



EUROPE SCÉNARIO 2025-2026

Trimestriel – Juin 2025

Les économies européennes en phase d'attente et de transition

Le trimestre écoulé n'a fait que renforcer l'incertitude sur les trajectoires de croissance des principales économies faisant face à un choc global de confiance et à une réorganisation des compétitivités relatives. L'exceptionnalisme américain d'une croissance longtemps supérieure au rythme potentiel, y compris sous l'effet d'une politique monétaire restrictive, est remis en question par la nouvelle politique commerciale qui opère comme un choc négatif conduisant à un ralentissement de la croissance. Bien que l'économie européenne en soit négativement affectée, la nature asymétrique du choc, la rend moins vulnérable. Par ailleurs, la volonté d'une plus forte autonomie stratégique des économies européennes prend forme dans des mesures concrètes de dépense accrue en infrastructures et défense, qui, en compensant l'impact négatif du choc commercial, inscrivent la zone euro sur une trajectoire de croissance ascendante, défiant l'inexorabilité d'un déclin de la croissance potentielle. De quoi avancer l'hypothèse d'un exceptionnalisme européen.

Un choc d'offre pour les États-Unis, un choc de demande pour l'Europe

Dans nos scénarios passés nous avons souligné les divergences de croissance entre l'économie américaine et les économies d'Europe occidentale. Les États-Unis avaient dépassé leur rythme potentiel d'avant la pandémie, tandis que le PIB de la zone euro, après une forte reprise *post*-pandémique, avait atterri sur un rythme modeste, ouvrant un écart de production négatif.

La politique commerciale de l'administration Trump dessine une ligne de fracture par rapport à la narration passée d'un exceptionnalisme de la croissance américaine et d'une Europe à la traîne, particulièrement affectée par le choc négatif de la hausse des prix de l'énergie. Les politiques de Trump agissent comme un choc d'offre sur l'économie américaine, avec une hausse des prix des intrants qui entraînent un risque de ralentissement de la croissance et de hausse de l'inflation. Avec une inflation désormais supérieure à l'objectif depuis cinq ans et un risque accru de désancrage des anticipations d'inflation, la Fed agit avec une grande prudence.

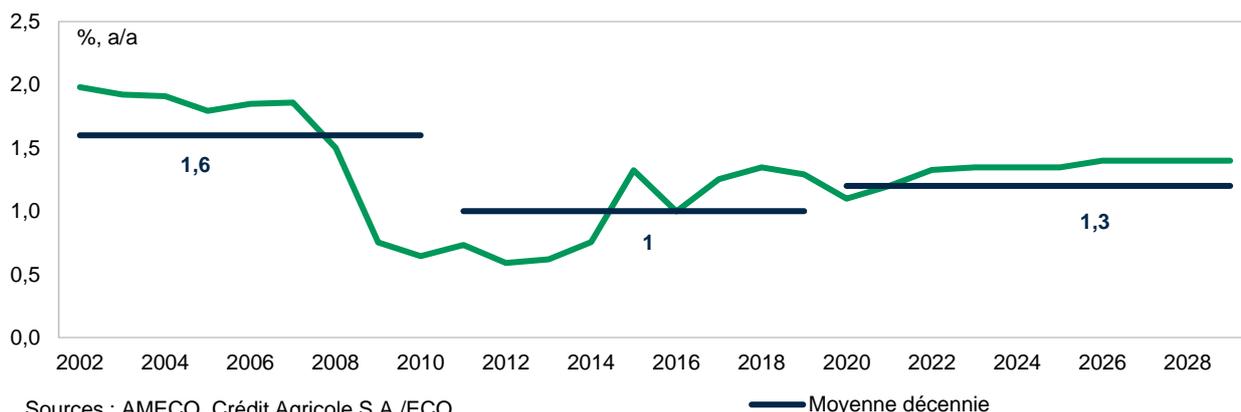
Les politiques de Trump constituent en revanche un choc de demande pour l'Europe, en particulier pour la zone euro, imprimant une baisse sur la croissance et

l'inflation. Ce choc est néanmoins asymétrique à la fois dans sa nature et dans son ampleur et malgré l'impact négatif sur la compétitivité des entreprises européennes sur le marché américain, il affecte moins l'économie européenne que celle d'outre-Atlantique. L'impact négatif sur l'inflation européenne offre à la BCE une plus grande marge de manœuvre pour baisser ses taux. Le découplage entre les deux orientations monétaires est donc voué à demeurer, malgré l'existence de risques de hausse de l'inflation liés aux mesures de rétorsion et de relance budgétaire dans la zone euro. La BoE fait face à une inflation plus élevée qui incite à la prudence, mais les tensions inflationnistes domestiques devraient diminuer et nous anticipons néanmoins trois baisses des taux entre le deuxième semestre 2025 et le premier trimestre 2026.

Un potentiel de croissance révisé à la hausse et un cycle soutenu en fin de décennie

Notre scénario à l'horizon 2026 s'inscrit dans un contexte qui, malgré les chocs multiples, nous a conduit à réviser à la hausse le potentiel de croissance de la zone euro sur la base de facteurs domestiques. L'accélération inscrite en 2026 est prolongée et renforcée à la fin de la décennie. La croissance potentielle est révisée à la hausse sur la décennie 2020 par rapport aux projections officielles datant du début de la décennie. La croissance

Zone euro : croissance potentielle en accélération par rapport à la décennie passée



potentielle est inscrite en accélération en moyenne sur la décennie 2020 par rapport à la décennie précédente et rompt ainsi avec la tendance au déclin qui s'était inscrite dans les années 2010.

Les politiques de Trump constituent un choc de demande pour l'Europe, imprimant une pression à la baisse sur la croissance et l'inflation.

Malgré l'aggravation de la dynamique démographique, la hausse du taux d'emploi et du taux d'activité permettraient de maintenir une contribution positive de l'emploi à la croissance. Les réformes du marché de l'emploi, des retraites et de modifications structurelles dans les comportements d'activité et de rétention du travail expliquent cette plus forte participation au marché du travail. Elle semble compatible avec une baisse du taux de chômage d'équilibre, ce qui permettrait aux économies de la zone euro de soutenir des taux de chômage bas et en réduction, sans enclencher des dynamiques soutenues des salaires et des tensions inflationnistes. Malgré la persistante frilosité de l'investissement privé, la contribution du capital à la croissance se maintiendrait avec une plus forte croissance de l'investissement public alimentée par le Plan de relance européen, le nouveau paradigme de dépense allemand et les dépenses en défense. Les réformes structurelles engagées dans le cadre du Plan de relance européen et l'accroissement du stock de capital auraient un impact positif sur la productivité en fin de décennie.

Autour de cette croissance tendanciellement plus dynamique se dessine aussi un cycle, soutenu en fin de décennie par la forte impulsion budgétaire fournie par la dépense publique. Le retard dans la mise en œuvre du Plan de relance européen (NGEU) concentre un montant considérable de dépenses au cours des deux prochaines années, avec un impact positif sur la croissance qui opère d'abord par le canal du multiplicateur budgétaire, ensuite par celui de l'approfondissement du stock de capital et en dernier par le canal de la productivité, résultat d'une productivité du capital plus élevée et des réformes structurelles, éléments fondamentaux du plan.

Une telle accélération de la croissance garantirait également le maintien de l'endettement sur des trajectoires soutenables malgré la hausse des dépenses, dans un contexte où, à l'exception de la France, les indicateurs budgétaires se sont améliorés dans la zone euro et les efforts d'ajustement s'annoncent moins exigeants qu'au cours des dernières années.

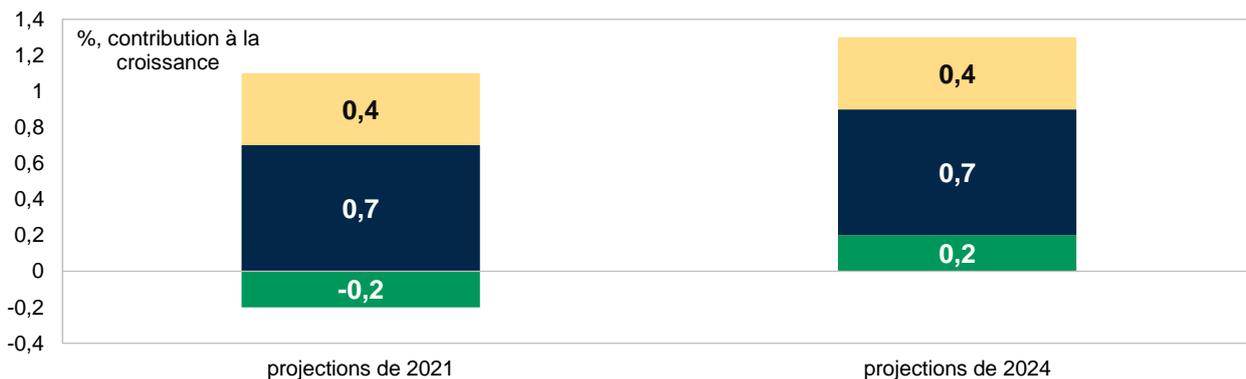
Les principales économies européennes peuvent compter sur une dynamique plus soutenue de la demande intérieure avec l'investissement en moteur

Pour les grandes économies de la zone euro, nous anticipons une dynamique commune d'accélération de la demande intérieure. Elle rompt avec deux ans de repli en Allemagne, est soutenue en Italie et en Espagne et plus modeste en 2025 en France. Elle est portée par le renforcement de la croissance de la consommation privée dans tous les pays, sauf en Espagne, où néanmoins les dépenses des ménages demeurent très dynamiques. Le redressement de l'investissement y participe également, à un rythme très soutenu en Allemagne, mais aussi en Italie et en Espagne. Le redémarrage est plus tardif en France.

En France, l'activité a progressé faiblement au premier trimestre 2025. Elle devrait de nouveau augmenter péniblement au deuxième trimestre, avant d'accélérer légèrement au second semestre. Le véritable rebond interviendra en 2026, sous l'effet du redémarrage de l'investissement et des premières retombées des mesures publiques allemandes. Les risques restent principalement orientés à la baisse sur l'activité à court terme.

Rattrapage incomplet et baisse récente du pouvoir d'achat, malgré la vigueur de l'emploi, limitent le potentiel de redressement de la consommation des ménages italiens. Les surprises positives sur l'investissement se prolongeraient avec l'amélioration des conditions de financement et les subventions à la transition énergétique et numérique. Si la faiblesse récente des commandes industrielles peut peser sur l'investissement productif, la construction affiche sa résilience. Un doute persiste néanmoins sur le potentiel

Zone euro : une révision à la hausse du potentiel de croissance



Sources : AMECO, Commission européenne, Crédit Agricole S.A./ECO

■ Emploi ■ Productivité ■ Capital

de croissance avec une allocation sectorielle *post*-pandémie en faveur des secteurs moins productifs.

L'économie allemande retrouve le chemin de la croissance. Bien que plus exposée que ses partenaires aux politiques protectionnistes, l'économie serait stimulée par le plan d'investissement fédéral. Si les effets seront minimes en 2025 en raison de retards de planification, un flux de fonds notable est attendu en 2026, avec des effets d'entraînement positifs pour les voisins européens et l'ensemble de la zone euro.

Politique monétaire assouplie, désinflation énergétiqu e, hausse des revenus réels et impulsion budgétaire ciblée soutiennent la demande intérieure espagnole. La recomposition du solde commercial, marquée par un affaiblissement du commerce en biens et une robustesse persistante des services marchands, notamment touristiques, impliquera une moindre contribution à la croissance que par le passé. La croissance s'inscrit alors en décélération, une normalisation par rapport aux années de rattrapage *post*-pandémique.

Au Royaume-Uni aussi, la croissance du PIB devra être portée de plus en plus par la demande intérieure, bien que les fondamentaux relatifs à la consommation des ménages se soient dégradés sur fond de détérioration de la situation sur le marché du travail et de politique budgétaire restrictive. La consommation des ménages et les dépenses publiques devraient être les seules composantes à contribuer positivement.

Les hypothèses du scénario international

La croissance mondiale faiblit mais ne rompt pas. Après avoir progressé au rythme de 3% en 2024, elle est prévue à 2,7% en 2025 et en accélération à 2,9% en 2026. Elle suit le profil de la **croissance des économies avancées d'abord freinées par le net ralentissement de l'économie américaine en 2025 (1,5% après 2,8% en 2024) et portées ensuite par son rebond en 2026 (2,2%).** Si l'impact négatif des politiques commerciales est le principal moteur du ralentissement, il ne suffit pas à casser la croissance et à conduire à une récession. Des fondamentaux solides des agents privés (richesse élevée, moindre sensibilité aux intérêts élevés) et la robustesse du marché du travail contribuent encore positivement à la croissance. Les baisses d'impôts et la dérèglementation porteraient le rebond en 2026. **Le monde émergent enregistrerait aussi un ralentissement de l'activité (de 4,2% en 2024 à 3,9% en 2025 et 2026), mais ferait preuve de résistance.** La poursuite de la désinflation, un marché de l'emploi solide et des baisses des taux directeurs continueraient de soutenir la demande intérieure, tandis que la demande étrangère serait tirée en 2026 par

l'accélération de la croissance des économies avancées. La résilience de l'économie chinoise, soutenue par les subventions aux biens de consommation et à la demande intérieure, se solderait néanmoins par un léger ralentissement de 5% en 2024 à 4,6% en 2025 et 4,3% en 2026.

En dépit des récents événements au Moyen-Orient, le prix du pétrole devrait entamer une détente au deuxième semestre 2025 (69 dollars en moyenne en 2025), favorisée par la récupération des parts de marché de l'Arabie saoudite et par une offre supérieure à la demande. Le prix du gaz devrait voir sa hausse limitée par la baisse de la demande asiatique et de nouvelles capacités de liquéfaction qui compenseraient la fin des importations par gazoduc de Russie, la demande de restockage européenne et les craintes liées à la circulation dans le détroit d'Ormuz.

Avec des politiques économiques inflationnistes, la hausse anticipée de l'inflation américaine à 2,9% en 2025 et à 2,7% en 2026 justifierait une position attentiste de la Réserve fédérale, qui après deux baisses des taux directeurs aux troisième et quatrième trimestres 2025 devrait stabiliser les *Fed Funds* à 4% marquant une pause prolongée jusqu'à la fin 2026. Les *Treasuries* à dix ans seraient soumis à une pression haussière sur la prime de terme atteignant 4,7% en fin 2025 et 4,95% à la fin 2026. **La BCE aurait terminé son cycle de baisse des taux.** Avec un taux de dépôt à 2% elle se situe au milieu de sa bande d'estimation du taux d'équilibre (1,75%-2,25%), ce qui est justifié par un taux de chômage historiquement bas, mais une inflation un peu en dessous de la cible et par une accélération de la croissance, mais en présence d'un écart de production encore négatif. Le niveau de taux à dix ans ne semble néanmoins pas réaliste avec les perspectives d'accélération de la croissance et de dépense publique accrue. **Nous anticipons un renchérissement du Bund qui atteindrait 2,9% fin 2025 et 2,95% fin 2026** et une poursuite de la compression des primes de risque sous l'effet d'une quête pour le rendement. Si le *spread* des souverains italien et espagnol devait diminuer à 0,9 point de base (pb) et 0,5 pb respectivement fin 2026, celui de l'OAT devrait s'écarter en fin 2026 à 0,65 pb sous l'effet du retard dans la consolidation budgétaire.

Si l'imprévisibilité des politiques américaines, les perspectives budgétaires dégradées et les spéculations sur les intentions d'affaiblissement du dollar ont poussé à la baisse le dollar, **l'euro devrait fléchir en 2026** (de 1,14 fin 2025 à 1,10 fin 2026) avec un différentiel de croissance et de taux moins favorable.

Paola MONPERRUS-VERONI



PAYS ZONE EURO

Zone euro – Et si l'exceptionnalisme était européen ?

France – Lentement mais sûrement, la lumière au bout du tunnel ?

Italie – 2025 : retour au principe de réalité

Allemagne – La demande intérieure compense la baisse des exportations nettes

Espagne – Normalisation progressive de l'activité

Zone euro – Et si l'exceptionnalisme était européen ?

Un environnement extérieur conflictuel et imprévisible entoure notre scénario et l'assortit de bruits qui brouillent la détection des vrais signaux renseignant sur la trajectoire sous-jacente de l'activité. Les équilibres sont délicats et deux scénarios alternatifs sont susceptibles de se déployer. Un scénario de résilience de l'économie de la zone euro fondée sur une augmentation de la dépense privée mais aussi, voire surtout, publique en défense et en infrastructures : c'est le scénario retenu comme central. Un scénario plus risqué de stagnation de l'activité sous l'effet d'un cumul de chocs négatifs est possible : chocs de compétitivité liés aux droits de douane plus élevés, appréciation de l'euro et impact négatif de l'incertitude sur la confiance des agents privés.

Notre prévision attribue une probabilité plus élevée au scénario de résilience sur fond de résistance du marché du travail, de situation économique et financière saine des agents privés et d'impulsion favorable du cycle du crédit. La mise en œuvre effective des dépenses publiques additionnelles mérite certes d'être confirmée. Mais ces dépenses pourraient permettre à la zone une croissance tirée par une demande domestique plus soutenue au moment où la croissance mondiale fléchirait. Elles offriraient une sorte d'exceptionnalisme, au regard surtout de la décennie passée, qui installerait la croissance de la zone euro sur un rythme supérieur au potentiel à moyen terme. La croissance de la zone euro en moyenne annuelle serait en légère accélération en 2025 au rythme de 0,9%, qui se renforcerait à 1,3% en 2026.

Ce scénario table sur une hypothèse de *statu quo* dans la confrontation tarifaire avec les États-Unis au 4 juin, soit une hausse généralisée des droits de douane à 10%, à l'exception des produits exemptés, de 25% sur l'automobile et de 50% sur l'acier.

Les risques associés à ce scénario sont baissiers avec une matérialisation possible du scénario de stagnation si la confrontation commerciale avec les États-Unis devait se durcir, si la contrainte de compétitivité devait mordre davantage, si la confiance des agents privés se dégradait sensiblement et, enfin, si la relance budgétaire était mise en œuvre plus graduellement qu'anticipé.

Un début 2025 un peu difficile à décoder

Les chiffres de croissance du début d'année ne lèvent pas complètement les doutes sur la matérialisation du scénario de résilience. La croissance de la zone euro au premier trimestre 2025 s'est bien inscrite en accélération (+0,6% sur le trimestre, après +0,3% au T4 2024) et laisse un acquis élevé (+1,1%) à la croissance en moyenne annuelle en 2025.

Cependant, sans la forte croissance irlandaise (9,7%), le taux de croissance du PIB de la zone aurait été de 0,3%, sans accélération notable.

La demande extérieure nette (0,3 point de pourcentage – pp) a renforcé sa contribution à la croissance grâce à une progression plus rapide des exportations de biens et services en volume (1,9%)

que des importations (1,4%). L'évolution en volume confirme donc la forte accélération des exportations de biens en valeur au cours du premier trimestre 2025 (7,6% après 0,8%), notamment vers les États-Unis (+27%). Si les progrès des ventes de machines et de matériel de transport outre-Atlantique sont substantiels (6,4%), ceux des produits chimiques sont spectaculaires (64%). Ces évolutions semblent cohérentes avec la hausse des importations américaines, dans une logique d'anticipation des achats avant la remontée effective des droits de douane. On peut donc craindre une correction tout aussi marquée au cours des prochains trimestres : un ajustement consécutif à la hausse généralisée de 10% des droits de douane entrée en vigueur le 9 avril et celle de 25% sur les véhicules (le 3 mai) et sur l'acier et l'aluminium (depuis le 3 avril) relevée à 50% depuis le 4 juin.

La contribution positive de la demande intérieure (0,5 pp), pour le troisième trimestre consécutif, semble néanmoins confirmer **la solidité des fondamentaux domestiques de la croissance européenne : une croissance qui n'est pas « flamboyante » mais assez robuste.** La consommation des ménages a progressé à un rythme modeste mais positif (0,2%), bien qu'en ralentissement par rapport au dernier semestre 2024 (0,5% en moyenne). La consommation publique a stagné, mais après une année de croissance soutenue.

Le rebond de l'investissement (1,8% après 0,7%) est redevable à la forte augmentation de la formation de capital en Irlande (+41,1%). Sans cette composante irlandaise, l'investissement aurait progressé modeste-

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

ment (0,4%), mais tout de même rompu avec un an de recul en rythme annuel. L'investissement a augmenté dans la construction (0,6%), à un rythme similaire dans le logement et les autres constructions. Cette reprise dans la construction, pour le deuxième trimestre consécutif, interrompt le repli en cours depuis le printemps 2023. L'investissement productif se montre, en revanche, toujours erratique : il s'est encore contracté dans les machines et équipements (-0,4%). Il a été néanmoins soutenu par l'accumulation dans les transports, même si son niveau reste inférieur de 1,7% à celui atteint un an auparavant. L'accumulation de propriété intellectuelle s'est aussi poursuivie à un rythme élevé (7,5%).

Trop tôt pour lire l'impact de la hausse des droits de douane au T2

Si la demande américaine, en anticipation de droits de douane plus élevés, a soutenu les exportations de la zone euro au premier trimestre, ces achats avancés peuvent vite se transformer en un frein au deuxième trimestre. **Les signaux fournis par les différents indicateurs disponibles ne sont pas très éclairants.** Ainsi, l'indice des directeurs d'achats dans le secteur manufacturier signale une remontée de la confiance depuis janvier, remontée qui n'a pas été affectée par les annonces du *Liberation Day*. Il indique également une expansion de la production depuis le mois de mars, tirée par une remontée des exportations à partir d'avril et des perspectives de production en forte hausse.

Les stocks de produits finis et de biens intermédiaires continuent de baisser en avril et mai après un premier trimestre où les variations des stocks ont enlevé 0,1 point à la croissance du PIB. Les commandes sont encore en contraction en mai mais le rythme de repli a fortement baissé et le niveau des commandes par rapport aux stocks existants est en hausse, un bon signe pour la production future.

Si l'enquête ESI de la Commission européenne confirme ces évolutions, elle signale une dégradation de la confiance en avril, suivie d'une reprise en mai. L'indice de la production industrielle s'est redressé de façon spectaculaire au cours du premier trimestre et, en mars, il était en hausse de 3,9% sur un an. Ainsi la

croissance de la valeur ajoutée industrielle a contribué à hauteur de 0,4 point à la croissance du PIB de la zone au premier trimestre 2025, mais cela intervient après deux années durant lesquelles le secteur avait enlevé 0,2 point par an à la croissance du PIB. **Cette amélioration dans l'industrie reste donc fragile et il serait prématuré d'en conclure qu'il s'agit d'un changement de tendance plutôt que d'un simple rebond temporaire dopé par l'anticipation des achats.**

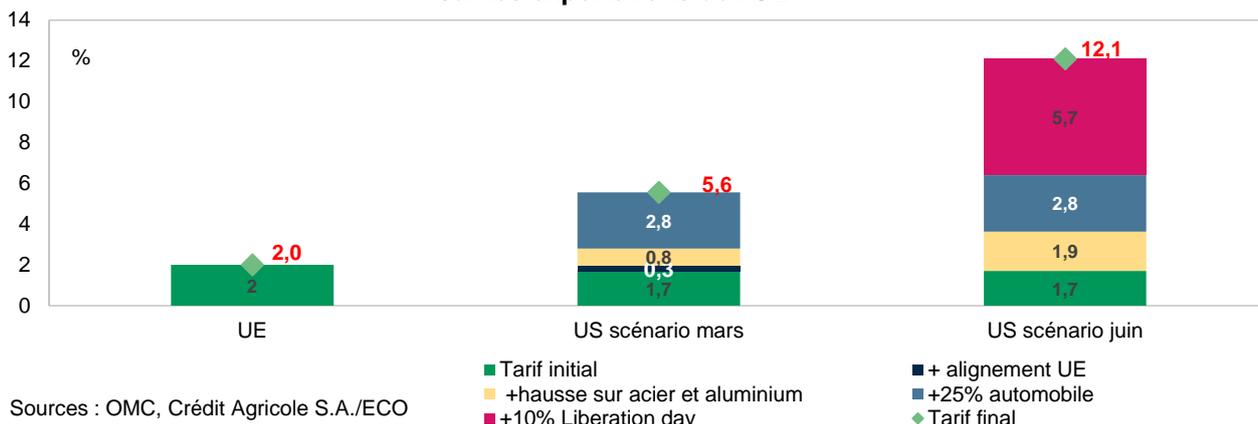
Quant au secteur des services, il a été le principal moteur de la croissance au cours des quatre dernières années, et a continué de soutenir la progression de l'activité au premier trimestre 2025. Son activité est néanmoins annoncée en contraction en mai par l'indice S&P, signalant de nouveau un repli du nombre de nouveaux contrats obtenus par les prestataires de services. Cette baisse de la demande passée et future est confirmée par l'enquête ESI de la Commission européenne qui note également un repli de la confiance au sein du secteur.

Nous inscrivons donc, dans notre scénario, un recul du PIB au deuxième trimestre (-0,3%) : un recul « non dramatique » puisqu'il traduit la contraction largement mécanique des exportations, contre-coup du rebond des importations américaines, mais aussi le repli de l'investissement, imputable à la seule correction du « surinvestissement » enregistré par l'Irlande au premier trimestre.

Un environnement international moins favorable à la croissance

La dynamique de la demande étrangère est évidemment fortement impactée par l'hypothèse retenue sur l'issue de la confrontation commerciale avec les États-Unis. Notre scénario retient l'hypothèse d'un accord entre les États-Unis et l'Union européenne sur une hausse généralisée des droits de douane de 10% pour les exportations européennes (hors biens exemptés) et sur une négociation concernant les secteurs stratégiques autour d'un système de quotas qui permettrait plus tardivement une baisse des droits de douane en vigueur sur ces produits.

Hypothèse sur le taux moyen pondéré des droits de douanes américains sur les exportations de l'UE



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

En termes « opérationnels » pour notre scénario, il s'agit donc d'un *statu quo* au 4 juin, soit un tarif moyen pondéré imposé aux biens européens de 12,2%. Les impacts de ces mesures ont été estimés au fur et à mesure des annonces successives ; ils ont déjà été incorporés partiellement dans nos scénarios précédents (décembre 2024 et mars 2025). Ainsi, l'imposition des tarifs américains chiffrée en mars devait soustraire 0,1 pp de croissance en 2025, 0,3 pp en 2026 et 0,2 pp en 2027. Cet impact négatif était renforcé par la plus forte incertitude sur l'environnement économique, qui retranchait 0,1 pp de croissance par an, *via* le canal de l'attentisme pesant sur les décisions d'investissement. La remontée des droits sur l'acier de 25% à 50% accroît désormais faiblement le taux moyen (de 11,1% à 12,2%) avec un impact très limité sur la croissance du PIB, mais que vient renforcer l'appréciation de l'euro. Ces effets « dépressifs » pourraient néanmoins être minorés pour les biens à forte spécialisation, mais aussi par les gains de compétitivité « spontanés », dus au différentiel entre les droits de douane imposés à l'entrée du marché américain sur les biens européens (12,2%) et chinois (46%).

Un environnement domestique plus propice

Plusieurs facteurs domestiques jouent favorablement, en particulier à partir de 2026. La résilience du marché du travail et les gains encore à l'œuvre en termes de salaire réel vont soutenir la croissance, certes modérée mais constante, de la consommation privée que notre scénario prévoit à 1,2% en 2025, puis à 1,1% en 2026 (après 1% en 2024).

Le niveau encore élevé des marges devrait en outre jouer un rôle d'amortisseur des chocs externes. La remontée anticipée de la productivité et le ralentissement des salaires devraient permettre une amélioration des marges. Le plein déploiement de la transmission de la baisse des taux sur les coûts du crédit devrait, en partie, compenser l'effet négatif de l'incertitude sur l'investissement. C'est déjà un moteur pour le redémarrage avéré du cycle du crédit dans le logement. **L'impulsion de la politique monétaire continue de se transmettre à l'économie,** mais ne sera plus alimentée par des changements d'orientation monétaire : notre scénario ne table pas sur d'autres baisses des taux directeurs de la BCE, qui stabiliserait le taux de la facilité de dépôt à 2% à l'horizon de notre prévision.

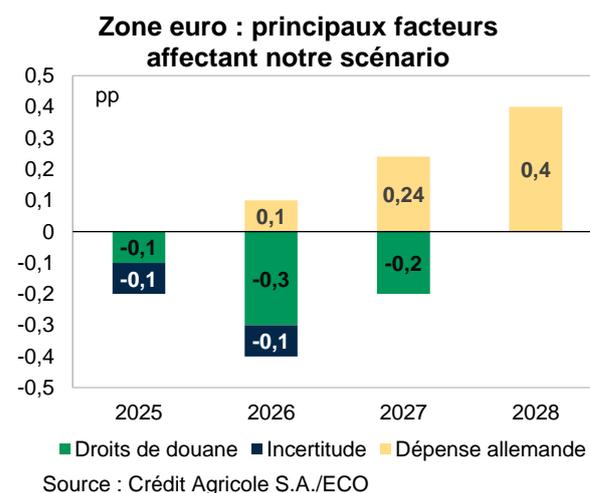
En revanche, **une nouvelle impulsion est attendue sur le front budgétaire.** Nous avons modifié le profil de mise en œuvre des dépenses additionnelles liées au fonds d'infrastructures allemand : nous tablons désormais sur une dépense plus graduelle et un effet

des mesures sur le PIB allemand révisé à la baisse en 2025, mais à la hausse en 2026 et au-delà. L'impact de ces mesures sur la croissance de la zone euro serait nul en 2025, positif mais limité à 0,1 pp en 2026 et plus significatif ensuite (0,3 pp en 2027 et 0,4 pp en 2028).

Par ailleurs, avec seulement 33% des fonds du Fonds européen pour la Reprise et la Résilience utilisés par l'Italie et 20% par l'Espagne à fin 2024, les montants restant à dépenser au cours des années 2025 et 2026 se montent à 6,2 points de PIB pour l'Italie et à 8,8 points pour l'Espagne, si les deux pays devaient dépenser la totalité de l'enveloppe allouée. S'il est évident que toutes les sommes allouées ne seront pas demandées avant l'échéance de septembre 2026, notamment la composante des prêts dans le cas de l'Espagne, il reste un potentiel important de hausse de l'investissement et de la dépense publique à l'horizon de notre prévision. **Les dépenses en faveur de la défense sont aussi en hausse.** Onze pays de la zone euro ont demandé l'activation de la clause de sauvegarde du Pacte de stabilité leur permettant une déviation de la trajectoire de dépense négociée à hauteur de 1,5% du PIB sur la période 2025-2028.

Nous prévoyons une croissance tirée par une demande domestique plus soutenue au moment où la croissance mondiale fléchirait.

Notre scénario table donc sur un soutien important de l'investissement public au redressement de la formation brute de capital fixe, qui devrait progresser au rythme de 2,5% en 2025 et de 3% en 2026, après avoir reculé de 1,8% en 2024.



Paola MONPERRUS-VERONI

*Prévisions arrêtées le 12/06/2025.
Article achevé de rédiger le 16/06/2025.*

France – Lentement mais sûrement, la lumière au bout du tunnel ?

L'activité a progressé faiblement au premier trimestre 2025. Elle devrait de nouveau augmenter péniblement au deuxième trimestre, avant d'accélérer légèrement au second semestre. Le véritable rebond interviendra en 2026, sous l'effet du redémarrage de l'investissement et des premières retombées des mesures publiques allemandes. Les risques restent principalement orientés à la baisse sur l'activité à court terme.

Une croissance actuellement très molle, mais qui reste positive

Après une accélération au troisième trimestre 2024 (+0,4% en variation trimestrielle) liée à l'effet des Jeux olympiques et paralympiques de Paris, l'activité en France avait légèrement diminué au dernier trimestre de l'année 2024 par effet de contrecoup (-0,1%). Elle a rebondi au premier trimestre 2025, mais la progression est restée faible (+0,1%). La croissance de l'activité demeurerait limitée au deuxième trimestre (+0,1%). En rythme trimestriel, l'activité devrait progressivement accélérer au second semestre 2025, et atteindrait 0,3% par trimestre en 2026.

Une activité ralentie en 2025, sur fond d'incertitude très forte

En rythme annuel, la croissance s'établirait à 0,6% en 2025 (après +1,1% en 2024), affectée en particulier par les effets de l'incertitude en début d'année et les premiers efforts de consolidation budgétaire. La croissance serait portée par la demande intérieure (hors stocks) : la consommation des ménages décélérerait, mais poursuivrait sa progression (+0,7% après +1,0% en 2024), tandis que l'investissement se stabiliserait (+0,0% après -1,3%). L'investissement des entreprises serait en effet quasi-stable (-0,1% pour les entreprises non financières, après -1,6%) et celui des ménages rebondirait même très légèrement (+0,5% après -5,6%). La consommation des administrations publiques (APU) ralentirait nettement (+0,8% après +1,4%) et leur investissement se replierait légèrement (-0,6% après +4,7%). Après avoir pesé sur la croissance les deux années précédentes, les variations de stocks y contribueraient fortement en 2025 (à hauteur de 0,8 point), en lien avec l'important phénomène de restockage observé au premier trimestre. Le commerce extérieur minerait, en revanche, la croissance en 2025 (-0,9 point après l'avoir dopée en 2023 et 2024. Les exportations se replieraient en effet nettement (-3,9% après +2,4% l'année précédente), ce qui reflète notamment l'important recul observé au premier trimestre (-1,8% en variation trimestrielle), tandis que les importations rebondiraient (+1,9% après -1,3%).

Une accélération notable en 2026, sous l'effet du redémarrage de l'investissement et des premières retombées des mesures allemandes

La croissance augmenterait en 2026, à 1,2%, soit un niveau un peu supérieur à la croissance potentielle, alors que l'écart de production ne serait pas refermé. L'accélération de l'activité serait permise par la normalisation du commerce extérieur (avec une contribution à la croissance annuelle de 0,1 point) et l'accélération de la demande intérieure hors stocks, tandis que les variations de stocks ne contribueraient plus à la croissance. La consommation des ménages accélérerait à 1,1% et l'investissement total rebondirait à 1,7%, conformément au délai de transmission de la politique monétaire et sous l'effet des besoins dans la double transition (écologique et numérique). L'investissement des entreprises croîtrait de 2,0%, et celui des ménages de 1,9%. La consommation des APU ralentirait de nouveau (+0,3%) et leur investissement rebondirait à peine (+0,4%). Les exportations rebondiraient et progresseraient légèrement plus (+2%) que les importations (+1,8%).

Les mesures publiques allemandes votées cette année (grand plan d'investissement en infrastructures et réforme du frein à l'endettement) seraient progressivement mises en place, et auraient un impact sur la croissance française de 0,3 point en 2026. Les exportations françaises et l'investissement privé seraient en effet stimulés par ces mesures.

	2023	2024	2025	2026
PIB volume, cvs-cjo (a/a, %)	1,6	1,1	0,6	1,2
Demande intérieure hors stocks (contribution au PIB, pp)	1,0	0,6	0,6	1,1
Variations de stocks (contribution au PIB, pp)	-0,2	-0,7	0,8	0,0
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,9	1,2	-0,9	0,1
Consommation des ménages (a/a, %)	0,7	1,0	0,7	1,1
Investissement total (a/a, %)	0,8	-1,3	0,0	1,7
Inflation IPC (a/a, %)	4,9	2,0	0,9	1,2
Taux de chômage, France hors Mayotte (%)	7,3	7,4	7,6	7,7
Solde budgétaire (% du PIB)	-5,5	-5,8	-5,6	-5,1

Sources : Insee, calculs et prévisions Crédit Agricole S.A./ECO

Une prévision conforme au consensus en 2025, un relatif optimisme en 2026 provenant des hypothèses retenues

Notre prévision de croissance pour le deuxième trimestre 2025 (+0,1%) est conforme à la prévision trimestrielle de la Banque de France dans son enquête mensuelle de conjoncture de début juin, et correspond à celle du *Consensus Forecasts* de juin. Elle est un peu inférieure à la prévision de l’Insee publiée dans sa note de conjoncture de juin (+0,2%).

Notre prévision de croissance annuelle pour 2025 (+0,6%) correspond aux prévisions de la Banque de France parue dans ses projections macro-économiques de juin, de l’Insee de juin, de l’Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) de juin, de la Commission européenne de mai et du Fonds monétaire international (FMI) d’avril. Elle est très légèrement supérieure à la prévision du *Consensus Forecasts* de juin (+0,5%), et un peu inférieure à celle du gouvernement dans le rapport annuel d’avancement (RAA) 2025 d’avril (+0,7%).

Notre prévision de croissance annuelle pour 2026 (+1,2%) correspond à celle du gouvernement dans le RAA 2025. Elle est supérieure à celles de la Banque de France de juin (+1,0%), du *Consensus Forecasts* de juin (+0,9%), de l’OCDE de juin (+0,9%) et du FMI d’avril (+1,0%). Notre prévision intègre toutefois des effets de bord (*spillovers*) des mesures allemandes (cf. *supra*), qui ne sont pas mentionnés dans la plupart de ces prévisions. Par ailleurs, notre prévision de croissance pour 2026 est un peu inférieure à celle de la Commission européenne de mai (+1,3%).

Les derniers indicateurs conjoncturels confirment une économie tournant actuellement au ralenti

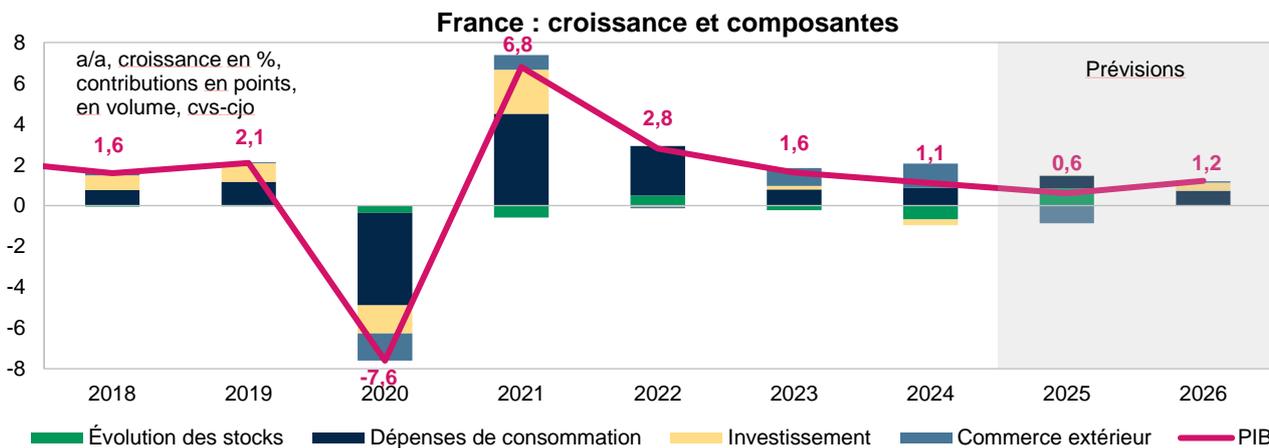
La confiance des ménages évolue actuellement à un niveau bas : elle se situe autour de 90 depuis fin 2023, sensiblement inférieure à sa moyenne de longue période fixée à 100. Elle a diminué à 88 en mai 2025 (-3 points par rapport à avril), s’en éloignant un peu plus. Dans le détail, le solde d’opinion sur l’opportunité d’épargner reste très élevé en perspective historique,

même s’il a un peu diminué relativement au record historique atteint en février dernier. Les soldes d’opinion sur le niveau de vie en France (passé et futur) et la situation financière personnelle (passée et future) restent dégradés. **Les craintes liées au chômage ont fortement augmenté depuis la fin de l’année 2024**, et le solde d’opinion a atteint en mai son plus haut niveau depuis mai 2015 (hors période de crise sanitaire). **Le solde d’opinion sur l’opportunité d’effectuer des achats importants s’est toutefois nettement redressé depuis le point bas qu’il avait atteint fin 2023**, un signal positif pour l’évolution à venir de la consommation, bien que celui-ci reste inférieur à sa moyenne historique.

Le climat des affaires évolue depuis la fin de l’année 2023 à un niveau inférieur mais proche de sa moyenne de long terme (100). Il s’est établi à 96 en juin (stable par rapport à mai), un niveau qui reste compatible avec une croissance faible – voire modérée – de l’activité, puisque le seuil de retournement empirique se situe autour de 80. **Le climat des affaires est inférieur à sa moyenne de long terme dans presque tous les secteurs d’activité, excepté dans le bâtiment** (100 en juin). L’indicateur du climat de l’emploi est, pour sa part, inférieur à sa moyenne historique (100) depuis un an. Il a atteint 97 en juin (+3 points par rapport à mai).

Des prix peu dynamiques en 2025, qui accélèreraient un peu avec l’activité en 2026

Les derniers points d’inflation confirment une forte décélération des prix en 2025 : l’inflation au sens de l’indice des prix à la consommation (IPC) a de nouveau diminué à 0,7% en glissement annuel en mai, après une diminution notable en février (à 0,8% après 1,6% en janvier). L’inflation des services reste légèrement supérieure à 2%, malgré la forte baisse des prix des services de communication sur un an (-15,5% en mai). **Les prix alimentaires ont légèrement accéléré depuis le début de l’année** (+1,3% en glissement annuel en mai contre seulement +0,1% en janvier), en lien notamment avec la hausse de la taxe sur les boissons sucrées en mars (loi de finances 2025). **Les prix énergétiques sont en nette baisse sur un an** (-8,0% en mai), dans le sillage de la baisse des prix



Sources : Insee, calculs et prévisions Crédit Agricole S.A./ECO

des produits pétroliers (-14%) et de l'électricité (-9,7%). Les prix des produits manufacturés sont quasi stables (-0,2% en mai), et ceux du tabac progressent de 4,1% sur un an.

En prévision, l'inflation connaîtrait un point bas en 2025, puisqu'elle diminuerait à 0,9% en moyenne annuelle, après +2,0% en 2024. Elle accélérerait quelque peu en 2026, en lien avec l'embellie prévue de l'activité, mais resterait faible, à 1,2%. Elle resterait essentiellement tirée par les services en prévision.

Une hausse du taux de chômage d'ici 2026, à des niveaux qui restent relativement bas

Sur le marché du travail, nous prévoyons une stabilisation de l'emploi à partir du deuxième trimestre jusqu'à la fin de l'année 2025, après les destructions d'emplois observées les deux trimestres précédents. En moyenne en 2025, l'emploi total se replierait de 0,2%, après avoir crû de 0,8% en 2024. Il rebondirait légèrement en 2026 (+0,3%). Compte tenu de la croissance de la population active, soutenue notamment par la montée en charge de la réforme des retraites, cette trajectoire d'emploi se traduirait par une hausse du taux de chômage, à 7,6% en moyenne en 2025 pour la France (hors Mayotte), après 7,4% en 2024, puis 7,7% en 2026. Ces niveaux restent bas en perspective historique : le taux de chômage s'était établi à 9,6% en moyenne entre 2010 et 2019.

Une accélération de la consommation des ménages en 2026, malgré le ralentissement de leur pouvoir d'achat

Les ménages ont vu leur revenu disponible brut (RDB) progresser plus rapidement que le déflateur de la consommation sur le passé récent. Ainsi, le pouvoir d'achat des ménages a crû sensiblement en 2024, à +2,5%. Cette hausse ne s'est pas traduite par une hausse de leur consommation de même ampleur (+1,1% en 2024). En conséquence, le taux d'épargne des ménages a sensiblement augmenté (à 18,2% en 2024, après 16,9% en 2023). Outre des effets potentiels liés à l'incertitude et à des phénomènes ricardiens, ce paradoxe peut s'expliquer par des effets

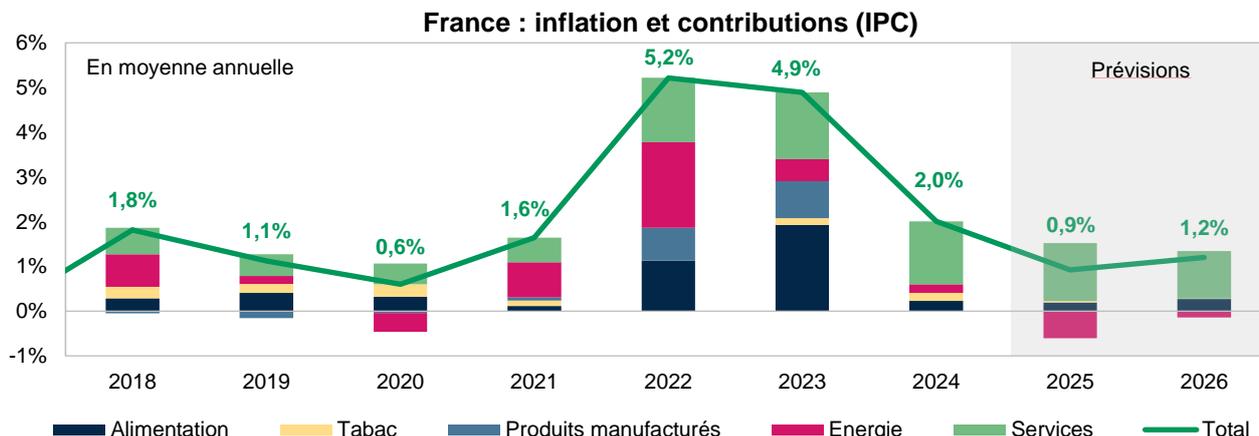
de composition du revenu. En effet, le RDB a été fortement soutenu par les revenus du patrimoine, ainsi que par les prestations sociales (indexées sur l'inflation, dont les pensions de retraite). Or, ces revenus ont une propension à être consommés inférieure à ceux du travail.

L'Insee estime ainsi que deux tiers de la hausse du taux d'épargne en 2024 serait à attribuer aux retraités.

Le RDB en termes réels ralentirait sur l'horizon de prévision (+1% environ en 2025, avant une relative stabilisation en 2026). En revanche, le RDB serait proportionnellement plus tiré par la masse salariale (hausse des salaires, relative résilience de l'emploi en 2025 qui rebondirait en 2026), et moins par les revenus issus du patrimoine et de prestations. Cet effet de composition jouerait davantage en faveur de la consommation. **Le taux d'épargne des ménages a de nouveau augmenté au premier trimestre 2025, atteignant 18,8%.** Il se stabiliserait à ce niveau en moyenne sur le reste de l'année 2025 et ne diminuerait que légèrement en 2026, à mesure que l'incertitude diminuerait. **En fin d'année 2026, il resterait toutefois proche de 18%, toujours bien plus élevé que son niveau moyen pré-pandémique** (de l'ordre de 14,5% depuis le début des années 1990).

Un taux de marge moyen confortable, mais un investissement des entreprises qui peine à redémarrer

Le taux de marge des sociétés non financières (SNF) s'est établi à 32,2% en moyenne en 2024, soit un niveau confortable, sensiblement au-dessus de son niveau d'avant la crise sanitaire (30-31% en 2028-2019). Cette moyenne élevée reflète en fait surtout un taux de marge haut en perspective historique dans les branches de l'énergie et des services de transport. **Le taux de marge des SNF s'est légèrement replié au premier trimestre 2025, à 31,8%,** en légère baisse depuis la fin d'année 2024. En prévision, le taux de marge diminuerait légèrement en 2025-2026, en lien notamment avec la normalisation dans les branches susmentionnées, restant légèrement au-dessus de 31%, donc supérieur à son niveau pré-pandémique.



Sources : Insee, calculs et prévisions Crédit agricole S.A./ECO

Les entreprises françaises apparaissent relativement plus endettées que dans les autres pays européens. Elles sont donc plus fortement affectées par la hausse de la charge d'intérêts. Cela peut en partie expliquer pourquoi l'investissement des entreprises est resté en berne en France en début d'année (+0,2% au premier trimestre 2025 pour les entreprises non financières – ENF). Globalement, le climat d'incertitude ne favoriserait pas la reprise de l'investissement des ENF en 2025, qui resterait stable (-0,1%) en moyenne par rapport à 2024. Il ne rebondirait qu'en 2026 (+2%), conformément aux délais de transmission de la politique monétaire, et porté par les besoins liés à la double transition (écologique et numérique).

Une réduction du déficit public à horizon 2026, mais moins importante que prévu par le gouvernement

Nous anticipons une réduction du déficit public en 2025, mais plus faible que celle prévue par le gouvernement, puisque celui-ci atteindrait 5,6% du PIB cette année (contre 5,4% du PIB dans le RAA 2025). Outre des prévisions de PIB et d'inflation légèrement inférieures à celle du gouvernement, nous considérons que les mesures prises dans la loi de finances pour 2025 conduiraient globalement à des économies moindres que celles espérées. La dette des APU augmenterait ainsi à 117,2% du PIB en 2025.

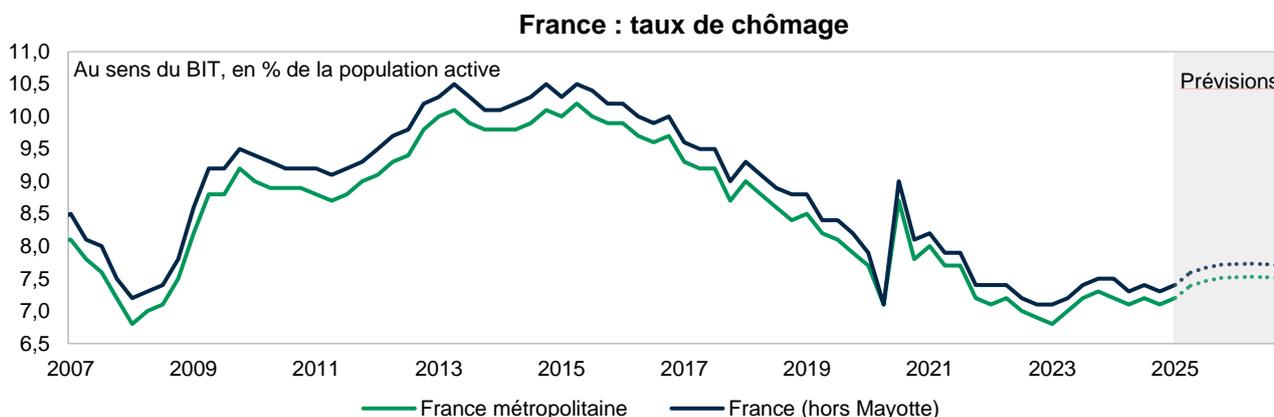
L'incertitude reste grande quant au projet de loi de finances pour 2026. Il sera en tout cas difficile de trouver un consensus politique autour de mesures conduisant à un effort tel que prévu par le gouvernement (ramener le déficit public à 4,6% du PIB à cet horizon). Nous tablons pour notre part sur un ajustement budgétaire plus important qu'en 2025, mais avec un déficit public qui resterait loin des cibles gouvernementales, à 5,1% du PIB. La dette des APU augmenterait en conséquence à 119% du PIB en 2026.

Des risques principalement orientés à la baisse sur l'activité

De nombreux risques entourent notre prévision macro-économique. Ceux-ci sont principalement orientés à la baisse sur le scénario d'activité. Outre des facteurs internationaux qui pèsent plus globalement sur la zone euro et sont déjà mentionnés plus hauts, une forte incertitude demeure sur la politique économique nationale. Les mesures qui figureront dans le projet de loi de finances 2026 à l'automne et leur impact sont encore très incertains.

Marianne PICARD

Prévisions arrêtées le 03/06/2025.
Article achevé de rédiger le 23/06/2025.



Derniers points observés : T1 2025

Sources : Insee, prévisions Crédit Agricole S.A./ECO

Italie – 2025 : retour au principe de réalité

Dans un environnement mondial particulièrement adverse à la croissance, jouer les « Cassandre » de la prévision peut sembler approprié. Et pourtant, en dépit d'un climat de confiance toujours aussi morose, la réalité des données continue de contredire les velléités de pessimisme. L'équation complexe pour la croissance italienne repose désormais sur le pouvoir d'atténuation des risques extérieurs par des facteurs positifs (reprise dans l'industrie et rebond de l'investissement) dans un contexte d'ores et déjà dégradé.

Après une révision à la hausse de la croissance annuelle de 2024, **l'économie italienne commence l'année sur une tonalité positive avec une progression du PIB de 0,3%**. Si la consommation n'est toujours pas au rendez-vous, l'investissement semble bénéficier d'une étroite brèche temporelle entre des conditions monétaires qui s'améliorent et une timide reprise de la production industrielle. Les exportations tirent quant à elles parti de comportements d'anticipation de la part des entreprises en amont de l'implémentation de la politique tarifaire américaine, ainsi que d'une hausse ponctuelle des ventes dans la construction navale.

Une croissance à forte intensité de main d'œuvre certes, mais sans consommation

Le recul des indicateurs de confiance des ménages face à la légère reprise dans les services témoigne de cette ambivalence. La confiance des ménages s'est dégradée tout au long du premier trimestre, pénalisée par une perception négative du climat économique aussi bien actuel que futur. Les raisons derrière ce pessimisme sont celles d'une possibilité d'épargne limitée dans un contexte de conjoncture économique jugé défavorable, malgré un marché du travail qui reste porteur. Au cours du T1, la consommation n'a ainsi augmenté que de 0,2%, laissant un acquis de 0,5% à l'année en cours. Cette faiblesse s'explique principalement par une contraction des achats de biens durables (-1,2%), insuffisamment compensée par la progression dans les services (+0,6%).

La faiblesse constante de la consommation des ménages trouve son origine en partie dans l'évolution des revenus. En effet, la modération salariale persiste en Italie malgré la bonne tenue du marché du travail. Le salaire réel par tête a ainsi reculé au premier trimestre pour le deuxième trimestre consécutif, mettant un terme au cycle de hausse amorcé dès 2022. Pourtant, le rattrapage du pouvoir d'achat perdu durant la période d'inflation élevée de 2022-2023 reste incomplet. Ainsi, malgré une croissance des salaires négociés de 10% depuis 2019, la rémunération des salaires en termes réels n'a progressé que de 5% sur la même période, contre une hausse du déflateur de la consommation de 17%, soit trois fois moins vite. En outre, la forte croissance de l'emploi salarié sur la période (+8%), se traduit par des salaires par tête réel au T1 2025 encore inférieurs au niveau pré-pandémique. Par conséquent, **la croissance du pouvoir d'achat est restée contenue.** Elle

n'a augmenté que de 1,9% depuis la fin 2019. La légère accélération de l'inflation en début d'année (1,7% sur les cinq premiers mois en glissement annuel, contre 1,1% en moyenne en 2024), principalement due aux produits alimentaires non transformés et à l'énergie, complique davantage ce rattrapage salarial. Toutes choses égales par ailleurs, **la hausse de l'inflation observée au cours de ces derniers mois devrait rester contenue grâce notamment à des prix des matières premières en baisse et à l'appréciation de l'euro dans un contexte de tension commerciale.**

La hausse du PIB s'est également accompagnée d'une demande en travail encore dynamique, avec une augmentation des heures travaillées de 1,0% au premier trimestre 2025 par rapport au trimestre précédent. Par tête, les heures travaillées ont également continué de croître de 0,3%, tandis que l'utilisation du dispositif de chômage partiel est tombée à 7,8 heures pour mille heures travaillées (-0,1 heure). L'emploi a également progressé de 0,6% (+141 000 personnes) par rapport au quatrième trimestre 2024, porté principalement par les contrats permanents (+0,9%) et les travailleurs indépendants (+0,3%), compensant le recul des contrats à durée déterminée (-20 000, -0,8%). **Le taux de chômage, qui s'est stabilisé à 6,1% au premier trimestre, a de nouveau baissé en avril passant à 5,9% à la faveur d'une baisse du nombre de demandeurs d'emploi de 3% sur le mois.** Cette vigueur de l'emploi masque néanmoins des disparités sectorielles. Dans les services, les heures travaillées ont augmenté de 1,4% (atteignant 1,7% hors secteur public), tandis que dans l'industrie manufacturière, les heures travaillées sont restées stables (-0,1% pour les

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

unités de travail). Parallèlement, la valeur ajoutée dans les services a stagné, tandis que celle de l'industrie a augmenté de 1,1%. **Ce découplage entre emploi et production, loin de se cantonner au T1 2025, soulève des questions sur l'efficacité allocative de la croissance**, qui tend à favoriser les services et la construction, avec comme conséquence un recul de la productivité qui commence à s'inscrire dans la durée.

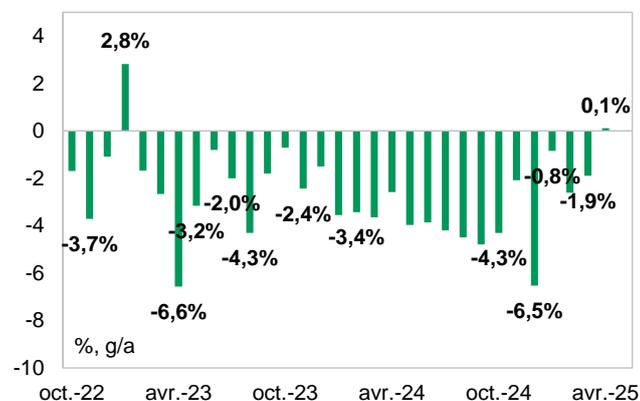
L'industrie reprend son souffle

L'industrie italienne montre des signes de reprise, démarrant le deuxième trimestre avec une **hausse de la production de 1,0% en avril**. Ce rebond est principalement porté par la production de biens de consommation (+2,1), notamment durables, et de biens d'investissement (+0,9%) ; il est tiré par la reprise dans l'industrie textile et la fabrication de matériel informatique. **Toutefois, cette amélioration doit être relativisée, car les niveaux de production restent faibles après les baisses enregistrées en 2023 et 2024** avec un indice de production industriel inférieur de 6% à son niveau fin 2021, soit avant le début de la guerre en Ukraine.

Si la reprise de l'industrie semble amorcée, elle reste néanmoins fragile avec des indicateurs avancés qui sont pour le moins mitigés.

Si la reprise de l'industrie semble amorcée, elle reste néanmoins fragile avec des indicateurs avancés qui sont pour le moins mitigés. L'indice PMI indique encore un secteur en contraction (49,2 contre 49,3) et la confiance des industriels, bien qu'elle se redresse timidement, reste contrainte par des commandes encore en diminution. Les risques tarifaires liés à la politique commerciale américaine constituent une préoccupation supplémentaire pour ce secteur exportateur. Mais il pourrait également bénéficier de la reprise en Allemagne qui favoriserait une reprise de la demande intra-européenne sous l'impulsion de son important plan de relance.

Italie : indice de production industrielle



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

Le secteur des services a déçu au premier trimestre avec un recul de 0,1% de sa valeur ajoutée, malgré la reprise du tourisme. Mais des

signaux plus encourageants apparaissent pour le deuxième trimestre : progression du chiffre d'affaires en avril, raffermissement de l'indice PMI à 53,2 en mai (contre 52,9), et redressement partiel de la confiance des entreprises, notamment dans le service marchand.

L'investissement reste la surprise positive de ce début d'année, avec une progression de 1,6% pour le deuxième trimestre consécutif. Cette dynamique favorable concerne aussi bien la composante productive que la construction. La FBCF en machines et équipements, bien qu'en ralentissement (passant de +3,3% à +1,2%), reste robuste. Cette modération a été compensée par la reprise de la FBCF dans les transports (+2,3%) et par un rebond de l'investissement dans la propriété intellectuelle (+1,7%). Si l'amélioration des conditions de financement semble porter la reprise comme l'indique l'enquête BLS de la Banque d'Italie, la dynamique de l'investissement est également soutenue par la montée en régime des subventions Transition 5.0, simplifiées depuis par la loi de finances de 2025. Malgré ces facteurs qui sont amenés à se pérenniser, **les perspectives face à un environnement international compliqué s'assombrissent pour le deuxième trimestre.** Faible progression de la confiance des entreprises, niveau élevé d'incertitude, contraction des commandes de biens d'équipement, et diminution des attentes de nouvelles commandes pour le deuxième mois consécutif sont autant de facteurs qui laissent à penser que la forte croissance des six derniers mois est une parenthèse.

Construction : le PNRR à la rescousse

Le secteur de la construction continue également d'afficher de la résilience en ce début d'année, avec une augmentation de l'indice de production de 2,4% en avril par rapport à mars, et de 1,7% en moyenne sur le trimestre février-avril. Sur une base annuelle, la progression atteint 5,9%, permettant à l'indice d'atteindre son plus haut niveau depuis mars 2008. Cette performance intervient après la fin du *Superbonus*, dispositif fiscal qui avait stimulé la rénovation énergétique. Si l'investissement en construction de logements a baissé de près de 7% depuis la suppression de cette incitation, cette contraction reste modérée au regard du doublement du niveau d'activité observé depuis 2019. En outre, après une année 2024 globalement en contraction, le secteur résidentiel renoue également avec la croissance (+1,7%).

L'investissement en infrastructures continue également de croître (+1,8%), soutenu par les fonds du PNRR, bien qu'à un rythme ralenti par rapport aux trimestres précédents (+2,6% au T3 et +4% au T4 2024). Bien que l'investissement devrait continuer de bénéficier des fonds européens jusqu'en 2026, il est peu probable que l'ensemble des budgets alloués dans le cadre du plan pourra être dépensé. **Pour le moment, l'Italie continue à s'engager à dépenser l'ensemble des 194 milliards d'euros du NGEU**, alors même que la huitième tranche de financement va être soumise à l'approbation de la Commission

européenne en juin. Si les objectifs européens en vue du déblocage des fonds sont globalement atteints notamment en matière de réformes, le niveau de dépenses effectives reste quant à lui faible. En effet, selon le rapport d'avancement de la Cour des comptes, 63,9 milliards de dépenses ont été engagés fin 2024, soit seulement 33% des ressources du Plan. Sur la seule année 2024, sur les 40 milliards prévus, seuls 18 milliards ont été alloués à des projets, soit 44% des dépenses effectives, un niveau d'exécution qui tombe à 21,9% si l'on exclut les mesures de crédits d'impôt (plan Transition 4.0 et Superbonus 110%).

Exportations : dans l'attente d'un accord

Le commerce extérieur italien a connu un rebond au premier trimestre, avec une progression des exportations de 2,8%, contribuant positivement à la croissance après quatre trimestres de contribution nulle ou négative. Cette reprise concerne tant les biens (+2,5%) que les services (+3,8%). Cependant, ce rebond semble largement attribuable à des comportements d'anticipation des entreprises face à l'annonce de la politique tarifaire américaine le 2 avril, ainsi que d'autres facteurs temporaires (livraison de chantier naval). Cette hypothèse a été corroborée par la chute des exportations en avril (-2,8% à prix constants), particulièrement prononcée vers les pays hors UE, tandis que les ventes vers les marchés européens continuaient de progresser.

Outre les droits de douanes, les entreprises exportatrices italiennes font également face à une dépréciation du dollar face à l'euro qui a accéléré depuis les annonces tarifaires. La taux de change euro-dollar est passé de 1,08 début avril à 1,16 à la mi-juin, soit une dépréciation de 7% sur la période. La dépréciation atteint 11% depuis le 20 janvier. Dans ce contexte, malgré la performance positive des quatre premiers mois, la compétitivité des exportations italiennes apparaît d'autant plus fragilisée en dépit de l'effet positif de l'appréciation de l'euro sur les coûts de

l'énergie. À cela s'ajoute la menace de nouvelles hausses tarifaires américaines, si un accord avec l'Union européenne ne venait pas à être ratifié. Cela pourrait ternir davantage le profil des exportations sur le reste de l'année.

2025 : un retour au principe de réalité

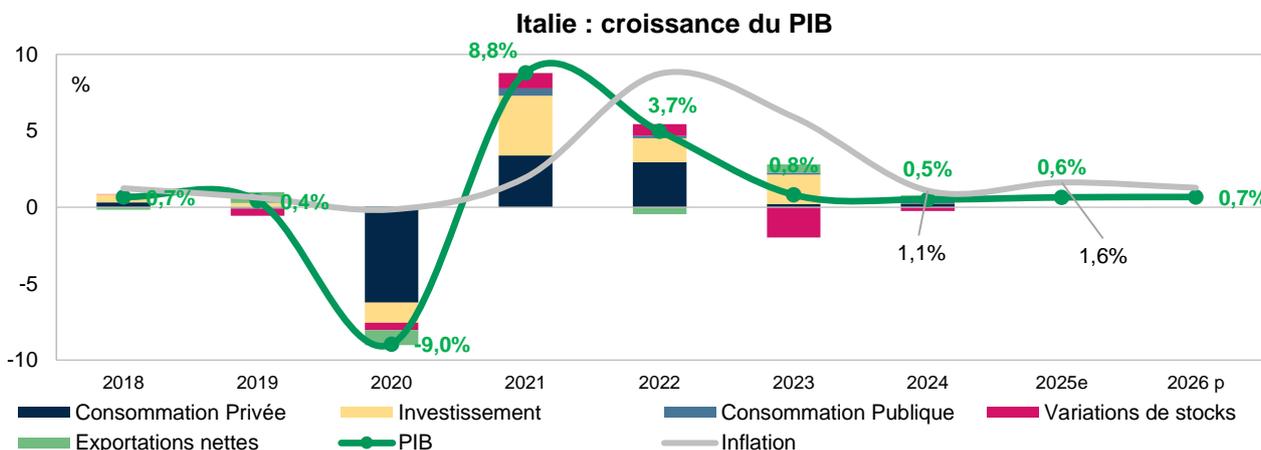
À moins que le découplage entre données des comptes nationaux et indicateurs de conjoncture ne persiste, il est fort probable que les facteurs d'atténuation qui ont joué positivement sur l'activité en Italie depuis la fin 2024 se dissipent. Au regard des enquêtes, **la croissance de la FBCF productive devrait rester tout juste positive dans les trimestres à venir**, tandis que la progression de 2% estimée pour 2025 reposera pleinement sur les effets d'acquis de croissance. Malgré les retards dans l'exécution, le plan de relance restera un pivot central de la demande dans un horizon de deux ans, et la correction attendue dans le secteur du logement devrait se limiter aux pertes déjà enregistrées en 2024.

Les perspectives de la consommation restent également modestes avec une croissance anticipée de 0,8%, soutenue par l'augmentation de l'emploi, mais freinée par un climat d'incertitude qui favorise l'épargne de précaution. Sans réelle inflexion du revenu disponible, cette tendance devrait se poursuivre en 2026, avec un rythme de croissance similaire.

Enfin, **les pertes économiques liées à l'application des nouveaux droits de douanes américains, estimées à 0,2 point de PIB, devraient pénaliser la croissance qui se situerait tout juste au-dessus de l'acquis en 2025 à 0,6%, puis augmenterait légèrement à 0,7% en 2026**, une fois ces effets compensés par les retombées positives du redémarrage de l'économie allemande sur la demande européenne.

Sofia TOZY

Prévisions arrêtées le 12/06/2025.
Article achevé de rédiger le 24/06/2025.



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

Allemagne – La demande intérieure compense la baisse des exportations nettes

L'économie allemande retrouve le chemin de la croissance. Bien que plus exposée que ses partenaires aux politiques protectionnistes, l'activité serait stimulée par le plan d'investissement fédéral. Si les effets seront minimes en 2025 en raison de retards de planification, un flux de fonds notable est attendu en 2026, avec des effets d'entraînement positifs pour les voisins européens et l'ensemble de la zone euro.

Renouer avec la croissance

La croissance du PIB a dépassé les attentes (+0,4%) au premier trimestre 2025, après deux années consécutives de contraction (-0,2% en 2024). Elle a été portée par la vigueur des exportations en anticipation de l'entrée en vigueur des droits de douane américains. Ce rebond intervient après le repli des exportations (-1,7%) en 2024 qui avait pesé sur l'activité avec une contribution négative nette des exportations de 0,5 point. La demande intérieure a aussi fourni un apport de plus en plus important à la croissance. L'accélération de la consommation des ménages confirme la légère reprise engagée en 2024, soutenue par des gains de pouvoir d'achat. Le renforcement de la croissance de l'investissement (0,9%) intervient après une année 2024 en baisse (-2,5%), du fait de la contraction du secteur de la construction et de l'investissement productif. Celui-ci avait été freiné par un climat d'incertitude persistante et par la remontée des coûts des facteurs de production et du capital.

Faible reprise en vue

Malgré ce rebond, les indicateurs de court terme laissent entrevoir un essoufflement au deuxième trimestre. L'indice des directeurs d'achat composite de S&P Global est repassé en territoire de contraction en mai, en raison du recul des services, malgré une stabilisation de l'industrie manufacturière. Dans la construction, les perspectives s'améliorent, notamment grâce aux attentes d'investissements publics, mais le niveau d'activité reste bas. Les conditions d'exportation montrent des signes de stabilisation, mais les indicateurs avancés de l'IFO demeurent sous leurs moyennes historiques, et l'incertitude liée aux tarifs douaniers reste élevée. Dans ce contexte, nous prévoyons un recul du PIB au deuxième trimestre.

Nous prévoyons une croissance du PIB de 0,1% en 2025, soutenue par la demande intérieure. En revanche, le commerce extérieur continuerait de peser sur la croissance du PIB, avec une contribution attendue de -1,2 point, les exportations (-1,3%) reculant encore sous l'effet des tensions commerciales persistantes, tandis que les importations repartiraient à la hausse (+1,6%) du fait de la reprise de la demande intérieure.

Nous prévoyons ensuite une accélération de la croissance du PIB à 1,2% en 2026, portée par une amélioration de la demande intérieure et les mesures budgétaires. Le commerce extérieur continuerait de pénaliser le PIB avec une contribution de -0,5 point, malgré la reprise des exportations.

Les risques associés au scénario de croissance en 2025 sont orientés à la baisse : poursuite des tensions commerciales et retards dans la mise en œuvre des mesures budgétaires.

Ralentissement des salaires et épargne de précaution limitent la reprise de la consommation privée

La consommation des ménages bénéficierait d'un pouvoir d'achat en amélioration, mais resterait freinée par des anticipations prudentes des ménages. La progression des salaires nominaux par salarié a ralenti à 5,4% en 2024, et nous prévoyons que la décélération graduelle continuera jusqu'au rythme de 3,1% en 2025 et 2,9% en 2026.

Après la baisse de l'inflation à 2,5% en 2024, freinée par la baisse des prix de l'énergie et des biens, nous prévoyons la poursuite de son repli pour s'établir à 2,3%, avec des tensions sous-jacentes restant élevées, notamment dans les services, soutenues par des coûts salariaux encore dynamiques.

Le nombre de personnes employées reste stable au premier trimestre 2025. En revanche, le nombre de demandeurs d'emploi a augmenté légèrement. En conséquence, le taux de chômage a augmenté à 3,6%. Par ailleurs, le nombre d'offres d'emploi

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

enregistré par la BFA (*Bundesagentur für Arbeit*) a de nouveau diminué au premier trimestre 2025, après s'être stabilisé au quatrième trimestre 2024.

Les ménages continueront d'arbitrer en faveur de l'épargne.

Les indicateurs de perspectives d'embauche pour les prochains mois indiquent une nouvelle dégradation. En ce sens, l'indicateur publié par l'IFO et l'indicateur estimé par l'IAB se sont détériorés au premier trimestre 2025. Les différents indices montrent que l'industrie manufacturière (lestée par la dégradation de la situation du secteur industriel) et le commerce (freiné par la faiblesse des ventes au détail) déclarent les plus faibles perspectives d'embauche, tandis que la situation serait moins négative dans le secteur de la construction et dans les services.

Les entreprises retiennent la main-d'œuvre face au ralentissement de l'activité en raison de la pénurie persistante de main-d'œuvre qualifiée dans de nombreux secteurs. Les réglementations généreuses en matière de chômage partiel ont soutenu ces décisions. Les accords entre les entreprises et les syndicats visant à garantir l'emploi dans les usines stratégiques ont également permis d'éviter des pertes d'emplois. La faiblesse de la situation économique (qui découragerait l'entrée sur le marché du travail) et l'évolution démographique (caractérisée par le vieillissement de la population) ralentiraient également la croissance de la population active. **Nous prévoyons que le taux de chômage moyen s'établirait à 3,5% en 2025 et baissera à 3,3% en 2026.**

Les ménages continueront d'arbitrer en faveur de l'épargne. Le taux d'épargne a augmenté à 20,2% en 2024, poursuivant ainsi l'accélération en cours depuis 2022. Nous prévoyons que les ménages continueront d'arbitrer en faveur de l'épargne sur la base de la faible confiance des ménages dans un contexte de médiocre performance de l'économie. Nous prévoyons que le taux d'épargne des ménages s'établira à 20,4% et 20,6% respectivement en 2024 et 2025.

Nous prévoyons que l'aversion à la dépense et les gains de pouvoir d'achat encore trop timides limiteraient la reprise de la consommation des ménages. Nous prévoyons une **légère progression de la consommation des ménages à 0,7% en 2025, et une graduelle accélération à 0,4% en 2026.**

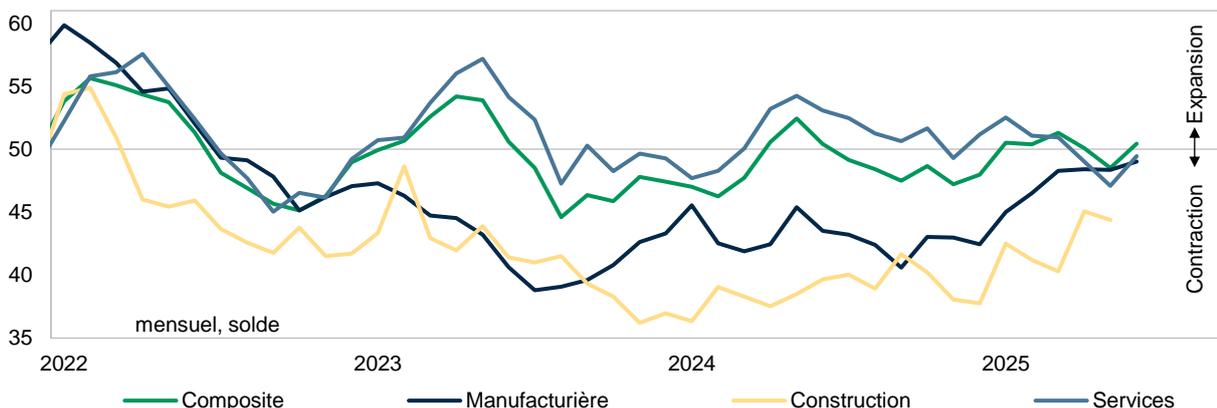
La consommation publique (+1,5%) soutiendrait la croissance. La consommation publique en 2026 (+1,8%) s'inscrirait, en revanche, en accélération du fait de plus larges marges budgétaires.

La hausse de l'investissement public stimulerait l'investissement privé

La formation brute de capital fixe retrouverait une trajectoire positive (+1,9%), grâce à la baisse des coûts de financement et à l'anticipation des mesures fiscales. Les deux composantes de l'investissement en construction (+1,5%) et l'investissement productif (+0,8%) enregistreraient une expansion. **En 2026, l'accélération de la formation brute de capital fixe (+5,6%) serait soutenue par une progression dans le secteur de la construction (+5%) et par l'investissement productif (+7%).**

La rentabilité devrait se redresser et contribuer à la reprise de l'investissement. Le taux de marge des sociétés non financières a diminué à 35,6% au quatrième trimestre 2024, prolongeant la tendance à la baisse observée depuis le premier trimestre 2023. Toutefois, nous anticipons que la trajectoire pourrait commencer à s'inverser sur la base de la modération de la progression des salaires et du redressement du cycle de productivité. Le taux d'investissement a également diminué à 19,4%, confirmant la tendance à la baisse observée depuis le premier trimestre 2019, temporairement interrompue lors la reprise de 2022. La faiblesse de l'activité limitera la reprise du taux d'investissement jusqu'à ce que des ressources supplémentaires provenant de l'adoption des mesures fiscales commencent à être déployées. En revanche, la baisse des taux directeurs continuera de se répercuter positivement sur les conditions d'octroi des entreprises.

Allemagne : climat des affaires par secteur



Sources : S&P Global PMI, Crédit Agricole S.A./ECO

Un coup de pouce budgétaire pour l'activité

Le Parlement a adopté en mars la création d'un fonds d'investissement en infrastructures de 500 milliards d'euros sur douze ans. Une première phase de la réforme du frein à l'endettement a aussi été votée ; elle permettra aux régions d'enregistrer un déficit structurel pouvant aller jusqu'à 0,35% du PIB. Enfin, les dépenses de défense supérieures à 1% du PIB seront exemptées du calcul du déficit. L'adoption de ces mesures a permis de briser des barrières qui semblaient jusqu'à présent insurmontables pour financer des investissements en infrastructures et défense.

Nous anticipons que les ressources commenceront à être déployées en 2026, compte tenu du temps nécessaire à l'élaboration du cadre juridique pour le transfert de fonds aux régions, à l'émission de dette, aux contraintes de l'offre de main d'œuvre et à la mise en œuvre des projets respectifs. Les fonds seront utilisés graduellement au cours des trois premières années.

Les mesures adoptées contribueraient à hauteur de 0,5 point à la croissance du PIB en 2026 (23 milliards d'euros). Nous prévoyons que 10 milliards d'euros du fonds d'investissement seront utilisés en 2026. D'autre part, les régions utiliseraient partiellement leur capacité d'emprunt et dépenseraient 4 milliards d'euros. De plus, l'exonération du calcul du déficit des dépenses en défense fournirait des ressources supplémentaires de 8 milliards d'euros.

Défis dans l'exécution budgétaire

Le budget pour 2025 est en phase finale de rédaction et sera soumis au vote en septembre. Ce calendrier tardif a freiné la mise en œuvre effective de nombreuses mesures, notamment en matière de réductions fiscales ou de relance de l'investissement.

Le texte proposerait une mobilisation des instruments hors budget et l'augmentation des dépenses de défense. **L'impact de l'impulsion budgétaire demeure limité par les délais d'exécution.**

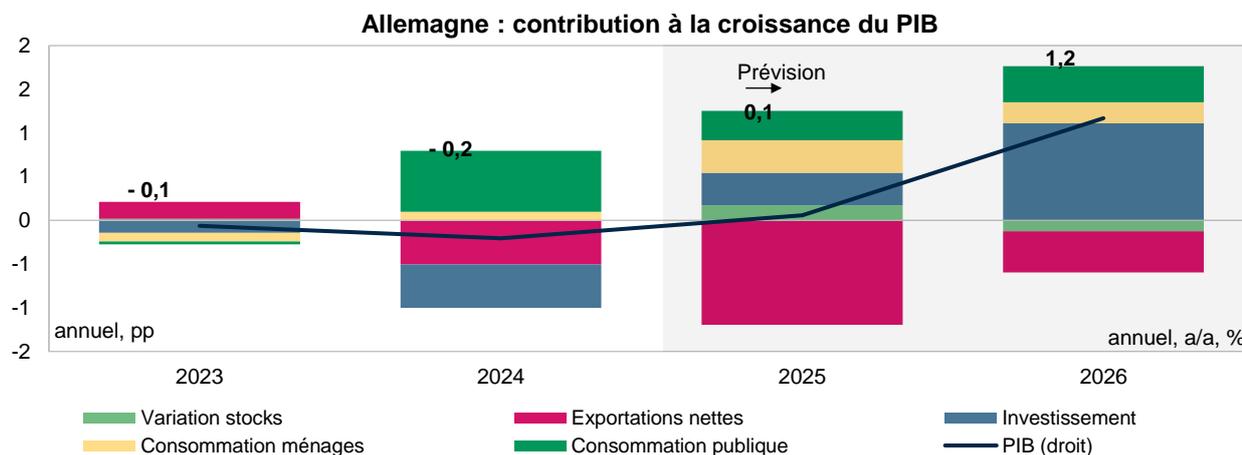
L'élaboration du budget pour 2026 progresse en parallèle. Le texte serait prêt fin juillet et serait soumis au vote en novembre. Les premières indications suggèrent le début du déploiement des fonds engagés. Cependant, les incertitudes autour de la capacité d'exécution demeurent importantes. Les goulets d'étranglement administratifs constituent un facteur susceptible de ralentir la mise en œuvre effective.

La hausse des dépenses ne compromet pas le ratio d'endettement

Nous prévoyons que le déficit budgétaire se réduira à 1,3% en 2025, en raison d'un ensemble de facteurs ponctuels favorables, notamment l'expiration de mesures fiscales temporaires, des reports de paiements (dont certaines taxes énergétiques), ainsi qu'une dynamique positive des recettes fiscales fédérales au début de l'année. Bien que le gouvernement ait annoncé une montée en puissance significative de l'investissement dans les infrastructures et la défense, la concrétisation budgétaire effective de ces engagements reste différée. Nous prévoyons que le déficit budgétaire augmentera légèrement à 1,4% en 2026, en raison des engagements d'investissement dans les infrastructures et la défense. Les pressions sur les dépenses sociales, en particulier sur les retraites, continueront également d'alimenter cette tendance, en l'absence de réformes majeurs. Par ailleurs, **le ratio de dette publique resterait stable à 62,4% du PIB en 2025 et 62,2% en 2026.** Cette trajectoire s'explique par la croissance nominale et le recours à des structures hors budget.

Alberto ALEDO

*Prévisions arrêtées le 04/06/2025.
Article achevé de rédiger le 23/06/2025.*



Espagne – Normalisation progressive de l'activité

Politique monétaire assouplie, désinflation énergétique, hausse des revenus réels et impulsion budgétaire ciblée soutiennent la demande intérieure espagnole. La recomposition du solde commercial, marquée par un affaiblissement du commerce en biens et une robustesse persistante des services marchands, notamment touristiques, impliquera une moindre contribution à la croissance que par le passé. La croissance s'inscrit alors en décélération, une normalisation par rapport aux années de rattrapage post-pandémique.

Un cycle d'expansion qui s'essouffle doucement

L'économie espagnole devrait enregistrer une croissance du PIB réel de 2,3% en 2025 (après 3,2% en 2024) à la suite d'un premier trimestre robuste (0,6% en rythme trimestriel) et de 2% en 2026. Ce rythme marque une décélération graduelle vers sa trajectoire de croissance potentielle (estimée à 1,7%), dans un contexte de ralentissement du commerce mondial, de normalisation de la demande interne et d'un soutien budgétaire plus ciblé.

Cette évolution s'inscrit dans un environnement caractérisé par la baisse des prix internationaux de l'énergie, une orientation plus expansionniste des politiques économiques en Europe, notamment budgétaires, et la résilience du secteur des services, tiré par l'immigration et la hausse de la productivité horaire. La désinflation en cours, la dynamique salariale positive en termes réels et l'ajustement progressif des déséquilibres immobiliers renforcent le soutien domestique.

Cependant, plusieurs facteurs pourraient contraindre la croissance future : hausse de l'incertitude géopolitique, pressions sur le commerce international, faible sensibilité de l'investissement privé à la baisse récente des taux, excès d'épargne des ménages, stagnation de la productivité notamment dans les secteurs à faible valeur ajoutée et à forte création d'emplois, affaiblissement de la participation au marché du travail.

Une demande intérieure dynamique, mais encore hétérogène dans ses composantes

La trajectoire récente de la demande intérieure espagnole est marquée par une reprise graduelle, mais inégale, de ses composantes principales. Ainsi, la consommation privée dépasse de 3,4% ses niveaux de 2019, tandis que l'investissement affiche une progression moins dynamique à 1,5%. La consommation privée progresserait de 2,6% en 2025 et de 2,1% en 2026, après 2,9% en 2024, tandis que la consommation publique ralentirait à 1,9%, après une forte croissance de 4,1% l'année précédente. Ce léger ralentissement n'est pas imputable à une dégradation des fondamentaux du marché du travail, qui restent solides : l'emploi augmenterait de 2,3% (après +2,2% en 2024), la rémunération par salarié en termes nominaux progresserait de 2,9%, et l'inflation moyenne se stabiliserait à 2,5%, permettant des gains de pouvoir d'achat (+0,4%).

Malgré cette évolution favorable des revenus, le taux d'épargne des ménages reste élevé : il atteindrait 13,7% en 2025, contre 9% en 2022 et 12% en 2023. Ce niveau, historiquement élevé, traduit un comportement de précaution renforcé, lié à l'incertitude géopolitique, aux perspectives modérées de croissance mondiale, mais aussi à des déséquilibres internes, comme l'accès au logement ou la polarisation des revenus. Seuls les 25% des ménages les plus aisés ont accru significativement leur intention d'achat de logement depuis la pandémie, selon Eurostat. À l'opposé, la moitié des ménages les moins aisés restent en retrait, ce qui limite l'élasticité de la consommation au revenu. Par ailleurs, le coût d'accès au logement reste une contrainte majeure pour les autres dépenses. Dans certaines régions, l'effort salarial pour accéder à un logement locatif dépasse 50% du revenu mensuel. Cette contrainte sur la consommation est renforcée par une croissance persistante des prix immobiliers (+12,2% en glissement annuel au T1 2025), en raison d'un déséquilibre structurel entre l'offre (145 000 logements terminés attendus en 2025) et la demande (550 000 logements manquants cumulés depuis 2021).

Dans ce contexte, la consommation publique joue un rôle stabilisateur. Bien que sa croissance ralentirait à 1,9% en 2025 selon nos prévisions (4,1% en 2024), cette évolution masque des hétérogénéités territoriales importantes. Plusieurs communautés autonomes opèrent sans budget approuvé, tandis que la mise en conformité avec les nouvelles règles budgétaires européennes contraint la dynamique des dépenses. L'effet net reste néanmoins expansionniste, soutenu par des engagements concrets, tels que le plan de soutien DANA (catastrophe climatique – *depresion aislada en niveles alto*) (6,3 milliards

	2023	2024	2025	2026
PIB (a/a, %)	2,7	3,2	2,3	2,0
Demande intérieure (contribution au PIB, pp)	2,4	3,0	2,7	2,1
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	-0,7	-0,2	-0,1	0,0
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,9	0,3	-0,2	-0,1
Consommation des ménages (a/a, %)	1,8	2,9	2,6	2,1
Investissement (a/a, %)	2,1	3,0	4,3	3,5
Inflation (a/a, %)	3,4	2,9	2,5	3,1
Taux de chômage (%)	12,2	11,4	10,4	9,5
Solde budgétaire (% du PIB)	-3,5	-3,1	-2,9	-2,8

d'euros injectés dans l'économie, soit 0,4% du PIB) et les dépenses de défense (+10,5 milliards d'euros, soit 0,6% du PIB), concentrées sur l'investissement en équipements et technologies.

S'agissant de l'investissement privé, la formation brute de capital fixe progresserait de manière significative (+4,3% en 2025 et +3,5% en 2026, après 3% en 2024). Ce dynamisme est porté par plusieurs moteurs. D'une part, l'investissement en équipements et en matériels de transport progresserait fortement en 2025 (+6,3%), soutenu par les ressources du Plan de relance et les aides ciblées aux régions affectées par la DANA. Le secteur de la construction non résidentielle enregistre également une croissance robuste (+2,7% au T2 2025), grâce à la commande publique.

D'autre part, **l'investissement résidentiel se redresserait** (+4,1% en 2025, après 1,7% en 2024), en lien avec la reprise progressive des permis de construire, la hausse des emplois dans le bâtiment et une modération des taux d'intérêt. En dépit de la hausse des prix, l'effort d'achat se stabilise, aidé par la disponibilité de crédit et l'amélioration des revenus salariaux. Le lancement d'un PERTE sectoriel (Plan stratégique pour la relocalisation industrielle) vise à porter la production annuelle de logements industrialisés à 15 000 unités, contre 4 000 actuellement, ce qui témoigne d'une volonté d'augmenter l'offre sans peser immédiatement sur les comptes publics.

Ainsi, **la demande intérieure bénéficie d'un soutien conjoncturel à plusieurs niveaux** : politique monétaire assouplie (taux de dépôt abaissé à 2%), désinflation énergétique (-10,3% sur le prix du pétrole, -26% sur celui du gaz depuis début 2025), hausse réelle des revenus et impulsion budgétaire ciblée. Dans un contexte où le taux d'utilisation est encore modeste, notamment dans les secteurs hors exportation, ces mesures ont un effet d'entraînement réel sur la croissance du PIB.

Cependant, **la sensibilité de l'investissement privé à la demande reste limitée dans certains segments**. Les entreprises espagnoles affichent des niveaux de rentabilité (ROE) inférieurs à la moyenne européenne, même après redressement *post*-pandémie. La taille

moyenne réduite des entreprises, les déficits en capital humain (managérial et technique), l'absence de marchés de capitaux pleinement développés et la fragmentation réglementaire freinent les effets d'amplification attendus. Cela souligne l'importance d'une politique économique qui continue de cibler les leviers de la demande, tout en orientant l'investissement public vers les secteurs à forte externalité positive pour le secteur privé.

Politique monétaire assouplie, désinflation énergétique, hausse des revenus réels et impulsion budgétaire ciblée soutiennent la demande intérieure espagnole.

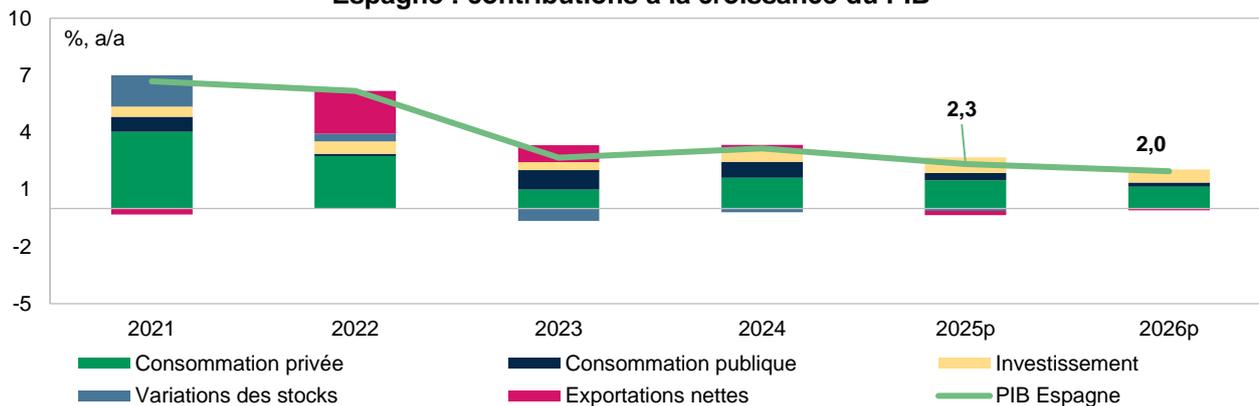
En résumé, la demande intérieure constitue en 2025 et en 2026 le principal contributeur à la croissance du PIB espagnol (de 2,7 points de PIB et 2,1%, respectivement). Cette dynamique, bien que soutenue, demeure dépendante d'un pilotage fin entre soutien à la demande, inclusion sociale et ciblage de l'investissement productif.

Les services soutiennent l'exportation, les biens sous pression

Le solde extérieur espagnol connaît en 2025 une recomposition progressive, marquée par un affaiblissement du commerce de biens et une robustesse persistante des services marchands, en particulier dans le secteur touristique. La contribution nette de la demande extérieure à la croissance du PIB redevenirait négative en 2025 (-0,2 point de pourcentage – pp), pour la première fois depuis 2021, traduisant un retournement de la dynamique d'exportation.

Les exportations de biens devraient se contracter de 1% en 2025, après une stagnation quasi complète en 2024. Cette évolution est principalement attribuable à l'environnement international : le durcissement commercial engagé par les États-Unis, *via* l'annonce d'une hausse généralisée des droits de douane pouvant atteindre 20% pour les produits européens, exerce un effet immédiat sur les flux d'échanges. Même si ces mesures ont été temporairement suspendues en attendant une négociation bilatérale, l'incertitude générée par ce revirement commercial a déjà impacté les

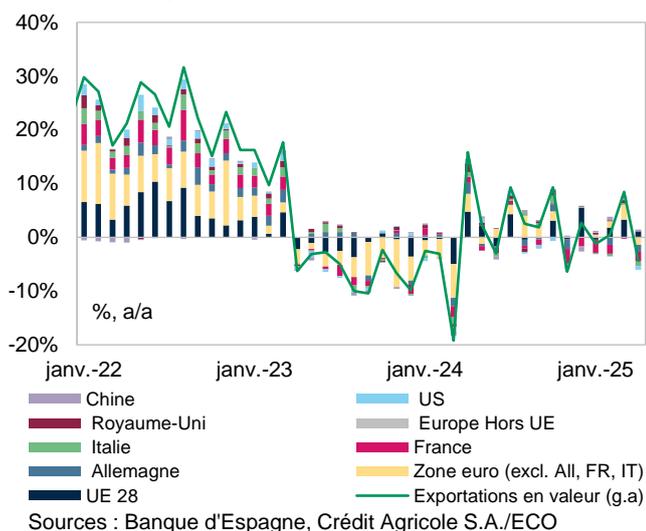
Espagne : contributions à la croissance du PIB



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

anticipations des entreprises espagnoles. **L'appréciation de l'euro face au dollar, estimée à +4% depuis le début de l'année, vient accentuer la perte de compétitivité prix des exportations.** La demande américaine représente environ 5% des exportations espagnoles, mais les effets indirects – *via* les chaînes de valeur européennes, la volatilité financière et les comportements d'anticipation – sont des facteurs amplificateurs du choc commercial. En réponse, **les autorités ont déployé un plan de soutien exceptionnel, d'un montant total proche d'un point de PIB (14 Mds€), dont 7 Mds€ en garanties de crédit public, 2 Mds€ en transferts directs, et 5 Mds€ de réaffectation de fonds européens.** La mesure-clé est l'activation du mécanisme RED, permettant aux entreprises exportatrices impactées de suspendre temporairement des contrats de travail ou de réduire le temps de travail, sans destruction massive d'emplois. Ce dispositif vise à maintenir les travailleurs dans l'emploi, éviter leur départ vers l'inactivité et éviter ainsi les effets d'hystérèse associés aux pertes de capital humain.

Espagne : exportations par destinations



En revanche, **les exportations de services affichent une dynamique contrastée, mais globalement favorable.** Elles devraient croître de 5,6% en 2025 et de 2,4% en 2026, soit un rythme supérieur à celui du PIB. En particulier, les exportations touristiques continueront d'être soutenues par la résilience de la demande européenne et par une désaisonnalisation accrue du flux de voyageurs. Cependant, certains signaux de saturation émergent. La croissance du nombre de nuitées ralentit, tout comme le taux de remplissage hôtelier. L'élasticité-prix de la demande touristique devient plus apparente : dans les régions à forte inflation, la baisse relative du flux de visiteurs est notable. Par ailleurs, des tensions sociales localisées autour du modèle touristique « de masse » (congestion, nuisances, pression sur le logement) ont incité plusieurs communautés autonomes à instaurer ou durcir les taxes de séjour, voire à limiter les locations de courte durée.

Le secteur des autres services exportables (conseil, informatique, ingénierie, audiovisuel) montre une progression plus modérée (+4,6% au T1 2025), mais régulière. Ce segment, moins cyclique, bénéficie de la diversification des marchés et d'un repositionnement sur les services à haute valeur ajoutée. L'investissement en capital humain et la stratégie de numérisation engagée dans les dernières années commencent à produire des effets mesurables.

Quant aux importations, elles progresseraient de 3,1% en 2025, soit à un rythme supérieur à celui des exportations (2,1%), en raison de la vigueur de la demande intérieure et de la composante importée des investissements publics récents. Une partie des ressources affectées à la défense et à la reconstruction est captée par des fournisseurs étrangers, faute de capacités de production nationales dans les segments technologiques concernés. Cette demande adressée à l'étranger limite l'effet multiplicateur domestique de ces dépenses.

Au total, **la balance courante resterait excédentaire en 2025 (+2,5% du PIB),** mais cet excédent masque une dégradation du solde des biens compensée par les revenus du tourisme et d'autres services. Cette configuration pose une question structurelle sur la soutenabilité de la spécialisation externe espagnole : dépendance accrue aux flux touristiques, vulnérabilité aux chocs de demande en provenance d'Europe occidentale et faible montée en gamme dans l'exportation de biens manufacturés.

Dépense publique ciblée pour amortir les chocs récents

La politique budgétaire espagnole en 2025 prend une tournure plus expansionniste. Deux mesures concentrent l'effort conjoncturel : les dépenses *post-DANA* (inondations de novembre 2024), qui ont injecté 6,3 milliards d'euros (0,4 % du PIB) *via* subventions, indemnités et marchés publics, soutenant la consommation et le BTP dans les zones affectées ; ensuite, le plan de renforcement des capacités de défense (10,5 milliards, soit 0,6 % du PIB), principalement orienté vers des investissements en équipement et technologie. Ces mesures, représentant ensemble près de 1 % du PIB, visent à compenser le repli attendu des exportations nettes (-0,2 pp de contribution au PIB) et à maintenir l'investissement dans un contexte de frilosité du secteur privé. À court terme, elles génèrent un effet de soutien sur la demande, notamment par la relance de la commande publique et des chaînes de sous-traitance. Le déficit public atteindrait -2,9 % du PIB en 2025 (après -3,2 % en 2024), tandis que la dette resterait stable autour de 101,5 %. Si la croissance nominale permet d'en contenir l'impact, aucune trajectoire de réduction durable n'est encore définie.

Ticiano BRUNELLO

*Prévisions arrêtées le 12/06/2025.
Article achevé de rédiger le 24/06/2025*



Royaume-Uni – Les droits de douane pèsent sur les perspectives économiques

Royaume-Uni – Les droits de douane pèsent sur les perspectives économiques

Malgré la « relation spéciale » entre le Royaume-Uni et les États-Unis et une balance commerciale en biens globalement équilibrée (-2,2 milliards de livres sterling en 2024), le Royaume-Uni n'échappe pas au droit de douane supplémentaire « universel » de 10%. Nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance pour les trimestres à venir. Le fort rebond du PIB au premier trimestre devrait être suivi par un net ralentissement au deuxième trimestre et un régime de croissance molle par la suite. Concernant la demande domestique, les fondamentaux se dégradent, sur fond de politiques budgétaire et monétaire restrictives. Le marché du travail en particulier connaît une détérioration au cours des derniers mois. Néanmoins, l'inflation restera supérieure à 3% pour le reste de l'année, garantissant une certaine prudence de la part de la BoE. Nous anticipons toujours deux baisses de taux supplémentaires cette année, en août et en novembre, mais ajoutons une autre baisse début 2026, ce qui ramènerait le taux directeur à 3,50%.

L'accord de prospérité économique signé le 8 mai entre le Royaume-Uni et les États-Unis¹, premier accord bilatéral signé par les États-Unis depuis le début de la guerre commerciale cette année, a maintenu le droit de douane supplémentaire « universel » de 10% sur la plupart des importations de biens britanniques. Les constructeurs automobiles britanniques sont un des principaux bénéficiaires de l'accord : ils se verront appliquer des droits de douane de 10% sur les 100 000 premières voitures importées par les États-Unis chaque année (25% pour chaque voiture supplémentaire, taux appliqué au reste du monde). En outre, les deux pays ont entamé des négociations afin de porter les droits de douane sur l'industrie de l'acier et de l'aluminium à 0% (contre 25% actuellement) dans la limite d'un quota à définir ultérieurement et pour protéger l'industrie pharmaceutique de toute hausse de droits de douane future. En conséquence, environ un quart des produits exportés vers les États-Unis seront exemptés de droits de douane.

Les exportations nettes constitueront le principal frein à la croissance au cours des prochains trimestres.

Les États-Unis sont le deuxième partenaire commercial du Royaume-Uni après l'Union européenne, leurs importations de biens britanniques totalisant 59,3 milliards de livres sterling en 2024 (16% du total des exportations de biens du Royaume-Uni, 8,7% du total de ses exportations de biens et services), dont 9 milliards de livres sterling de voitures. L'affaiblissement de la demande américaine pour des biens britanniques et le ralentissement de la demande mondiale résultant des nouveaux droits de douane devraient peser sur les exportations, l'investissement des entreprises, l'emploi et la consommation des ménages au Royaume-Uni.

Des révisions à la baisse des prévisions de croissance

Nous avons révisé à la baisse la croissance séquentielle pour le reste de l'année 2025 et pour 2026 d'environ -0,10 point de pourcentage (pp) à -0,15 pp par trimestre, ce qui entraîne une révision négative de la croissance annuelle du PIB pour 2026 à 1,1%, contre 1,4% prévu précédemment. Alors qu'elles ont déjà contribué négativement à la croissance en 2024, les exportations nettes demeureront le principal frein à la croissance au cours des prochains trimestres, la croissance des exportations étant appelée à s'affaiblir plus rapidement que celle des importations.

Détérioration des conditions sur le marché du travail

Alors que la croissance du PIB devra être portée de plus en plus par la demande intérieure, les fondamentaux relatifs à la consommation des ménages se sont dégradés. Le taux de chômage augmente, atteignant 4,6% sur les trois derniers mois à fin avril, son plus haut niveau depuis quatre ans. Le nombre d'employés sous contrat a continué de baisser au mois de mai pour le septième mois consécutif, avec une baisse estimée à 109 000 sur le mois (estimation préliminaire), la plus forte depuis mai 2020 et de -0,9% sur un an. C'est dans le secteur de la restauration que la baisse de l'emploi a été la plus forte

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

¹ Consulter notre publication : « [Les États-Unis et le Royaume-Uni signent un « Accord de prospérité économique » : quelques baisses de tarifs et beaucoup de promesses](#) », 28 mai 2025

(-124 000 salariés), probablement en lien avec la hausse du salaire minimum (*national living wage* ou *NLW*) qui a augmenté de 6,7% (de 16% à 18% pour les moins de 21 ans) le 1^{er} avril et le relèvement des cotisations sociales patronales (*national insurance contributions* ou *NIC*), +1,2 point de pourcentage. Cette tendance devrait se poursuivre, le taux de chômage étant désormais attendu à 5% d'ici la fin de l'année (contre 4,7% précédemment).

La croissance des salaires reste élevée (5,2% en valeur nominale, 2,1% en valeur réelle), mais elle devrait ralentir au cours des prochains trimestres à mesure que l'emploi diminuera. Dans un contexte de dégradation des conditions du marché de l'emploi et de politiques budgétaire et monétaire restrictives, la consommation des ménages devrait rester faible, bien que résiliente (+1,5% en rythme annuel cette année, +1,6% attendu l'an prochain). Les ménages accumulent de l'épargne de précaution depuis déjà un certain temps, le taux d'épargne ayant atteint 11,6% au premier trimestre 2025, son niveau le plus élevé depuis le deuxième trimestre 2021.

Le rythme de croissance solide du T1 devrait être suivi par un net ralentissement

Bien que les perspectives du Royaume-Uni se soient dégradées, notre prévision de croissance annuelle du PIB pour 2025 est révisée à la hausse à 1,1% (contre 0,9% il y a deux mois), en grande partie en raison de la hausse considérable et inattendue du PIB survenue en début d'année. L'économie britannique a progressé de 0,7% en variation trimestrielle au premier trimestre 2025, les exportations nettes ayant contribué à hauteur de 0,4 pp et les investissements des entreprises ayant augmenté de près de 6% en variation trimestrielle. Toutefois, ces taux de croissance ne devraient pas se maintenir et nous anticipons un ralentissement prononcé du PIB à 0,1% en variation trimestrielle au deuxième trimestre 2025. La consommation des ménages et les dépenses publiques devraient être les seules composantes à contribuer positivement. Les enquêtes auprès des entreprises indiquent une demande intérieure faible et sont globalement cohérentes avec une économie en

stagnation, voire en légère contraction. Les risques autour de nos prévisions restent légèrement orientés à la baisse, compte tenu de l'incertitude accrue en matière de politique commerciale mondiale.

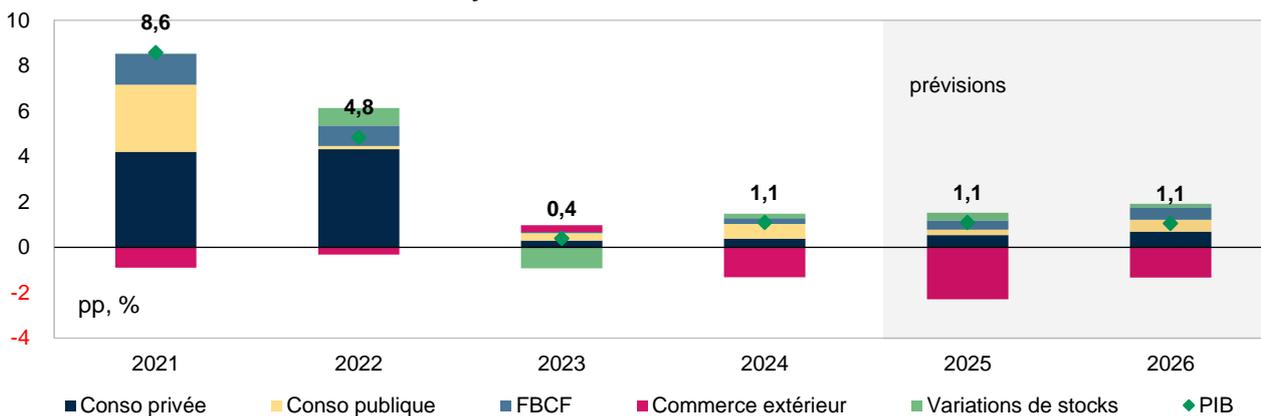
Banque d'Angleterre : le rythme d'assouplissement à pas trimestriels se poursuit

La BoE a abaissé son taux directeur de 25 points de base à 4,25% lors de sa réunion de politique monétaire de mai, conformément à nos anticipations et à celles du consensus. Mais la décision était loin de faire l'unanimité. Le Comité de politique monétaire (MPC) était partagé en trois : deux membres ont voté en faveur d'une réduction du taux directeur de 50 points de base à 4%, deux membres se sont prononcés pour le maintien du taux directeur à 4,5% et cinq membres ont voté en faveur d'une réduction de 25 points de base. Les principales raisons de ces divergences ont été, pour les plus conservateurs, la persistance des pressions inflationnistes et le raffermissement des anticipations des ménages en matière d'inflation, tandis que les récents développements mondiaux, conjugués au tassement de la demande intérieure et à l'apparition de capacités inutilisées sur le marché de l'emploi, ont été les principaux arguments des partisans d'une baisse plus importante des taux.

Les capacités inutilisées sur le marché du travail devraient continuer d'augmenter

Sur le marché de l'emploi, les évolutions récentes indiquent une augmentation des capacités inutilisées, le nombre de postes vacants ayant poursuivi sa trajectoire baissière et le taux de chômage ayant continué d'augmenter (à 4,6% il se situe au-dessus de son niveau d'équilibre de long terme estimé à environ 4,25%). Les entreprises continuent de revoir à la baisse leurs plans de recrutement : le nombre de postes à pourvoir continue de reculer, plongeant davantage sous son niveau pré-Covid. Il y a désormais 2,2 chômeurs par poste à pourvoir, un plus haut depuis avril 2021. Ce ratio est la mesure privilégiée de la BoE du degré d'assouplissement du marché du travail.

Royaume-Uni : croissance annuelle du PIB



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

Les tensions inflationnistes domestiques semblent donc diminuer. Variable-clé pour la BoE, la croissance des salaires demeure élevée (5,2% sur les trois mois à fin avril), mais s'inscrit à la baisse pour le deuxième mois consécutif. Ainsi, même s'il est probable que les augmentations des cotisations sociales patronales continueront de se répercuter sur les prix dans les mois à venir, le principal canal de transmission de la hausse des coûts de main-d'œuvre semble être l'affaiblissement de l'emploi. Nous tablons sur un taux de chômage de 5% d'ici la fin de l'année, ce qui freinera la croissance des salaires et, au final, l'inflation des services.

L'inflation devrait évoluer autour de 3,4% dans les prochains mois, mais baisser vers la cible de 2% au T2 2026

L'inflation de l'indice des prix à la consommation (IPC) a bondi, passant de 2,6% en variation annuelle en mars à 3,5% en avril, principalement en raison de facteurs temporaires comme la hausse des factures de gaz, d'électricité et d'eau et des droits d'accise sur les véhicules, ainsi qu'une hausse des prix des billets d'avion et des forfaits vacances à l'occasion de Pâques. En outre, les hausses des cotisations sociales patronales (NIC) et du salaire minimum vital (NLW) en avril ont probablement eu des répercussions sur les prix, en particulier dans les restaurants et les hôtels, où les hausses de prix mensuelles restent supérieures aux moyennes historiques. En conséquence, l'inflation des services a surpris à la hausse en avril (5,4% en sur un an contre 4,7% en mars) et l'inflation sous-jacente a atteint 3,8% sur un an en avril (3,4% en mars).

Les chiffres de l'inflation supérieurs aux anticipations en avril auraient mécaniquement entraîné une révision à la hausse de nos prévisions d'inflation de l'IPC pour l'année à venir si l'Ofgem (*Office of Gas and Electricity Markets*) n'avait pas annoncé une baisse du plafond

des prix de l'énergie de 7% entre juillet et septembre et si nous n'avions pas révisé à la baisse nos prévisions sur les cours mondiaux du pétrole. **Nous tablons désormais sur une inflation moyenne de l'IPC évoluant autour de 3,4% aux deuxième et troisième 2025** (contre un pic anticipé à 3,6% au T3 2025 précédemment).

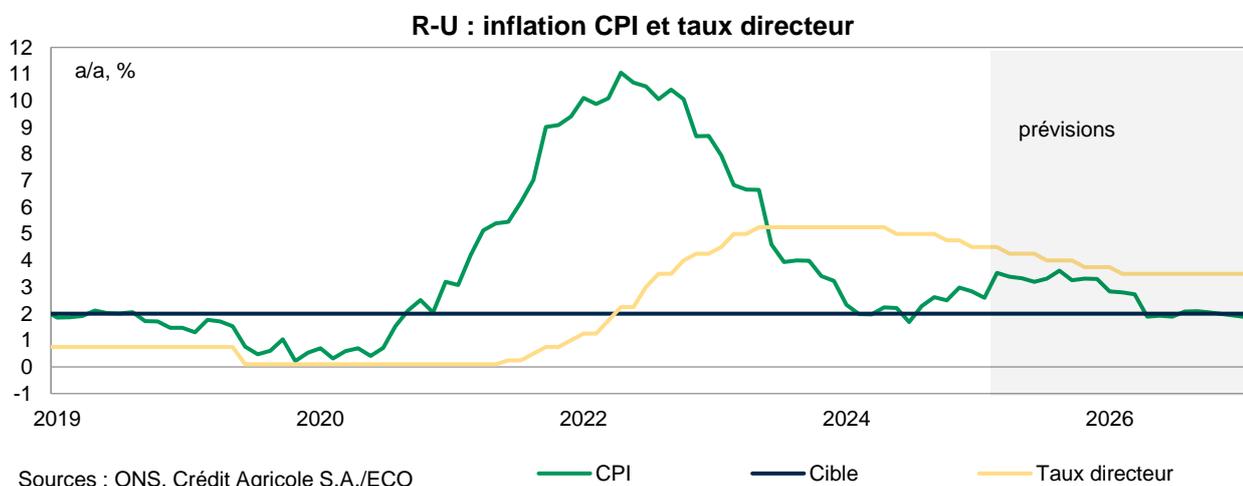
La croissance du PIB étant inférieure à son potentiel au cours des prochains trimestres, les capacités inutilisées sur le marché de l'emploi devraient continuer d'augmenter. L'impact des droits de douane devrait être légèrement désinflationniste en raison de la baisse des prix du pétrole, du recul de l'inflation importée, de l'appréciation passée de la livre sterling et de la dégradation des perspectives de la demande intérieure. **En conséquence, l'inflation devrait être inférieure à l'objectif de 2% de la BoE à la mi-2026.**

Nous avons ajouté une baisse de taux supplémentaire à notre scénario

La politique commerciale américaine et les incertitudes qui en découlent pesant sur les perspectives de croissance et d'inflation, nous avons révisé légèrement à la baisse nos prévisions concernant le taux directeur de la BoE. Nous anticipons toujours deux baisses de taux supplémentaires cette année (en août et en novembre) de 25 points de base ; dans les deux cas, la persistance d'une inflation élevée justifiera probablement le maintien d'une certaine prudence de la part de la BoE. Toutefois, compte tenu de l'affaiblissement des perspectives de croissance et d'inflation, nous avons ajouté une baisse des taux début 2026, ce qui porterait le taux directeur à 3,50%.

Slavena NAZAROVA

*Prévisions arrêtées le 18/06/2025.
Article achevé de rédiger le 18/06/2025.*





PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES & FINANCIÈRES

Scénario économique européen

Scénario économique international

Comptes publics

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE EUROPÉEN

CROISSANCE DU PIB

	2023	2024	2025	2026	2024				2025				2026			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Zone euro	0,6	0,8	0,9	1,3	0,3	0,2	0,4	0,3	0,6	-0,3	0,1	0,3	0,5	0,4	0,5	0,4
Allemagne	-0,1	-0,2	0,1	1,2	0,2	-0,3	0,1	-0,2	0,4	-0,3	0,1	0,1	0,7	0,3	0,3	0,4
France	1,6	1,1	0,6	1,2	0,1	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Italie	0,8	0,5	0,6	0,7	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,3	0,2
Espagne	2,7	3,2	2,3	2,0	1,0	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,3	0,3	0,5	0,6	0,6	0,7
Pays-Bas	0,1	1,0	1,4	1,4	-0,1	1,0	0,8	0,3	0,1	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Belgique	1,2	1,0	1,1	1,3	0,4	0,3	0,3	0,2	0,4	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3
Irlande	-5,7	1,3	4,7	1,2	-0,8	1,4	3,8	5,0	9,7	-12,1	-2,7	1,6	1,6	1,6	3,3	1,6
Portugal	2,6	1,9	1,6	2,3	0,6	0,4	0,4	1,4	-0,5	0,0	1,2	0,9	0,4	0,5	0,3	0,5
Grèce	2,3	2,3	1,7	1,8	0,3	1,1	0,2	0,8	0,0	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4	0,5	0,3
Finlande	-0,9	-0,1	0,8	1,4	0,5	0,2	0,4	0,2	0,0	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3
Luxembourg	-0,7	1,0	0,4	2,2	1,3	0,5	-1,2	1,3	-1,0	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Autriche	-0,8	-1,1	-0,1	1,0	0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5	0,4	0,4
Slovénie	2,3	1,5	1,1	3,0	0,9	-0,5	0,2	0,3	-0,8	1,5	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
Malte	6,8	6,0	3,6	4,0	1,3	2,8	-0,6	-0,7	1,6	1,8	1,2	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8

Zone euro

	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 volume (a/a, t/t, %)	0,6	0,8	0,9	1,3	0,0	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,4	0,3	0,6	-0,3	0,1	0,3	0,5	0,4	0,5	0,4
Demande intérieure hors stocks (contribution au PIB, pp)	1,0	0,7	1,4	1,4	0,5	0,2	0,2	0,4	-0,1	-0,3	0,8	0,5	0,5	-0,1	0,3	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4
Consommation des ménages (a/a, t/t, %)	0,6	1,0	1,2	1,1	0,3	0,3	0,1	0,0	0,4	0,1	0,5	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Consommation publique (a/a, t/t, %)	1,5	2,4	1,1	1,0	0,4	0,4	0,6	0,7	0,3	0,9	0,7	0,4	0,0	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,2	0,2
Investissement (a/a, t/t, %)	1,8	-1,8	2,5	3,0	1,0	-0,1	0,1	1,1	-1,9	-2,5	1,8	0,7	1,8	-0,9	0,7	0,7	1,1	0,8	0,8	0,8
Variation de stocks (contribution au PIB, pp)	-0,7	-0,4	0,2	0,0	-0,9	0,2	-0,4	-0,4	-0,3	0,1	0,6	-0,3	-0,1	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,4	0,5	-0,6	-0,2	0,3	-0,3	0,2	0,0	0,6	0,4	-1,0	0,1	0,3	-0,6	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Exportations (a/a, t/t, %)	-0,5	1,0	1,2	2,0	-1,0	-0,7	-1,0	0,3	0,7	2,1	-1,6	0,0	1,8	-0,7	0,0	0,5	0,6	0,7	0,8	0,7
Importations (a/a, t/t, %)	-1,3	0,1	2,7	2,5	-1,8	-0,1	-1,5	0,3	-0,6	1,6	0,5	-0,2	1,4	0,5	0,4	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Inflation (a/a, %)	5,4	2,2	1,8	1,8	8,0	6,2	5,0	2,7	2,6	2,5	2,2	2,2	2,3	2,1	2,2	2,1	1,7	1,9	1,7	1,8
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	2,5	2,4	2,3	2,1	2,0	1,9	1,9
Taux de chômage (%)	6,6	6,4	6,3	6,1	6,6	6,5	6,6	6,6	6,5	6,4	6,3	6,2	6,3	6,3	6,3	6,2	6,2	6,1	6,1	6,1
Solde courant (% du PIB)	1,6	2,6	2,0	1,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Solde budgétaire (% du PIB)	-3,5	-2,9	-2,5	-2,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dettes publiques (% du PIB)	87,5	87,9	88,5	89,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

France

	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 volume cvs, cjo (a/a, t/t, %)	1,6	1,1	0,6	1,2	0,1	0,9	0,2	0,4	0,1	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Demande intérieure hors stocks (contribution au PIB, pp)	0,9	0,6	0,6	1,0	0,0	0,3	0,4	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Consommation des ménages (a/a, t/t, %)	0,8	1,0	0,7	1,1	0,1	-0,1	0,6	0,1	0,2	0,0	0,8	0,1	-0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Consommation publique (a/a, t/t, %)	1,5	1,4	0,8	0,3	0,0	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Investissement (a/a, t/t, %)	0,7	-1,3	0,0	1,7	-0,3	0,8	-0,1	-0,8	-0,6	0,1	-0,7	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6
Variation de stocks (contribution au PIB, pp)	-0,3	-0,7	1,0	0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,2	-0,3	0,5	-0,3	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,9	1,3	-0,9	0,1	0,2	0,9	0,1	0,9	0,3	0,4	-0,5	0,1	-0,8	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations (a/a, t/t, %)	2,8	2,4	-0,9	2,0	-1,9	4,4	-0,5	0,6	0,2	1,7	-1,0	0,7	-1,8	0,2	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Importations (a/a, t/t, %)	0,1	-1,3	1,9	1,8	-2,4	1,5	-0,8	-2,0	-0,6	0,6	0,4	0,6	0,5	0,3	0,4	0,5	0,4	0,5	0,4	0,5
Inflation IPC (a/a, %)	4,9	2,0	0,9	1,2	6,0	5,2	4,7	3,7	2,8	2,2	1,7	1,3	1,1	0,9	0,9	1,0	0,9	1,2	1,3	1,4
Inflation harmonisé IPCH (a/a, %)	5,7	2,3	0,9	1,3	7,0	6,1	5,5	4,2	3,0	2,5	2,1	1,7	1,2	0,7	0,8	0,8	1,0	1,3	1,5	1,5
Inflation sous-jacente harmonisée (a/a, %)	4,0	2,3	1,7	1,6	4,4	4,5	4,0	3,1	2,5	2,4	2,3	2,1	1,9	1,6	1,6	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5
Taux de chômage, France hors Mayotte (%)	7,3	7,4	7,6	7,7	7,1	7,2	7,4	7,5	7,5	7,3	7,4	7,3	7,4	7,6	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Taux de chômage, France métropolitaine (%)	7,1	7,2	7,4	7,5	6,8	7,0	7,2	7,3	7,2	7,1	7,2	7,1	7,2	7,4	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
Solde budgétaire (% du PIB)	-5,4	-5,8	-5,6	-5,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dettes publiques (% du PIB)	109,8	113,2	117,2	119,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Italie

	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, %	0,8	0,7	0,6	0,7	0,5	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,3	0,2
Demande intérieure contribution au PIB, pp	2,3	0,4	0,9	0,8	3,6	1,7	1,8	2,3	0,2	0,6	0,2	0,8	0,8	0,9	1,1	0,8	0,6	0,8	0,9	1,0
Consommation des ménages a/a, t/t, %	0,4	0,4	0,8	0,8	1,4	-0,6	-0,3	-0,7	1,1	-0,2	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Consommation publique a/a, t/t, %	0,6	1,1	0,1	0,3	-0,2	0,3	0,4	0,6	-0,3	0,6	0,3	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Investissement a/a, t/t, %	9,2	0,0	2,0	1,3	7,9	-0,5	1,7	0,6	-0,6	-0,3	-1,4	1,6	1,6	-0,2	0,1	0,2	0,4	0,5	0,6	0,3
Variation des stocks contribution au PIB, pp	-2,0	-0,2	0,0	-0,1	-1,5	0,5	-1,3	-0,4	-0,3	0,9	0,5	-0,3	-0,3	0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0
Exportations nettes contribution au PIB, pp	0,5	0,3	-0,3	-0,1	-0,4	-0,3	1,1	0,7	0,1	-0,6	-0,5	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations a/a, t/t, %	0,5	-0,3	2,3	-0,3	-1,4	-0,1	1,1	1,2	-0,4	-1,5	-0,4	-0,1	2,8	0,9	-0,9	-0,1	-0,3	0,2	0,2	0,3
Importations a/a, t/t, %	-1,3	-1,5	3,6	-0,1	-0,2	0,9	-2,5	-1,0	-0,7	0,6	1,3	-0,2	2,6	1,0	-0,7	-0,2	-0,3	0,3	0,3	0,3
Inflation a/a, t/t, %	5,9	1,1	1,6	1,3	9,5	7,8	5,8	1,0	1,0	0,9	1,2	1,3	1,8	1,9	1,5	1,2	0,9	1,4	1,4	1,4
Inflation sous-jacente a/a, t/t, %	5,4	2,6	-	-	5,4	5,1	4,3	3,4	2,6	2,2	2,3	2,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Taux de chômage %	7,7	6,6	6,3	6,5	8,4	8,1	8,1	7,8	7,9	7,7	7,6	7,4	7,2	7,2	7,2	7,2	7,3	7,4	7,4	7,4
Solde courant % du PIB	0,1	1,2	2,2	2,1	-1,6	-0,2	1,3	1,0	0,1	1,1	1,5	2,2	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1
Solde budgétaire % du PIB	-7,2	-3,2	-3,4	-2,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dettes publiques % du PIB	134,6	135,6	136,8	139,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Allemagne

	2023	2024	2025	2026	2023				2024				2025				2026			
					T1	T2	T3	T4												
PIB volume (a/a, t/t, %)	-0,1	-0,2	0,1	1,2	0,1	-0,2	0,2	-0,4	0,2	-0,3	0,1	-0,2	0,4	-0,3	0,1	0,1	0,7	0,3	0,3	0,4
Demande intérieure hors stocks (contribution au PIB, pp)	-0,3	0,3	1,1	1,8	0,0	0,5	0,1	-0,3	0,1	0,0	0,3	0,3	0,4	0,1	0,3	0,3	0,7	0,4	0,4	0,4
Consommation des ménages (a/a, t/t, %)	-0,2	0,2	0,7	0,4	-0,4	1,1	-0,1	-0,3	-0,1	0,1	0,3	0,2	0,5	-0,3	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Consommation publique (a/a, t/t, %)	-0,1	3,2	1,5	1,8	0,6	-0,4	0,8	0,9	0,5	1,5	1,2	0,4	-0,3	0,4	0,4	0,4	0,8	0,3	0,3	0,4
Investissement (a/a, t/t, %)	-0,7	-2,5	1,9	5,6	0,4	-0,1	-0,2	-1,5	0,2	-1,8	-0,4	0,5	0,9	0,9	0,9	0,9	2,4	1,1	1,2	1,3
Variation de stocks (contribution au PIB, pp)	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,1	-0,6	0,0	0,0	0,9	0,6	-0,9	0,4	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,2	-0,5	-1,2	-0,5	0,4	-0,4	0,3	0,5	0,1	-0,3	-1,1	-1,1	0,9	-0,9	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Exportations (a/a, t/t, %)	0,2	-1,7	-1,3	1,0	-0,1	-0,4	-0,7	-0,8	0,1	1,8	-2,6	-3,1	3,2	-1,8	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
Importations (a/a, t/t, %)	-0,3	-0,6	1,6	2,2	-1,0	0,5	-1,4	-2,0	-0,3	2,8	-0,1	-0,7	1,1	0,2	0,3	0,3	0,7	0,7	0,7	0,7
Inflation (a/a, %)	6,0	2,5	2,3	2,2	8,7	6,9	5,7	3,0	2,7	2,6	2,2	2,5	2,6	2,2	2,2	2,3	2,2	2,2	2,1	2,2
Inflation sous-jacente (a/a, %)	5,1	3,2	2,8	2,4	5,5	5,6	5,8	3,7	3,4	3,2	3,1	3,2	3,2	2,9	2,6	2,7	2,5	2,4	2,4	2,4
Taux de chômage (%)	3,1	3,4	3,5	3,3	3,0	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	3,4	3,6	3,5	3,5	3,4	3,3	3,3	3,3	3,3
Solde courant (% du PIB)	5,6	5,7	5,2	5,0	4,8	4,7	6,6	6,1	5,9	7,3	5,7	4,1	5,2	5,2	5,2	5,2	5,0	5,0	5,0	5,0
Solde budgétaire (% du PIB)	-2,5	-2,8	-1,3	-1,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dettes publiques (% du PIB)	62,9	62,4	62,4	62,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Espagne

	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 volume (a/a, t/t, %)	2,7	3,2	2,3	2,0	0,7	0,2	0,7	0,7	1,0	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,3	0,3	0,5	0,6	0,6	0,7
Demande intérieure hors stocks (contribution au PIB, pp)	2,4	3,0	2,7	2,1	1,6	0,8	0,7	0,4	0,8	0,8	0,9	1,2	0,5	0,4	0,5	0,4	0,5	0,6	0,6	0,5
Consommation des ménages (a/a, t/t, %)	1,8	2,9	2,6	2,1	1,2	0,8	0,8	0,2	0,6	1,0	1,2	0,8	0,4	0,5	0,5	0,4	0,5	0,6	0,6	0,5
Consommation publique (a/a, t/t, %)	5,2	4,1	1,9	1,1	1,1	1,8	1,5	0,6	1,0	0,3	2,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Investissement (a/a, t/t, %)	2,1	3,0	4,3	3,5	3,9	0,0	-0,5	1,2	1,5	0,7	-1,3	3,5	1,1	0,6	0,8	0,6	1,0	1,0	1,0	1,0
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	-0,7	-0,2	-0,1	0,0	-0,6	-0,3	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,9	0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,1	0,2	0,4	0,1	-0,2	-0,4	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Exportations (a/a, t/t, %)	2,8	3,1	2,1	2,0	1,0	-0,4	-1,5	1,6	2,1	0,6	0,4	0,1	1,0	0,7	0,1	0,4	0,6	0,5	0,5	0,8
Importations (a/a, t/t, %)	0,3	2,4	3,1	2,5	2,3	0,4	-1,4	1,1	1,0	0,5	1,1	1,3	0,7	0,4	0,5	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5
Inflation (a/a, %)	3,4	2,9	2,5	3,1	5,0	2,8	2,6	3,3	3,2	3,6	2,3	2,4	2,7	2,7	2,5	2,0	2,0	5,0	2,8	2,6
Inflation sous-jacente (a/a, %)	4,1	2,9	2,6	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taux de chômage (%)	12,2	11,4	10,4	9,5	12,8	12,0	12,0	11,9	11,8	11,6	11,3	10,8	10,8	10,4	10,2	10,0	9,8	9,6	9,4	9,3
Solde courant (% du PIB)	2,7	3,0	1,0	1,6	2,8	2,4	3,1	2,3	3,1	3,3	3,7	2,0	-0,2	0,9	1,4	1,7	1,6	1,5	1,6	1,6
Solde budgétaire (% du PIB)	-3,5	-3,1	-2,9	-2,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dette publique (% du PIB)	105,1	102,3	102,1	101,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Royaume-Uni

Royaume-Uni	2023	2024	2025	2026	2023				2024				2025				2026			
					T1	T2	T3	T4												
PIB (%)	0,4	1,1	1,1	1,1	0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,9	0,5	0,0	0,1	0,7	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4
Demande intérieure hors stocks*	0,9	2,2	3,1	2,2	1,6	0,8	-0,1	-0,4	1,1	1,9	-0,7	0,7	0,8	1,8	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6
Consommation privée	0,5	0,6	0,9	1,2	-0,4	0,5	-0,9	0,1	0,7	-0,1	0,5	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4
Consommation publique	1,6	3,0	1,1	2,4	-0,6	2,5	1,5	-0,2	0,7	1,0	0,3	0,5	-0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Investissement	0,3	1,5	2,3	3,0	2,9	-1,5	-1,6	0,9	0,8	1,1	1,0	-0,6	2,9	-2,0	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0
Variations de stocks*	-0,9	0,2	0,3	0,2	0,6	-0,5	-0,5	0,0	-0,4	1,1	-0,3	1,0	-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Exportations nettes*	0,3	-1,3	-2,3	-1,3	-2,4	-0,3	0,5	0,1	0,2	-2,5	1,0	-1,6	0,4	-1,5	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2
Exportations	-0,4	-1,2	0,3	1,8	-6,8	0,3	-1,1	1,3	0,2	-1,8	-0,1	-1,8	3,5	-2,5	1,0	0,6	0,5	0,5	0,8	0,8
Importations	-1,2	2,7	6,8	5,1	-0,2	1,2	-2,5	1,0	-0,4	5,5	-2,8	2,9	2,1	2,0	1,5	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2
Taux de chômage	4,1	4,3	4,8	5,0	3,9	4,3	4,0	4,1	4,4	4,2	4,3	4,4	4,5	4,7	4,9	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Inflation (CPI, a/a%)	7,3	2,5	3,2	2,2	10,2	8,4	6,7	4,2	3,5	2,1	2,0	2,5	2,8	3,4	3,4	3,3	2,8	1,9	2,1	1,9
CPI sous-jacent (a/a%)	6,2	3,7	3,5	2,3	6,1	6,9	6,4	5,3	4,6	3,6	3,3	3,3	3,6	3,6	3,4	3,6	3,3	2,2	2,0	1,8
Compte courant (% PIB)	-3,5	-2,7	-2,9	-3,3	-3,8	-5,3	-2,2	-2,8	-2,3	-3,7	-1,7	-2,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Déficit public (% PIB)	-6,0	-6,0	-4,7	-4,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dette publique (% PIB)	100,4	101,3	103,0	104,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taux directeur**	5,25	4,75	3,75	3,50	4,25	5,00	5,25	5,25	5,25	5,25	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50

* Contributions à la croissance du PIB

** Fin de période

Sources : ONS, BoE, Crédit Agricole SA / ECO

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE INTERNATIONAL

	PIB (a/a, %)			Inflation* (a/a, %)			Balance courante (% du PIB)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Etats-Unis	2,8	1,5	2,2	2,9	2,7	2,7	-3,9	-3,6	-3,5
Japon	0,2	0,7	1,0	2,4	2,7	1,3	4,7	2,5	2,0
Zone euro	0,8	0,9	1,3	2,4	2,2	1,8	2,6	2,0	1,9
Allemagne	-0,2	0,1	1,2	2,5	2,3	2,2	5,7	5,2	5,0
France	1,1	0,6	1,2	2,3	0,9	1,3	0,4	-0,1	0,0
Italie	0,7	0,6	0,7	1,1	1,6	1,3	0,9	1,8	1,7
Espagne	3,2	2,3	2,0	2,6	1,9	2,0	3,0	1,0	1,6
Pays-Bas	1,0	1,4	1,4	3,2	2,4	2,0	9,9	10,4	10,5
Belgique	1,0	1,1	1,3	4,3	2,9	1,8	-0,9	-1,1	-1,3
Autres pays développés									
Royaume-Uni	1,1	1,1	1,1	2,5	3,2	2,2	-2,7	-2,9	-3,3
Canada	1,6	1,1	1,5	2,4	2,0	2,1	-0,5	-0,8	-1,0
Australie	1,2	2,1	2,2	3,3	3,3	3,0	-0,9	-1,1	-1,3
Suisse	1,3	0,8	1,6	1,1	0,3	0,5	5,1	4,6	7,2
Suède	0,9	1,9	2,1	2,8	1,1	2,0	7,4	6,8	6,6
Norvège	0,6	1,7	1,9	3,1	2,6	2,1	16,9	14,6	12,5
Asie	5,2	4,6	4,7	1,7	1,4	1,9	2,0	1,5	1,2
Chine	5,0	4,6	4,3	0,2	0,1	0,6	2,2	1,6	1,1
Inde	6,8	6,3	6,7	4,9	3,6	4,7	-1,4	-1,6	-1,7
Corée du Sud	2,0	0,8	2,3	2,3	2,0	2,0	5,3	4,8	4,9
Indonésie	5,0	4,7	4,9	2,3	2,0	2,2	-0,6	-1,0	-1,2
Taiwan	4,6	2,6	2,5	2,2	1,9	1,8	14,3	13,0	12,2
Thaïlande	2,5	2,2	2,3	0,4	1,0	1,2	2,2	2,8	3,2
Malaisie	5,1	4,2	4,3	1,8	2,3	2,2	1,7	2,0	2,5
Singapour	4,4	1,7	2,0	2,4	1,2	1,6	17,5	16,6	17,5
Hong Kong	2,5	2,3	2,2	1,8	2,5	2,2	11,3	10,7	10,0
Philippines	5,6	6,0	6,1	3,2	2,0	3,2	-3,5	-3,5	-2,9
Vietnam	7,1	6,1	6,0	3,6	3,2	3,3	4,5	5,6	4,1
Amérique latine	2,4	2,3	2,4	3,7	3,1	2,7	-1,3	-1,6	-1,8
Brésil	3,4	1,9	1,7	4,4	4,8	4,2	-2,8	-2,5	-2,0
Mexique	1,2	0,0	1,2	4,7	3,8	3,3	-0,3	-0,5	-0,8
Europe émergente	3,2	2,1	2,3	20,9	13,7	7,8	0,6	0,3	0,2
Russie	4,1	1,5	1,5	8,4	6,8	5,5	3,0	2,2	2,1
Turquie	3,0	3,0	3,2	60,1	36,0	17,0	-1,5	-1,5	-1,5
Pologne	2,9	3,1	3,3	3,6	3,5	2,7	0,1	0,2	0,1
Rép. tchèque	1,0	2,0	2,1	2,5	2,4	2,2	1,8	1,2	0,6
Roumanie	0,8	1,5	2,3	5,6	4,8	3,5	-8,3	-7,0	-6,5
Hongrie	0,5	1,0	2,5	3,7	4,5	3,5	2,1	1,5	1,0
Afrique, Moyen-Orient	1,4	2,7	2,7	12,3	10,4	9,2	2,8	1,6	1,1
Arabie saoudite	1,3	3,9	3,7	1,7	2,3	2,1	-0,5	-1,8	-2,1
Emirats Arabes Unis	3,8	4,5	4,7	1,7	2,2	2,0	9,1	8,8	8,3
Afrique du Sud	0,6	1,5	1,3	4,4	3,8	4,5	-0,6	-1,5	-1,8
Égypte	2,4	3,9	4,3	33,2	21,0	15,6	5,4	5,8	4,2
Algérie	3,2	2,9	2,9	4,1	5,0	5,3	-0,7	-2,7	-3,2
Qatar	2,4	2,5	5,2	1,3	1,7	2,0	18,0	12,5	13,9
Koweït	-2,8	3,1	2,2	2,9	2,3	2,2	29,1	21,2	19,2
Maroc	3,2	3,8	3,5	0,9	2,1	2,5	-1,5	-1,9	-2,2
Tunisie	1,4	1,6	1,5	7,0	6,0	6,5	-1,7	-2,5	-2,8
Total	3,0	2,7	2,9	4,3	3,4	2,9	0,8	0,4	0,2
Pays industrialisés	1,5	1,1	1,6	2,5	2,3	2,0	0,0	-0,4	-0,4
Pays émergents	4,2	3,9	3,9	5,7	4,2	3,6	1,5	1,1	0,8

* HICP pour les pays zone euro, CPI pour les autres

	2024				2025				2026			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Croissance PIB, t/t, %												
Etats-Unis (annualisée)	1,6	3,0	3,1	2,4	-0,2	1,5	1,2	1,9	2,5	2,5	2,4	2,4
Japon	-0,3	1,0	0,2	0,6	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4
Eurozone	0,3	0,2	0,4	0,3	0,6	-0,3	0,1	0,3	0,5	0,4	0,5	0,4
Allemagne	0,2	-0,3	0,1	-0,2	0,4	-0,3	0,1	0,1	0,7	0,3	0,3	0,4
France	0,1	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Italie	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,3	0,2
Espagne	1,0	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,3	0,3	0,5	0,6	0,6	0,7
Royaume-Uni	0,9	0,5	0,0	0,1	0,7	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4

	2024				2025				2026			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Prix à la consommation, a/a %												
Etats-Unis	3,2	3,2	2,6	2,7	2,8	2,4	2,7	2,9	2,8	2,7	2,6	2,6
Japon	3,2	2,2	2,0	2,3	2,7	3,1	2,8	2,1	1,5	1,1	1,2	1,4
Eurozone (HICP)	2,6	2,5	2,2	2,2	2,3	2,1	2,2	2,1	1,7	1,9	1,7	1,8
Allemagne	2,7	2,6	2,2	2,5	2,6	2,2	2,2	2,3	2,2	2,2	2,1	2,2
France	3,0	2,5	2,1	1,7	1,2	0,7	0,8	0,8	1,0	1,3	1,5	1,5
Italie	1,0	0,9	1,2	1,3	1,8	1,9	1,5	1,2	0,9	1,4	1,4	1,4
Espagne	3,2	3,6	2,3	2,4	2,7	2,2	2,9	2,7	1,9	1,9	1,8	1,8
Royaume-Uni	3,5	2,1	2,0	2,5	2,8	3,4	3,4	3,3	2,8	1,9	2,1	1,9

	2024				2025				2026			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Taux de chômage, %												
Etats-Unis	3,8	4,0	4,2	4,1	4,1	4,3	4,5	4,4	4,3	4,3	4,2	4,1
Japon	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,6	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6
Eurozone	6,5	6,5	6,4	6,2	6,3	6,3	6,3	6,2	6,2	6,1	6,1	6,1
Allemagne	3,3	3,4	3,5	3,4	3,6	3,5	3,5	3,4	3,3	3,3	3,3	3,3
France	7,5	7,3	7,4	7,3	7,4	7,6	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Italie	7,1	6,8	6,3	6,1	7,1	6,8	6,3	6,1	7,1	6,8	6,3	6,1
Espagne	11,8	11,6	11,3	10,8	10,8	10,4	10,2	10,0	9,8	9,6	9,4	9,3
Royaume-Uni	4,4	4,2	4,3	4,4	4,5	4,7	4,9	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0

COMPTES PUBLICS

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dettes publiques (% du PIB)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Etats-Unis	-6,5	-6,8	-6,6	99,5	101,9	104,0
Japon	-4,5	-3,5	-2,5	232,4	223,3	215,3
Zone euro	-2,9	-2,5	-2,4	87,9	88,5	89,1
Allemagne	-2,8	-1,3	-1,4	62,4	62,4	62,2
France	-5,8	-5,6	-5,1	113,2	117,2	119,0
Italie	-3,2	-3,4	-2,9	135,6	136,8	139,4
Espagne	-3,1	-2,9	-2,8	102,3	102,1	103,2
Pays-Bas	-0,9	-2,2	-2,8	43,4	46,4	49,9
Belgique	-4,5	-5,4	-5,6	104,7	104,7	106,4
Grèce	-1,2	-1,0	-0,7	156,8	148,4	145,4
Irlande	4,3	2,2	1,0	40,9	35,5	34,7
Portugal	0,3	0,4	0,4	96,0	92,1	88,1
Royaume-Uni	-6,0	-4,7	-4,0	101,3	103,0	104,3



Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE
Rédacteurs en chef : Armelle SARDA

Comité de rédaction :

Paola MONPERRUS-VERONI – Zone euro
Alberto ALEDO – Allemagne
Ticiano BRUNELLO – Espagne
Slavena NAZAROVA – Royaume-Uni
Marianne PICARD – France
Sofia TOZY – Italie

Documentation : Elisabeth SERREAU – **Statistiques :** Datalab ECO

Maquette & Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

Contact : 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. Le 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.

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com>
Application Etudes ECO disponible sur l'**App store** & sur **Google Play**

