ONS, SG Études Économiques et Sectorielles

Inflation globale en hausse, sous-jacente faible



Source : ONS, SG Études Économiques et Sectorielles

L'inflation globale devrait encore augmenter avec la montée des tensions sur les prix de l'énergie et des produits alimentaires... L'inflation IPC est passée de de 2,9

% en juillet à 3,1 % en août, sous l'effet de la hausse des prix des carburants. Toutefois, l'inflation sous-jacente et celle des services sont restées stables, à respectivement 2,6 % et 3,4 %, signe que le choc énergétique ne s'est pas propagé aux prix sous-jacents. Les prix alimentaires devraient augmenter avec un décalage, à mesure que les pénuries d'engrais liées aux tensions dans le détroit d'Ormuz et les vagues de chaleur de l'été se répercutent sur les prix. La forte dépendance du mix énergétique britannique aux combustibles fossiles, ainsi que sa dépendance nette aux importations d'énergie exposent l'économie aux chocs sur les prix mondiaux de l'énergie.

... mais la faiblesse du marché du travail devrait limiter les effets de second tour.

Les entreprises ont jusqu'ici absorbé une grande partie du choc inflationniste, les enquêtes PMI indiquant que les prix des intrants progressent plus vite que leurs prix de vente. Elles devraient donc limiter les recrutements et les hausses de salaire. Malgré un chômage stable à 4,9 %, le recul de l'emploi salarié, la faiblesse des offres d'emploi et le ralentissement des salaires privés à 2,8 % témoignent d'un marché du travail stagnant. Le ralentissement de l'activité au second semestre 2026 devrait encore affaiblir la demande de travail et le pouvoir de négociation des salariés, empêchant la transmission des hausses de prix aux salaires. L'inflation globale atteindrait ainsi 3,2 % en moyenne en 2026, avant de ralentir à 2,6 % en 2027.

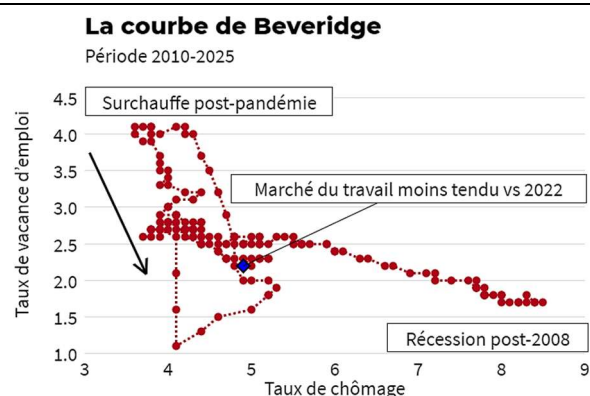
Les ménages ont jusqu'à présent résisté au choc, mais leur résilience devrait progressivement s'atténuer.

La stabilité de l'emploi et le recours à l'épargne ont soutenu la consommation, également favorisée par la Coupe du monde et la douceur des températures. La confiance des consommateurs a donc retrouvé en août son niveau d'avant le conflit. Toutefois, l'affaiblissement de l'emploi, la hausse des factures d'énergie et d'alimentation, ainsi que le refinancement des prêts immobiliers à des taux plus élevés pèseront toutefois sur les revenus réels. La consommation devrait ainsi rester atone au second semestre 2026 et en 2027, comme le suggèrent les faibles anticipations de ventes des détaillants.

Nous prévoyons un maintien du taux directeur de la BoE jusqu'à fin 2026, compte tenu de la faiblesse des pressions inflationnistes domestiques.

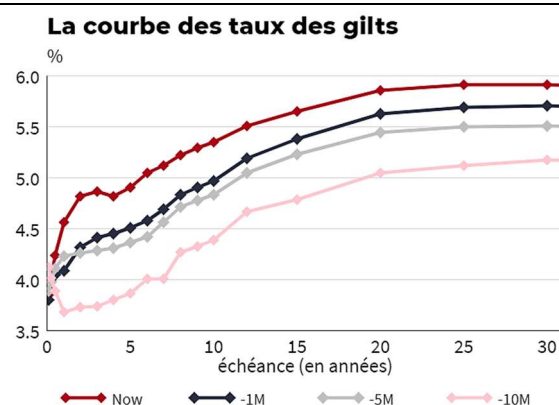
La stabilité de l'inflation sous-jacente, le ralentissement des prix des services et la modération des salaires suggèrent des effets de second tour limités, tandis que l'affaiblissement de court devrait creuser l'écart de production jusqu'en 2027. Cette trajectoire du taux directeur concorde avec notre règle de Taylor prospective, qui fait abstraction des hausses temporaires de l'inflation globale et suit étroitement le taux directeur depuis la pandémie. La politique monétaire peut freiner la demande intérieure, mais elle ne peut pas inverser un choc d'offre mondial lié à l'énergie. Un resserrement ne serait donc justifié que si le choc se transmettait aux salaires et à l'inflation sous-jacente, ce que nous n'anticipons pas. Avec le reflux de l'inflation globale en 2027, nous prévoyons deux baisses de 25 pbs, qui ramèneraient le taux directeur à 3,25 % en fin d'année, soit un niveau proche de la neutralité.

Marché du travail plus faible qu'après le Covid



Source : ONS, SG Études Économiques et Sectorielles

Hausse des rendements sur toute la courbe



Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Les tensions sur le marché des gilts maintiendront la consolidation budgétaire sur les rails.

Le rendement à dix ans, au plus haut depuis 2007 et le plus élevé du G7, traduit à la fois la hausse des taux américains et des pressions domestiques. Le conflit au Moyen-Orient a conduit les marchés à revoir la trajectoire des taux de la BoE, tandis que les besoins d'emprunt, le QT et la baisse de la demande des fonds de pension pèsent sur les maturités longues. Ces tensions sont amplifiées par des vulnérabilités structurelles du Royaume-Uni, notamment l'absence du statut de monnaie de réserve dont bénéficie le dollar ou d'un mécanisme de soutien comparable à celui de la BCE, ainsi que par les séquelles de la crise du mini-budget de 2022. Aux taux actuels, le refinancement de la dette nécessiterait à terme des excédents primaires d'environ 1,5 % du PIB pour stabiliser le ratio d'endettement. Le gouvernement disposera donc de peu de marge pour assouplir ses règles budgétaires ou accroître les emprunts lors du Budget d'Automne.

Les risques restent orientés à la baisse. Une prolongation du conflit au Moyen-Orient maintiendrait les prix de l'énergie à un niveau élevé, accentuerait les pressions stagflationnistes et accroîtrait le risque d'effets de second tour, contraignant la BoE à maintenir ses taux élevés plus longtemps.

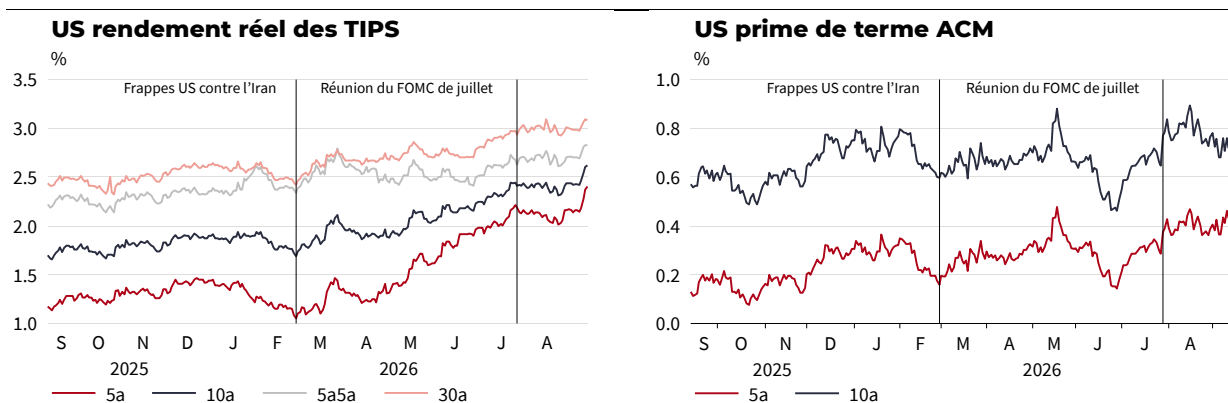
Royaume-Uni	2026p	2027p	2028p	2029p
PIB en volume, GA, %	1,1	1,0	1,2	1,3
Consommation des ménages	1,0	0,8	1,0	1,2
Consommation publique	1,8	1,5	1,6	1,6
Investissement	1,9	2,1	2,2	2,4
Exportations de biens & services	1,3	1,2	2,0	2,7
Importations de biens & services	2,5	2,2	2,4	3,1
Inflation, % moyenne annuelle	3,2	2,6	2,1	2,3
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2,7	2,3	2,0	2,3
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	0,8	0,7	0,5	0,9
Épargne des ménages, % du RDB	9,6	9,4	8,9	8,6
Chômage, % de la population active	5,0	5,1	4,7	4,7
Solde budgétaire, % du PIB	-4,5	-4,2	-3,5	-3,0
Dette publique, % du PIB	95	96	97	97
Solde courant, % du PIB	-3,9	-3,3	-3,6	-3,6

ÉTATS-UNIS

- La croissance resterait résiliente à 1,9% en 2026, soutenue par les bénéfices des entreprises, l'investissement lié à l'IA et un soutien budgétaire temporaire, avant de ralentir à 1,7% en 2027 avec la dissipation de ces effets.
- Nous faisons l'hypothèse que les élections de mi-mandat de novembre aboutiraient à un Congrès divisé, sans réelle consolidation budgétaire et avec un risque accru de *shutdown*.
- L'offre de travail diminue, le vieillissement étant aggravé par la baisse de la participation des jeunes, ce qui maintient le chômage bas malgré de faibles créations d'emplois.
- La hausse des taux réels resserre les conditions financières et, avec le relèvement envisagé des dépenses de défense, aggravera la trajectoire budgétaire.

La croissance devrait rester résiliente à 1,9% en 2026, soutenue par les bénéfices des entreprises, l'investissement lié à l'IA et l'impulsion temporaire des baisses d'impôts et des remboursements de droits de douane. Les ventes finales aux acheteurs privés domestiques, indicateur de la demande privée sous-jacente, ont accéléré en 2026, tandis que l'inflation sous-jacente reste supérieure à la cible, ce qui suggère une croissance encore supérieure au potentiel. La dissipation du soutien temporaire et la persistance des contraintes d'offre ramèneraient la croissance à 1,7% en 2027.

La hausse des taux sur l'ensemble de la courbe reflète le relèvement des anticipations de taux et des primes de terme, resserrant les conditions financières



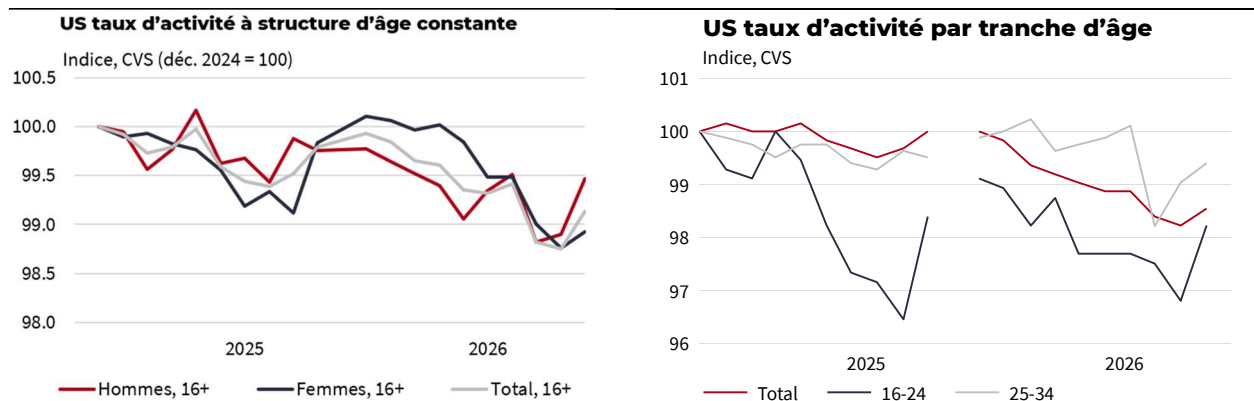
Source : LSEG Datastream, SG Études Économiques et Sectorielles

La récente hausse des rendements des *Treasuries* reflète surtout une trajectoire attendue plus élevée des taux réels à court terme. La vigueur de l'investissement privé dans les équipements informatiques, des déficits supérieurs à 6% du PIB et la perspective d'une hausse des dépenses de défense pourraient pousser les taux encore plus haut. Nous anticipons donc une hausse de la prime de terme, restée

globalement stable depuis un an, les investisseurs exigeant davantage de rémunération pour absorber l'offre croissante de *Treasuries* et le risque budgétaire.

Les élections de mi-mandat de novembre ne devraient entraîner de consolidation budgétaire significative dans aucun scénario plausible. Nous faisons l'hypothèse d'un Congrès divisé qui accroîtrait le risque de *shutdown* à partir de 2027 et limiterait les nouvelles lois aux mesures bénéficiant d'un soutien bipartisan. Le financement des priorités de l'administration en matière de défense et de sécurité aux frontières pourrait toutefois exiger des concessions aux démocrates, notamment l'annulation de réductions de dépenses sociales et de santé, avec un risque de creusement supplémentaire du déficit. Une victoire démocrate complète renforcerait également les pressions pour rétablir les dépenses sociales, tandis qu'une victoire républicaine offrirait la voie la plus directe vers davantage de dépenses de défense et de sécurité. Un blocage législatif complet serait le scénario le plus proche du statu quo, mais maintiendrait les déficits au-dessus de 6% du PIB sans corriger la dégradation structurelle des finances publiques. Le pouvoir discrétionnaire de l'exécutif en matière de droits de douane devrait rester largement intact quel que soit le résultat électoral. Une majorité démocrate à la Chambre des représentants pourrait néanmoins intensifier le contrôle parlementaire de la politique commerciale..

Le taux de participation a reculé depuis 2024, qui s'explique principalement par les moins de 34 ans plutôt que par le vieillissement de la population



Source : U.S. Bureau of Labor Statistics, SG Études Économiques et Sectorielles

Source : U.S. Bureau of Labor Statistics, LSEG Datastream, SG Études Économiques et Sectorielles

La faiblesse des créations d'emplois n'a pas entraîné la hausse attendue du chômage en raison de la contraction de l'offre de travail. La population active née à l'étranger aurait diminué de près de 1Mn de personnes en 2026. Le taux de participation a reculé de 1,1pp depuis fin 2024, dont environ 0,3pp sous l'effet du vieillissement. Le reste de la baisse se concentre chez les moins de 34 ans, ce qui pourrait signaler un découragement ou un éloignement plus durable de l'emploi. Cette moindre participation pourrait réduire la croissance potentielle, permettant même à une demande modérée d'entretenir les tensions inflationnistes.

Avec une demande résiliente et une inflation supérieure à la cible, la politique monétaire paraît moins restrictive qu'estimé précédemment. Nous relevons donc nos prévisions de taux directeurs pour 2026 et 2027. À Jackson Hole, Warsh a livré une évaluation plus précise et restrictive de l'économie que lors de ses deux premières conférences de presse du FOMC, estimant que la faible progression des salaires prédit mal l'inflation future. Ses cinq groupes de travail doivent rendre leurs conclusions avant fin 2026, celui consacré au bilan étant le plus important à court terme. Si la Fed vendait activement des *Treasuries* à long terme pour réinvestir dans des bons du Trésor à court terme, la taille de son bilan resterait inchangée, mais les investisseurs privés devraient absorber davantage de risque de duration. Cela pourrait créer des tensions avec le Trésor. L'élargissement des rachats destinés à soutenir la liquidité devrait faciliter les échanges de titres anciens, sans compenser les pressions haussières liées aux émissions persistantes.

Les risques sont orientés à la baisse. Une déception sur les revenus attendus de l'IA pourrait faire douter de la capacité des fournisseurs à honorer leurs engagements à long terme dans les centres de données et les capacités informatiques, entraînant un recul plus marqué de l'investissement. Une baisse durable de la participation réduirait par ailleurs la croissance potentielle et renforcerait les tensions inflationnistes.

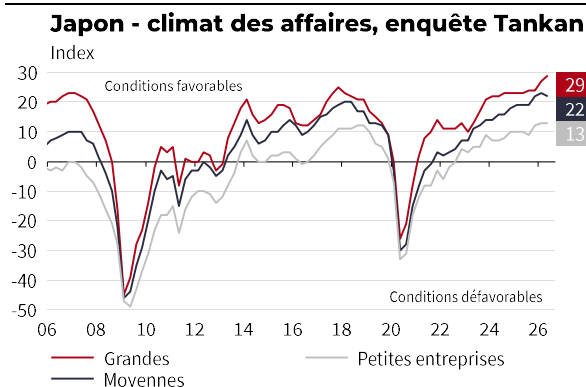
États-Unis	2026p	2027p	2028p	2029p
PIB en volume, GA, %	1,9	1,7	1,8	2,0
Consommation des ménages	1,7	1,6	1,8	2,0
Consommation publique	1,3	2,0	1,4	1,4
Investissement	3,6	3,2	2,6	2,4
Exportations de biens & services	3,4	1,4	2,4	2,5
Importations de biens & services	1,9	2,5	3,4	3,6
Inflation, % moyenne annuelle	3,3	2,2	2,6	2,7
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	2,6	2,6	2,7	2,8
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	0,5	1,8	1,7	2,0
Épargne des ménages, % du RDB	3,4	3,6	3,5	3,5
Chômage, % de la population active	4,4	4,7	4,8	4,8
Solde budgétaire, % du PIB	-6,4	-6,5	-6,8	-6,7
Dette publique, % du PIB	102	105	108	110
Solde courant, % du PIB	-3,3	-3,4	-3,5	-3,6

JAPON

- **Le Japon sortirait enfin de sa longue période de faible inflation pour retrouver un environnement de croissance nominale plus normal.**
- **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 devrait poursuivre des hausses de taux alors que les anticipations d'inflation augmentent vers la cible de 2%.**

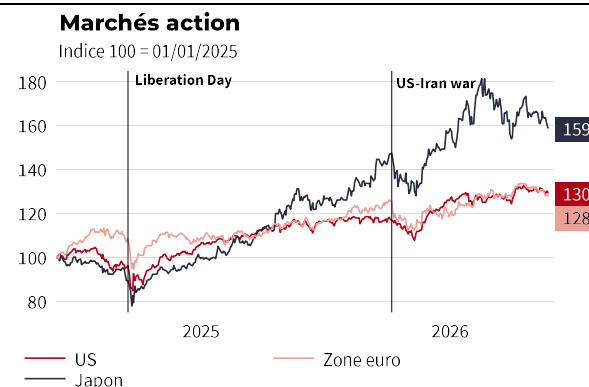
La croissance de l'économie japonaise devrait perdurer à un rythme modéré malgré la poursuite du conflit au Moyen-Orient. Le large plan de relance budgétaire soutiendra la consommation et l'investissement grâce à des mesures de soutien au coût de la vie pour les ménages et les PME. Il comprend un budget 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. Si le conflit s'atténue dans les mois à venir, l'économie devrait continuer à enregistrer une croissance résiliente à un rythme modéré grâce au soutien budgétaire et à une reprise de la consommation privée. Une durée plus longue du conflit affecterait la consommation des ménages et la rentabilité des entreprises, le Japon étant un grand importateur de combustibles fossiles avec une forte dépendance aux fournisseurs du Golfe.

Un climat des affaires encore solide...



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

... et une certaine résilience du marché boursier



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

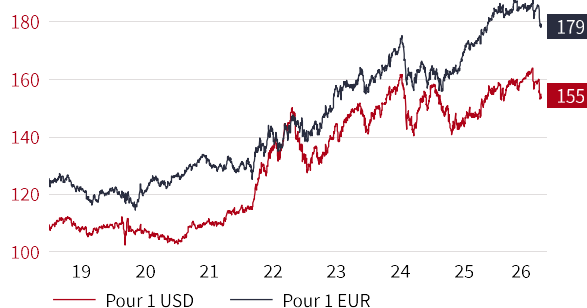
Les conditions commerciales sont restées jusqu'à présent résilientes, reflétant une combinaison de facteurs nationaux et financiers favorables. L'économie continue de croître modérément, avec des profits solides des entreprises, une demande intérieure résiliente et des gains salariaux continus limitant 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, la faiblesse du yen stimule les bénéfices des

exportateurs, tandis que la hausse des rendements soutient la rentabilité du secteur financier. Les investisseurs mondiaux reviennent 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 anticipent un ralentissement temporaire plutôt qu'une récession, les fondamentaux à moyen terme restant intacts.

La faiblesse du JPY ...

Taux de change du JPY

dernier point : 14/09/2026

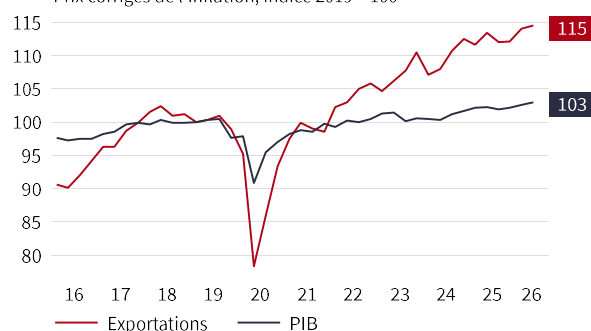


Sources : Tokyo Financial Exch., LSEG, SG Études économiques et sectorielles

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

Japon - exports de biens et services

Prix corrigés de l'inflation, indice 2019 = 100



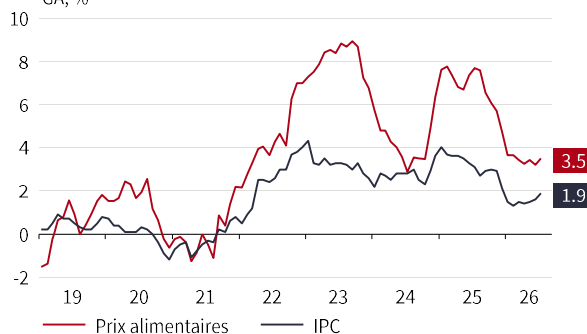
Sources : Cabinet Office Japon, LSEG, SG Études économiques et sectorielles

L'inflation a ralenti à moins de 2 % au 1S26, en partie grâce à des mesures visant à réduire les charges liées à l'énergie, mais aussi à la détente des prix alimentaires. Cependant, la hausse des prix à l'importation liée à la flambée des prix du pétrole devrait s'étendre à un large éventail de produits, y compris les produits alimentaires et les produits de première nécessité, tirant l'inflation vers 2,5 % d'ici la fin de 2026.

L'inflation reste encore contenue

Japon, IPC et prix alimentaires

GA, %

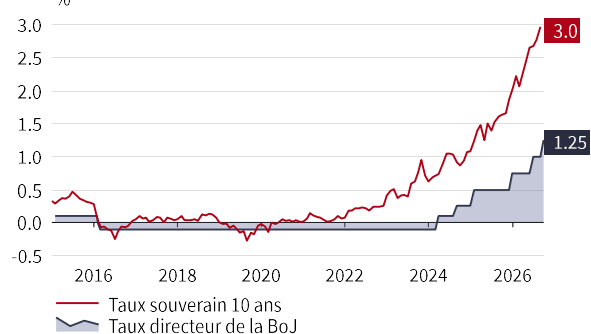


Sources : Ministère de l'Intérieur et de la Communication du Japon, LSEG, SG Études économiques et sectorielles

Le taux directeur atteindrait 1,75 % d'ici 2028

Japon - taux d'intérêt

%



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

La Banque du Japon devrait progressivement normaliser sa politique monétaire et relever son taux directeur à 1,75 % 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 et de fonds négociés en bourse, réduisant la taille de son bilan. La BoJ ralentirait ou suspendrait cette réduction si la volatilité du marché obligataire était jugée trop élevée. En raison de son historique de déflation, nous attendons de la BoJ qu'elle fasse preuve de prudence.

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.

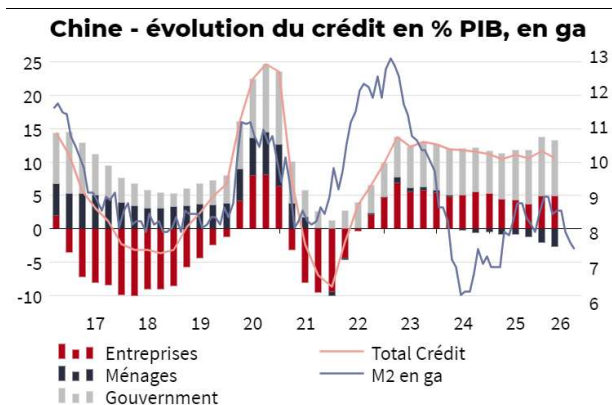
Japan	2026p	2027p	2028p	2029p
PIB en volume, GA, %	0,6	0,5	0,6	0,6
Consommation des ménages	0,8	0,5	0,6	0,6
Consommation publique	1,6	0,2	0,4	0,3
Investissement	0,2	0,5	0,6	0,7
Exportations de biens & services	1,9	1,7	2,0	2,0
Importations de biens & services	0,0	1,7	1,8	2,1
Inflation, % moyenne annuelle	1,6	1,5	1,8	1,8
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	1,7	1,3	1,7	1,8
Revenu disponible brut (RDB) en volume, GA, %	2,2	0,7	0,6	0,5
Épargne des ménages, % du RDB	1,0	1,1	1,1	0,8
Chômage, % de la population active	2,7	2,7	2,6	2,4
Solde budgétaire, % du PIB	-2,4	-2,9	-3,3	-3,6
Dette publique, % du PIB	202	200	199	198
Solde courant, % du PIB	5,0	4,9	4,8	4,9

CHINE

- **L'économie chinoise poursuit son ralentissement, la demande intérieure restant trop faible pour soutenir une croissance équilibrée.**
- **Nous anticipons peu changement des politiques économiques, les autorités conservant une orientation de soutien modéré.**
- **La résilience sera mise à l'épreuve par les surcapacités industrielles, la faiblesse de la confiance et les tensions commerciales.**

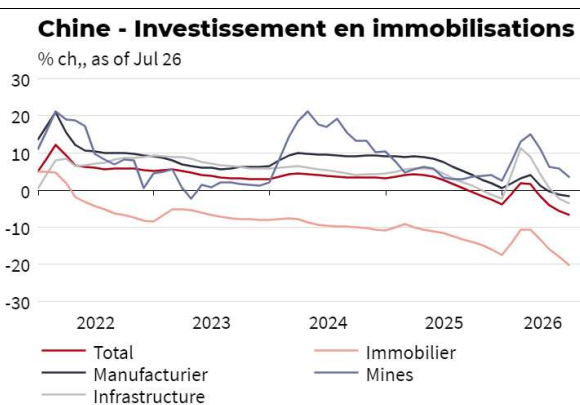
La croissance économique a continué de ralentir au deuxième trimestre. Le PIB a progressé de 4,3 % en glissement annuel au deuxième trimestre, contre 5,0 % au premier trimestre, enregistrant ainsi son rythme de croissance le plus faible depuis fin 2022. En glissement trimestriel, le PIB a augmenté de +0,9 % au deuxième trimestre, contre +1,3 % au premier trimestre. La Chine ne publie pas de ventilation trimestrielle du PIB par composante principale, telle que la consommation, l'investissement et les exportations nettes. En revanche, des indicateurs apparentés sont publiés mensuellement ou sous forme de chiffres cumulés depuis le début de l'année. Un bref examen suggère que l'économie est encore loin d'avoir atteint le creux du cycle et nous sommes confortés dans notre décision de maintenir notre prévision de croissance pour 2026 (+4,2 %), qui est inférieure à l'objectif officiel (4,5 %-5 %).

Le credit ralentit



Source: SG Economic and Sector Studies, LSEG

Pas de rebond de l'investissement



Source: SG Economic and Sector Studies, LSEG

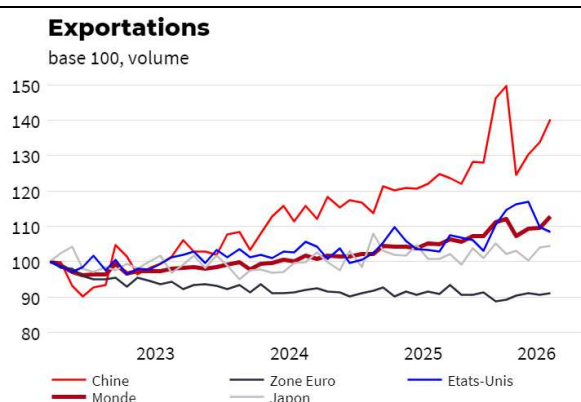
Le creux du cycle immobilier n'a pas encore été atteint. Les investissements ont reculé de 5,7 % au premier semestre, dont une baisse de 18 % dans le secteur immobilier, une chute spectaculaire qui suggère que ce secteur n'a pas touché le fond. Les progrès en matière de réduction des stocks sont limités, le rythme de déstockage est lent et la baisse des prix immobiliers pourrait se poursuivre, ce qui laisse penser que le creux du cycle ne sera probablement pas atteint avant 2027-2028. Cette situation entame indéniablement la confiance des ménages et explique

en partie pourquoi les ventes au détail n'ont progressé que de 1,3 % au premier semestre 2026, un chiffre bien inférieur à la moyenne de 4 % enregistrée depuis la reprise post-Covid et aux 8 à 10 % observés auparavant. La croissance du crédit reste légèrement supérieure à celle du PIB nominal et mais elle ralentit parallèlement. Fin mai, les prêts bancaires affichaient une hausse de 5,5 % en glissement annuel, tandis que le financement social total (FST), un indicateur plus large des financements, progressait de 7,7 %. L'impulsion du crédit est désormais légèrement négative.

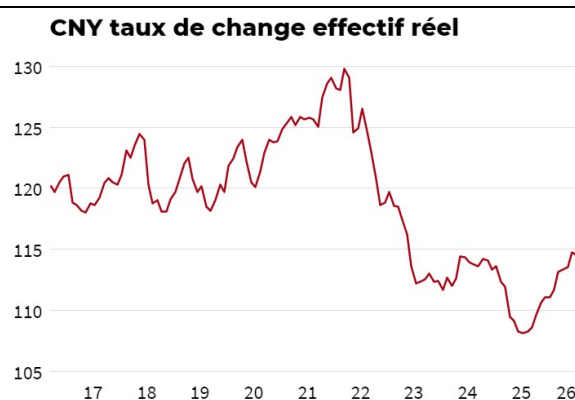
Dans l'ensemble, les mêmes faiblesses persistent : une consommation des ménages atone, une crise immobilière persistante qui pèse sur la confiance, et des investissements décevants malgré le soutien public. Le secteur manufacturier, orienté vers l'exportation, reste le point positif, mais la demande intérieure est trop faible pour générer une croissance équilibrée.

La croissance est de plus en plus tirée par les exportations. L'ASEAN, l'UE et les marchés émergents ont plus que compensé la contraction enregistrée avec les États-Unis, tandis que la Chine a vu son excédent commercial augmenter rapidement (1 200 milliards de dollars en 2025, +19 %). L'excédent commercial ne devrait pas diminuer en 2026, les exportations continuant de progresser fortement (+18 % au premier semestre 2026 en valeur nominale), toujours tirées par les mêmes secteurs (véhicules électriques, équipements liés à l'IA et à la transition énergétique). Les importations augmentent également, en lien avec les intrants destinés à l'exportation et les matières premières industrielles, mais pas en raison de la facture énergétique, pour laquelle la baisse des volumes (environ 20 % au premier semestre 2026) semble avoir compensé la hausse des prix. .

La forte progression des exportations...



...coincide avec la depreciation du CNY



La progression de la part des exportations fait l'objet de critiques de plus en plus vives de la part des partenaires au-delà des États-Unis. La critique, notamment

en Europe, est qu'elle semble résulter d'une politique mercantiliste délibérée, voire d'un dumping industriel. Cette évolution coïncide, au cours des trois dernières années, avec une dépréciation significative du yuan chinois en termes réels. L'OCDE estime que les entreprises industrielles chinoises ont bénéficié d'un soutien public nettement supérieur à celui de leurs concurrents internationaux : de 3 à 8 fois plus (selon les secteurs) par rapport à leur chiffre d'affaires au cours des deux dernières décennies, ce qui explique environ 60 % de leurs gains de parts de marché mondiales durant cette période. La Chine apporte un soutien de grande envergure à ses secteurs qu'elle définit comme prioritaires. Le FMI a estimé, dans son rapport au titre de l'article 4 sur la Chine publié en début d'année, que le coût budgétaire de ces mesures atteignait environ 4 % du PIB. À titre de comparaison, les aides d'État accordées par l'UE à ses industries s'élèvent à 1,5 % de son PIB. Ces rapports récents suscitent des pressions internationales de la part des partenaires commerciaux. Depuis le début de l'année, les exportations ont continué de progresser, de plus de 20 % en valeur nominale, portées par les mêmes secteurs (véhicules électriques, équipements liés à l'IA et à la transition énergétique). Les importations aussi, mais leur hausse semble liée aux intrants destinés à l'exportation et aux matières premières industrielles, pas à la facture énergétique, pour laquelle la baisse des volumes (environ 20 %) semble avoir compensé la hausse des prix.

Malgré la faiblesse de la demande intérieure, nous ne prévoyons qu'un soutien modéré de la part des pouvoirs publics. Le dosage des politiques économiques apportera un soutien modéré. La marge de manœuvre pour assouplir la politique monétaire est limitée, en raison de la baisse de la rentabilité des banques. Les autorités ont annoncé en septembre de nouvelles injections de capitaux en faveur des banques publiques et des assureurs, après une première vague en 2025, dans le but de soutenir la croissance du crédit, et ce malgré une rentabilité faible. D'autres mesures visant à soutenir la consommation pourraient également être envisagées si les données relatives à l'activité intérieure restent trop faibles. La réduction des surcapacités a commencé dans les industries de base. Dans les secteurs plus complexes, les autorités ont opté pour des méthodes fondées sur le marché afin de favoriser la consolidation, ce qui laisse présager un processus beaucoup plus progressif. Il est difficile d'en 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 caractère fermé du compte de capital 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, ce qui a même permis une légère tendance à l'appréciation en termes réels depuis le début de 2026, tendance qui devrait se poursuivre selon nos prévisions.

Les tensions géopolitiques pourraient s'intensifier, avec des risques liés aux surcapacités. 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 là que d'une trêve. Les divergences sont trop importantes pour être surmontées, et aucun accord n'empêchera la résurgence périodique des tensions bilatérales. La position dominante de la Chine dans le domaine des minéraux critiques lui confère un levier stratégique, mais comporte également un risque de représailles. Cela restera une source d'incertitude pour les exportateurs et les chaînes d'approvisionnement.

Chine	2026p	2027p	2028p	2029p
PIB en volume, GA, %	4.2	4.0	3.8	3.6
Consommation des ménages	4.5	4.2	3.8	3.9
Consommation publique	4.9	4.8	4.5	4.0
Investissement	3.5	3.0	3.5	3.5
Exportations de biens & services	5.0	2.1	2.5	2.3
Importations de biens & services	5.8	2.0	2.2	2.0
Inflation, % moyenne annuelle	1.2	1.4	1.7	2.0
Solde budgétaire, % du PIB	-7.8	-7.6	-7.6	-7.6
Dette publique, % du PIB	97	99	101	103
Solde courant, % du PIB	3.0	3.0	3.1	3.2

AFRIQUE

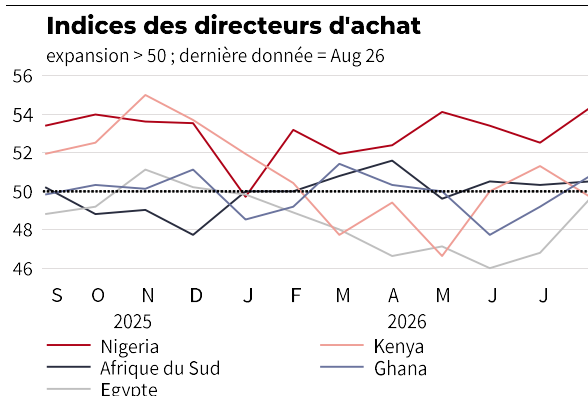
- **La croissance régionale confirme pour l'instant sa résilience, toujours attendue aux alentours de 4% en 2026-28.**
- **Toutefois, même si elle ne devait pas empirer, la crise au Moyen-Orient vient renforcer les fragilités préexistantes de la région.**
- **Enfin, l'Afrique, du fait de l'importance de ses secteurs agricoles, reste particulièrement vulnérable à un éventuel choc climatique et/ou à des tensions importantes sur le marché mondial des intrants.**

Malgré un léger ralentissement (4% cette année, vs. 4,5% en 2025), la croissance régionale confirme jusqu'à présent sa résilience, dans un contexte international pourtant difficile. La consommation privée devrait demeurer le principal moteur de l'activité (comptant pour plus de 70% de la croissance). Son dynamisme semble ne devoir qu'être partiellement amoindri par la remontée de l'inflation observée depuis avril, comme l'illustrent des indicateurs de confiance (type PMIs) pour l'instant relativement bien orientés. L'investissement privé resterait robuste, notamment grâce à la solidité des Investissements Directs Étrangers (IDEs). Selon les derniers chiffres de la CNUCED, les flux d'IDEs vers l'Afrique ont atteint près de 70Md USD en 2025, soit plus de 4% des flux mondiaux (vs. 3% en moyenne entre 2010 et 2020). Enfin, la demande extérieure devrait être encore relativement porteuse cette année. Pour rappel, les exportations du continent sont à plus de 2/3 constituées de matières premières non transformées, dont les prix internationaux et les niveaux de production régionaux suivent dans l'ensemble des tendances favorables. Les données de commerce (souvent les premières disponibles dans la région) témoignent ainsi du dynamisme des exportations, qui croissent actuellement plus vite que les importations. Cette dernière tendance est vraisemblablement « facilitée » par la bonne tenue de la plupart des monnaies Africaines – qui s'inscrit dans une tendance plus générale de résilience des monnaies émergentes, permise par une amélioration sur le long terme des positions extérieures et un appétit pour le risque solide (malgré la crise actuelle au Moyen-Orient) des investisseurs internationaux. Cette stabilité des changes est relativement nouvelle dans la région, hormis pour les pays des zones CFA (qui en bénéficiaient déjà grâce à leur ancrage à l'EUR). Malgré les annonces récentes concernant l'éventuelle création d'une monnaie commune, l'ECO, pour les pays de la CEDEAO à l'horizon 2027, nous ne prévoyons pas de remise en cause des arrangements monétaires existants dans les deux zones CFA à court ou moyen terme.

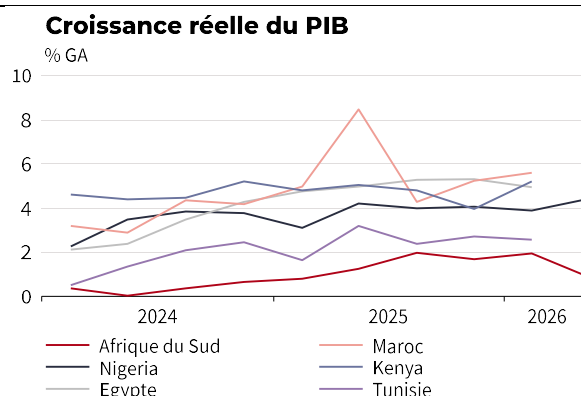
Au total, lorsqu'ils sont disponibles, les chiffres de croissance du 1T, voire du 2T, ont plutôt surpris à la hausse. Ils ont également confirmé une amélioration de la dynamique de croissance dans plusieurs grands pays du continent, notamment en Égypte, au Nigéria et en Afrique du Sud (qui représentent respectivement environ

20%, 20% et 10% du PIB régional mesuré en PPA). **Nous prévoyons que ces tendances se prolongeront en 2027 et 2028, sauf aggravation de la crise au Moyen-Orient, avec une croissance attendue légèrement inférieure à 4% par an.**

Les indicateurs de confiance disponibles demeurent globalement bien orientés



Les croissances du 1T26 ont plutôt surpris à la hausse, notamment dans les « grands » pays

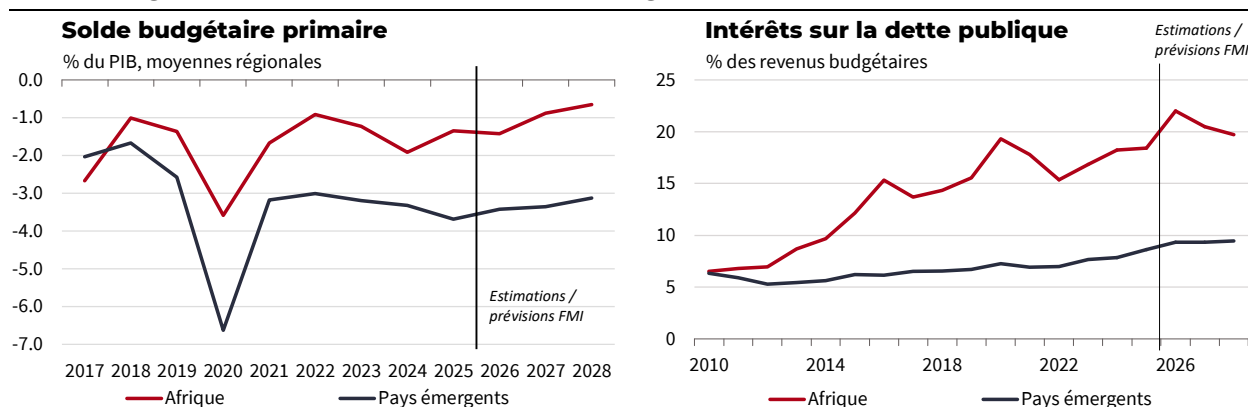


Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

Toutefois, cette résilience régionale ne doit pas faire oublier qu'une croissance proche de 4% par an demeure insuffisante pour assurer un véritable développement et un rattrapage économique continu de l'Afrique, compte tenu notamment d'une démographie encore dynamique dans la plupart des pays. En outre, même sans nouvelle aggravation, la crise au Moyen-Orient accentuera plusieurs vulnérabilités préexistantes. L'Afrique reste ainsi caractérisée par une forte hétérogénéité entre pays, que la crise actuelle devrait encore renforcer. Si certains exportateurs d'hydrocarbures, notamment le Nigéria, l'Algérie (ainsi que l'Angola et l'Afrique Centrale dans une moindre mesure), devraient au minimum bénéficier de prix internationaux plus élevés, de nombreux pays plus fragiles restent très dépendants de leurs importations de pétrole et de gaz et pourraient voir leurs équilibres extérieurs se dégrader rapidement et leur croissance ralentir.

Plus généralement, les positions budgétaires de la plupart des pays de la région restent sous tension malgré les efforts de consolidation engagés il y a quelques années. La charge d'intérêts sur la dette publique demeure en particulier trop élevée au regard des recettes budgétaires. En outre, la hausse des prix mondiaux de l'énergie, voire des produits alimentaires (cf. infra), pourrait compromettre la poursuite attendue de la consolidation, la consommation de ces produits restant fortement subventionnée dans de nombreux pays de la région (y compris, voire notamment, chez les producteurs d'hydrocarbures). Ces fragilités pourraient être exacerbées par la baisse sensible des flux d'aide publique au développement (APD) vers l'Afrique observée depuis 2024. Si ces flux restent relativement modestes en proportion du PIB ou des recettes budgétaires de l'ensemble de la région, ils peuvent constituer une part significative des ressources financières des pays les plus fragiles. Or, ces derniers sont généralement aussi les moins à même d'absorber les répercussions économiques du conflit au Moyen-Orient.

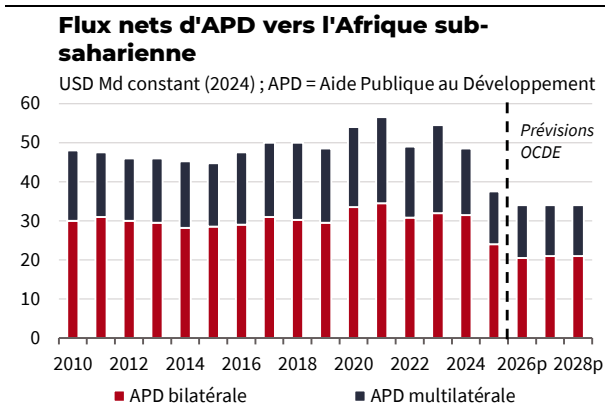
Malgré des efforts de consolidation budgétaire entamés en 2024, les finances publiques Africaines restent fragiles, notamment en raison d'une charge d'intérêts trop onéreuse



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG, FMI

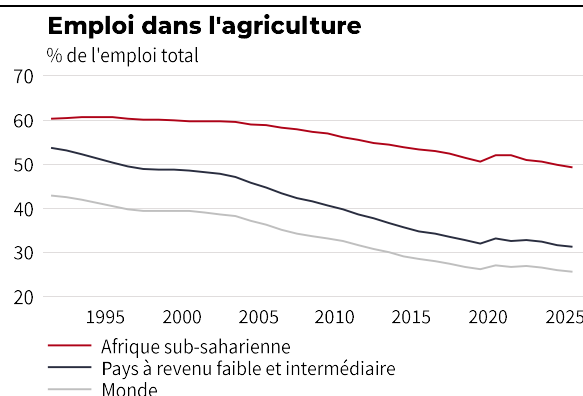
Enfin, l'Afrique reste particulièrement vulnérable aux chocs climatiques, compte tenu de l'importance des secteurs agricoles pour les économies et les populations régionales. L'agriculture représente encore près de 50% de l'emploi en Afrique sub-saharienne, une proportion plus élevée et qui diminue moins rapidement que dans le reste du monde. Cette vulnérabilité est d'autant plus préoccupante que l'épisode El Niño prévu pour fin 2026 / début 2027 semble devoir être particulièrement intense, avec des perturbations (notamment pluviométriques) concentrées sur l'Afrique Australe et de l'Est. Les conséquences économiques d'un évènement de type « Super El Niño » sont difficiles à anticiper, mais pourraient aller d'une « simple » augmentation des prix alimentaires (surtout si le prix mondial des engrais devait également augmenter en raison de la crise au Moyen-Orient) à des pertes de PIB plus drastiques (entre 10Md et 20Md USD pour l'Afrique, selon une étude récente de la Banque Africaine de Développement). D'autres perturbations climatiques plus localisées pourraient par ailleurs s'y ajouter, à l'image de conditions pluviométriques défavorables ayant déjà affecté la production de cacao en Afrique de l'Ouest et au Cameroun.

La baisse des flux d'aides au développement pourrait renforcer les vulnérabilités



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG, OCDE

L'agriculture reste primordiale pour les populations de la région



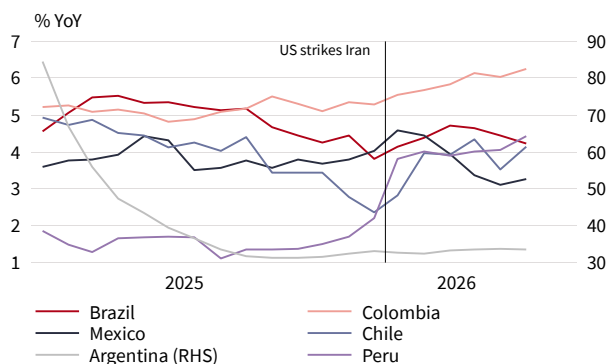
AMERIQUE LATINE

- L'impact inflationniste du conflit au Moyen-Orient reste contenu, mais le renforcement d'El Niño menace les prix alimentaires et la poursuite de l'assouplissement monétaire.
- La décision américaine de ne pas prolonger l'ACEUM assombrit les perspectives de *nearshoring* au Mexique, car des réexamens annuels prolongés pèseraient sur l'investissement. Plus largement, la région est prise entre la Chine et les États-Unis.
- Le virage à droite lors des élections de 2026 pourrait soutenir l'investissement dans les industries extractives, mais la faiblesse des mandats et les tensions budgétaires limiteront l'action publique.

L'Amérique latine a jusqu'ici mieux résisté que prévu aux conséquences inflationnistes du conflit au Moyen-Orient. La flexibilité des changes, des déséquilibres extérieurs modérés et les mesures limitant la hausse des carburants ont réduit la transmission du renchérissement du pétrole. Les effets restent toutefois très inégaux. Les exportateurs nets d'énergie, comme l'Argentine, le Brésil, la Colombie, le Venezuela et l'Équateur, bénéficient de meilleurs termes de l'échange, tandis que les économies importatrices du Chili, d'Amérique centrale et des Caraïbes subissent des pressions sur l'inflation, les finances publiques et le pouvoir d'achat. Les banques centrales ont donc ralenti ou interrompu leurs baisses de taux, même si les effets de second tour restent limités. La poursuite de la désinflation et de l'assouplissement monétaire dépendra du Moyen-Orient et des effets inflationnistes du renforcement d'El Niño.

La poussée inflationniste liée au conflit entre les États-Unis et l'Iran reste contenue...

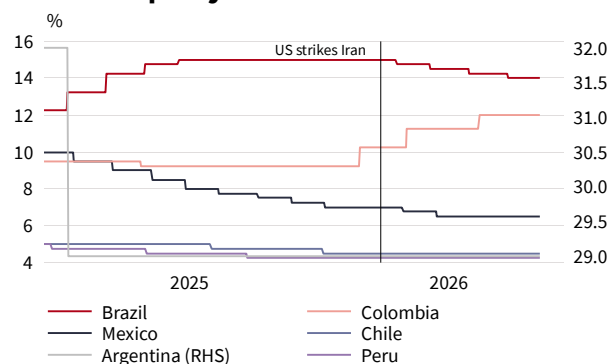
LATAM: inflation rates



Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

...mais elle a ralenti ou interrompu les cycles de baisse de taux

LATAM: policy rates



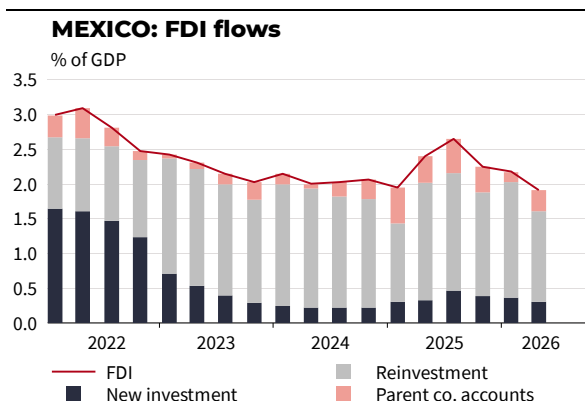
Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

La politique commerciale est à double tranchant pour la région. Ses réserves de minerais critiques et de terres rares, ainsi que ses ressources agricoles et

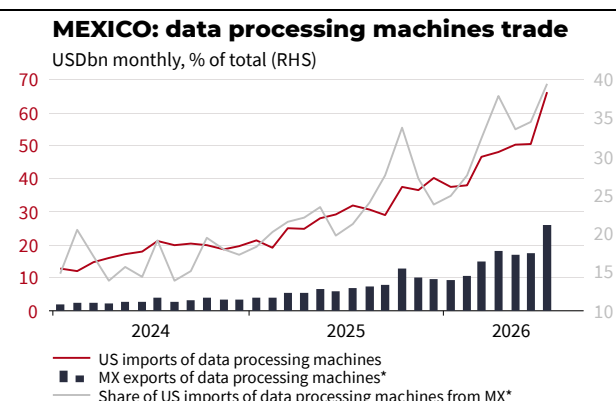
énergétiques, peuvent attirer les investissements étrangers et accroître les exportations et les recettes publiques. Elles placent toutefois la région au centre d'une rivalité croissante entre la Chine, débouché majeur et source d'investissement, et une administration américaine plus interventionniste. Une présence américaine accrue dans le secteur pétrolier vénézuélien pourrait stimuler les investissements, mais ses effets sur la croissance dépendront des progrès en matière de gouvernance, d'infrastructures et de climat des affaires.

Les nouveaux IDE au Mexique sont menacés par l'incertitude commerciale...

...et le réexamen de l'ACEUM pourrait fragiliser l'essor récent des exportations de matériel informatique



Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles



Note : *plus de 90% des exportations mexicaines de matériel informatique sont destinées aux États-Unis.

Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Son intégration aux chaînes de valeur américaines expose également le Mexique, principal bénéficiaire régional du *nearshoring*, à un recul de l'investissement. La décision américaine de ne pas prolonger l'ACEUM de 16 ans maintient l'accord en vigueur jusqu'en 2036, mais entraîne des réexamens annuels jusqu'à une éventuelle prolongation. L'accès préférentiel au marché américain demeure, ce qui limite le risque immédiat pour les exportations. L'effet principal devrait concerner les nouveaux IDE, en baisse de 13% au S1 2026, car l'incertitude sur les règles d'origine et le traitement tarifaire complique les investissements à long terme. La volonté américaine de réduire la présence chinoise dans les chaînes de valeur nord-américaines pourrait également freiner l'essor mexicain dans l'électronique avancée, soulignant la vulnérabilité du *nearshoring*.

Après l'élection du président Kast au Chili fin 2025, le virage à droite de la région s'est renforcé avec les élections au Pérou et en Colombie. Les gouvernements élus en 2026, plus favorables aux industries extractives, pourraient soutenir l'investissement et les exportations. Un meilleur alignement sur l'administration Trump pourrait aussi réduire les pressions commerciales et diplomatiques américaines. Toutefois, la faiblesse de leurs mandats et les besoins de consolidation budgétaire limiteront leur action.

La victoire très serrée de la présidente Fujimori au Pérou assure une continuité à la banque centrale et s'accompagne d'un projet d'accélération de 33Md USD

d'investissements miniers. Le gouvernement ne dispose toutefois pas de majorité parlementaire et le résultat souligne la forte polarisation régionale. Les pluies liées à El Niño augmenteront aussi les risques d'inondation, notamment sur la côte Pacifique. Les perturbations agricoles et logistiques pourraient maintenir l'inflation alimentaire élevée et limiter l'assouplissement monétaire à court terme.

Le président colombien de la Espriella a également remporté une victoire très serrée et fait face à un Parlement très fragmenté. Il entend relancer l'investissement minier et pétrolier, mais la fragmentation limitera la déréglementation et renforcera le recours aux décrets. Son gouvernement hérite aussi d'une crise budgétaire aiguë. Le déficit est attendu à 7,2% du PIB en 2026 et pourrait atteindre 9,4% en 2027, contre 5,3% et 4,5% précédemment, sans hausse rapide des recettes. À cela s'ajoutent les dégâts du séisme du 10 août dans l'ouest du pays, estimés par le gouvernement à 9,6Md USD. Le gouvernement envisage des financements extérieurs pour allonger les maturités et réduire les tensions de liquidité. L'assouplissement des restrictions minières pourrait soutenir l'investissement à moyen terme, mais préserver la crédibilité budgétaire exigera une hausse rapide des recettes, au prix d'une croissance plus faible à court terme.

L'Argentine avance sur une réforme de la charte de la banque centrale interdisant le financement direct et indirect du Trésor, recentrant ses objectifs et renforçant les règles de nomination et de révocation de ses dirigeants. Son adoption par la Chambre des députés montre la volonté de l'administration Milei d'ancrer la désinflation au-delà du cycle politique actuel, en limitant le financement monétaire des déficits, qui avait nourri l'inflation. Le texte doit encore être approuvé par le Sénat. Ces progrès institutionnels sont encourageants, mais une croissance plus forte des salaires réels sera nécessaire pour redresser la popularité de Milei avant les élections de 2027.

Le renforcement d'El Niño souligne les disparités économiques et climatiques régionales. Des conditions plus chaudes et plus sèches sont attendues jusqu'en 2027 dans certaines parties de l'Amérique centrale, des Caraïbes et du nord de l'Amérique du Sud. Elles accroîtront les risques de sécheresse, de baisse des rendements agricoles, de recul de l'hydroélectricité et de hausse des prix alimentaires. Des conditions plus humides sont attendues sur certaines parties de la côte Pacifique sud-américaine et du Cône Sud, augmentant les risques d'inondation et de dégâts aux infrastructures, mais pouvant soutenir l'hydroélectricité et certaines récoltes.

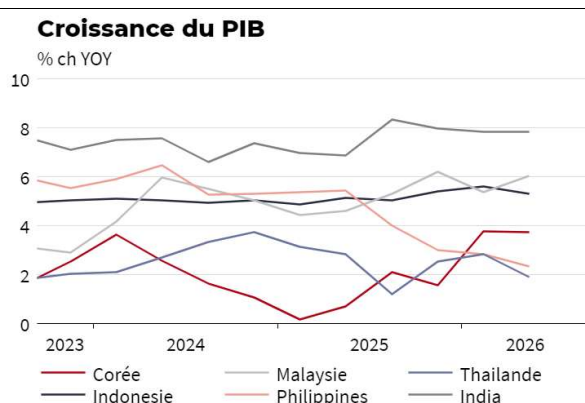
ASIE ÉMERGENTE

- **La résilience de la croissance est mise à rude épreuve par la guerre au Moyen-Orient et le choc énergétique qui en découle.**
- **Les investissements dans les secteurs de l'électronique et de l'IA continuent de soutenir les performances à l'exportation.**
- **La demande intérieure joue un rôle de plus en plus important dans la croissance en Inde et en Indonésie.**

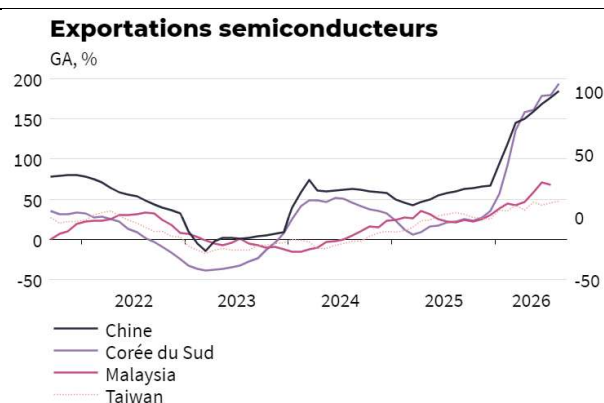
L'Asie émergente devrait rester la région du monde connaissant la croissance la plus rapide, soutenue par une forte demande extérieure malgré les sanctions commerciales, la poursuite des investissements industriels et les changements structurels dans les chaînes d'approvisionnement mondiales. Toutefois, le contexte devient plus difficile. Le ralentissement structurel de la Chine, le resserrement des conditions financières mondiales, la fragmentation géopolitique et l'augmentation des besoins d'emprunt public sont susceptibles de freiner la croissance par rapport aux années de rebond postpandémique. Le scénario de base reste celui d'une expansion continue plutôt que d'un ralentissement brutal.

La guerre au Moyen-Orient a provoqué un choc énergétique qui met cette vigueur à l'épreuve. La hausse des prix du pétrole et du gaz alimente l'inflation, creuse les déficits commerciaux et limite la marge de manœuvre des gouvernements dans les économies fragiles qui dépendent fortement des importations de carburant, comme le Pakistan et le Bangladesh. Mais, en moyenne, ces pressions restent maîtrisées, et l'Asie émergente devrait continuer d'afficher une croissance résiliente.

Résilience de la croissance



Vigueur des exportations



La Malaisie continue de bénéficier de l'essor actuel des investissements dans les semi-conducteurs et les centres de données, ainsi que des réorientations des chaînes d'approvisionnement liées à la géopolitique. L'économie devrait connaître une croissance supérieure à 5 % entre 2026 et 2028. La vigueur des exportations, soutenue par la demande en matière d'intelligence artificielle, d'infrastructures

cloud et d'électronique grand public, restera le moteur de cette expansion. Le pays continue d'attirer des investissements directs étrangers, en particulier dans les secteurs des semi-conducteurs et des centres de données. L'inflation a été maintenue sous la barre des 2 % en 2026 grâce aux subventions sur les carburants. Elle reste toutefois dépendante des livraisons d'énergie et de nouvelles perturbations de l'approvisionnement pourraient faire resurgir les risques inflationnistes, ce qui pourrait pousser la Bank Negara à commencer à relever ses taux d'intérêt en 2027. La Malaisie connaît actuellement une plus grande stabilité politique qu'au cours de la période 2018-2022, marquée par de fréquents changements de gouvernement, mais elle reste politiquement fragmentée. Le gouvernement d'union nationale du Premier ministre Anwar Ibrahim entre dans une phase plus difficile à l'approche des élections législatives, prévues avant février 2028. La Chine est le premier partenaire commercial de la Malaisie, mais celle-ci compte sur les États-Unis en matière de sécurité, et la Malaisie s'efforce d'éviter de prendre parti entre les États-Unis et la Chine.

La position de **l'Indonésie** en tant qu'exportateur de matières premières offre une marge de manœuvre à son économie face à la flambée des prix mondiaux de l'énergie. Le pays est importateur net de pétrole, mais un important exportateur net de gaz et de charbon. Il existe toutefois des points de fragilité. Le gouvernement est exposé à une flambée de ses dépenses de subventions et se trouve confronté à un choix difficile : réduire les subventions, diminuer les dépenses dans d'autres domaines ou dépasser le plafond de déficit de 3 % — une décision qui pourrait ébranler la confiance des investisseurs étrangers. La confiance des investisseurs étrangers envers l'Indonésie est mise à rude épreuve en raison de la perception d'une récente détérioration de la gouvernance. Les programmes de dépenses sociales de grande envergure du président Subianto — notamment les programmes de repas gratuits et les initiatives coopératives rurales — pourraient peser sur l'équilibre budgétaire, d'autant plus que l'assiette fiscale de l'Indonésie est chroniquement faible. La croissance du PIB devrait néanmoins se maintenir à près de 5 % en 2026, l'impact de la flambée des cours mondiaux du pétrole étant compensé par une demande accrue pour les exportations de métaux, de gaz, de charbon et d'engrais. L'inflation augmentera légèrement mais devrait rester maîtrisable.

L'Inde reste l'une des économies à la croissance la plus rapide de la région et du monde, avec une croissance du PIB réel estimée à environ 6,5 % en 2026, soutenue principalement par une demande intérieure robuste, les investissements publics dans les infrastructures et la vigueur persistante du secteur des services, en particulier les services numériques et les services aux entreprises. Alors que les incertitudes liées au commerce mondial et l'affaiblissement de la demande extérieure pèsent sur les exportations, le modèle de croissance de l'Inde reste largement tiré par la demande intérieure. La consommation privée a bénéficié de la hausse des revenus et de l'assouplissement des conditions financières, tandis que

l'investissement continue d'être soutenu par les dépenses d'infrastructures publiques et par les efforts visant à attirer les chaînes d'approvisionnement du secteur manufacturier. L'inflation s'est modérée par rapport aux années précédentes et devrait s'établir en moyenne entre 4,5 % et 5,0 % en 2026, ce qui correspond à la fourchette cible de la Banque centrale. Des pressions sur les prix plus faibles et une politique monétaire prudente ont aidé à contenir les risques inflationnistes. Cependant, l'impact des précipitations inférieures à la moyenne sur les prix alimentaires, les fluctuations des prix de l'énergie et les tensions géopolitiques au Moyen-Orient restent des sources potentielles de volatilité. Avec l'inflation toujours sous contrôle et une croissance économique qui reste solide, la politique monétaire continue d'être soutenante. Néanmoins, la RBI pourrait être amenée à augmenter son taux directeur dans les mois à venir.

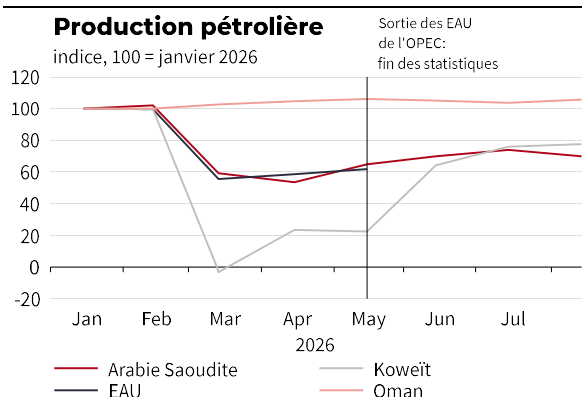
Les risques pesant sur les perspectives de la région restent importants : une nouvelle escalade du conflit au Moyen-Orient, une incertitude prolongée sur les marchés de l'énergie, un resserrement des conditions financières mondiales, une forte correction sur les marchés boursiers mondiaux et une réévaluation des titres liés à l'intelligence artificielle, une incertitude croissante en matière de politique commerciale, des pressions sur les prix des denrées alimentaires, un ralentissement plus marqué du marché immobilier en République populaire de Chine, ainsi que des tensions croissantes entre les États-Unis et la Chine pourraient avoir un impact significatif sur la croissance régionale.

PAYS DU GOLFE

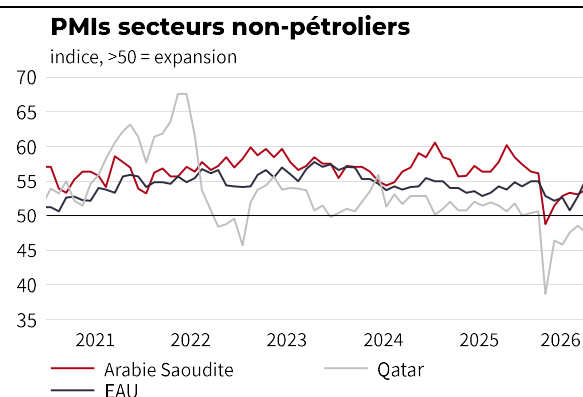
- **Le rebond actuel des productions pétrolières régionales conforte notre vision d'une croissance encore positive pour 2026.**
- **Nous continuons de prévoir un rebond de la croissance pour 2027, grâce à notamment des effets de base (pétroliers) positifs.**
- **Le conflit actuel met en lumière de nouvelles questions structurelles pour la région, mais ses vastes ressources financières devraient permettre d'y faire face.**

Alors que le conflit régional perdure et que l'incertitude entourant les perspectives économiques et politiques reste forte, **nous prévoyons toujours une croissance régionale légèrement positive, de l'ordre de 1%, pour les pays du Golfe.** Premièrement, la production pétrolière régionale, après avoir fortement chuté en mars, rebondit progressivement. Oman fait exception, puisqu'il peut exporter sa production sans emprunter le détroit d'Ormuz. Alors que celui-ci est resté globalement fermé depuis le début du conflit, hormis quelques semaines de « détente » entre fin juin et début juillet, les pays du Conseil de Coopération du Golfe (CCG) ont i) profité de leurs routes d'exportation alternatives (terminal de Fujairah pour les Émirats Arabes Unis – EAU, terminal de Yanbu pour l'Arabie Saoudite) et ii) développé leurs capacités de stockage (à terre comme en mer) afin d'accroître leur production. À noter que, depuis la sortie effective des EAU de l'OPEP le 1^{er} mai 2026, leurs statistiques pétrolières ne sont plus publiées. Toutefois, la compagnie nationale ADNOC a communiqué à plusieurs reprises sur sa volonté d'accroître rapidement sa production à près de 4mn b/j (vs. 3,4mn b/j en février 2026).

Les productions pétrolières de la région rebondissent graduellement



Les indicateurs de confiance demeurent bien orientés



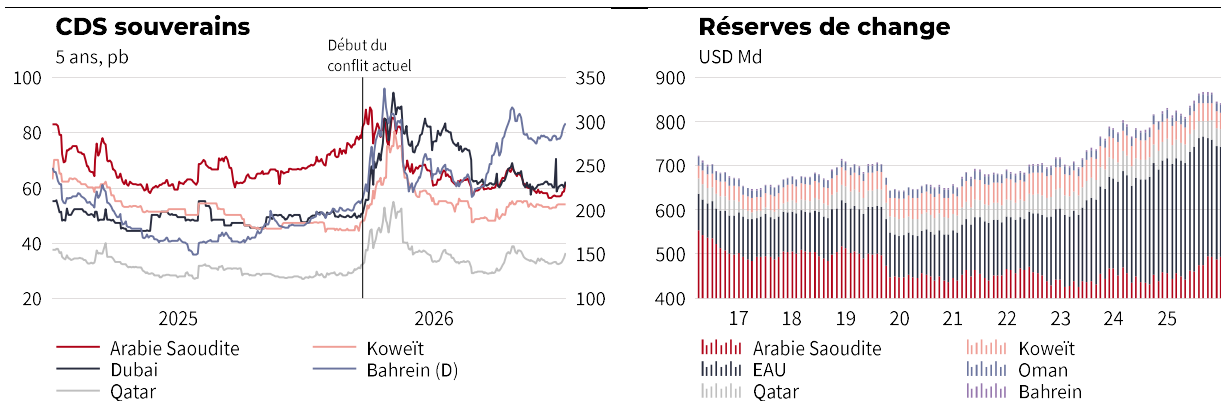
Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

Deuxièmement, les secteurs hors hydrocarbures semblent rester dynamiques, comme l'illustrent des PMIs toujours bien orientés, notamment en Arabie Saoudite et aux EAU. Alors que le tourisme, dont le poids dans les PIB régionaux reste toutefois limité, hormis aux EAU, et la logistique ont souffert du conflit, les autres secteurs hors

hydrocarbures sont restés plus résilients, vraisemblablement soutenus par une demande publique forte. Enfin, les rares chiffres de croissance du 1T26 disponibles confirment l'impact asymétrique du conflit sur les pays de la région, déjà souligné le trimestre dernier : la croissance a atteint 3% en Arabie Saoudite, contre -4,6% au Koweït (en GA), ce dernier pays ne disposant pas de route d'exportation alternative au détroit d'Ormuz. Les économies du Golfe ont également bénéficié du maintien de la confiance des investisseurs internationaux. Après un épisode de tension dans les semaines suivant le déclenchement du conflit, les CDS souverains des pays du CCG sont revenus à des niveaux proches de ceux enregistrés en début d'année, tout en restant généralement peu volatils. Bahreïn fait toutefois exception, cet État présentant déjà d'importantes fragilités financières avant le conflit. Les bourses régionales ne se sont pas effondrées, tandis que les flux d'investissement (IDEs et investissements de portefeuille) vers l'Arabie Saoudite et le Qatar, les 2 seuls pays de la région dont les statistiques de balance des paiements sont publiées à une fréquence trimestrielle, se sont maintenues au 1T26. Les pays du CCG continuent également de bénéficier d'un accès privilégié aux marchés internationaux de capitaux, comme l'attestent plusieurs émissions obligataires internationales réalisées depuis début juin 2026, notamment par le Qatar, Bahreïn et le Koweït. Plus généralement, les réserves de change de la région n'ont que peu diminué, suggérant que les pressions sur les balances des paiements des pays de la région sont jusqu'à présent restées contenues.

Les CDS souverains restent contenus et peu volatils, sauf à Bahreïn

La baisse des réserves de change est très limitée

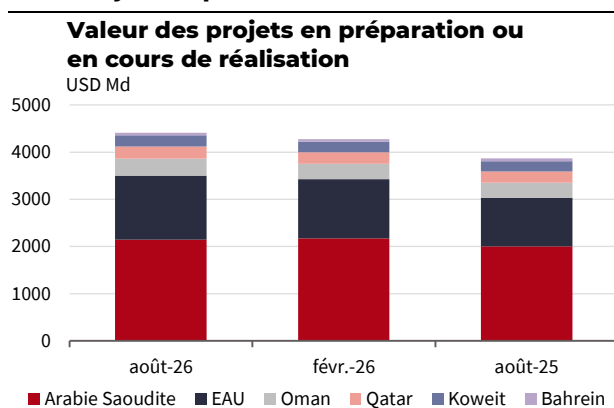


Source : SG Études Économiques et Sectorielles, LSEG

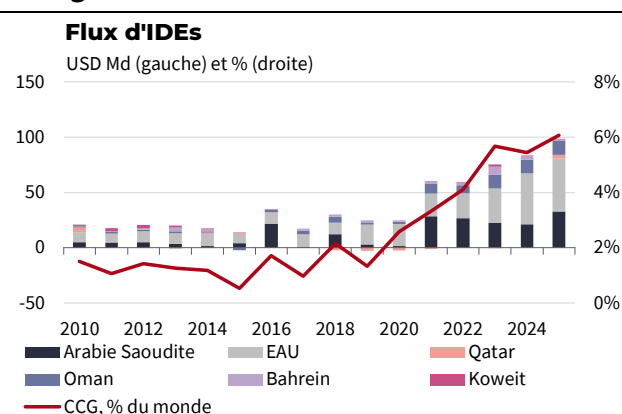
Malgré la forte incertitude entourant le conflit actuel, **nous continuons, pour l'instant, à prévoir un rebond sensible de la croissance régionale en 2027, vraisemblablement au-delà de 5%**. Ce rebond s'expliquerait principalement par la poursuite de la progression de la production pétrolière, qui bénéficierait également d'un effet de base favorable. Les secteurs hors hydrocarbures profiteraient à la fois des efforts de reconstruction après le conflit et d'importants investissements dans les infrastructures afin de réduire la dépendance à un détroit d'Ormuz dont l'accessibilité est devenue plus incertaine. La valeur des projets en préparation ou en cours de réalisation, quels que soient les secteurs concernés, mais avec une forte

prépondérance du BTP, a ainsi continué d'augmenter depuis le début du conflit et laisse présager une activité toujours dynamique à court ou moyen terme. Plus généralement, les pays du CCG devraient continuer de bénéficier de plusieurs facteurs structurels soutenant la croissance, notamment d'une hausse substantielle des flux d'IDEs vers la région, qui ont représenté 6% des flux mondiaux en 2025, contre moins de 2% avant 2021, d'une amélioration régulière des niveaux de gouvernance et d'une demande publique toujours suffisamment forte pour soutenir l'activité. Sur ce dernier point, la combinaison du rebond de la production d'hydrocarbures et de prix énergétiques plus élevés devrait améliorer les équilibres budgétaires régionaux à court terme, bien que les effets restent différenciés selon la capacité de chaque pays à maintenir ses exportations.

Le pipeline de projets témoigne d'une activité future dynamique



Les flux d'IDEs vers la région continuent d'augmenter



Source : SG Études Économiques et Sectorielles, CNUCED, MEED

Si l'impact du conflit actuel sur les performances macroéconomiques et financières de la région semble donc jusqu'à présent relativement limité, **celui-ci a toutefois renforcé plusieurs vulnérabilités structurelles susceptibles d'affaiblir les perspectives de long terme.** Tout d'abord, les différents programmes de diversification, notamment aux EAU et en Arabie Saoudite (et 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 dans les secteurs du tourisme et de la logistique. Deuxièmement, la « fragmentation » politique et économique de la région semble s'être à nouveau accrue, comme l'illustre la sortie des EAU de l'OPEP en mai, alors qu'une meilleure coopération paraissait au contraire nécessaire afin de mieux coordonner les investissements massifs, mais souvent concurrents, des pays du CCG. Enfin, la région reste particulièrement vulnérable à une nouvelle aggravation, du conflit actuel. Pour rappel, les pays du CCG demeurent souvent très dépendants de quelques infrastructures stratégiques, que ce soit dans le secteur énergétique ou pour le reste de leur « vie civile » (usines de dessalement d'eau, centrales électriques, etc.). Les attaques récentes dans le détroit de Bab el-Mandeb ou sur le pipeline East-West en Arabie Saoudite témoignent de ces fortes fragilités.

EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE

- **La croissance reste résiliente, mais inégale : les fonds européens et la consommation soutiennent l'activité en Pologne, en Tchéquie, et en Hongrie, tandis que le resserrement budgétaire pèse sur les performances roumaines et slovaques.**
- **L'inflation énergétique demeure persistante, érodant le pouvoir d'achat, mais sans provoquer une nouvelle spirale prix-salaires comparable à celle de 2022.**
- **Les risques restent élevés : l'expansion budgétaire accroît les risques souverains en Pologne, tandis que la consolidation budgétaire et la faible absorption des fonds européens pèsent sur la croissance et le rating roumain.**

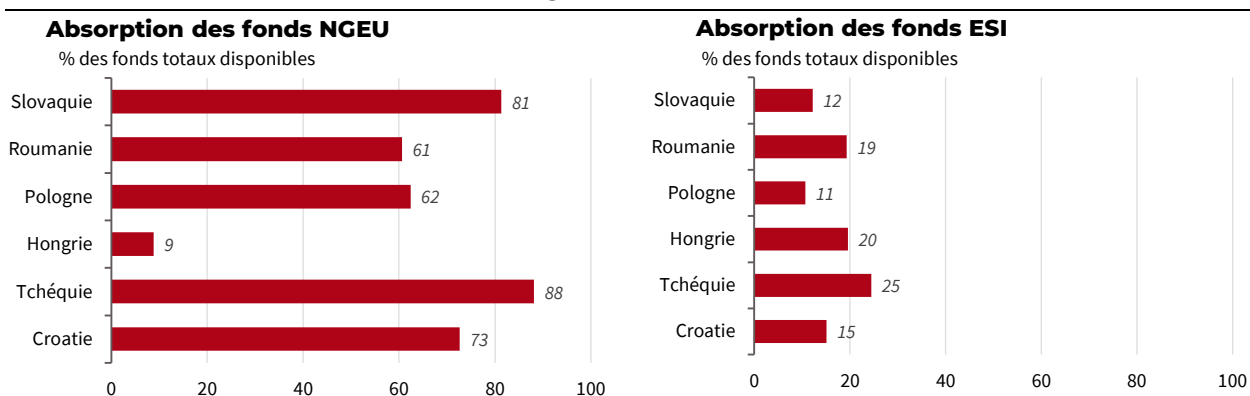
L'activité se montre relativement résiliente dans la région, mais les trajectoires de croissance devraient rester très inégales en 2027-2028, principalement en raison de politiques budgétaires divergentes. La Pologne et la Tchéquie devraient conserver une croissance robuste et ont récemment présenté des projets de budget pour 2027 incluant d'importantes expansions budgétaires, centrées sur la défense, les infrastructures, la santé et les salaires du secteur public. Ces mesures devraient soutenir l'investissement et la consommation des ménages, compensant en partie la faiblesse persistante de l'industrie manufacturière de la zone euro. À l'inverse, la consolidation budgétaire continuera de peser fortement sur les trajectoires de croissance de la Roumanie et de la Slovaquie. La Roumanie devrait rester l'une des économies les moins dynamiques de la région, la consolidation budgétaire et l'incertitude politique consécutive à la chute du gouvernement en mai 2026 pesant fortement sur la demande intérieure.

Les fonds *NextGeneration EU* (NGEU) sont restés un amortisseur important, mais les risques liés à l'absorption sont significatifs dans plusieurs pays. La Tchéquie figure parmi les pays les plus performants, avec 88 % de son enveloppe NGEU décaissée à fin août 2026, tandis que la Slovaquie et la Slovaquie affichent également des taux de décaissement élevés, supérieurs à 80 %. La Pologne a absorbé environ 62 % de son enveloppe NGEU à fin août 2026, même si le démarrage tardif de la mise en œuvre expose certains projets à des risques d'exécution. À l'inverse, la Hongrie n'a pas obtenu le déblocage intégral des fonds européens après les élections. Malgré un dialogue plus constructif avec la Commission européenne, les décaissements restent conditionnés à la mise en œuvre et à la validation des réformes encore en suspens concernant l'État de droit et la lutte contre la corruption. La Roumanie présente le retard de mise en œuvre le plus important de la région. Son enveloppe a déjà été ramenée de 28,5 Md EUR à près de 20,2 Md EUR, principalement en raison de la réduction du volet prêts et du retrait de projets qui ne pouvaient pas être achevés.

dans les délais. Avec moins de 13 Mds EUR reçus à fin août 2026, une part significative de l'enveloppe restante demeure menacée en raison des retards de mise en œuvre et du non-respect de certains jalons.

Les fonds structurels et d'investissement européens et les prêts SAFE constitueront des soutiens importants en 2027-2028, même si leur absorption variera sensiblement d'un pays à l'autre. Alors que les fonds NGEU entrent dans leur phase finale de mise en œuvre, les fonds structurels et d'investissement européens et les prêts SAFE destinés à la défense devraient progressivement prendre le relais. La Pologne et la Tchéquie devraient combiner ces ressources européennes avec une impulsion budgétaire nationale significative. La Roumanie et la Slovaquie devront, à l'inverse, préserver les investissements productifs tout en réduisant les dépenses courantes et en corrigeant d'importants déséquilibres budgétaires. Les différences de capacités administratives et d'absorption des fonds européens devraient rester une source importante de divergence des trajectoires de croissance régionales.

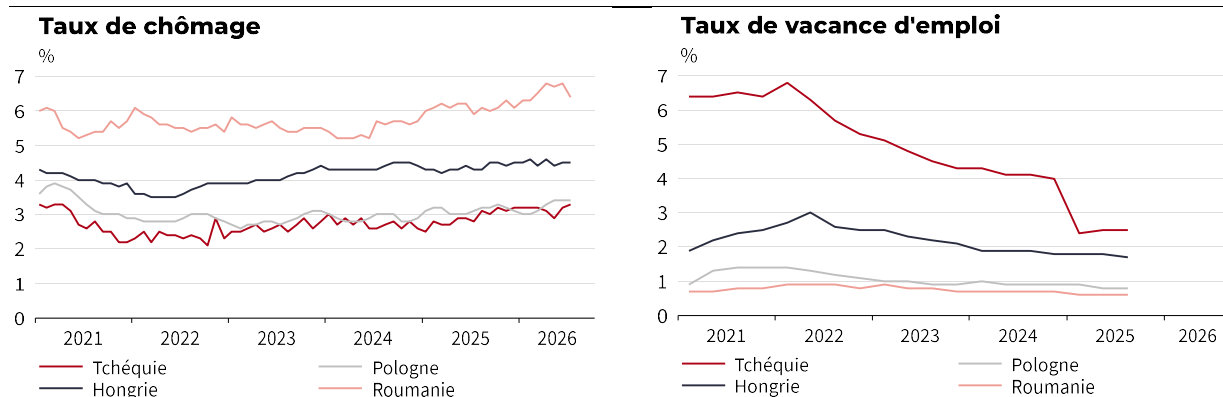
Après l'échéance de fin 2026 pour les fonds NGEU, les fonds structurels et d'investissement européens (ESI) et les prêts SAFE vont progressivement prendre le relais.



Source : Commission européenne, SG Études Économiques et Sectorielles

L'inflation se révèle persistante. Le niveau élevé des prix du pétrole et du gaz maintient l'inflation globale au-dessus des objectifs dans la région et érode le pouvoir d'achat. La Pologne et la Tchéquie subissent également des pressions domestiques liées à la résilience de la demande et au soutien budgétaire, tandis que les hausses d'impôts alimentent l'inflation en Roumanie. En Pologne, le scénario central reste celui d'un statu quo prolongé sur les taux, mais une inflation plus forte ou plus persistante pourrait remettre des hausses de taux à l'ordre du jour. En Tchéquie, la persistance de l'inflation sous-jacente et la relance budgétaire ont accru le risque d'un nouveau resserrement monétaire. La Hongrie conserve une marge d'assouplissement plus importante, mais reste exposée à la dépréciation de sa monnaie et aux tensions sur les prix de l'énergie. Le choc énergétique devrait néanmoins être moins déstabilisant qu'en 2022. La diversification des approvisionnements, la baisse de l'intensité énergétique et des marchés du travail moins tendus devraient contenir les effets de second tour et limiter le risque d'une nouvelle spirale prix-salaires.

La moindre tension sur le marché du travail limite les effets de second tour.



Source : LSEG, SG Études Économiques et Sectorielles

Les risques qui pèsent sur la croissance et les équilibres financiers restent orientés à la hausse. Les risques budgétaires augmentent. La hausse des besoins de financement résultant de la politique budgétaire expansionniste pourrait exercer une pression à la hausse sur les rendements obligataires et peser sur les perspectives de rating de la Pologne. La Roumanie demeure le pays le plus exposé au risque de dégradation de sa note souveraine, compte tenu de la faiblesse de la croissance, de l'incertitude politique et des risques entourant l'absorption des fonds européens. La détérioration de la trajectoire de la dette slovaque et l'absence de résolution concernant l'accès de la Hongrie aux fonds européens sont également des points à surveiller. Par ailleurs, la guerre en Ukraine et les menaces hybrides restent des risques majeurs. L'absence de perspective crédible de règlement, conjuguée aux incursions de drones, aux cyberattaques et aux ingérences, continuera d'alimenter les dépenses de défense et l'incertitude des investisseurs, en particulier en Pologne et en Roumanie.

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
folly.ananou@socgen.com

Evelyne BAHN

Asie
evelyne.bahn@socgen.com

Constance BOUBLIL-GROH

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

Clément GILLET

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

Dominic LOCK

Amérique du Nord
dominic.lock@socgen.com

Danielle SCHWEISGUTH

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

Yannik STRITTMATTER

France, Zone euro
yannik.strittmatter@socgen.com

Antonio VISANI

Climat, Geo-économie, Royaume-Uni
antonio.visani@socgen.com

Stéphanie HUET

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

Yolande NARJOU

Assistante
+33 1 42 14 40 07
yolande.narjou@socgen.com

Société Générale | Société Générale Études Économiques et Sectorielles | 75886 PARIS CEDEX 18

Abonnez-vous aux publications des économistes :

<https://www.societegenerale.com/fr/s-informer-et-nous-suivre/etudes-economiques/nos-etudes>

DISCLAIMER

La présente publication reflète les vues du département des études économiques et sectorielles de Société Générale S.A. à la date de sa publication. Cette publication est susceptible d'être modifiée à tout moment sans préavis. Elle est fournie à titre purement informatif et ne constitue ni une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement au sens de la réglementation en vigueur. Cette publication n'a aucune valeur contractuelle. Cette publication n'est pas produite par le département Recherche de SG et ne doit pas être regardé comme tel.

Ni les informations qui y figurent, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation visant à souscrire, acheter, vendre un produit ou exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale SA ou de l'une quelconque de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Les particuliers, clients professionnels ou contreparties éligibles qui viendraient à en obtenir un exemplaire ne doivent nullement fonder leurs décisions d'investissement sur la seule base du présent document, mais doivent s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.

L'exactitude, le caractère exhaustif ou la pertinence des informations tirées de sources extérieures ne sont pas garantis, même si elles proviennent de sources jugées dignes de foi. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale SA décline toute responsabilité à cet égard. Les informations économiques citées dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné, et peuvent donc changer à tout moment.

Société Générale S.A. est un établissement de crédit français agréé et supervisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR »), régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »). Société Générale S.A est également agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle britannique) et dispose des autorisations nécessaires à la conduite de ses activités.

Société Générale est soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation anglaise) et de la Prudential Regulation Authority. La nature et l'étendue de la protection des clients peut différer selon que l'entreprise est située au Royaume-Uni ou non. La succursale Londonienne de Société Générale dispose des autorisations nécessaires à la conduite de ses activités par la Prudential Regulation Authority et est soumise à la réglementation de la FCA et de la PRA. Des informations détaillées concernant le Régime temporaire de permission, qui permet aux entreprises situées au sein de l'Espace économique européen d'exercer leur activité au Royaume-Uni pour une période limitée en attendant une autorisation complète, sont disponibles sur le site internet de la Financial Conduct Authority.

Avis aux investisseurs américains : cette publication est écrite par des analystes économiques de SG localisés en dehors des Etats-Unis et a vocation à être distribuée uniquement à destination des Grands (Major) investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Cette publication n'est pas produite par le département Recherche de SG et ne doit pas être regardé comme tel. Elle n'a pas été préparée conformément aux dispositions destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. Tout Grand (Major) investisseur institutionnel américains souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions sur un titre financier ou un instrument financier évoqué dans cette publication doit le faire auprès ou via les vendeurs de SG Americas Securities, LLC. Le siège social de SG Americas Securities LLC est situé au 245 Park Avenue, New York, NY, 10167 (212) 278-6000.

Avis aux investisseurs asiatiques : ce document est destiné à être distribué en Asie uniquement à des clients sophistiqués et professionnels et a été préparé à cette fin. Vous devez donc être qualifié en tant qu'investisseur professionnel, « accrédité », « wholesale », expert ou institutionnel (quelle que soit la définition de ces termes dans votre territoire).

La présente publication ne peut en aucun cas être reproduite (en tout ou en partie) ou transmise à toute autre personne ou entité sans l'autorisation écrite préalable de Société Générale SA.

© 2026