



# ZONE EURO SCÉNARIO 2025-2026

## ENTRE NOUVELLES FRACTURES ET NOUVELLES CONVERGENCES

Avril 2025

**Paola MONPERRUS-VERONI**

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT  
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

# SOMMAIRE

- 1 **Entre nouvelles fractures et nouvelles convergences**
- 2 **Le scénario en bref**
- 3 **Le contexte international**
- 4 **Ménages**
- 5 **Entreprises**
- 6 **Hausse des droits de douane : notre scénario central**
- 7 **Focus – *Libération day*, le scénario risqué**
- 8 **Le scénario en chiffres**

# ENTRE NOUVELLES FRACTURES ET NOUVELLES CONVERGENCES

**Prévisions arrêtées le 30/03/2025**

**Publication achevée de rédiger le 04/04/2025**

## Les points-clés du scénario

- ▲ La situation économique et financière des agents privés demeure solide
- ▲ Un potentiel de rattrapage de la consommation pas encore épuisé
- ▲ La relance budgétaire allemande et les dépenses dans la défense soutiennent l'investissement
- ▲ La politique monétaire moins restrictive mord sur l'investissement

- ▼ Un choc négatif des politiques économiques américaines sur la croissance et l'inflation
- ▼ L'incertitude joue négativement sur les décisions d'investissement
- ▼ Un recalibrage des risques avec un risque baissier sur la croissance et sur l'inflation

|  | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|--|------|------|------|------|
| PIB (a/a, %)                                   | 0,5  | 0,8  | 1,0  | 1,5  |
| Demande intérieure (contribution au PIB, pp)   | 1,1  | 0,7  | 1,4  | 1,6  |
| Variation des stocks (contribution au PIB, pp) | -0,8 | -0,3 | 0,2  | 0,1  |
| Exportations nettes (contribution au PIB, pp)  | 0,3  | 0,4  | -0,5 | -0,2 |
| Consommation des ménages (a/a, %)              | 0,6  | 1,0  | 1,2  | 1,2  |
| Investissement (a/a, %)                        | 1,9  | -2,1 | 1,8  | 3,2  |
| Inflation (a/a, %)                             | 5,4  | 2,4  | 2,0  | 1,8  |
| Taux de chômage (%)                            | 6,6  | 6,4  | 6,4  | 6,3  |
| Solde budgétaire (% du PIB)                    | -3,4 | -2,7 | -2,4 | -2,4 |

Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

Une faille transatlantique s'est ouverte. Elle avait été intégrée dans notre prévision de décembre dernier sous la forme d'une révision à la baisse de la croissance pour prendre en compte l'impact négatif de la hausse à 25% des droits de douane sur l'acier et l'aluminium, ainsi qu'un alignement du droit de douane moyen des États-Unis sur celui de l'UE. Cela se traduisait par une révision à la baisse de la croissance de 0,2 point de pourcentage (pp) par l'effet direct de la baisse des exportations et de 0,1 pp supplémentaire du fait de l'incertitude croissante pesant sur les décisions d'investissement.

La hausse des droits de douane sur les véhicules à 25% a été intégrée dans ce scénario de mars 2025 ; cette hausse se traduirait par une baisse de 8% de la production automobile en Europe occidentale avec une ponction sur la croissance de la zone euro de -0,1 pp en 2025. Mais, l'Europe a aussi engagé plus de dépenses pour l'investissement en infrastructures et pour le militaire dont l'impact compense l'effet négatif des politiques américaines, portant la croissance de la zone à 1% en 2025 puis à 1,5% en 2026.

Les droits de douane introduits le 2 avril (*Libération Day*) ne figurent donc pas dans notre scénario central, mais leur impact a été chiffré dans un scénario de risque. Dans l'hypothèse d'absence de mesures de rétorsion symétriques de la part de l'UE, ce scénario introduit une baisse supplémentaire de 0,1 pp de la croissance du PIB en 2025, de 0,3 pp en 2026 et de 0,2 pp en 2027 pour la zone euro.

# LE SCÉNARIO EN BREF

## LA REPRISE DE LA CONSOMMATION AVÉRÉE, CELLE DE L'INVESTISSEMENT STIMULÉE

Une faille transatlantique s'est ouverte. Elle avait été intégrée dans notre prévision de décembre dernier sous la forme d'une révision à la baisse de la croissance de la zone euro pour prendre en compte un double impact négatif : celui de la hausse des droits de douane, mais aussi celui de l'incertitude entourant les politiques de l'administration Trump. Cette faille se traduisait par des trajectoires de croissance et d'inflation différentes des deux côtés de l'Atlantique avec, pour corollaire, un niveau de taux d'intérêt plus élevé aux États-Unis.

Mais, en réaction, l'Europe joue la défense et entend déployer des politiques économiques visant à stimuler la demande et l'offre, libérant des ressources pour l'investissement en infrastructures et pour les dépenses militaires. La réponse européenne conduit à une révision à la hausse de nos prévisions de croissance pour la zone euro : l'impact de ces mesures compense l'effet négatif des politiques américaines, réduisant ainsi le différentiel de croissance, d'inflation et de taux d'intérêt. **La croissance de la zone euro est attendue à 1% en 2025 puis à 1,5% en 2026.** Le durcissement de la confrontation commerciale avec les États-Unis, non inclus dans notre scénario central, fait néanmoins peser un risque baissier des deux côtés de l'Atlantique.

**Les évolutions récentes confirment notre narration passée. Le PIB de la zone euro a crû de 0,2% au cours du quatrième trimestre 2024 ; la croissance s'est établie à 0,9% en moyenne annuelle en 2024.** Parmi les grandes économies de la zone, seule l'Espagne a connu une croissance soutenue en fin d'année (0,8%), alors que l'Italie (+0,1%), la France (-0,1%) et, plus encore, l'Allemagne (-0,2%) ont fait quasiment du surplace. La demande intérieure a contribué favorablement à la croissance du quatrième trimestre grâce à la consommation privée dont la progression (+0,4% sur le trimestre) a confirmé notre scénario de reprise modérée de la dépense des ménages.

**Notre scénario continue de tableur sur la poursuite de la reprise modérée de la consommation des ménages (+1,2% en 2025 et 2026).**

La progression du revenu disponible serait certes freinée par la décélération des salaires, mais ces derniers maintiennent une dynamique supérieure à l'inflation en prévision continuant de produire des gains de pouvoir d'achat. Si les créations d'emploi ont perdu en vigueur, elles restent positives et **nous prévoyons une légère remontée du taux de chômage en 2025 et une modeste baisse en 2026, à peine visibles sur la moyenne annuelle (6,4% en 2025 et 6,3% en 2026).** Notre scénario de stabilisation de l'investissement logement a aussi été confirmé au quatrième trimestre 2024 et il est prolongé dans notre prévision.

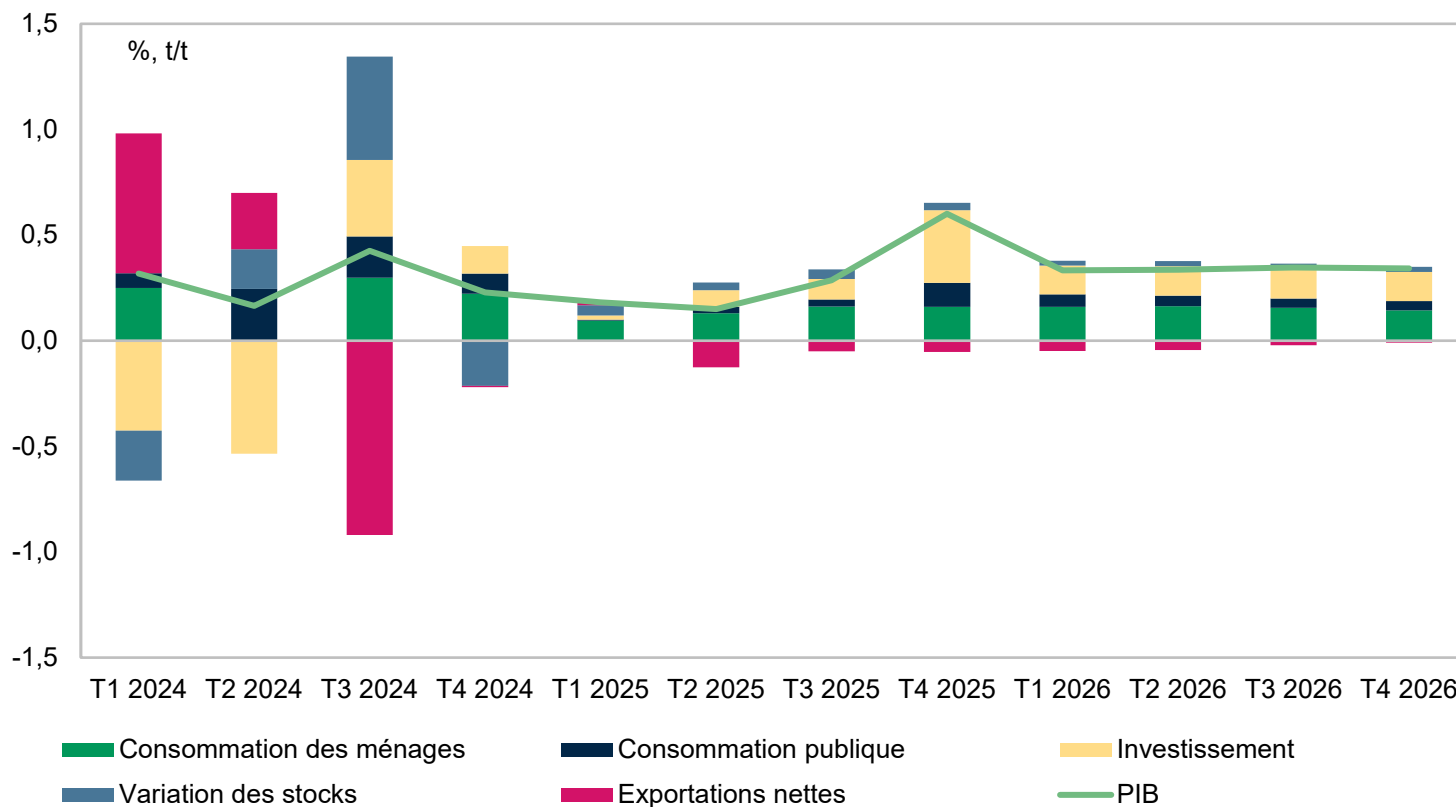
**Les fondamentaux de l'investissement productif ne se sont pas radicalement améliorés.** L'investissement en machines et équipements s'est encore inscrit en repli en fin d'année ; les nouveaux prêts aux sociétés non financières progressent mais à un rythme historiquement faible. Nous prévoyons un redressement modeste de la productivité et des marges, mais une incertitude sur l'évolution des politiques commerciales continuant de freiner les décisions d'investissement. **Ces facteurs négatifs doivent néanmoins être pondérés par les ambitions européennes et les décisions allemandes.** Cet ensemble soutient le profil de l'investissement et justifie une révision à la hausse de notre prévision d'investissement dans le BTP, les machines et équipements, les biens de transport. **Sous l'effet des nouvelles mesures de dépense de l'Allemagne en infrastructures et en défense, ainsi que la hausse généralisée des dépenses de défense des pays européens, la croissance de l'investissement passe ainsi de 1,5% à 1,8% en 2025 et de 2% à 3,2% en 2026.**

La progression plus rapide des dépenses publiques de défense et d'investissement, principalement concentrée dans les pays à faible endettement, se traduirait par un **simple ralentissement de la trajectoire de réduction du déficit en 2025, par une légère dégradation en 2026** (de 2,9% en 2024 à 2,6% du PIB en 2025 et 2,7% en 2026) **et par une remontée du ratio dette/PIB** (de 88,2% en 2024 à 88,9% en 2025 et à 89,5% en 2026).

# ENTRE NOUVELLES FRACTURES ET NOUVELLES CONVERGENCES

## LA REPRISE DE LA CONSOMMATION AVÉRÉE, CELLE DE L'INVESTISSEMENT STIMULÉE

### Contributions à la croissance du PIB



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

# INTRODUCTION

## LE CONTEXTE INTERNATIONAL

La croissance de l'économie mondiale est prévue en ralentissement en 2025 et en modeste accélération en 2026, principalement du fait de la dynamique des économies avancées. Du côté des pays émergents, la croissance, passerait de 4,3% en 2024 à 4% en 2025 et 2026. Nous prévoyons une poursuite du ralentissement de la croissance en Chine en 2025, les exportations étant susceptibles d'être fortement freinées par le relèvement des droits de douane américains et la reprise de la demande intérieure restant progressive. La croissance du PIB devrait ralentir à 4,6% en 2025 et 4,3% en 2026, après 5,0% en 2024.

La croissance américaine ralentirait en 2025 sur un rythme de 1,7% en 2025, avant un rebond à 2,2% en 2026. L'inflation suivrait ce ralentissement début 2025 avant un rebond en fin d'année avec une moyenne annuelle de 2,7% en 2025 et 2026. La Fed, après une pause devrait finir par relancer son processus de baisse des taux avec deux nouvelles baisses de 25 pb en juin et en septembre, avant d'entamer une pause prolongée avec un plafond fixé à 4,00%. Les taux longs pourraient ainsi baisser légèrement au deuxième trimestre 2025 en réaction à l'impact négatif des droits de douane sur la croissance et à la reprise des baisses de taux par la Fed attendue en juin.

Les rendements des *Treasuries* à dix ans sont attendus à 4,45% fin 2025 et à 4,75% fin 2026.

L'assouplissement de la BCE est proche de sa fin et nous prévoyons une dernière baisse des taux, de 25 points de base en juin 2025, suite à laquelle le taux de dépôt serait maintenu à 2,25% jusqu'à fin 2026. Le rendement allemand à dix ans resterait supérieur à 3% (3,1% fin 2026). La pentification de la courbe allemande et les perspectives d'une augmentation de la croissance de la zone euro suggèrent un resserrement supplémentaire des *spreads* souverains, avec la prime de l'OAT à 55 pb fin 2026 et celle du BTP à 105 pb. L'euro pourrait atteindre 1,12 face au dollar au quatrième trimestre 2025, un niveau qui ne devrait pas être dépassé en raison d'un nouveau rebond attendu de l'économie américaine, des rendements des *Treasuries* et donc du dollar au second semestre 2026.

La récente annonce de l'OPEP+ d'augmenter sa production devrait provoquer une baisse modérée des prix à 71 dollars par baril en moyenne en 2025 et à 70 dollars en 2026. L'utilisation des stocks de gaz naturel pendant cet hiver plus froid que les précédents devrait tendre le marché du gaz naturel liquéfié pendant les prochains mois.

### Hypothèses de cadrage internationales

|   | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2023 |      |      |      | 2024 |      |      |      | 2025 |      |      |      | 2026 |      |      |      |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|   |      |      |      |      | T1   | T2   | T3   | T4   | T1   | T2   | T3   | T4   | T1   | T2   | T3   | T4   | T1   | T2   | T3   | T4   |
| PIB zone euro (a/a, t/t, %)                         | 0,9  | 0,9  | 1,0  | 1,5  | 0,5  | 0,1  | 0,0  | 0,1  | 0,3  | 0,2  | 0,4  | 0,2  | 0,2  | 0,1  | 0,3  | 0,6  | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 0,3  |
| PIB États-Unis (a/a, t/t, annualisé, %)             | 2,9  | 2,8  | 1,7  | 2,2  | 2,8  | 2,4  | 4,4  | 3,2  | 1,6  | 3,0  | 3,1  | 2,4  | 0,8  | 1,5  | 1,2  | 1,8  | 2,5  | 2,5  | 2,4  | 2,4  |
| PIB Chine (a/a, t/t, %)                             | 5,4  | 5,0  | 4,6  | 4,3  | 1,7  | 1,2  | 1,5  | 0,9  | 1,5  | 0,9  | 1,3  | 1,6  | 1,3  | 0,7  | 0,9  | 1,0  | 1,3  | 1,1  | 1,0  | 1,0  |
| PIB monde (a/a, t/t, %)                             | 3,3  | 3,1  | 2,8  | 3,0  | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| Taux de dépôt BCE (fin de période, %)               | 4,00 | 3,00 | 2,25 | 2,50 | 3,00 | 3,50 | 4,00 | 4,00 | 4,00 | 3,75 | 3,50 | 3,00 | 2,50 | 2,25 | 2,25 | 2,25 | 2,25 | 2,25 | 2,25 | 2,50 |
| Taux des fonds Réserve fédérale (fin de période, %) | 5,50 | 4,50 | 4,00 | 4,00 | 5,00 | 5,50 | 5,50 | 5,50 | 5,50 | 5,50 | 5,00 | 4,50 | 4,50 | 4,25 | 4,00 | 4,00 | 4,00 | 4,00 | 4,00 | 4,00 |
| Taux de change (moyenne, EUR/USD)                   | 1,08 | 1,08 | 1,10 | 1,11 | 1,07 | 1,09 | 1,09 | 1,08 | 1,09 | 1,08 | 1,10 | 1,07 | 1,11 | 1,08 | 1,10 | 1,12 | 1,12 | 1,11 | 1,10 | 1,10 |
| Brent (moyenne, USD/baril)                          | 82,2 | 79,9 | 71,3 | 69,3 | 82,2 | 77,9 | 85,9 | 83,0 | 81,9 | 85,0 | 78,9 | 74,0 | 75,1 | 73,0 | 70,0 | 67,0 | 65,0 | 70,0 | 70,0 | 72,0 |

Sources : BAE, BCE, Eurostat, FMI, Refinitiv, Réserve fédérale, Crédit Agricole SA / ECO

# LES MÉNAGES

## NOTRE NARRATION DE REPRISE MODÉRÉE EST CONFIRMÉE

La progression de la consommation privée (+0,4% sur le trimestre) a confirmé notre scénario de reprise modérée de la dépense des ménages. Si la consommation a encore augmenté fortement dans la péninsule ibérique (Espagne +1% et Portugal +2,9%), elle a été plus timide mais positive en Allemagne (+0,1%), en Italie (+0,2%) ou en France (0,3%).

Après les différents chocs subis, la consommation des ménages retrouve une composition plus alignée avec sa moyenne historique : la croissance de la consommation de services se normalise et permet à la consommation de biens durables et non durables de, respectivement, accélérer et se reprendre sans toutefois retrouver son niveau d'avant la pandémie. Cette normalisation est guidée par des prix relatifs services-biens qui convergent vers leur tendance historique.

**Notre scénario continue de tabler sur la poursuite de la reprise modérée de la consommation des ménages (+1,2% en 2025 et 2026).** La progression du revenu disponible serait certes freinée par la décélération des salaires (4% sur un an pour le salaire par tête au T4, après 4,5%). Mais ces derniers maintiennent une dynamique supérieure à l'inflation en prévision (+3,4% en 2025 et +2,8% en 2026) ; les ménages bénéficient donc de gains de pouvoir d'achat qui excèdent notre prévision de croissance de la consommation et impliquent un taux d'épargne toujours en hausse modérée. Si les enquêtes (Commission et BCE) concordent sur l'amélioration des anticipations du revenu net et de la situation financière des ménages, elles envoient un signal contrasté sur les anticipations de consommation : la première signale des anticipations d'achats en voie de redressement, la seconde des anticipations de dépenses en baisse. Après s'être améliorée au cours des trois premiers

trimestres de 2024, la confiance des ménages s'est de nouveau dégradée fin 2024 et, en début d'année, demeure bien inférieure à sa moyenne historique.

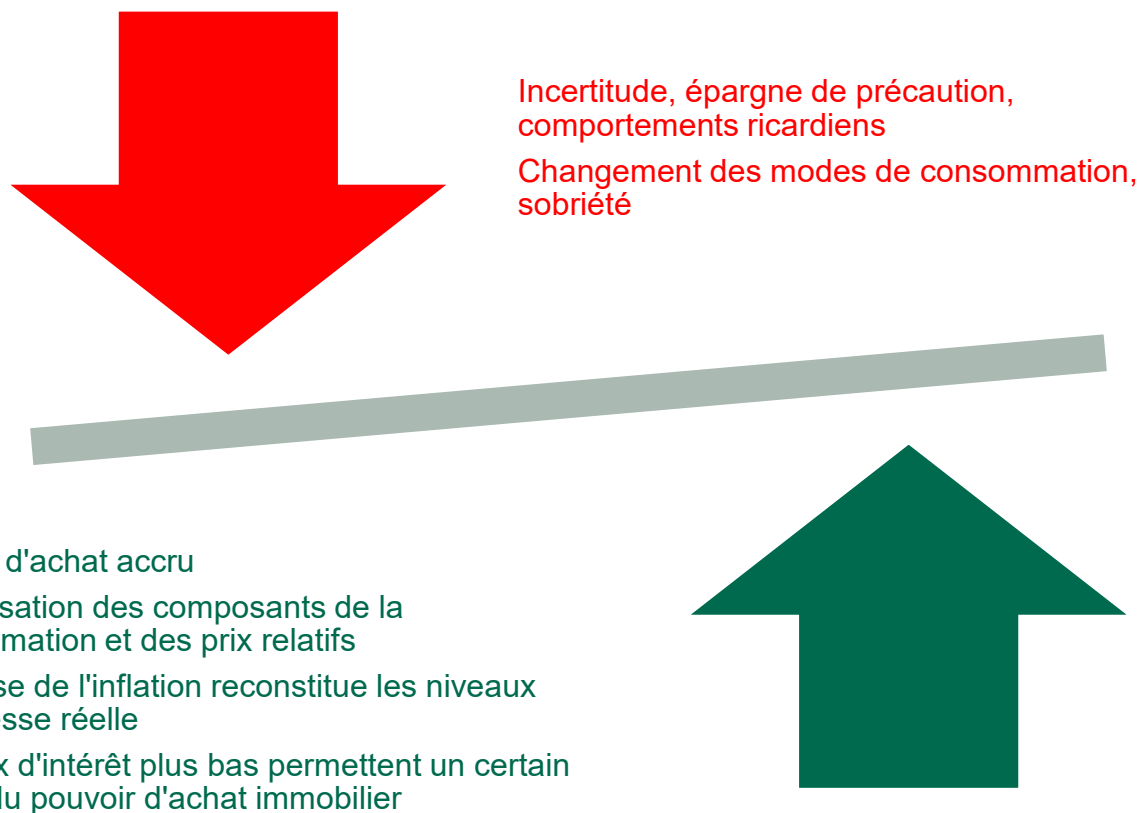
Le facteur-clé, susceptible d'agir sur la volonté et sur la capacité des ménages à consommer davantage, est la poursuite des créations d'emploi. Ces dernières ont perdu en vigueur (0,7% sur un an au quatrième trimestre, après 0,9%) mais restent positives malgré la pause que marque le taux d'emploi après sa hausse continue au cours des dernières années. Le taux de postes vacants (2,5% au T4) s'est stabilisé après un déclin plus marqué au cours de l'année 2024. Malgré ce ralentissement de l'emploi, la baisse du nombre de chômeurs a accéléré et dépassé celle de la population active facilitant le repli du taux de chômage (6,1% en février). Selon les enquêtes, les consommateurs continuent d'anticiper une hausse du chômage et une baisse de la probabilité de trouver un emploi, mais la probabilité de perdre son emploi est aussi perçue en baisse. Les enquêtes signalent encore la volonté des entreprises de retenir les salariés dans l'emploi même si leurs anticipations d'emploi se sont dégradées depuis l'automne. **Nous prévoyons une légère remontée du taux de chômage en 2025 et une modeste baisse en 2026, à peine visibles sur la moyenne annuelle (6,4% en 2025 et 6,3% en 2026).**

Notre scénario de stabilisation de l'investissement logement a aussi été confirmé au quatrième trimestre 2024 (-0,3%) et il est prolongé dans notre prévision. La baisse des prix des logements compense la décélération du revenu disponible et maintient l'achat accessible. Les charges d'intérêts baissent avec la poursuite du repli des taux sur les nouveaux prêts (3,3% en janvier).

# CONSOMMATION DES MÉNAGES

## LE CHOC DE L'INFLATION PRESQUE ABSORBÉ, CELUI DE LA HAUSSE DES TAUX S'ESTOMPE

### Soutiens et freins aux dépenses des ménages

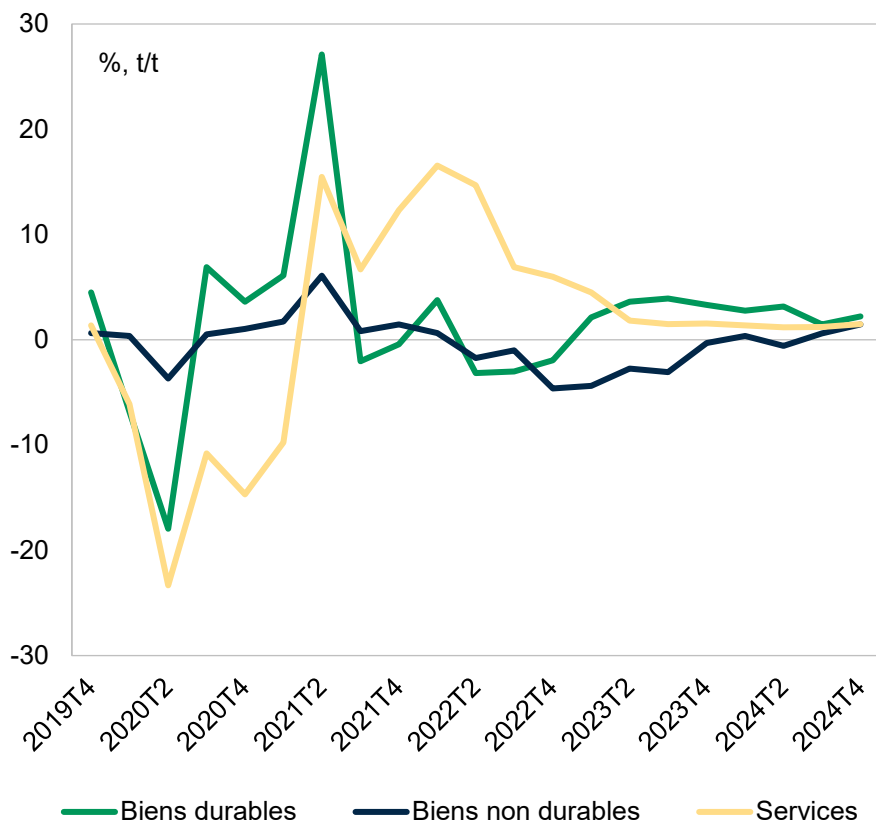




# CONSOMMATION DES MÉNAGES

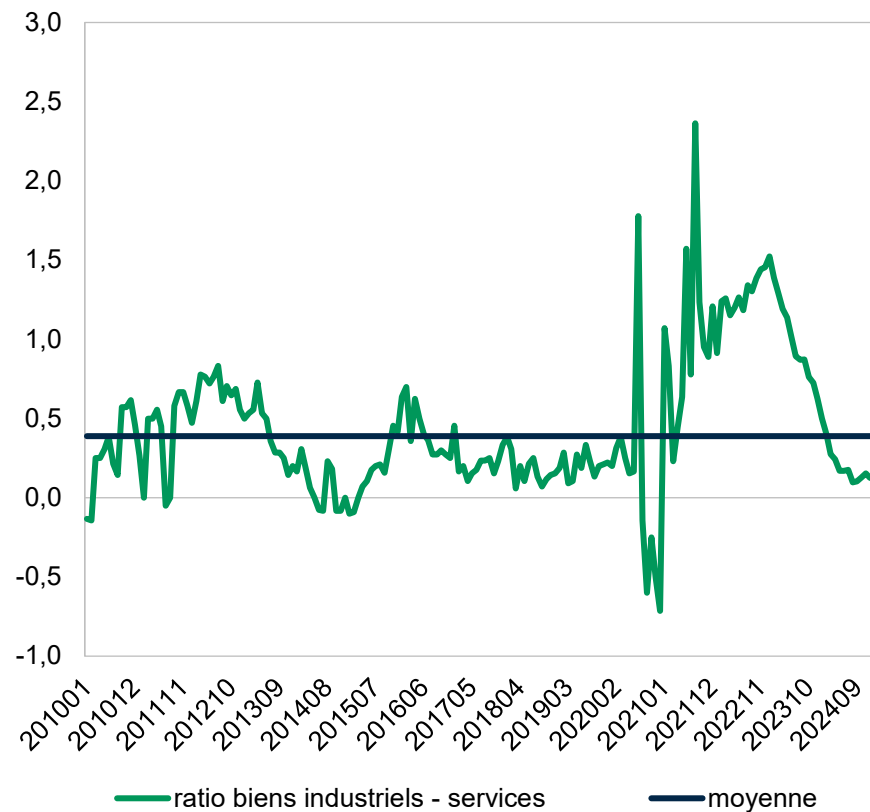
## BAISSE DE L'INFLATION ET DES TAUX ET RÉDUCTION DES VULNÉRABILITÉS

### Normalisation de la consommation entre les différentes composantes



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

### La normalisation des composantes de l'inflation



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

# L'INVESTISSEMENT

## LA FAIBLE DYNAMIQUE SOUS-JACENTE DE L'ACCUMULATION PRIVÉE STIMULÉE PAR L'INVESTISSEMENT PUBLIC

**Les fondamentaux de l'investissement productif ne se sont pas radicalement améliorés.** L'investissement en machines et équipements s'est encore inscrit en repli (-1,5% sur le trimestre) en fin d'année ; les nouveaux prêts aux sociétés non financières progressent, mais à un rythme historiquement faible. Si les enquêtes auprès des entreprises signalent une faiblesse persistante de la demande de prêts, elles indiquent aussi une détérioration de la disponibilité de crédit, associée à des conditions de financement que les entreprises anticipent plus restrictives. Nous prévoyons un redressement modeste de la productivité et des marges, mais une incertitude sur l'évolution des politiques commerciales continuant de freiner les décisions d'investissement.

**Si ces facteurs négatifs demeurent, ils méritent néanmoins d'être pondérés par les ambitions européennes et les décisions allemandes.** Cet ensemble soutient le profil de l'investissement et justifie une révision à la hausse de notre prévision d'investissement dans le BTP, les machines et équipements, les biens de transport. Les nouvelles mesures de dépense de l'Allemagne en infrastructures et en défense, ainsi que la hausse généralisée des dépenses de défense des pays européens, vont profiter particulièrement à la production des trois grandes économies de la zone. **La croissance de l'investissement passe ainsi de 1,5% à 1,8% en 2025 et de 2% à 3,2% en 2026.**

### **Le tournant budgétaire allemand**

Le tournant budgétaire allemand déclenché par le *leader* de la nouvelle coalition allemande et déjà voté par les deux chambres est le principal facteur de révision à la hausse de nos prévisions de croissance. Ces mesures consistent en un nouveau fonds d'investissement en infrastructure de 500 milliards d'euros à dépenser sur douze ans (2025-2037), que complète une réforme du frein à l'endettement permettant d'exclure du calcul du déficit les dépenses de défense supérieures à 1% du PIB et autorisant les *Länder* à

afficher un déficit structurel de 0,35% du PIB. En raison des contraintes d'offre et des délais administratifs, nous anticipons une hausse progressive de la dépense allemande, notamment dans le volet infrastructures. La dépense additionnelle (courante et d'investissement) serait de 0,5% du PIB en 2025, de 1% en 2026, puis atteindrait un pic à 1,6% en 2028 et 2029. **La croissance allemande gagnerait ainsi +0,4 pp en 2025, puis +1,2 pp en 2026** avec un multiplicateur de 0,8 pour l'investissement et de 0,2 pour la dépense courante (d'autant plus élevé que l'écart de production est négatif en début de la période de prévision). **La contagion à l'ensemble de la zone euro est positive mais limitée : avec des effets d'entraînement moyens de 0,2, l'ensemble de la zone euro profiterait d'une croissance additionnelle de 0,3 pp en 2026.**

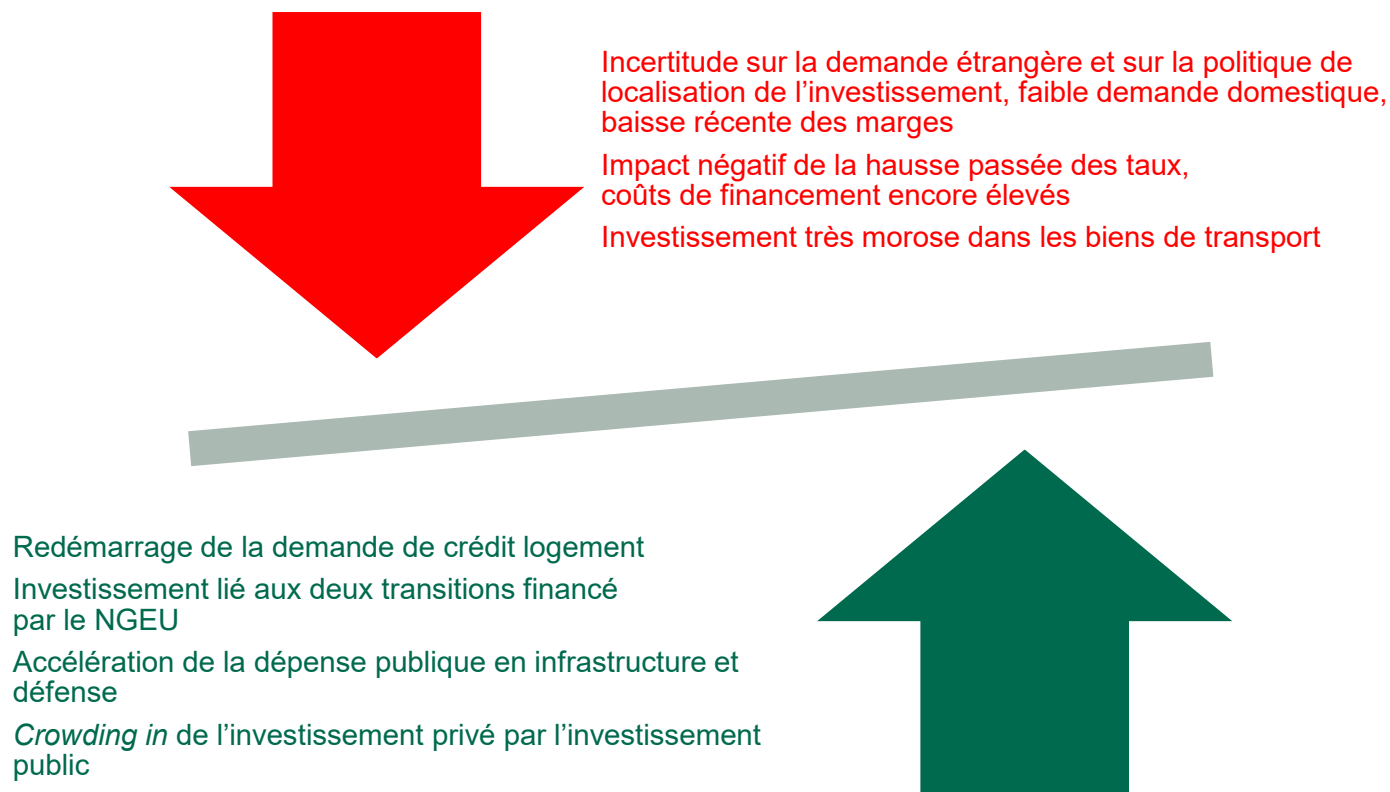
### **ReArm Europe : nos hypothèses**

Les efforts de réarmement anticipés par le plan ReArm EU de la Commission européenne auront un impact limité à l'horizon de notre scénario. Conjugués à l'effort allemand de dépenses, ils contribuent néanmoins à la révision à la hausse de notre scénario sur l'investissement. Nous anticipons que seuls les pays faiblement endettés profiteront des marges budgétaires supplémentaires permises par l'activation de la clause de sauvegarde du Pacte de stabilité, qui exclut les dépenses de défense du calcul du déficit aux fins de la supervision budgétaire. Des dépenses additionnelles à hauteur de 1,5% du PIB à l'horizon de quatre ans (soit 0,4% supplémentaire par an) en moyenne dans l'Union européenne correspondent au chiffrage de 650 milliards d'euros avancé par la Commission. D'autre part, les 150 milliards d'euros supplémentaires disponibles auprès du fonds SAFE ne profiteraient qu'aux pays se finançant à des conditions moins favorables que l'UE. Ces pays étant aussi les plus endettés, nous anticipons un tirage limité de ces prêts qui contribuent à augmenter le stock de dette.

# INVESTISSEMENT

## L'IMPACT DE LA TRANSMISSION DE LA RÉDUCTION DES TAUX D'INTÉRÊT SUR L'INVESTISSEMENT PRODUCTIF DIFFÉRÉ À 2026, FORT SOUTIEN DE L'INVESTISSEMENT PUBLIC

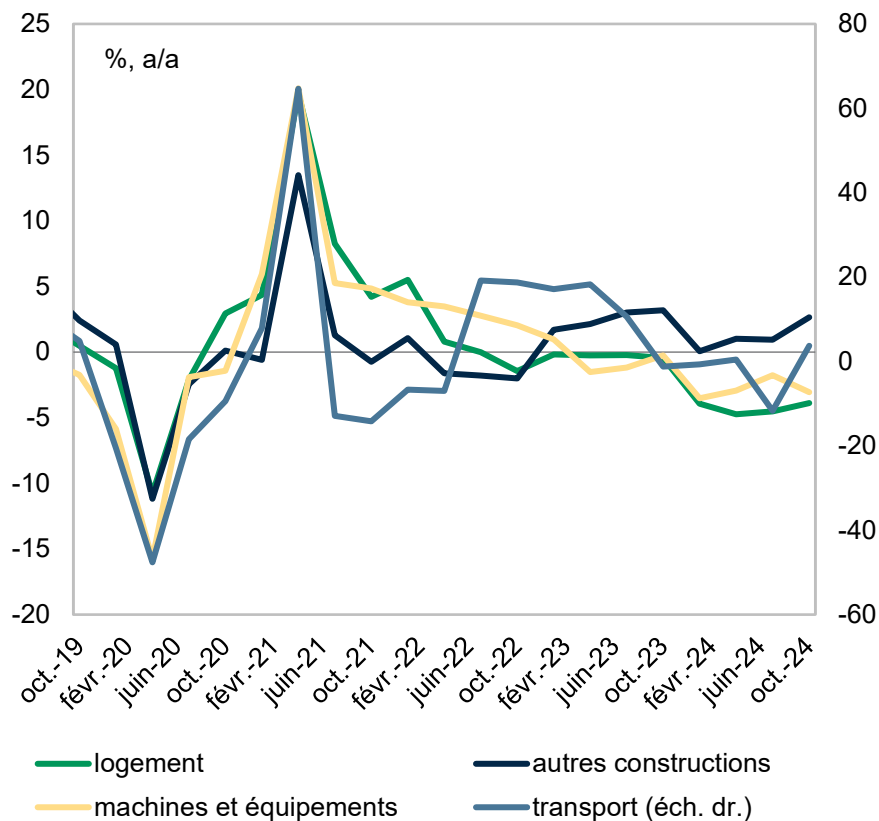
### Soutiens et freins à l'investissement



# INVESTISSEMENT

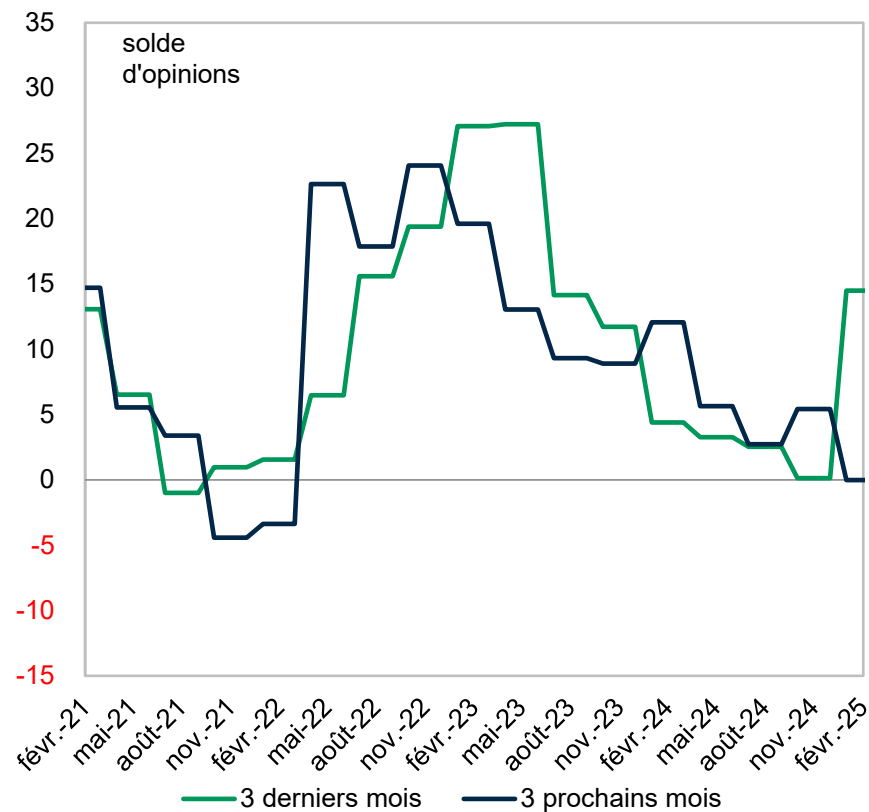
## LA COMPOSANTE PRODUCTIVE CONTINUE DE SE DÉGRADER

### Investissement par composantes



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

### Conditions de crédit aux entreprises : plus restrictives



Sources : BCE, Crédit Agricole S.A./ECO

# BAZOOKA ALLEMAND : IMPACT SUR LE SCÉNARIO PLUS D'INVESTISSEMENT ET DE DÉPENSES PUBLIQUES

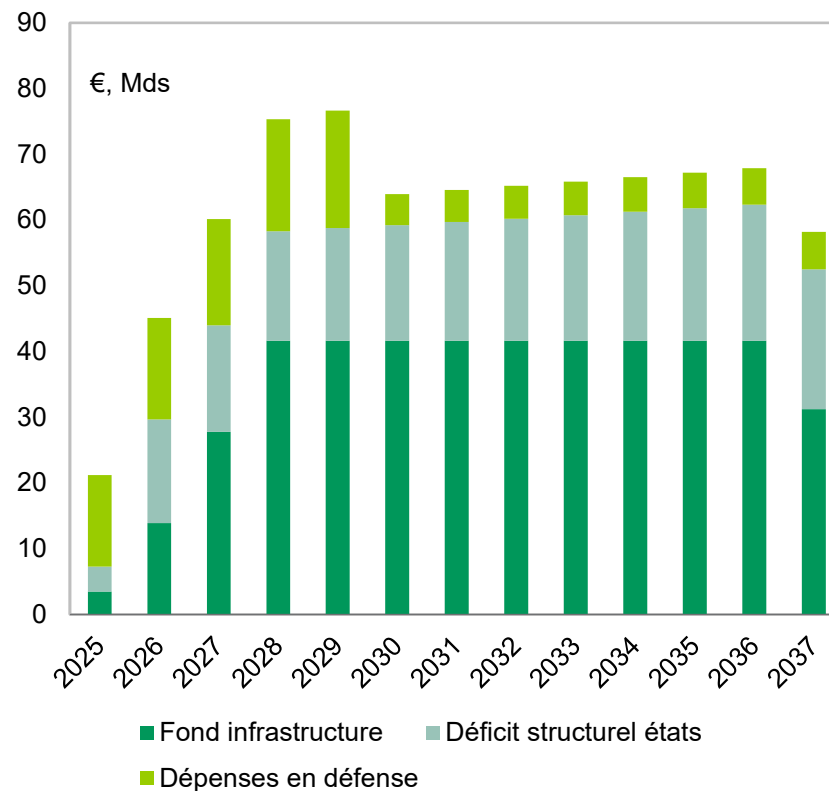
## Quelles mesures ont été adoptées ?

Fonds d'investissement de 500 milliards d'euros sur douze ans (2025-2037).

### Réforme du frein à l'endettement :

- les *Länder* pourront enregistrer un déficit structurel de 0,35 % du PIB ;
- les dépenses de défense supérieures à 1 % du PIB seront exemptées du calcul du déficit.

## Dépenses additionnelles

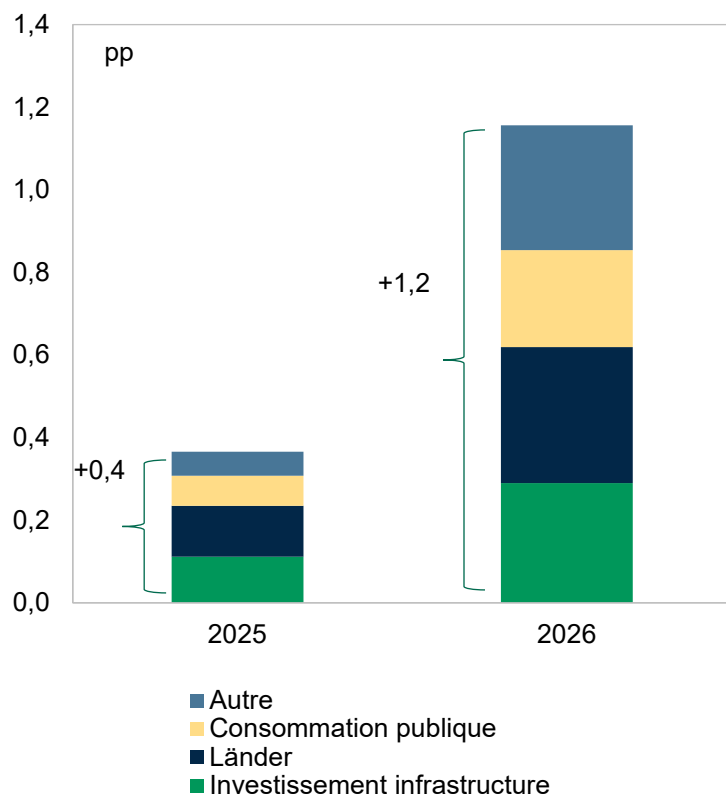


Sources : Crédit Agricole S.A.

# BAZOOKA ALLEMAND : IMPACT SUR LE SCÉNARIO

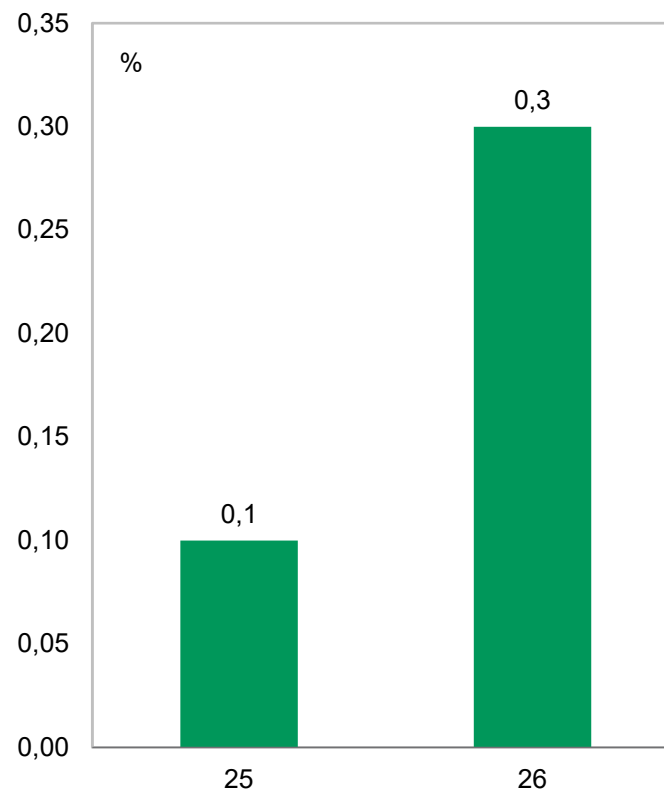
## UNE HAUSSE PERMANENTE DE LA CROISSANCE

### Impact sur la croissance du PIB allemand



Sources : Crédit Agricole S.A.

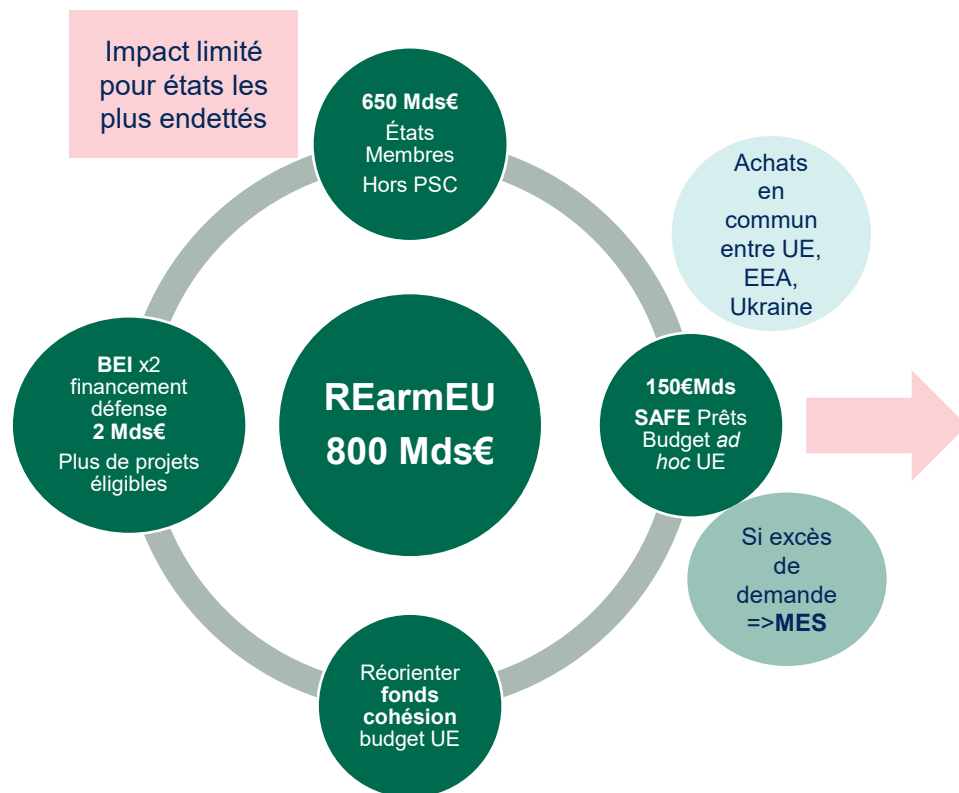
### Impact sur la croissance du PIB zone euro



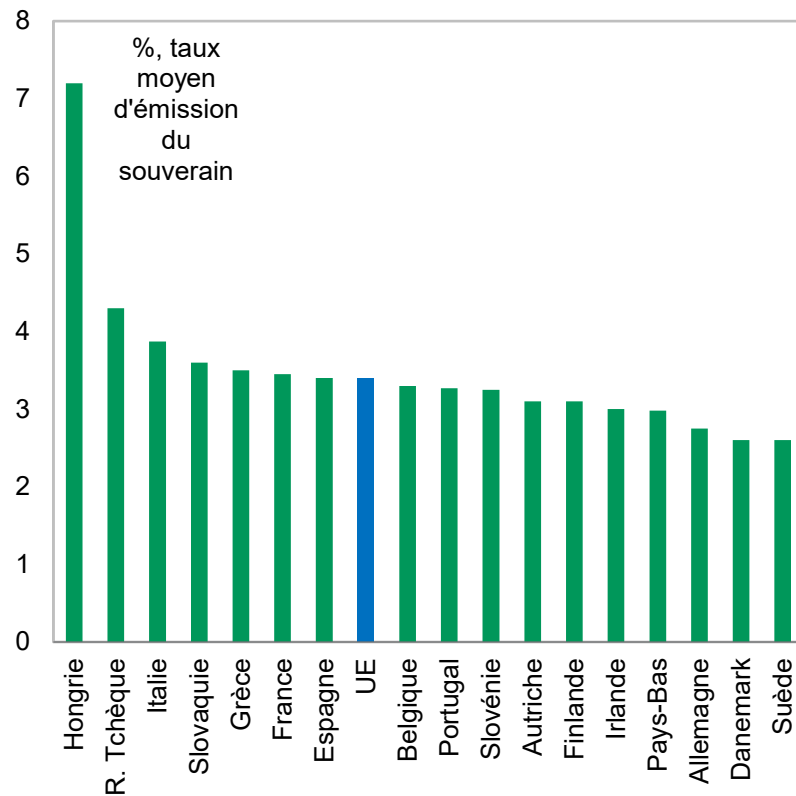
Sources : Crédit Agricole S.A.

# DÉFENSE EUROPÉENNE : RÉARMER L'UNION

## UN COUP DE POUCE SUPPLÉMENTAIRE À L'INVESTISSEMENT



Seuls les États se finançant à un taux plus élevé que l'UE ont intérêt à recourir aux prêts



Sources : Refinitif, Commission européenne, Crédit Agricole S.A.

# HAUSSE DES DROITS DE DOUANE : NOTRE SCÉNARIO CENTRAL

## À L'ORIGINE DE LA CONFRONTATION, UN COMMERCE DÉSÉQUILIBRÉ

Les États-Unis sont, de loin, le premier partenaire économique de l'UE. L'UE importe davantage de biens de la Chine, mais pas de services. L'UE a une relation beaucoup plus équilibrée avec les États-Unis dans le commerce des services.

**L'UE exporte évidemment davantage de biens vers les États-Unis qu'elle n'en importe et, en 2024, une nouvelle hausse de l'excédent du Vieux Continent sur son partenaire américain a été enregistré.**

Les exportations de l'UE vers les États-Unis ont augmenté de 5,5% en 2024 (531,6 milliards d'euros) tandis que les importations ont chuté de 4% (333,4 Mds €). L'excédent commercial européen sur les États-Unis s'établit donc à 198,2 Mds € en 2024, en hausse de 21,2%. On peut aussi observer que les exportations européennes vers les États-Unis sont en hausse depuis 2023, alors que les importations déclinent depuis la période *post*-Covid, ce qui participe fortement à l'accroissement de cet excédent commercial.

Les deux zones demeurent d'importants partenaires commerciaux en termes de marchandises échangées. En témoigne le fait que les États-Unis font office de première destination pour les exportations de biens européens (hors UE), 20,6% des biens y étant exportés en 2024. Ensuite, on trouve le Royaume-Uni (13,2% des exportations) et la Chine (8,3%). Au sein de la zone euro, l'exposition des exportateurs au marché américain est supérieure à la moyenne pour l'Allemagne (4,2% du PIB) et l'Italie (3,6%), et inférieure à la moyenne pour la France (1,7%) et l'Espagne (1,5%).

Pour les États-Unis, les exportations de biens vers l'UE représentaient en 2023 1,2% du PIB et les importations depuis l'UE 1,9% du PIB. En effet, 13,7% des importations du Vieux Continent proviennent des États-Unis, ce qui en fait la deuxième source d'importations de biens de l'UE en 2024 derrière la Chine (21,3%). Plus précisément, ce sont l'Allemagne, les Pays-Bas (68 Mds €) et

la France (44 Mds €) qui importent le plus depuis les États-Unis (environ 15% de leurs importations totales).

**20 pays sur 27 dégagent un surplus de leurs échanges en biens avec les États-Unis en 2024. L'Allemagne est en tête (92 milliards d'euros d'excédent) avec l'Italie (38 Mds). La France, quant à elle, s'en sort avec un léger surplus de 2 milliards d'euros.** À l'inverse, parmi les sept pays ayant un déficit, celui des Pays-Bas est le plus prononcé (24 Mds €), suivi par l'Espagne (6 Mds €).

**Sur le plan sectoriel, l'exposition de la zone euro est concentrée sur les véhicules, les machines, l'aéronautique, la pharmacie, la chimie ou encore les produits alimentaires.**

Concernant la nature des marchandises échangées, ce sont les biens manufacturés (chimie, machines & automobiles et autres biens manufacturés) qui dominent les échanges. En effet, en 2024, ils représentaient 91% des exportations européennes sur le sol américain, contre 8% pour les biens primaires (alimentation, matières premières et énergie). En détail, les machines & véhicules (102 Mds €) et la chimie (92 Mds €) dégagent de solides excédents. En termes d'importations, le débat est plus équilibré. Les produits manufacturés ne représentent plus que 69%, tandis que les produits primaires pèsent 29%, notamment à cause de l'importation conséquente d'énergie américaine qui fait suite à la décision de se détourner du gaz russe (déficit européen de 65 Mds € sur l'énergie).

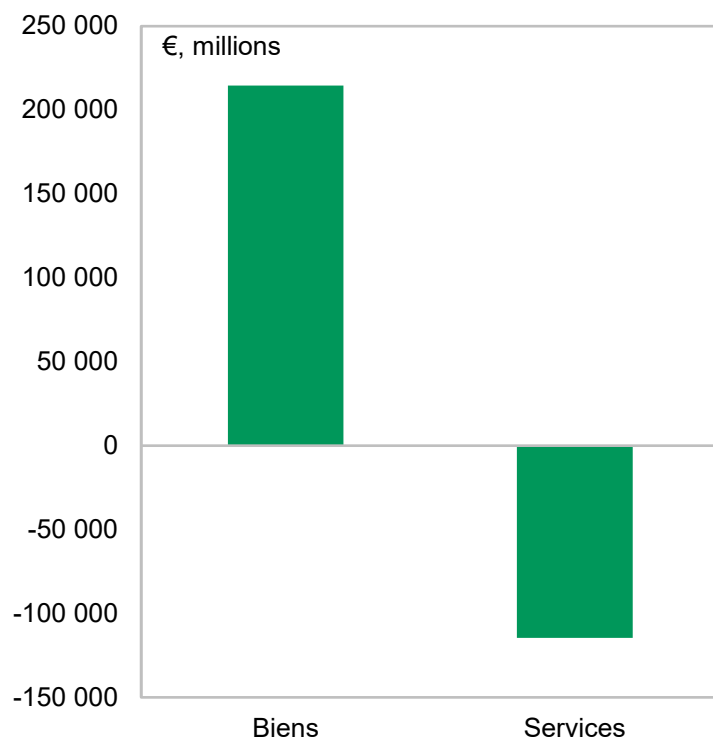
**Le déséquilibre de la relation en faveur de l'UE en termes d'échanges de biens est atténué par les échanges de services, puisque le solde de l'UE est déficitaire dans les échanges de services** (-114 milliards d'euros). La composition sectorielle de leurs exportations, orientée vers les services, les produits intellectuels et l'énergie, rend les États-Unis moins exposés aux conséquences de tensions commerciales ciblées sur les biens manufacturés



# HAUSSE DES DROITS DE DOUANE : NOTRE SCÉNARIO CENTRAL

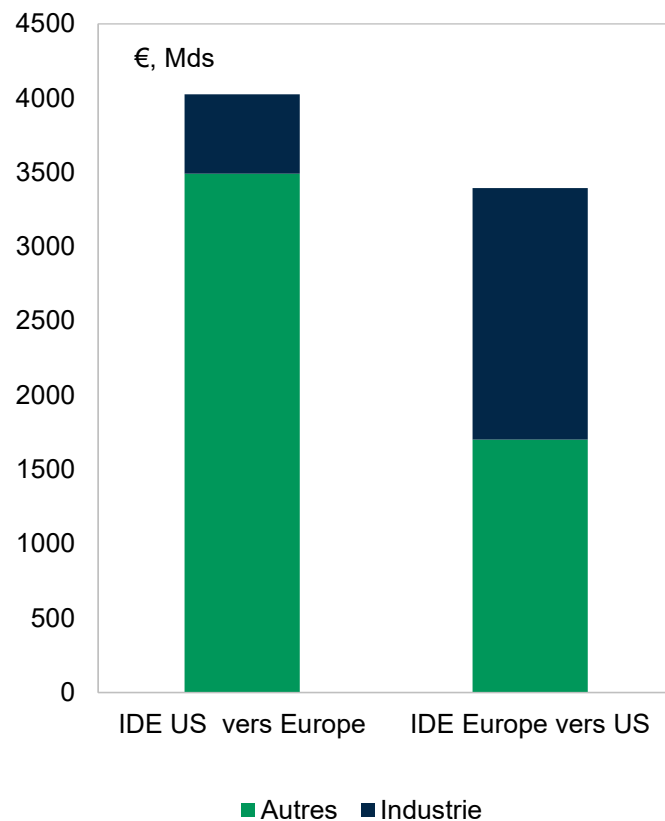
DÉSÉQUILIBRE SUR LES BIENS À LA FAVEUR DE L'UE, SUR LES SERVICES À LA FAVEUR DES US

## UE : solde vis-à-vis des US



Sources: Eurostat, Crédit Agricole S.A.

## IDE : UE principal investisseur dans les US contribuant à 3,5 millions d'emplois

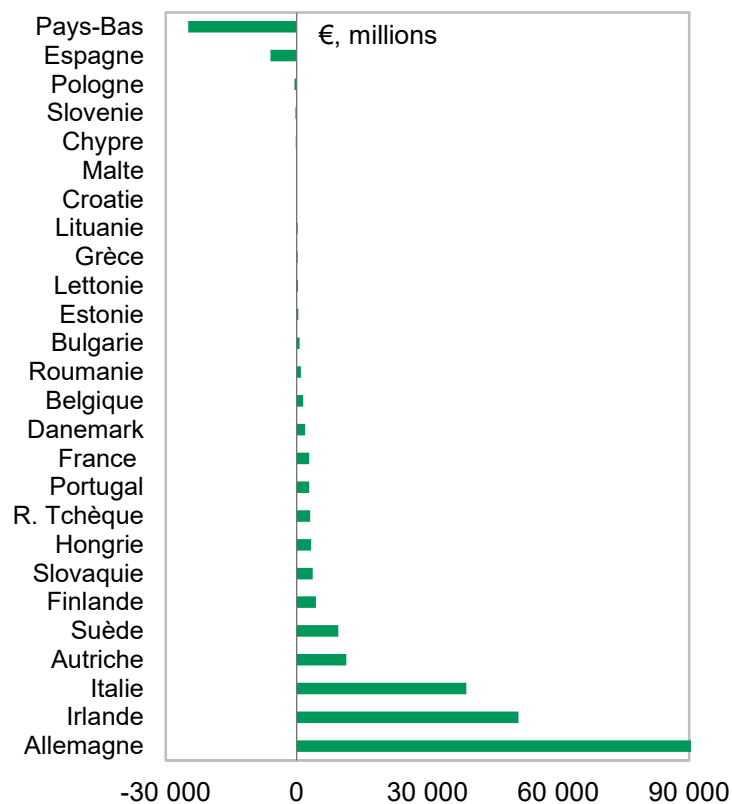


Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A

# HAUSSE DES DROITS DE DOUANE : NOTRE SCÉNARIO CENTRAL

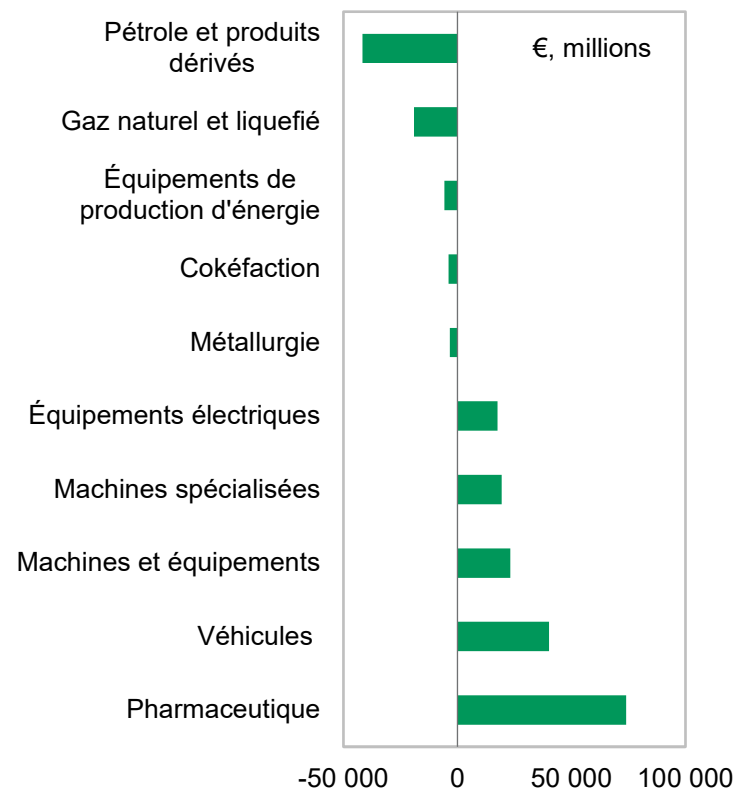
## DES DÉFICITS CONCENTRÉS SUR QUELQUES PAYS ET SECTEURS

### Pays de l'UE : solde des échanges de biens avec les US



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

### UE : Secteurs avec les plus gros excédents et déficits vis-à-vis des US

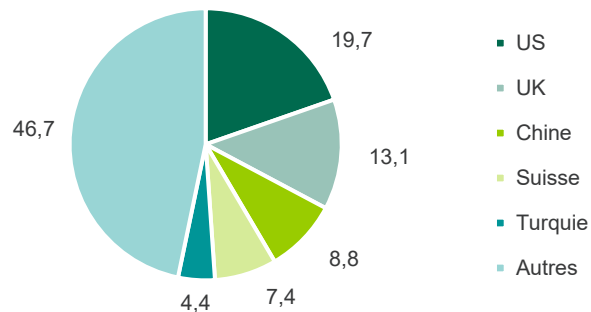


Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

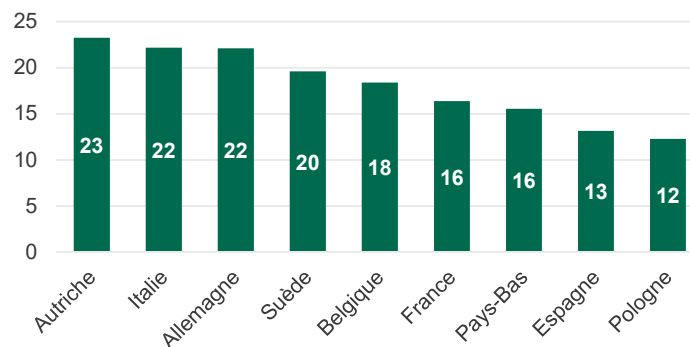
# HAUSSE DES DROITS DE DOUANE : NOTRE SCÉNARIO CENTRAL

## ÉTATS-UNIS : AU SEIN DU COMMERCE EUROPÉEN

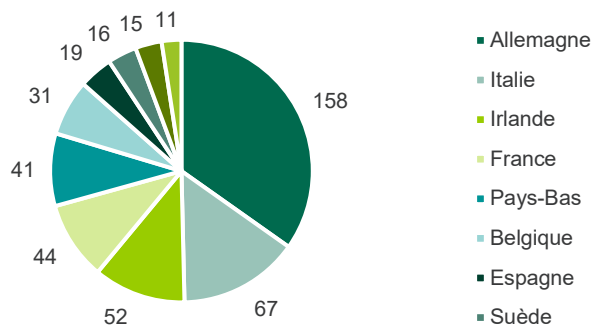
**Destinations des exportations européennes**  
(hors UE, %)



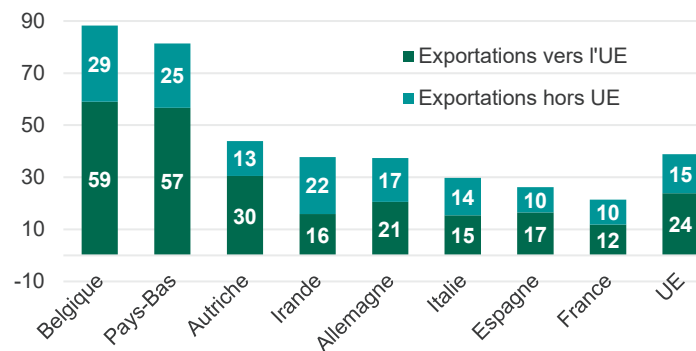
**Part des US dans les exportations**  
(hors UE, % ; hors Irlande 46%)



**Principaux exportateurs vers les US**  
(si > 10 Mds€ ; total 502 Mds€)



**Part des exportations dans le PIB (%)**



Sources : Eurostat, données 2023, Crédit Agricole S.A./ECO

# HAUSSE DES DROITS DE DOUANE : NOTRE SCÉNARIO CENTRAL

## UN CHOC NÉGATIF SUR LA CROISSANCE ET L'INFLATION

Notre scénario de décembre dernier avait déjà intégré l'impact négatif de la hausse à 25% des droits de douane sur l'acier et l'aluminium, ainsi qu'un alignement du droit de douane moyen des États-Unis sur celui de l'UE. Cela se traduisait par une révision à la baisse de la croissance de 0,2 point de pourcentage (pp) par l'effet direct de la baisse des exportations et de 0,1 pp supplémentaire du fait de l'incertitude croissante pesant sur les décisions d'investissement.

Les dernières annonces de hausse des droits de douane sur les véhicules à 25% se traduiraient par une baisse de 8% de la production automobile en Europe occidentale, avec un impact différencié sur les grandes économies de la zone en fonction de la part de cette production dans l'activité totale. En Allemagne, dans l'œil du cyclone, l'impact sur la croissance serait de -0,2 pp en 2025 et 2026. **La ponction sur la croissance de la zone euro serait de -0,1 pp en 2025.**

Cette baisse serait le résultat d'un repli des importations américaines de véhicules européens, le consommateur américain ne pouvant plus absorber une telle hausse de prix et les producteurs européens ne pouvant plus rogner leurs marges. Elle résulterait également d'une relocalisation rapide de la production dans les usines des producteurs européens sur le territoire américain, qui tournent actuellement avec de faibles taux d'utilisation des capacités. Cependant, les constructeurs automobiles, ne pouvant pas créer *ex-nihilo* une *supply chain* automobile locale en moins de deux-trois ans, devront continuer d'importer des composants en grande quantité.

### ***Un déséquilibre dans les échanges, mais pas dans les barrières tarifaires***

Le taux moyen de droits de douane pondéré par la valeur de chaque bien importé sur les importations réciproques n'est pas, au départ, très différent entre l'UE et les États-Unis (2% et 1,7%). Plus de trois quarts de la valeur des exportations américaines dans l'UE sont exemptés de tarifs, contre seulement les deux tiers des exportations européennes sur le marché américain. Parmi les produits soumis aux droits de douane, pour la moitié d'entre eux, le tarif imposé par l'UE est supérieur à celui imposé par les États-Unis et, dans 25% des cas, les tarifs sont équivalents. Dans seulement un quart des cas, les droits américains sont supérieurs à ceux de l'UE.

**Un alignement des droits américains sur les droits européens correspondrait à une hausse de seulement 0,3 point du taux moyen pondéré. C'est ce que nous avons intégré dans notre scénario central. À cette hausse se rajoute une augmentation de 0,8 point liée à la hausse à 25% des droits sur l'acier et l'aluminium et de 2, 8 points liée à la hausse à 25% des droits sur les véhicules. Cela porterait le taux moyen pondéré des États-Unis sur les importations en provenance de l'UE à 5,6%.**

# HAUSSE DES DROITS DE DOUANE : NOTRE SCÉNARIO CENTRAL

## L'UE IMPOSE, AU DÉPART, DES DROITS UN PEU PLUS ÉLEVÉS

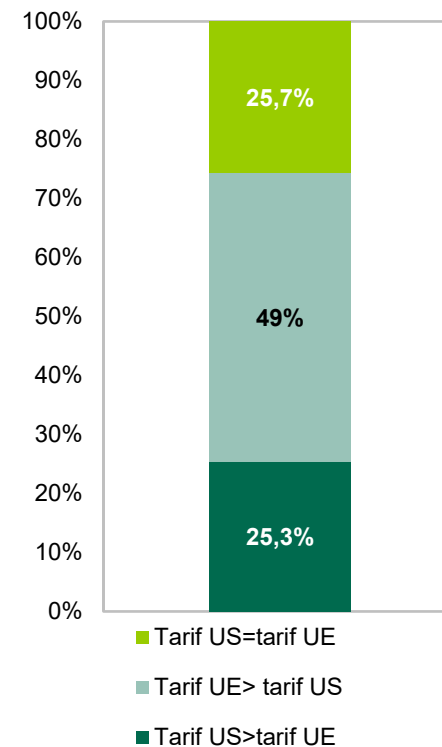
### Droits de douane appliqués aux biens en provenance de l'UE aux États-Unis

| Importations US<br>(valeur \$,Mds) | Moyenne MFN |                  | Duty free              |                |
|------------------------------------|-------------|------------------|------------------------|----------------|
|                                    | Simple      | Moyenne pondérée | % des droits           | % de la valeur |
|                                    |             |                  | Total produits         |                |
| 532                                | 3,9         | 1,7              |                        |                |
|                                    |             |                  | Produits agricoles     |                |
| 34,8                               | 6           | 4,7              | 22,8                   | 37             |
|                                    |             |                  | Produits non agricoles |                |
| 497,2                              | 3,1         | 1,2              | 41,9                   | 65,6           |

### Droits de douane appliqués aux biens en provenance des États-Unis dans l'UE

| Importations UE<br>(valeur \$,Mds) | Moyenne MFN |                  | Duty free              |                |
|------------------------------------|-------------|------------------|------------------------|----------------|
|                                    | Simple      | Moyenne pondérée | % des droits           | % de la valeur |
|                                    |             |                  | Total produits         |                |
| 334                                | 4           | 2                |                        |                |
|                                    |             |                  | Produits agricoles     |                |
| 12,6                               | 10,8        | 4,6              | 13,8                   | 48,7           |
|                                    |             |                  | Produits non agricoles |                |
| 321,4                              | 3,9         | 1,6              | 23,4                   | 78,4           |

% des produits soumis au tarif



# HAUSSE DES DROITS DE DOUANE : NOTRE SCÉNARIO CENTRAL

## 25% SUR L'ACIER, L'ALUMINIUM ET LES VOITURES ET ALIGNEMENT SUR LES DROITS DE L'UE

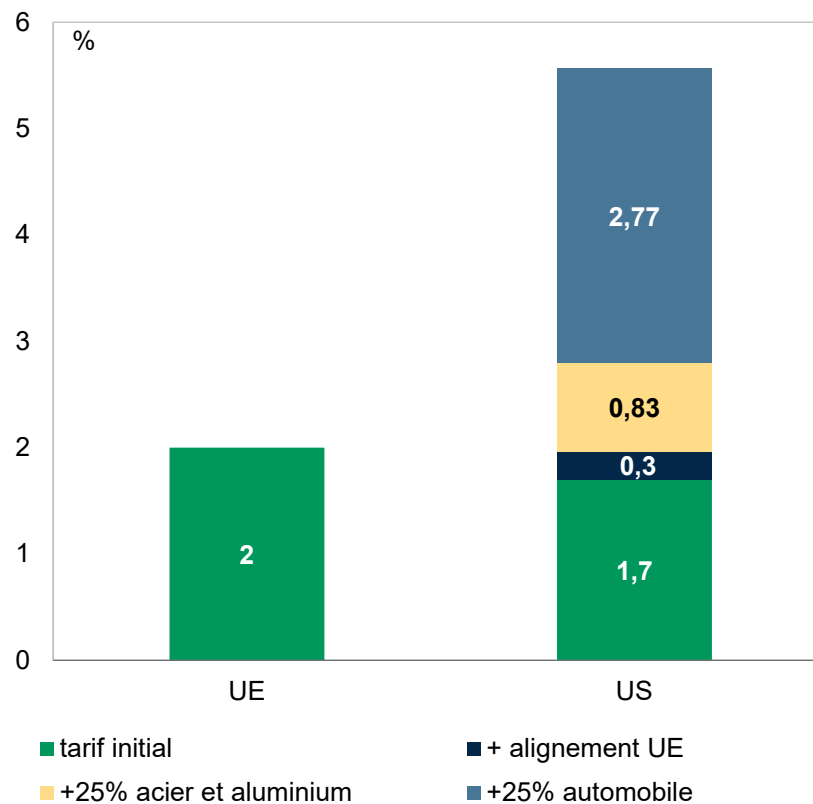
Hausse du taux moyen effectif  
des droits de douanes américains  
sur nos exportations :

+0,8% (acier et aluminium à 25%)

+2,8% (voitures à 25%)

+0,3% alignement sur taux UE

### Hausse du taux moyen effectif des droits américains



Sources: OMC, Crédit Agricole S.A.

# HAUSSE DES DROITS DE DOUANE : NOTRE SCÉNARIO CENTRAL

## UN CHOC NÉGATIF SUR LA CROISSANCE ET L'INFLATION

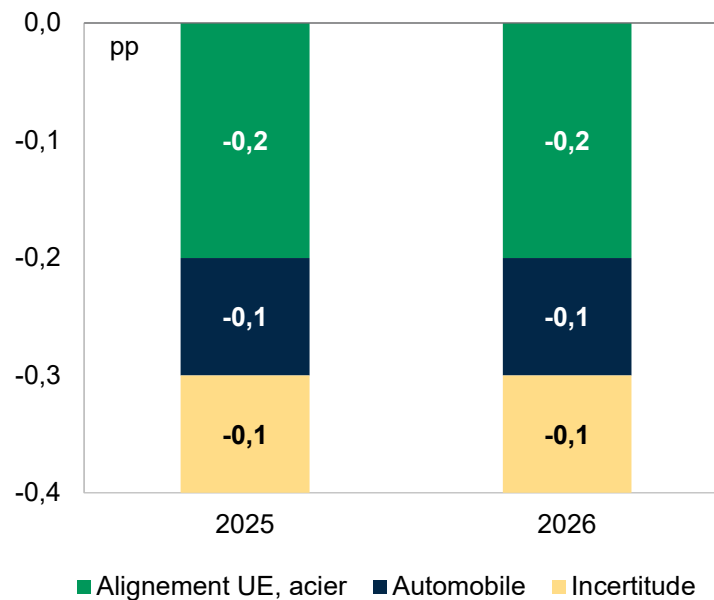
### Scénario central : un impact négatif mais limité sur la croissance du PIB

#### Croissance du PIB :

- 0,2 pp (acier, aluminium, alignement UE)

- 0,1pp incertitude

- 0,1 pp supplémentaire (voitures)



Sources : Oxford Economics, FMI WEO, Crédit Agricole S.A./ECO

# HAUSSE DES DROITS DE DOUANE : NOTRE SCÉNARIO CENTRAL

## LES CANAUX DE TRANSMISSION À LA ZONE EURO

L'augmentation des **droits de douane américains sur les importations en provenance de la zone euro réduirait directement la demande pour les producteurs européens**. La précédente expérience de 2017-2019 entre États-Unis et Chine a dévoilé une **élasticité unitaire** avec une augmentation des droits de douane réduisant le montant des importations américaines d'un pourcentage équivalent. Ainsi, l'ampleur de ce mécanisme et son impact sur les entreprises dépendent de la part du marché américain dans les exportations européennes.













**Une hausse des droits de douane sur la Chine plus importante que sur l'Europe, atténue l'effet négatif sur l'activité des producteurs européens** par la perte de compétitivité des produits chinois sur le marché américain. L'atténuation serait d'autant plus importante si la Chine prenait des mesures de rétorsion à l'encontre des États-Unis.

Cependant, le **risque d'une réorientation des exportations chinoises** vers le marché de la zone euro, en concurrence avec les producteurs européens, est important ; ce qui pèserait sur l'activité (et l'inflation) dans la zone euro.

**Une dépréciation de l'euro par rapport au dollar serait logiquement attendue comme résultat des trajectoires divergentes d'inflation. Ce n'est pas ce qui est observé pour l'instant. Elle renforcerait la compétitivité-prix des exportateurs européens** et l'activité dans la zone euro, mais augmenterait le prix des importations (niveau élevé de facturation des importations en dollars).

Une **augmentation de l'incertitude** autour de ces différentes mesures tarifaires (ciblage, ampleur, calendrier de mise en œuvre, rétorsions) aurait un **impact négatif sur l'activité dans la zone euro, notamment sur l'investissement** du fait du plus grand attentisme de la part des exportateurs européens.

### Les canaux de transmission

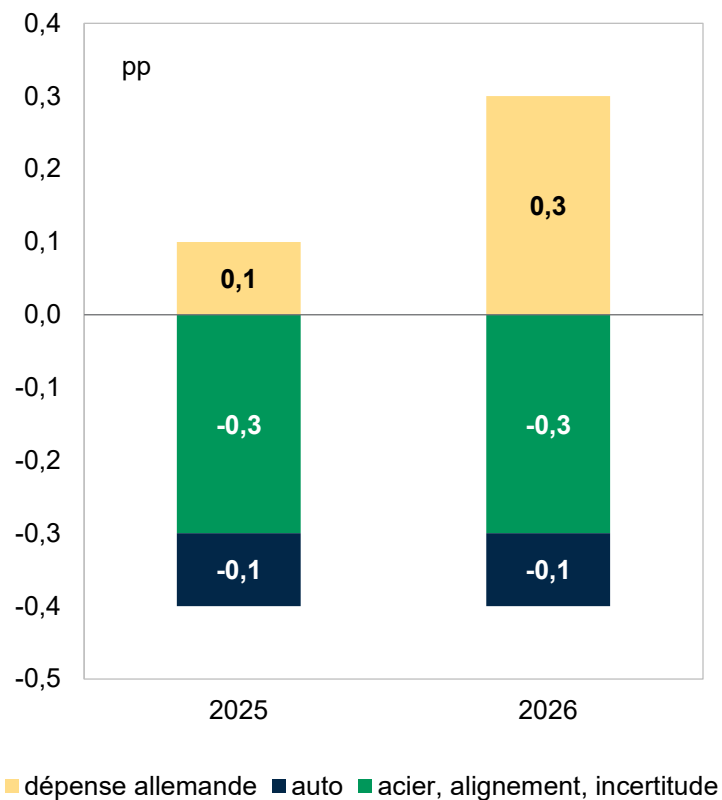
| Choc                                | PIB   | Inflation   | Canal   |
|-------------------------------------|---|---|---|
| Droits US sur export ZE             |    |    | Compétitivité européenne sur les marchés étrangers      |
| Pertes de compétitivité US et Chine |    |    | Compétitivité européenne sur les marchés étrangers      |
| Droits UE sur export US             |    |    | Impact des droits de douane européens sur les prix      |
| Export chinois dérivé vers ZE       |    |    | Compétitivité européenne sur marché unique              |
| Dépréciation €                      |  |  | Canal du taux de change, politique Fed plus restrictive |
| Incertain                           |  |  | Investissement, prime de risque                         |



# HAUSSE DES DROITS DE DOUANE : NOTRE SCÉNARIO CENTRAL

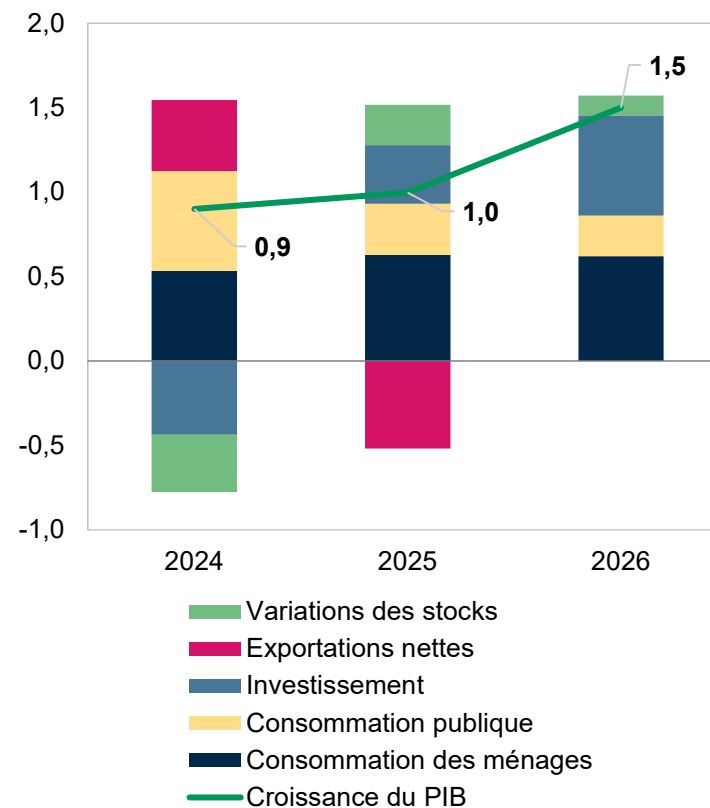
## UNE CROISSANCE (HORS LIBÉRATION DAY) RÉVISÉE À LA HAUSSE AVEC UN RISQUE BAISSIER

### Impact final sur notre scénario



Sources : Crédit Agricole S.A.

### Notre scénario



Sources : Crédit Agricole S.A.

# FOCUS : LIBÉRATION DAY, LE SCÉNARIO RISQUÉ

## UNE RELATION PAS SI DÉSÉQUILIBRÉE, DES DROITS DE DOUANE PAS SI DIFFÉRENTS

**Le nouveau durcissement de la confrontation commerciale avec les États-Unis, annoncé lors du *Libération Day*, qui n'est pas encore inclus dans notre scénario central, fait peser un nouveau risque baissier sur nos prévisions.**

Avec cette nouvelle salve de hausses des droits de douane, l'administration Trump remonte les aiguilles de la montre d'un siècle. Le taux moyen pondéré passe de 1,7% à 20,7% si l'on tient compte de l'ensemble des hausses mises en œuvre depuis le début de son deuxième mandat.

L'administration américaine justifie la remontée des droits de douane imposés à l'UE à 20% par la volonté de les aligner sur les droits fixés par l'UE à son encontre, mais aussi d'infliger des mesures compensatoires sur les pays imposant des taxes et autres mesures jugées discriminatoires, à l'instar des réglementations européennes (notamment celles du numérique, DMA et DSA). La notion de réciprocité évoquée par l'administration américaine est fallacieuse, puisque le taux moyen de droits de douane pondéré par la valeur de chaque bien importé n'est pas, au départ, très différent entre l'UE et les États-Unis (2% et 1,7%). La partie additionnelle prendrait en compte la réciprocité sur des barrières non tarifaires. Le calcul de ce volet compensatoire n'a pas été explicité et paraît à ce jour totalement arbitraire.

Les droits de douane introduits le 2 avril ne figurent donc pas dans notre scénario central, mais leur impact a été chiffré dans un scénario de risque (aujourd'hui avéré).

**Dans l'hypothèse d'absence de mesures de rétorsion de la part de l'UE, ce scénario introduit une baisse supplémentaire de 0,1 pp de la croissance du PIB en 2025, de 0,3 pp en 2026 et de 0,2 pp en 2027 pour la zone euro.**

**Cette baisse serait plus importante pour l'Allemagne et l'Italie (-0,4 pp en 2026) et moindre pour la France (-0,2 pp en 2026).**

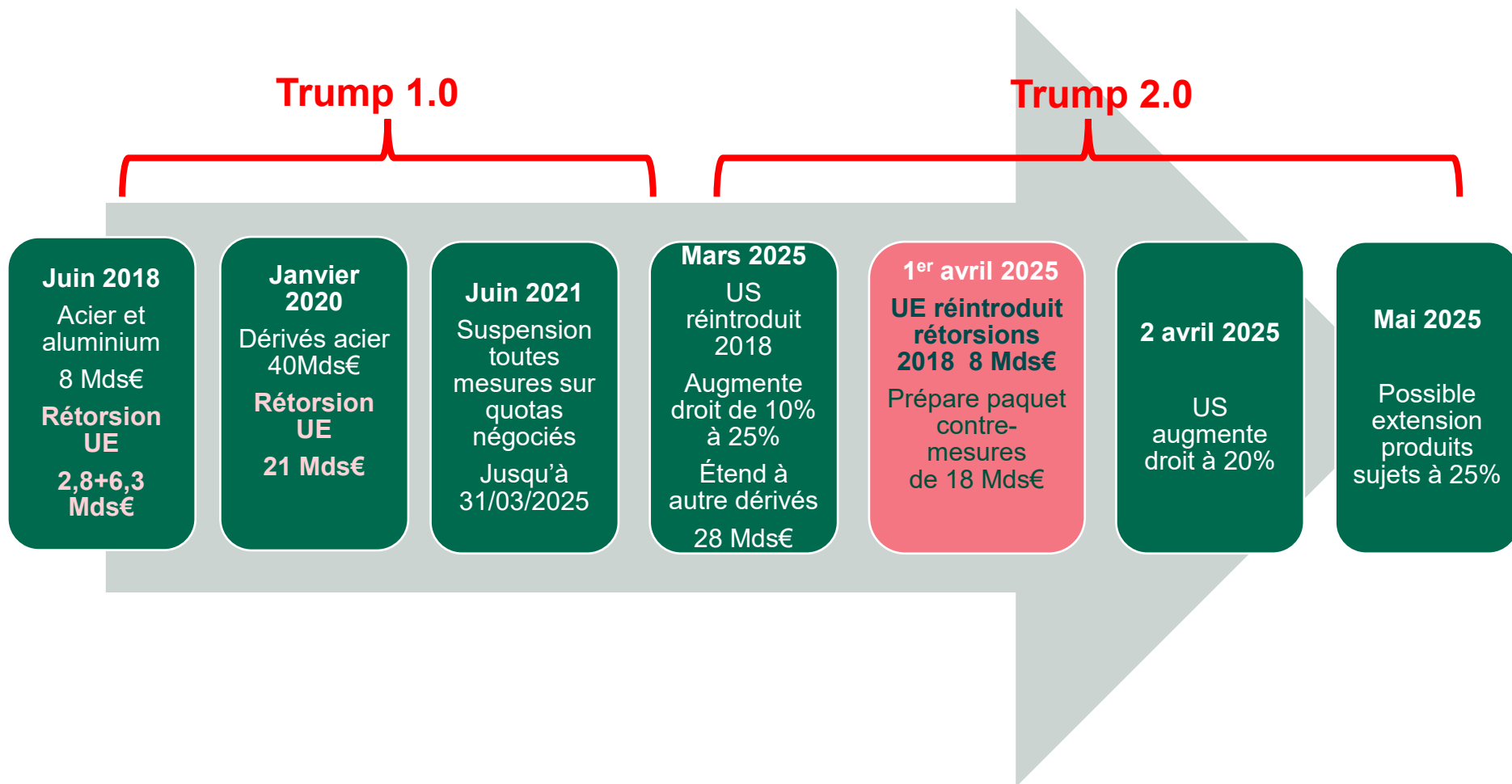
**Une réplique de la part de l'UE de même ampleur que celle qui lui est infligée par les États-Unis sur les biens impliquerait une perte de croissance supplémentaire pour l'UE de 0,2 pp.** Des représailles symétriques paraissent compliquées, car si les règles de l'OMC et de la NPF doivent être respectées, les nouveaux droits doivent s'appliquer à tous les autres pays avec lesquels il n'existe pas de traité de libre-échange. Il est possible que les partenaires commerciaux des États-Unis fassent preuve de plus de retenue que ces derniers dans l'application des droits de douane, en limitant les représailles ou en accordant des concessions sans contrepartie.

La forte exposition européenne au marché américain montre le dilemme auquel seront confrontées les chancelleries européennes lorsqu'il s'agira de choisir comment répondre aux tarifs douaniers américains. La première réaction européenne aux menaces de Trump a été conciliante. U. von der Leyen a proposé d'augmenter les achats de gaz naturel liquéfié (GNL) aux États-Unis, qui ont déjà triplé pendant les trois années de guerre russo-ukrainienne ; elle a également prolongé la suspension des mesures de rétorsion sur les produits américains jusqu'au 14 avril, dans l'espoir de désamorcer l'escalade. Après tout, au cours du premier mandat de Trump, l'Union avait apaisé les hostilités commerciales en promettant d'acheter davantage de soja et de GNL.

Ces propositions semblent ne pas avoir rencontré un grand intérêt. Jusqu'à présent, Bruxelles a joué le scénario classique de la guerre commerciale, en se préparant à répondre sur les produits emblématiques fabriqués aux États-Unis comme les jeans, le bourbon et Harley-Davidson. Mais la Commission pourrait décider de faire monter les enchères en ripostant sur le secteur des services.

# FOCUS – LIBÉRATION DAY, LE SCÉNARIO RISQUÉ

## LE BRAS DE FER A DÉMARRÉ

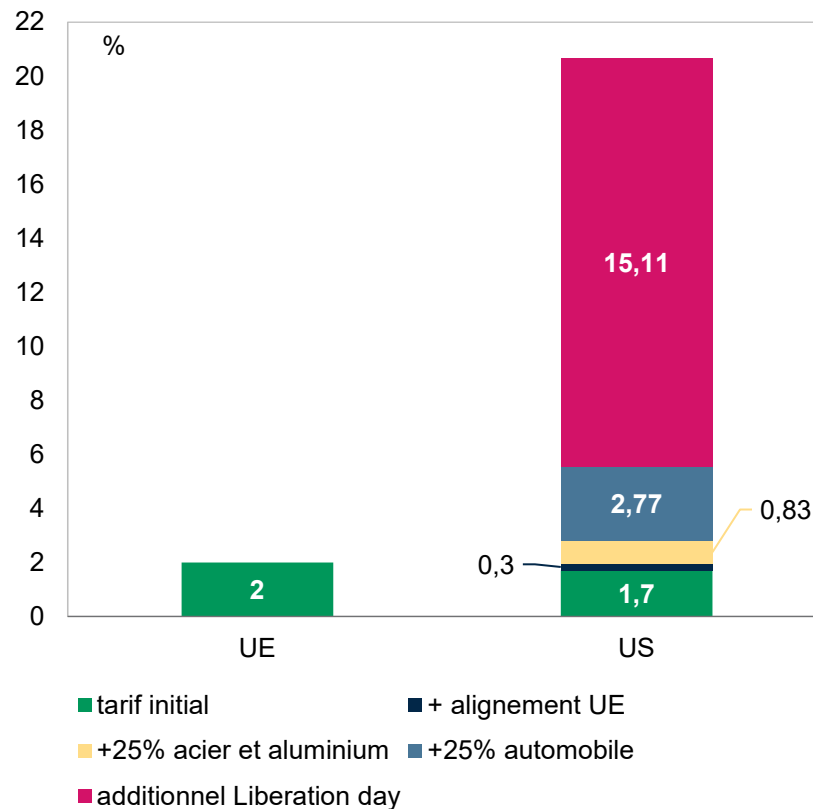


# FOCUS – LIBÉRATION DAY, LE SCÉNARIO RISQUÉ

## DROITS DE DOUANE À 20% SUR TOUS LES BIENS

| UE: Taux effectifs avant Trump 2.0  |                           |
|-------------------------------------|---------------------------|
| Tarif effectif moyen UE             | tarif effectif pondéré UE |
| 4,0                                 | 2,0                       |
| US : Taux effectifs avant Trump 2.0 |                           |
| Tarif effectif moyen US             | tarif effectif pondéré US |
| 3,9                                 | 1,7                       |
| US : Taux effectifs au 2 avril      |                           |
| 20,3                                | 20,7                      |

### Tarif à 20% : compenser des barrières non tarifaires

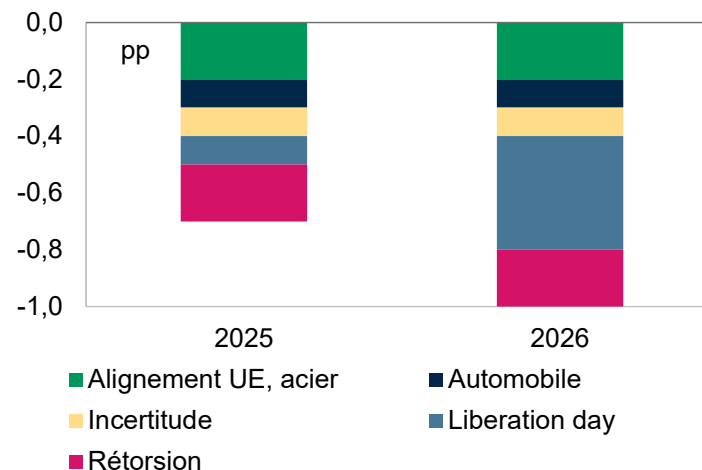
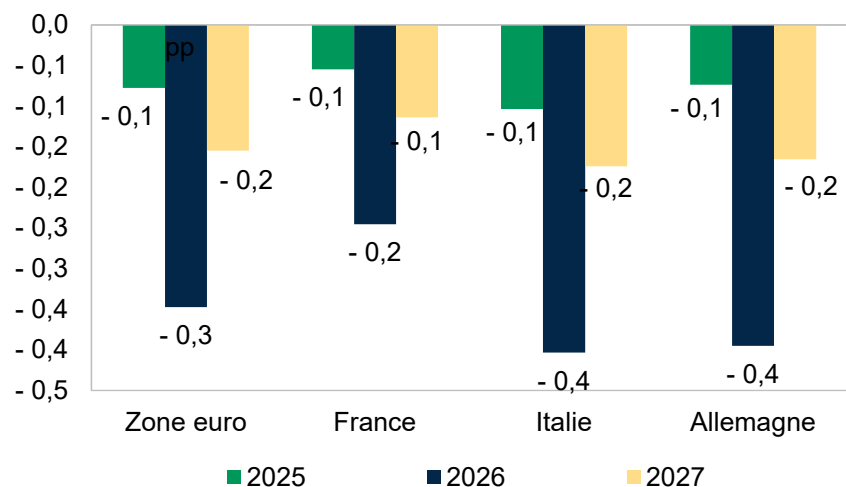


Sources : Crédit Agricole S.A.

# FOCUS – LIBÉRATION DAY, LE SCÉNARIO RISQUÉ

## DROITS DE DOUANE À 20% SUR TOUS LES BIENS

### Scénario à 20% : impact additionnel sur la croissance du PIB



Sources : Crédit Agricole S.A.

#### Croissance du PIB

- baisse supplémentaire cumulée du PIB de 0,6pp à l'horizon 2027
- Si on ajoute une rétorsion symétrique de l'UE : -0,2 pp

# FOCUS – LIBÉRATION DAY, LE SCÉNARIO RISQUÉ

## STRATÉGIE DE NÉGOCIATION

### Concessions possibles

Achats de GNL (60% de l'export US)  
Achats d'armement  
Abaisser les droits de douane sur les véhicules => problème OMC ou Chine  
Efforts de simplification CSRD et CSDD

### Non négociable

Baisse TVA : 15 Mds recettes et ressource propre du budget de l'UE  
*Digital Market Act*  
*Digital Services Act*  
GDPR = protection consommateur

### Rétorsions (produits des États conservateurs)

Jus d'orange  
Textile et chaussures  
Motos  
Restreindre critères environnementaux des biens

### Instrument anti-coercition (IAC)

#### Applicable si coercition (TVA, réglementation du digital)

- Restrictions des importations et exportations
- Marchés publics UE
- Limites aux IDE
- Droits de propriété intellectuelle
- Limites ventes crédits ETS

## FOCUS – LIBÉRATION DAY, LE SCÉNARIO RISQUÉ

EXPORTATIONS AMÉRICAINES DE SERVICES NUMÉRIQUES VERS L'UE : 307 MDS \$

### Serrer la vis aux plateformes US

- Restreindre accès ou révoquer licences
- Interdictions permanentes
- Taxation des contenus
- Extension des taxes des services digitaux
- Faciliter mesures structurelles (démantèlement monopoles)

### Limiter l'accès aux infrastructures critiques

- Désigner secteurs critiques avec propriété majoritaire européenne
- Exiger stockage des données critiques dans data centers européens
- Révoquer des licences pour raisons de sécurité nationale
- Augmenter contrôles sur IDE dans IP critiques européens

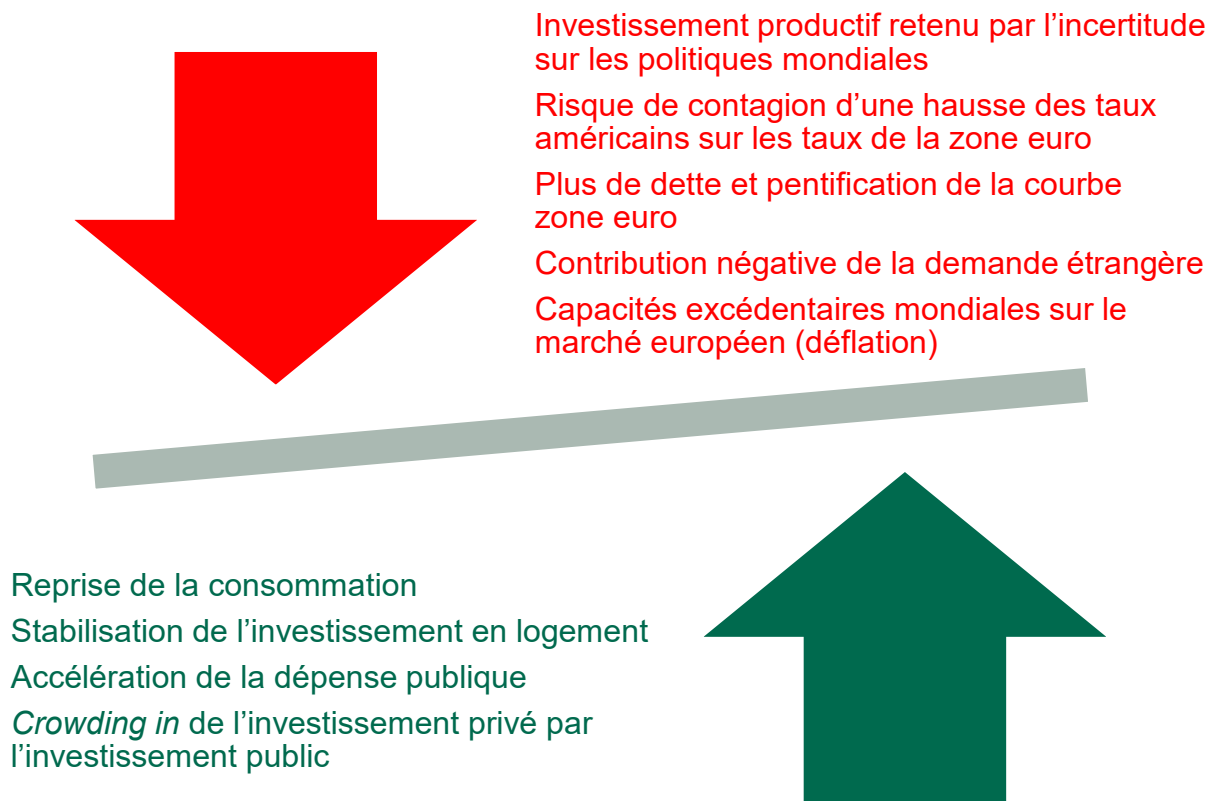
### Restreindre le transfert de la data

- Suspendre ou refuser des nouveaux cadres de type Privacy Shield
- Incorporer ou étendre des clauses de localisation de la data
- Interdire au secteur public l'utilisation de services qui stockent la data en dehors de l'UE

# RISQUES : RECALIBRAGE DE L'ÉQUILIBRE

## UN RISQUE BAISSIER SUR LA CROISSANCE ET SUR L'INFLATION

### Un recalibrage des risques à la baisse





# LE SCÉNARIO EN CHIFFRES

## NOTRE PRÉVISION EN DÉTAIL

### Scénario Zone euro – Mars 2025 entre nouvelles fractures et nouvelles convergences

|  | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2023 |      |      |      | 2024 |      |      |      | 2025 |      |     |      | 2026 |     |     |     |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|------|------|-----|-----|-----|
|  |      |      |      |      | T1   | T2   | T3   | T4   | T1   | T2   | T3   | T4   | T1   | T2   | T3  | T4   | T1   | T2  | T3  | T4  |
| PIB (a/a, t/t, %)                              | 0,5  | 0,8  | 1,0  | 1,5  | 0,0  | 0,1  | 0,0  | 0,1  | 0,3  | 0,2  | 0,4  | 0,2  | 0,2  | 0,1  | 0,3 | 0,6  | 0,3  | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Demande intérieure (contribution au PIB, pp)   | 1,0  | 0,7  | 1,3  | 1,5  | 0,5  | 0,2  | 0,2  | 0,4  | -0,1 | -0,3 | 0,9  | 0,4  | 0,1  | 0,2  | 0,3 | 0,6  | 0,4  | 0,4 | 0,3 | 0,3 |
| Consommation des ménages (a/a, t/t, %)         | 0,6  | 1,0  | 1,2  | 1,2  | 0,3  | 0,4  | 0,0  | 0,0  | 0,5  | 0,0  | 0,6  | 0,4  | 0,2  | 0,2  | 0,3 | 0,3  | 0,3  | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Consommation publique (a/a, t/t, %)            | 1,4  | 2,8  | 1,4  | 1,1  | 0,3  | 0,3  | 0,8  | 0,7  | 0,3  | 1,1  | 0,9  | 0,4  | 0,0  | 0,1  | 0,2 | 0,5  | 0,3  | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Investissement (a/a, t/t, %)                   | 1,9  | -2,1 | 1,8  | 3,2  | 1,3  | -0,3 | 0,1  | 1,2  | -2,0 | -2,5 | 1,8  | 0,6  | 0,1  | 0,4  | 0,5 | 1,7  | 0,6  | 0,7 | 0,7 | 0,7 |
| Variation des stocks (contribution au PIB, pp) | -0,8 | -0,3 | 0,2  | 0,1  | -0,8 | 0,3  | -0,4 | -0,4 | -0,2 | 0,2  | 0,5  | -0,2 | 0,0  | 0,0  | 0,0 | 0,0  | 0,0  | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Exportations nettes (contribution au PIB, pp)  | 0,3  | 0,4  | -0,5 | -0,2 | 0,4  | -0,5 | 0,2  | 0,0  | 0,7  | 0,3  | -0,9 | 0,0  | 0,0  | -0,1 | 0,0 | -0,1 | 0,0  | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Exportations (a/a, t/t, %)                     | -0,6 | 1,0  | 0,8  | 2,5  | -0,8 | -0,9 | -1,0 | 0,3  | 1,1  | 1,5  | -1,4 | -0,1 | 0,5  | 0,3  | 0,5 | 0,7  | 0,7  | 0,7 | 0,7 | 0,7 |
| Importations (a/a, t/t, %)                     | -1,3 | 0,1  | 2,0  | 3,2  | -1,7 | -0,1 | -1,6 | 0,3  | -0,2 | 1,0  | 0,5  | -0,1 | 0,6  | 0,6  | 0,7 | 0,8  | 0,8  | 0,8 | 0,8 | 0,8 |
| Inflation (a/a, %)                             | 5,4  | 2,4  | 2,0  | 1,8  | 8,0  | 6,2  | 5,0  | 2,7  | 2,6  | 2,5  | 2,2  | 2,2  | 2,3  | 2,0  | 1,9 | 1,9  | 1,6  | 1,8 | 1,8 | 1,9 |
| Inflation sous-jacente (a/a, %)                | 4,9  | 2,8  | 2,4  | 2,0  | 5,5  | 5,5  | 5,1  | 3,7  | 3,1  | 2,8  | 2,8  | 2,7  | 2,6  | 2,4  | 2,3 | 2,2  | 2,1  | 2,0 | 2,0 | 2,0 |
| Taux de chômage (%)                            | 6,6  | 6,4  | 6,4  | 6,3  | 6,6  | 6,5  | 6,6  | 6,5  | 6,5  | 6,4  | 6,3  | 6,2  | 6,4  | 6,4  | 6,4 | 6,3  | 6,3  | 6,3 | 6,3 | 6,2 |
| Solde courant (% du PIB)                       | 1,7  | 2,8  | 2,4  | 2,3  | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -   | -    | -    | -   | -   | -   |
| Solde budgétaire (% du PIB)                    | -3,6 | -2,9 | -2,6 | -2,7 | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -   | -    | -    | -   | -   | -   |
| Dettes publiques (% du PIB)                    | 87,5 | 88,2 | 88,9 | 89,5 | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -   | -    | -    | -   | -   | -   |

# LE SCÉNARIO EN CHIFFRES

## NOTRE PRÉVISION PAR PAYS

|            | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 |      |      |      | 2025 |      |     |     | 2026 |     |     |     |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|-----|------|-----|-----|-----|
|            |      |      |      |      | T1   | T2   | T3   | T4   | T1   | T2   | T3  | T4  | T1   | T2  | T3  | T4  |
| Zone euro  | 0,5  | 0,8  | 1,0  | 1,5  | 0,3  | 0,2  | 0,4  | 0,2  | 0,2  | 0,1  | 0,3 | 0,6 | 0,3  | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Allemagne  | -0,1 | -0,2 | 0,1  | 1,5  | 0,2  | -0,3 | 0,1  | -0,2 | 0,1  | -0,2 | 0,1 | 1,2 | 0,3  | 0,2 | 0,3 | 0,3 |
| France     | 1,1  | 1,1  | 0,8  | 1,4  | 0,1  | 0,3  | 0,4  | -0,1 | 0,2  | 0,2  | 0,3 | 0,4 | 0,4  | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Italie     | 0,8  | 0,5  | 0,6  | 1,0  | 0,3  | 0,1  | 0,0  | 0,1  | 0,0  | 0,3  | 0,3 | 0,3 | 0,2  | 0,3 | 0,2 | 0,2 |
| Espagne    | 2,7  | 3,2  | 2,5  | 2,0  | 1,0  | 0,8  | 0,8  | 0,8  | 0,5  | 0,6  | 0,6 | 0,4 | 0,4  | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Pays-Bas   | 0,1  | 1,0  | 1,6  | 1,5  | -0,2 | 1,0  | 0,8  | 0,4  | 0,2  | 0,2  | 0,4 | 0,4 | 0,4  | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Belgique   | 1,3  | 1,0  | 1,1  | 1,5  | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 0,2  | 0,2  | 0,3  | 0,4 | 0,4 | 0,4  | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Irlande    | -5,6 | 1,2  | 5,2  | 1,5  | 1,6  | -0,4 | 4,1  | 3,6  | 0,4  | 0,1  | 0,1 | 0,0 | 0,6  | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Portugal   | 2,6  | 1,9  | 2,4  | 1,9  | 0,6  | 0,4  | 0,2  | 1,5  | 0,4  | 0,3  | 0,5 | 0,6 | 0,5  | 0,5 | 0,3 | 0,4 |
| Grèce      | 2,3  | 2,3  | 2,3  | 2,0  | 0,1  | 1,2  | 0,4  | 0,9  | 0,3  | 0,5  | 0,5 | 0,7 | 0,5  | 0,4 | 0,5 | 0,3 |
| Finlande   | -0,9 | -0,1 | 0,7  | 1,4  | 0,5  | 0,1  | 0,6  | 0,0  | 0,1  | 0,3  | 0,2 | 0,2 | 0,4  | 0,4 | 0,5 | 0,4 |
| Luxembourg | -0,7 | 1,0  | 2,3  | 2,2  | 0,6  | 0,7  | -0,9 | 1,4  | 0,6  | 0,6  | 0,6 | 0,6 | 0,5  | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| Autriche   | -0,9 | -1,3 | 0,5  | 1,1  | 0,0  | -0,4 | -0,2 | -0,4 | 0,5  | 0,3  | 0,4 | 0,4 | 0,2  | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Slovénie   | 2,4  | 1,3  | 1,9  | 2,6  | 0,0  | 0,1  | 0,4  | 0,6  | 0,3  | 0,6  | 0,7 | 0,6 | 0,7  | 0,7 | 0,6 | 0,6 |
| Malte      | 6,8  | 6,0  | 3,0  | 3,1  | 1,3  | 2,8  | -0,6 | -0,7 | 1,5  | 1,4  | 1,0 | 0,7 | 0,7  | 0,7 | 0,7 | 0,7 |

# CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

| Date       | Titre  | Thème             |
|------------|--|-------------------|
| 10/04/2025 | <a href="#">France – Placements : comment les ménages français ont-ils utilisé leur épargne en 2023 et 2024 ?</a>  | France            |
| 08/04/2025 | <a href="#">France – Le nombre d'entreprises économiquement actives bondit de 42% entre 2014 et 2022</a>   | France            |
| 08/04/2025 | <a href="#">Asie – Le tsunami Trump a frappé</a>   | Asie              |
| 07/04/2025 | <a href="#">Liberation day – Premières conclusions</a>   | Monde             |
| 07/04/2025 | <a href="#">Union européenne – Le D-Day d'une réciprocité arbitraire</a>   | Union européenne  |
| 04/04/2025 | <a href="#">Monde – Scénario 2025-2026 : le temps des paris</a>  | Monde             |
| 04/04/2025 | <a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>  | Monde             |
| 03/04/2025 | <a href="#">Indonésie : le décrochage des marchés, signal d'une économie en plein doute</a>  | Asie              |
| 03/04/2025 | <a href="#">Moyen-Orient – Viens à la maison ! La course aux IDE dans le Golfe</a>   | Moyen-Orient      |
| 02/04/2025 | <a href="#">Espagne – Le plan de relance toujours en retard</a>  | Zone euro         |
| 02/04/2025 | <a href="#">Royaume-Uni – Une déclaration du printemps douloureuse pour les souffrants</a>   | Royaume-Uni       |
| 31/03/2025 | <a href="#">France – Un déficit public un peu inférieur à ce qui était prévu en 2024, mais toujours trop élevé</a>   | France            |
| 28/03/2025 | <a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>  | Monde             |
| 27/03/2025 | <a href="#">Chine : le changement de discours des autorités sera-t-il suffisant pour raviver la confiance ?</a>  | Asie              |
| 25/03/2025 | <a href="#">Énergies renouvelables – 2024, une année marquée par le ralentissement de l'éolien terrestre contrairement à l'éolien flottant qui retrouve espoir</a> | France - Énergies |
| 24/03/2025 | <a href="#">Parole de banques centrales – La BOE a gardé ses taux inchangés en mars, face à l'intensification des incertitudes</a>                                 | Royaume-Uni       |
| 21/03/2025 | <a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>  | Monde             |
| 20/03/2025 | <a href="#">France : un peu moins de croissance et d'inflation en 2025 et 2026, selon la Banque de France</a>  | France            |
| 19/03/2025 | <a href="#">Brésil – Inflation en hausse, croissance prête à décélérer</a>   | Amérique latine   |
| 18/03/2025 | <a href="#">Union européenne – L'excédent commercial en biens vis-à-vis des États-Unis s'accroît en 2024</a>   | Union européenne  |
| 14/03/2025 | <a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>  | Monde             |
| 13/03/2025 | <a href="#">Chine – 5%, rien de vraiment surprenant</a>  | Asie              |
| 13/03/2025 | <a href="#">France – L'amélioration des conditions des femmes sur le marché du travail reste incomplète</a>  | France            |
| 13/03/2025 | <a href="#">Mexique : l'économie en péril face aux tensions commerciales avec les États-Unis</a>   | Amérique latine   |
| 12/03/2025 | <a href="#">La BCE et l'objectif du taux de change : de Triffin à Mar-a-lago en passant par les droits de douane</a>   | Zone euro         |
| 11/03/2025 | <a href="#">Europe – Quid de l'autonomie européenne des paiements par carte ?</a>  | Europe            |
| 07/03/2025 | <a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>  | Monde             |
| 06/03/2025 | <a href="#">Chine : DeepSeek, sauveur ou fossoyeur des marchés chinois ?</a>   | Asie              |
| 05/03/2025 | <a href="#">Pays émergents et en développement – Dette : résilience et vulnérabilités</a>  | Monde             |
| 04/03/2025 | <a href="#">France – De nombreux indicateurs sans véritable surprise, l'emploi en prend pour son grade</a>   | France            |
| 04/03/2025 | <a href="#">Allemagne – Changement de chancelier</a>   | Zone euro         |
| 03/03/2025 | <a href="#">Low-code et IA, la révolution du développement logiciel</a>  | Informatique      |

MONPERRUS-VERONI Paola

+33 1 43 23 67 55 

paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr



**MERCI DE VOTRE  
ATTENTION**

POUR CONSULTER OU VOUS ABONNER  
À NOS PUBLICATIONS SUR INTERNET :  
<http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

Nos publications économiques non confidentielles sont également accessibles sur l'application « Études Eco » disponible sur [l'App Store](#) et sur [Google Play](#)

**Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe**  
12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la Publication :** Isabelle Job-Bazille - **Rédacteur en chef :** Armelle Sarda

**Documentation :** Elisabeth Serreau - **Statistiques :** Datalab ECO

**Secrétariat de rédaction :** Fabienne Pesty

Contact: [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.