



EUROPE SCÉNARIO 2025-2026

Trimestriel – Octobre 2025

Sommaire

Synthèse – Des vents contraires se calment, d’autres se lèvent	3
Zone euro – Un stress de résilience jusqu’ici réussi	7
France – L’instabilité politique s’installe, l’activité résiste	10
Italie – Une résilience en trompe-l’œil	15
Espagne – La croissance refuse de ralentir	19
Royaume-Uni – Nouvelle austérité budgétaire en perspective.....	23
Prévisions économiques & financières	26



Synthèse – Des vents contraires se calment, d'autres se lèvent

Dans le contexte d'une croissance mondiale jusque-là surprenante par sa résistance, les économies d'Europe occidentale font preuve de résilience, progressant néanmoins à des rythmes divers. Les économies du cœur de la zone euro, et notamment l'Allemagne, affichent une croissance au mieux poussive, tandis que les économies ibériques sont soutenues par une forte dynamique de la consommation privée et de l'investissement, ce dernier s'appuyant sur les fonds du plan européen pour la reprise et la résilience. Au Royaume-Uni, la croissance a réalisé la meilleure performance parmi les pays du G7 au premier semestre, mais avec une consommation privée en modeste progression et un investissement en repli. Le rythme de croissance s'est nettement infléchi depuis la pandémie et l'économie britannique n'a jamais retrouvé ni le niveau tendanciel du PIB, ni son taux de croissance. En revanche, la zone euro a désormais récupéré la croissance perdue lors du choc de la Covid et son rythme de croissance a bien retrouvé le rythme potentiel (plus faible) d'avant la pandémie.

Ce rythme est assuré grâce au dynamisme de l'offre de travail, qui rencontre encore une demande en dépit du ralentissement du cycle. La résilience de l'emploi est essentielle pour le maintien de cette narration d'optimisme prudent. Ce dernier est néanmoins soutenu dans la zone euro par une orientation plus favorable des politiques économiques et par la reprise du cycle du crédit qui alimente le redémarrage de l'investissement. En revanche, au Royaume-Uni, la persistance d'une inflation élevée oblige la banque centrale à arrêter son processus d'assouplissement, alors même que la politique budgétaire devient plus restrictive et le taux de chômage est prévu en hausse.

Les risques pesant sur notre scénario d'accélération de la croissance dans la zone euro et de ralentissement modéré au Royaume-Uni sont orientés à la baisse. Si l'UE et le Royaume-Uni ont profité des meilleures conditions parmi les nouvelles conditions tarifaires imposées par les États-Unis à ses partenaires commerciaux, elles restent néanmoins pénalisantes et l'incertitude quant à la future relation avec les États-Unis n'est pas levée, la confrontation avec l'administration Trump étant hybride et polymorphe, et pouvant encore se déployer sur d'autres fronts (IDE, services numériques, stabilité financière, défense). Par ailleurs, le risque de détournement des flux de commerce chinois du continent américain vers l'Europe s'impose comme la principale menace déflationniste pour le continent.

Les hypothèses de l'environnement international

Notre scénario se caractérise par un ralentissement sans récession aux États-Unis, avec une croissance de 1,7% en 2025, en baisse sensible par rapport aux 2,8% enregistrés en 2024, avant une accélération à 2% en 2026. La décélération en cours s'accompagne d'une fragilisation du marché du travail, tandis que les droits de douane pousseraient l'inflation vers 3,2% fin 2025 et vers 2,9% en 2026. La Fed se limiterait donc à une nouvelle baisse avant la fin de l'année à 4%, avant de se mettre sur pause. Elle rejoindrait donc la BCE, elle aussi en pause sur un taux de dépôt à 2%. Le rendement à dix ans des *US Treasuries* se situerait à 4,55% fin 2026, mais le taux à trente ans (4,85%) peinerait à franchir la « barre psychologique » de 5%, grâce à la demande des fonds de pension. Le taux allemand à dix ans (Bund) atteindrait 3,03%. La réorganisation de la hiérarchie entre souverains de la zone euro se poursuivrait avec un *spread* contre le Bund de 50 points de base pour l'Espagne, d'une part, et de 80 points de base pour la France et de 85 pour l'Italie, d'autre part. Notre scénario retient un cours de l'euro par rapport au dollar proche des sommets récents fin 2025 (1,17), avant une baisse en 2026 (vers 1,10 en

fin d'année), une fois les espoirs d'un plus fort assouplissement déçus.

“ Si les vents contraires qui s'estompent ont pesé sur la demande intérieure, les nouveaux obstacles affectent davantage la demande étrangère. ”

Les économies du « bloc émergent » continuent de bien résister, grâce à la faiblesse du dollar, à la désinflation et à la bonne tenue de leur marché du travail. Leur croissance pourrait ainsi approcher 3,9% en 2025 et en 2026. En Chine, la faiblesse persistante de la consommation, la correction prolongée du marché immobilier et les surcapacités dans divers secteurs continuent d'alimenter les pressions déflationnistes. Même si les mesures de soutien s'intensifient, la croissance poursuivrait son tassement de 5% en 2024 à 4,8% en 2025 et 4,4% en 2026. Les prix du pétrole pourraient baisser légèrement sur la fin de l'année 2025 et au début de 2026 avec la hausse de la production et descendre sous les 65 dollars par baril, mais un déficit d'offre dès la fin 2026 autoriserait une légère remontée des cours.



La zone euro poursuit sa reprise...

Depuis son redressement à l'été 2024, la croissance de la zone euro s'est installée sur un rythme proche de la tendance de la période 2013-2019, se défaisant progressivement des facteurs de frein qui l'avaient lestée depuis 2022 (inflation, restriction monétaire, restriction budgétaire *post*-pandémie, cycle de crédit). Elle montre une certaine résistance face aux nouveaux facteurs de frein (appréciation de l'euro, hausse des droits de douane et incertitude). Si les vents contraires qui s'estompent ont pesé surtout sur la demande intérieure, les nouveaux obstacles affectent davantage la demande étrangère. La demande intérieure fait preuve d'une résistance qui soutient la croissance du PIB. Malgré les freins passés, le marché du travail a montré une forte résilience avec un taux de chômage inférieur à celui prédictible pour un tel taux de croissance du PIB. Mais la croissance est désormais moins riche en emplois, les heures travaillées augmentent peu et le taux de chômage s'est stabilisé depuis un an. Les gains de pouvoir d'achat persistent, même si le salaire réel par travailleur n'a fait que récupérer son niveau d'avant le choc inflationniste de 2022.

Alors que les marges sont sous la pression d'une compétitivité extérieure abîmée par l'appréciation et par la hausse des droits de douanes, la question de la poursuite de cette résilience à la fois de l'emploi et des salaires se pose. L'accélération de la croissance inscrite dans notre scénario s'appuie sur le maintien de cette hypothèse de résilience de l'emploi et d'un taux de chômage en légère baisse. La rentabilité, même si elle est en cours d'érosion, reste en ligne avec sa moyenne historique et les consommateurs peuvent se reposer sur une épargne historiquement élevée.

... Avec des performances disparates...

La croissance française a surpris à la hausse au deuxième trimestre 2025 et l'activité devrait continuer de progresser modérément au deuxième semestre. Cela se solderait par une croissance modeste en 2025, au rythme de 0,7%. Malgré de

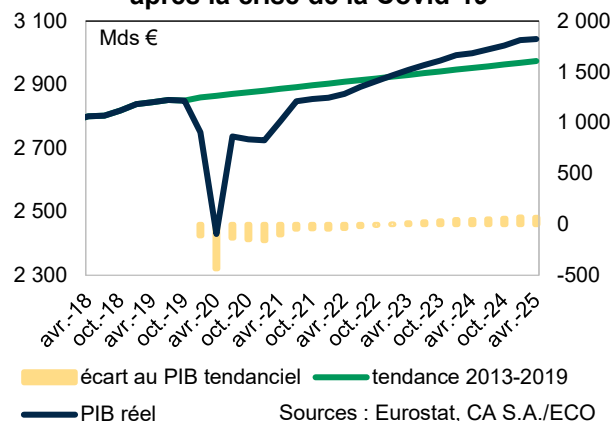
possibles effets d'attente générés par l'incertitude sur le comportement des agents privés, l'activité accélérerait en rythme annuel de 1,2% en 2026. L'accélération de l'activité serait portée par les retombées des mesures publiques allemandes et de la hausse des dépenses en défense dans l'Union européenne, mais aussi par l'accélération de la consommation privée et le redémarrage de l'investissement des entreprises au niveau domestique.

L'économie allemande demeure enlisée dans la faiblesse de l'activité manufacturière et la dégradation de sa situation compétitive. La croissance en 2025, prévue à 0,1%, est encore freinée par la mollesse de la consommation privée et par le repli de l'investissement dans ses composantes productives et dans le logement. Les perspectives pour 2026 s'améliorent nettement avec les dépenses additionnelles annoncées, prévues en hausse de 1% de PIB en 2026, qui soutiendraient l'accélération de la croissance à 1,2%.

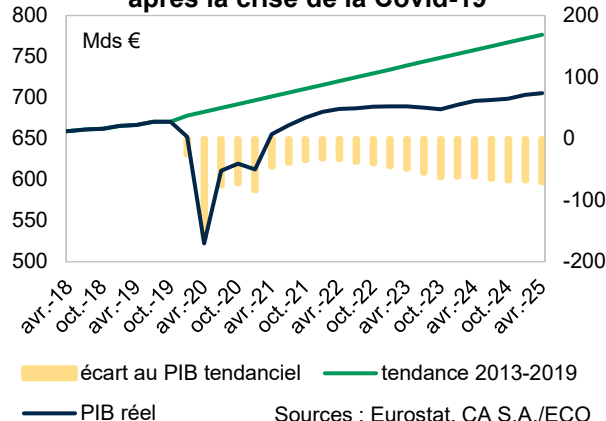
L'économie italienne peine à retrouver son élan en 2025 avec une croissance prévue à 0,5%. Malgré la persistance des difficultés dans le secteur industriel, l'investissement reste étonnamment résilient en 2025, soutenu par le plan Transition 5.0 et l'assouplissement des conditions de financement. La consommation demeure le maillon faible, pénalisée par un marché du travail moins dynamique et un pouvoir d'achat encore sous pression. Pour 2026, nous anticipons une légère accélération de la croissance à 0,6%.

La croissance espagnole continuerait d'afficher un rythme nettement supérieur à la moyenne de la zone euro en 2025 à 2,8%. Hausse des coûts salariaux, inflation contenue par la baisse des marges et modération progressive de l'investissement public définissent le nouveau cadre conjoncturel espagnol. La demande intérieure reste le principal moteur de l'activité, soutenue par la résilience de la consommation privée et le dynamisme de l'investissement résidentiel et productif, alors que la consommation publique conserve un profil de croissance modérée. La demande

Zone euro : trajectoire du PIB après la crise de la Covid-19



Royaume-Uni : trajectoire du PIB après la crise de la Covid-19





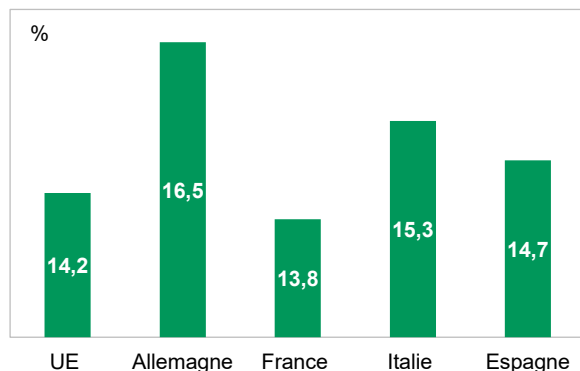
extérieure, affaiblie par le ralentissement du commerce mondial et le tassement des exportations de biens, limitera sa contribution au PIB, malgré la solidité persistante des services. L'économie espagnole en 2026 entrerait donc dans une phase de normalisation graduelle du rythme d'expansion à 2%, plus en ligne avec son potentiel.

... En attendant l'impact de Turnberry...

L'impact de l'accord commercial de Turnberry, conclu cet été entre l'UE et les États-Unis, va commencer à se déployer. L'impact serait négatif et abaisserait notre prévision de juin de 0,1 point de pourcentage (pp) en 2026. Le nouveau taux unique de 15% s'applique à la grande majorité des produits d'exportation de l'UE vers les États-Unis (y compris les voitures, les produits pharmaceutiques et les semi-conducteurs). À noter cependant que le taux de 15% sur les véhicules s'appliquera en parallèle à la réduction des droits de douane sur les produits américains et que c'est donc le taux de 25% qui reste en vigueur. Les droits de 50% s'appliquent sur l'acier, l'aluminium et le cuivre. Ces nouveaux droits font passer le taux effectif moyen pondéré de la valeur des échanges de 1,7% en 2024 à 14,2%, soit une hausse de 12,5 pp depuis le début du deuxième mandat de Trump. Pour l'Allemagne et l'Italie le taux effectif pondéré est plus élevé que pour la moyenne de l'UE, respectivement à 16,5% et 15,3%, tandis que pour la France, il est inférieur à 13,8%

Selon notre estimation produite avec le modèle *Oxford Economics*, une telle hausse du droit de douane conduit à une baisse de la croissance de la zone euro de 0,4 pp en 2026 et de 0,3 pp en 2027, donc un impact cumulé négatif de 0,7 point à l'horizon 2027 par rapport à un scénario pré-Trump. L'impact serait moins fort en France avec une baisse cumulée de 0,5pp, en ligne avec la zone en Allemagne et plus élevé à -0,8pp en Italie.

Droits de douane américains : taux moyen effectif pondéré



Sources : OMC, Commission européenne, CA S.A./ECO

Quant aux droits « zéro pour zéro » sur un certain nombre de produits stratégiques – notamment les avions et leurs composants, certains produits chimiques, certains médicaments génériques, les équipements semi-conducteurs, certains produits agricoles, les ressources naturelles et les matières premières essentielles –, dans les notes de briefing parues après le document de l'accord, la référence à « zéro pour zéro » a été supprimée et les États-Unis ont affirmé qu'ils ne rétabliront désormais les tarifs que pour certains de ces biens aux niveaux de la NPF (clause de la nation la plus favorisée). Ces tarifs NPF sont bas, mais ne sont généralement pas à zéro. Le taux officiel à partir duquel nos simulations ont été effectuées risque donc d'augmenter.

... Et potentiellement celui de Pékin

Un risque important provient de la réorientation des exportations chinoises du marché américain, désormais plus protégé, vers le marché européen.

La hausse des droits de douane imposée par la première administration Trump se serait soldée par une augmentation des importations en provenance de Chine dans la zone euro de 2 à 3% sur la période 2018-2019, selon une estimation de la BCE. Cette hausse s'est néanmoins poursuivie au cours des années avec des effets de réorientation du commerce qui répondent avec des délais. Les nouveaux droits de douane imposés par la nouvelle administration Trump sont plus élevés et produiraient une hausse plus importante des importations de la zone euro de biens chinois. Entre-temps, l'intégration des chaînes de valeur s'est intensifiée, les biens chinois sont montés en gamme et surtout les exportateurs chinois ont pu mieux prévoir la guerre commerciale mettant en place des stratégies de long terme de pénétration du marché européen, avec des investissements dans les réseaux de vente et de distribution. De plus, le renminbi s'est déprécié de presque 11% contre l'euro depuis le début de l'année. Ainsi, la BCE estime à 10% la hausse potentielle des importations chinoises pour la zone euro, liée à cette réorientation des flux du marché américain. L'impact serait négatif sur les prix des importations (-1,6%) et réduirait l'inflation de 0,15 pp en 2026. Depuis le mois d'avril 2025, la Commission européenne a mis en place une surveillance mensuelle des flux d'importation pour détecter des hausses préjudiciables auxquelles elle pourrait répondre par des mesures de sauvegarde du marché unique. Des hausses préjudiciables sont déjà visibles dans les secteurs textile, automobile, des machines et équipements, dans les métaux et dans la chimie. L'Union européenne va devoir élargir sa gamme d'outils pour répondre plus efficacement, dans le cadre de l'OMC en invoquant des questions de sécurité, l'existence de distorsions de marché ou même en dehors de ce cadre pour menace au marché unique.



PAYS ZONE EURO

Zone euro – Un stress de résilience jusqu'ici réussi

France – L'instabilité politique s'installe, l'activité résiste

Italie – Une résilience en trompe l'œil

Espagne – La croissance refuse de ralentir



Zone euro – Un stress de résilience jusqu'ici réussi

Malgré la frilosité de la consommation et un environnement extérieur plus défavorable, la reprise de la zone euro se poursuit. L'investissement serait le moteur de l'accélération de la croissance, porté par les fonds européens, les dépenses en défense et la dépense publique allemande.

La demande intérieure retrouve sa croissance tendancielle

Après une croissance soutenue du PIB au premier trimestre 2025 (+0,6% sur le trimestre), alimentée par un rebond des exportations en prévision des hausses de droits de douane, **un revers est survenu au deuxième trimestre ; la croissance est néanmoins restée légèrement positive** (+0,1%) et **supérieure à nos prévisions de juin** (-0,3%). En écho à leur forte hausse au premier trimestre (notamment pour les produits pharmaceutiques irlandais), nous anticipons une baisse plus marquée des exportations vers les États-Unis. La correction du deuxième trimestre a bel et bien eu lieu : si cette correction n'est que partielle, elle réduit le risque d'un ajustement brutal au troisième trimestre. Portée par la révision à la hausse de la croissance au quatrième trimestre 2024 et un premier trimestre 2025 dynamique, la croissance du PIB au deuxième trimestre, modeste mais positive, permet d'engranger un acquis de 1,2% pour la croissance moyenne de l'année 2025. Cet acquis est plus élevé que celui de notre dernière prévision de juin (0,8%) et justifie la révision à la hausse de la croissance de la zone euro prévue pour 2025. **Notre scénario table désormais sur une croissance du PIB de 1,3% en 2025 et en 2026.**

Hors perturbations liées aux données irlandaises sur l'investissement en propriété intellectuelle, **au deuxième trimestre, la croissance de la demande intérieure s'est affaiblie**, tout en se maintenant sur un rythme légèrement supérieur à sa tendance de long terme. En intégrant les données irlandaises, la demande intérieure s'est repliée.

La consommation des ménages a continué de croître à un rythme modeste (+0,1%, au même rythme qu'au T1), **tandis que la consommation publique était en accélération** (+0,5%, après +0,1%).

La faiblesse de la consommation n'est pas à mettre au compte du revenu. En dépit de son ralentissement en cours depuis l'été 2023 vers un rythme plus proche de sa tendance longue, **la masse salariale continue de progresser à un rythme soutenu** (0,9% sur le trimestre et 4,4% sur un an). **Cette dynamique soutient la croissance du revenu disponible des ménages**, qui a accéléré au T2 2025 pour le deuxième trimestre consécutif, après son ralentissement en 2024 (1% après 0,9% sur le trimestre, 3,2% sur un an). En effet, les créations d'emplois sont encore positives

(+0,1% sur le trimestre et 0,6% sur l'année), même si elles ralentissent, et s'accompagnent du renforcement de la croissance du salaire par salarié (+0,9% sur le trimestre et 3,6% sur l'année). L'accélération des revenus de la propriété contribue à soutenir la croissance du revenu disponible. La faiblesse de la consommation induit donc une nouvelle hausse du taux d'épargne à 15,4%, qui se redresse progressivement après la baisse du second semestre 2024.

L'investissement résiste à l'incertitude

L'investissement a connu une baisse significative (-1,8%) au deuxième trimestre, mais cette diminution s'explique principalement par la chute importante des investissements en Irlande (-37%), qui a amputé la croissance de l'investissement dans la zone euro de 2,1 points de pourcentage (pp). Ce repli est lié à l'ajustement à la baisse (-55,6%) de l'investissement en droits de la propriété intellectuelle après sa forte remontée au premier trimestre (+128,7%). En éliminant cet « effet irlandais », la formation brute de capital fixe (FBCF) a augmenté de 0,3% dans la zone euro.

“ L'accélération de la demande intérieure soutiendrait l'activité dans un contexte de faiblesse de la demande étrangère. ”

La situation économique des entreprises s'est dégradée, la hausse des coûts ne pouvant plus être répercutée sur les prix de vente. Leur taux de marge a baissé à 39,1% au T2, sans interruption depuis le printemps 2023. La croissance des rémunérations par salariés (1% sur le trimestre) est restée supérieure à celle de la productivité (0,1%), poussant à la hausse

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



les coûts salariaux unitaires. Néanmoins, le niveau du taux de marge reste conforme à la moyenne historique, tandis que le taux d'investissement demeure inférieur, permettant ainsi une réduction de l'endettement.

Si l'investissement en logement a reculé au deuxième trimestre (-0,1%), sa baisse tend néanmoins à ralentir depuis un an ; a contrario, l'accumulation de capital dans le bâtiment affiche une croissance sur un an toujours positive, mais en voie d'affaiblissement.

La formation brute de capital fixe en machines et équipements s'est, en revanche, vigoureusement redressée (+1,5% sur le trimestre) sous l'effet d'une croissance rapide en Italie (2%) et en Espagne (2,8%), tandis qu'elle a baissé en France (-0,2%) et augmenté plus faiblement en Allemagne (+0,2%). Quant à **l'investissement en biens de transport**, après la forte remontée du premier trimestre, il **a reculé dans la zone euro** (-1,4%), lesté par un repli puissant en Allemagne (-7,2%).

Beaucoup de bruit autour de la demande étrangère

Au deuxième trimestre, la **contribution de la demande étrangère a été très légèrement négative** (-0,2 point de pourcentage), résultat d'une baisse des exportations (-0,5%) et d'une stabilité des importations. Ces évolutions ne corrigent que partiellement la forte remontée, à la fois, des exportations et des importations (+2,2%), enregistrée au premier trimestre. En excluant « l'effet irlandais »¹, le contrecoup subi par les exportations est plus limité, avec une stabilité des flux, mais la remontée des importations est plus marquée (1%). Hors Irlande, la contribution de la demande étrangère à la croissance du PIB de la zone aurait été plus négative.

Ces mouvements sur les importations se reflètent aussi dans une forte contribution positive des

variations de stocks (0,5%), sans laquelle la croissance du trimestre aurait été négative, en ligne ainsi avec notre prévision de juin (-0,3%). Ce soutien du stockage à la croissance intervient après deux trimestres consécutifs de contribution négative.

La soutenabilité de la reprise industrielle estivale reste à prouver

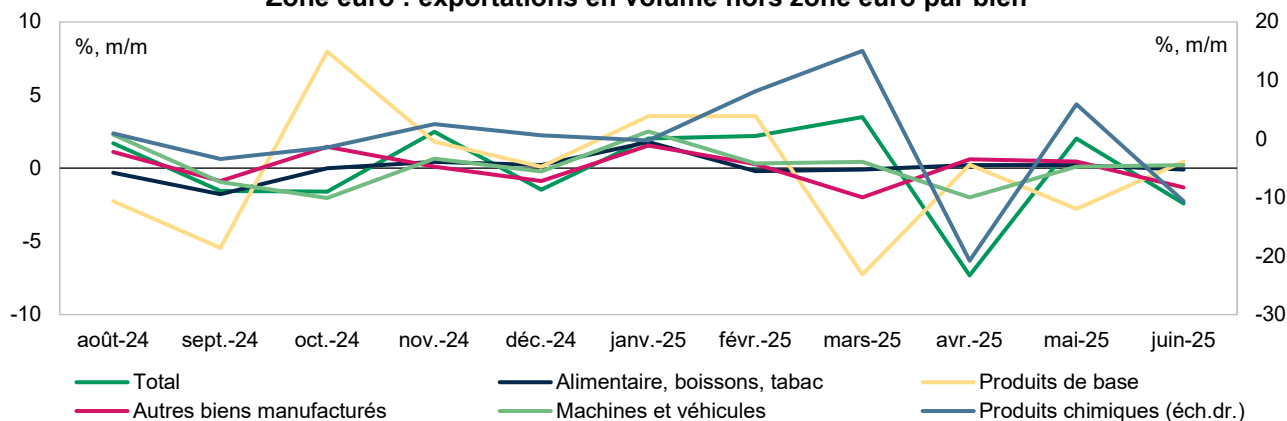
Le contrecoup de la hausse des droits de douane s'annonce moins violent qu'initialement prévu, même si une partie doit probablement encore se déployer au cours du troisième trimestre. En effet, après l'anticipation des ventes irlandaises de produits pharmaceutiques aux États-Unis au cours du premier trimestre, la correction au deuxième trimestre a bien eu lieu et réduit le risque d'un ajustement violent au troisième trimestre. Cette dynamique a été commune aux grandes économies de la zone euro, où de fortes hausses des volumes d'exportations vers l'extérieur de l'Union européenne ont été enregistrées, surtout en mars, avec des ajustements abrupts dès les mois d'avril et mai.

Des signaux positifs nous sont relayés par les indicateurs publiés au cours de l'été. L'activité manufacturière a poursuivi sa croissance au troisième trimestre, l'indice PMI de la production manufacturière étant supérieur à 50 pour le septième mois consécutif en septembre. La soutenabilité de cette amorce de reprise industrielle reste cruciale pour les perspectives à court terme, dans un contexte de ralentissement de la dynamique dans les services privés.

Le coût de Turnberry et le long terme

Si l'on peut supposer que le contrecoup des ventes anticipées à l'étranger a en grande partie déjà eu lieu et n'affecte plus que marginalement notre prévision à court terme, à moyen terme, **c'est l'impact de l'accord commercial de Turnberry, conclu cet été entre l'UE et les États-Unis, qui va se déployer.**

Zone euro : exportations en volume hors zone euro par bien



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

¹ Le commerce extérieur irlandais en volume a été encore plus volatil qu'à l'accoutumée. Au premier trimestre, en glissement annuel, les exportations et les importations ont crû de,

respectivement, 19,1% et 16,5%. En revanche, au deuxième trimestre, les exportations n'ont progressé que de 3,1% alors que les importations se repliaient de 0,6%.



L'impact serait légèrement négatif et abaisserait notre prévision de juin de 0,1 pp en 2026.

Un scénario porté par l'investissement

La hausse de la demande intérieure pourrait soutenir l'activité manufacturière dans un contexte de baisse des exportations. La fin du déstockage post-pandémique, les besoins d'investissement liés à l'électrification, la transition écologique et les dépenses de défense justifient une accélération de l'investissement (+2,2% en 2025 et +1,9% en 2026) et une croissance du PIB qui se maintient au rythme potentiel à l'horizon de notre prévision. Avec un peu plus d'informations sur les plans des États, nous anticipons une contribution positive de 0,1 pp des dépenses additionnelles de défense à la croissance de la zone euro en 2026.

Frilosité de la consommation et test de résilience pour le marché du travail

L'emploi a progressé au rythme de 0,9% sur un an au deuxième trimestre, moins rapidement que le PIB (+1,5% sur un an). Les créations d'emplois ont été très dynamiques en Espagne et en France (respectivement au rythme de 2,4% et 1,5% sur un an), moins vigoureuses en Italie (+0,8%) et nulles en Allemagne.

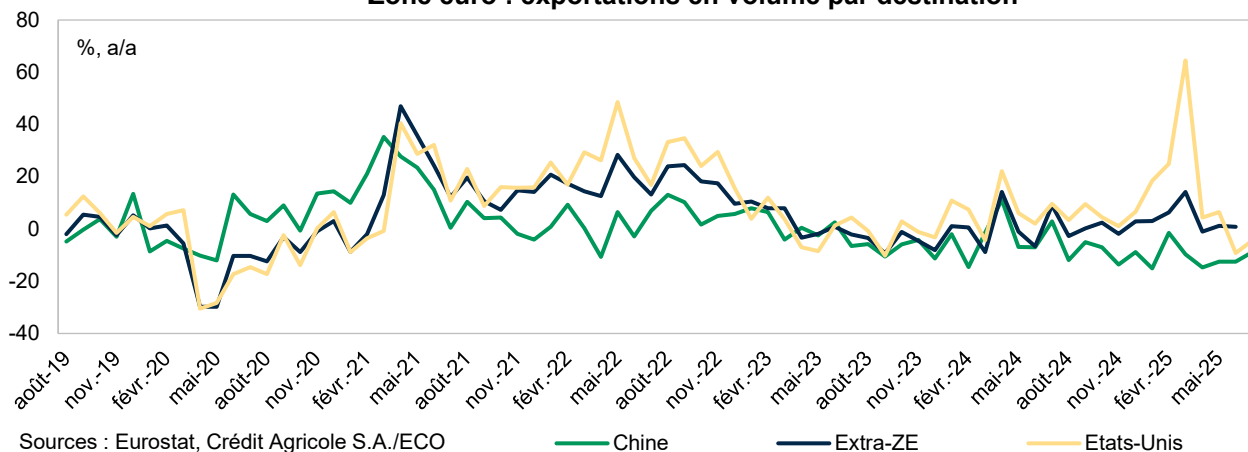
Le taux de chômage s'est stabilisé à 6,4% de la population active dans la zone euro, mais il est reparti à la baisse au mois de juillet. Si le taux de chômage a poursuivi sa baisse au deuxième trimestre en Espagne (s'établissant à 10,5%), il a, en revanche, augmenté en Allemagne, en France et en Italie, où il se situe respectivement à 3,7%, 7,5% et 6,7%.

Les premières frictions sont donc visibles sur le marché du travail dans la zone euro, notamment en Allemagne et en Italie, en raison de la faiblesse de la croissance. Cependant, le processus de réduction des capacités excédentaires se poursuit avec une baisse du halo autour du chômage, même si l'on assiste à un rebond de l'emploi à temps partiel subi.

L'affaiblissement de la dynamique de l'emploi pèse sur la confiance des ménages et justifie notre scénario de croissance modérée de la consommation privée (+1,2% en 2025 et +1,1% en 2026). Cette prudence se justifie par des gains de pouvoir d'achat de plus en plus faibles et concentrés sur les plus hauts revenus, ainsi que par un taux d'épargne stable et toujours élevé en prévision.

*Prévisions arrêtées le 03/10/2025
Article achevé de rédiger le 03/10/2025*

Zone euro : exportations en volume par destination





France – L’instabilité politique s’installe, l’activité résiste

La croissance a surpris à la hausse au deuxième trimestre 2025 et l’activité devrait continuer de progresser modérément au deuxième semestre. Malgré de possibles effets d’attentisme générés par l’incertitude sur le comportement des agents privés, l’activité accélérerait en rythme annuel en 2026. L’accélération de l’activité serait portée par les retombées des mesures publiques allemandes et de la hausse des dépenses en défense dans l’Union européenne, mais aussi par l’accélération de la consommation privée et le redémarrage de l’investissement des entreprises au niveau domestique.

Surprise : une croissance plus élevée qu’anticipé au premier semestre 2025

Après une timide hausse de 0,1% en variation trimestrielle au premier trimestre, l’activité a sensiblement accéléré au deuxième trimestre, à +0,3%, soit une croissance plus élevée qu’anticipé dans notre prévision publiée en juin (+0,1%). Cette accélération est toutefois en demi-teinte, puisque c’est un phénomène de restockage qui l’a tirée. L’activité devrait continuer de croître à un rythme modéré au troisième trimestre (+0,2%), avant de ralentir en fin d’année (+0,1%) sous l’effet notamment de la forte incertitude politique et fiscale. L’activité progresserait ensuite à un rythme compris entre 0,3% et 0,4% par trimestre en 2026.

Un ralentissement de l’activité en 2025, mais moindre qu’anticipé

En rythme annuel, la croissance s’établirait à 0,7% en 2025, après +1,1% en 2024. Le ralentissement de l’activité proviendrait en premier lieu du commerce extérieur, qui, après l’avoir soutenue les deux années précédentes, pèserait sur la croissance à hauteur de 0,6 point en 2025 (après une contribution de +1,3 point en 2024). En effet, les exportations ralentiraient (+0,6%, après +2,4%), tandis que les importations rebondiraient (+2,7%, après -1,3%). En outre, malgré un moindre recul de l’investissement par rapport à l’année précédente (-0,4% après -1,3%), la demande intérieure finale hors stocks serait freinée par le net ralentissement de la consommation des ménages (+0,4% après +1,0%), malgré un pouvoir d’achat en hausse. La contribution de la demande intérieure finale hors stocks à la croissance diminuerait ainsi à 0,4 point (après 0,6 point en 2024). Seule la contribution des variations de stocks se redresserait, soutenant la croissance à hauteur de 0,9 point en 2025 (après -0,8 point l’année précédente), en lien avec le phénomène de restockage observé au premier semestre.

Le ralentissement de l’activité en 2025 serait toutefois moins important que ce que nous avons anticipé dans notre prévision de juin, puisque nous avons révisé notre prévision de croissance annuelle à la hausse de 0,1 point, en lien avec l’acquis de

croissance déjà observé à la fin du deuxième trimestre, qui correspond à notre ancienne prévision (0,6%).

L’inflation diminuerait de nouveau en 2025, à 1,0% en moyenne annuelle au sens de l’indice des prix à la consommation (IPC), après 2,0% en 2024.

Une accélération de l’activité en 2026, des moteurs externes, mais aussi internes

La croissance augmenterait à 1,2% en 2026, soit un niveau un peu supérieur à la croissance potentielle. L’accélération de l’activité serait d’abord permise par le rebond de la contribution du commerce extérieur à la croissance (à +0,6 point) : les importations ralentiraient (à +1,5%), tandis que les exportations accéléreraient sensiblement (à +3,1%). La contribution de la demande intérieure finale hors stocks augmenterait en outre nettement, à +1,0 point. Elle serait en effet tirée par l’accélération de la consommation des ménages (à +1,0%), ainsi que par le redémarrage de l’investissement (à +1,0% également). Les variations de stocks pèseraient, en revanche, sur la croissance à hauteur de 0,4 point, reflétant un mouvement de déstockage partiel. Au total, les mesures publiques allemandes et la hausse des dépenses en défense dans l’Union européenne (UE) soutiendraient la croissance française à hauteur 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	0,7	1,2
Demande intérieure hors stocks (contribution au PIB, pp)	1,0	0,6	0,4	1,0
Variations de stocks (contribution au PIB, pp)	-0,3	-0,8	0,9	-0,4
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,9	1,3	-0,6	0,6
Consommation des ménages (a/a, %)	0,7	1,0	0,4	1,0
Investissement total (a/a, %)	0,8	-1,3	-0,4	1,0
Inflation, IPC (a/a, %)	4,9	2,0	1,0	1,1
Taux de chômage, France hors Mayotte (%)	7,3	7,4	7,6	7,7
Solde budgétaire (% du PIB)	-5,4	-5,8	-5,6	-5,3

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



L'inflation augmenterait légèrement en 2026, à 1,1% en moyenne annuelle au sens de l'IPC.

Une prévision conforme au consensus en 2025, un relatif optimisme en 2026 lié aux hypothèses retenues

Notre prévision de croissance pour le troisième trimestre 2025 (+0,2%) se veut prudente : elle est un peu inférieure à la prévision trimestrielle de l'Insee dans sa note de conjoncture de septembre (« [Pas de confiance, un peu de croissance](#) »), et à celle de la Banque de France réalisée à l'issue de son [enquête mensuelle de conjoncture de début septembre](#), toutes deux à 0,3%. Elle est, en revanche, un peu plus élevée que celle du *Consensus Forecasts* de septembre (+0,1%), mais certaines prévisions du panel ont pu ne pas être mises à jour depuis longtemps.

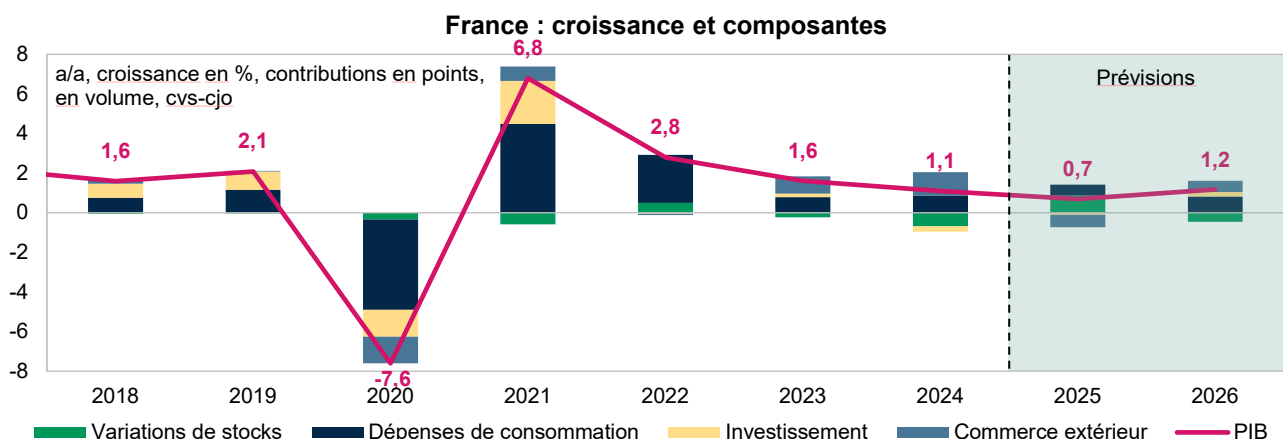
Notre prévision de croissance annuelle pour 2025 (+0,7%) correspond à la prévision de la Banque de France dans ses [projections macroéconomiques intermédiaires](#) publiées le 15 septembre, et à la prévision du gouvernement dans le [rapport d'avancement annuel](#) (RAA) d'avril 2025. Elle est légèrement inférieure à celle de l'Insee, publiée le 11 septembre dans sa dernière note de conjoncture (+0,8%). Elle est toutefois légèrement supérieure à la prévision moyenne du *Consensus Forecasts* de septembre – là encore, certaines prévisions du panel sont probablement datées – et aux prévisions de la Commission européenne² [de mai 2025](#), du Fonds monétaire international (FMI) de juillet ([World economic outlook update](#)) et de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) de septembre ([Perspectives économiques intermédiaires](#)), toutes à 0,6% (soit au niveau de l'acquis de croissance pour 2025 à l'issue du deuxième trimestre).

Notre prévision de croissance annuelle pour 2026 (1,2%) est supérieure à la prévision de la Banque de France et à celle du *Consensus Forecasts* de

septembre, toutes deux à 0,9%. Elle est également supérieure aux prévisions de l'OCDE de septembre (0,9%) et du FMI de juillet (1,0%). Elle correspond à la prévision du gouvernement dans le RAA 2025, même si la presse avait annoncé que la prévision serait abaissée à 1,0% dans le projet de loi de finances (PLF) Lecornu pour 2026, finalement mort-né. Notre prévision est toutefois inférieure à la prévision de la Commission européenne de mai (1,3%, cf. notamment la [note de bas de page](#)). Le relatif « optimisme » de notre prévision par rapport à la plupart des prévisions des autres instituts peut s'expliquer par la prise en compte, dans notre prévision, de l'impact et des mesures publiques allemandes et de la hausse des dépenses européennes en défense sur la croissance française, de l'ordre de +0,3 point au total en 2026. L'ampleur des mesures allemandes (grand plan d'investissement en infrastructures de 500 milliards d'euros sur douze ans et réforme du frein à l'endettement) justifie un effet significatif sur la croissance française en 2026, conformément aux conclusions de la littérature sur les *spillovers* des dépenses publiques en zone euro (cf. [BCE](#) par exemple). Une [étude récente](#) de la Banque centrale européenne (BCE) suggère en outre que la hausse des dépenses en défense aurait des retombées positives sur le PIB des autres pays de la zone euro. Or, la France est relativement bien positionnée dans cette industrie et devrait donc tout particulièrement en bénéficier, même si certains problèmes capacitaires en limiteront un peu l'impact à court terme.

Les derniers indicateurs conjoncturels suggèrent que l'activité devrait continuer de croître à un rythme modéré au troisième trimestre

Le climat des affaires s'est établi à 96 en septembre 2025, stable à ce niveau légèrement inférieur à la moyenne de longue période (100) depuis mai. Le climat des affaires est inférieur à sa moyenne historique dans l'ensemble des secteurs d'activité.



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

² La prévision de croissance de la Commission européenne n'est pas corrigée des variations saisonnières et des jours ouvrables (cvs-cjo), contrairement à la plupart des autres prévisions. Si l'écart est faible entre les deux mesures en moyenne, il peut être

important certaines années. L'Insee estime à -0,15 point l'impact des jours ouvrables sur la croissance en 2025, puis à +0,08 point en 2026.



Toutefois, le niveau de climat des affaires est compatible avec une croissance modérée de l'activité, le seuil de retournement empirique se situant aux alentours de 80.

La confiance des ménages se situe actuellement à un niveau relativement bas, à 87 en septembre (stable par rapport à août), sensiblement inférieure à sa moyenne historique (100). Elle reste plus élevée que le point bas qui avait été atteint à l'été 2022 (à 80), mais le redressement qui était à l'œuvre depuis lors a tout d'abord été enrayé par les soubresauts politiques en fin d'année dernière (avec en particulier la chute du gouvernement Barnier). Le rebond de janvier-février 2025 n'a pas duré, et la confiance des ménages est de nouveau en baisse depuis mars. Dans le détail des soldes d'opinion de l'enquête de conjoncture auprès des ménages, les craintes liées à l'évolution du chômage ont rebondi depuis fin 2024, et ce alors même que le taux de chômage reste faible. En outre, le solde d'opinion sur l'opportunité d'épargner reste très haut en perspective historique, ce qui suggère que le taux d'épargne des ménages devrait rester élevé à court terme. On observe également sur les derniers mois un effritement des jugements relatifs aux perspectives économiques personnelles, ainsi que plus globalement aux perspectives de niveau de vie en France. Le solde d'opinion sur les opportunités d'effectuer des achats importants s'était redressé, mais a de nouveau diminué sur les derniers points : la croissance de la consommation des ménages devrait rester modeste dans les prochains trimestres.

L'inflation devrait rester faible sur l'horizon de prévision

L'inflation a légèrement augmenté en septembre 2025, mais est restée faible, à 1,2% en glissement annuel au sens de l'IPC, après 0,9% en août, d'après les résultats provisoires de l'Insee. Sur un an en septembre, les prix des services augmentaient ainsi de 2,4%, ceux de l'alimentation de 1,7% et ceux du tabac de 4,1%. À l'inverse, les prix de l'énergie reculaient de 4,5%, et ceux des produits manufacturés de 0,4% sur un an. L'inflation au sens de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui permet les comparaisons entre les pays européens du fait d'une

méthodologie commune, a également légèrement augmenté en septembre, à 1,1% en glissement annuel (après 0,8% en août). L'inflation est actuellement basse en France en comparaison avec les autres pays de la zone euro (et plus largement l'UE), et elle en est l'une des plus faibles depuis plusieurs mois (avec Chypre). L'inflation cumulée depuis le quatrième trimestre 2019 (18,1%) y est par ailleurs nettement plus faible qu'en moyenne en zone euro (22,9%) et chez ses principaux voisins (25,4% en Allemagne, 21,1% en Espagne et 20,7% en Italie).

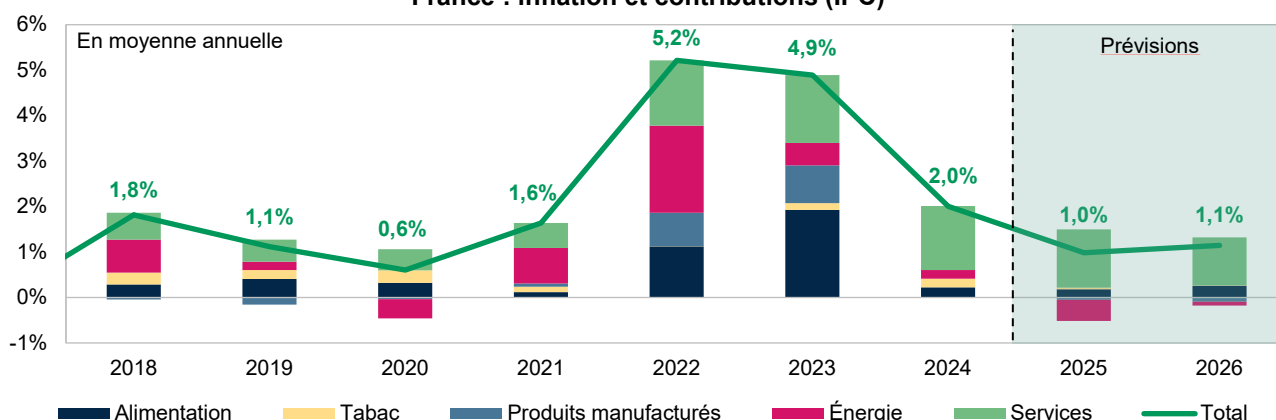
“ L'inflation est actuellement basse en France en comparaison avec les autres pays de la zone euro, et elle en est l'une des plus faibles depuis plusieurs mois. ”

En prévision, l'inflation resterait faible. En moyenne annuelle, elle diminuerait à 1,0% au sens de l'IPC en 2025, après 2,0% en 2024 (et à 1,0% également au sens de l'IPCH, après 2,3%). Elle augmenterait en 2026, mais seulement légèrement, à 1,1% au sens de l'IPC (et à 1,3% au sens de l'IPCH). Ce seraient essentiellement les prix des services (et dans une moindre mesure de l'alimentation) qui tireraient l'inflation en prévision, tandis que l'inflation de l'énergie et celle des produits manufacturés resteraient négatives.

Le taux de chômage augmenterait légèrement d'ici fin 2025

L'emploi est resté relativement résilient en début d'année : d'après les comptes nationaux, il s'est stabilisé au deuxième trimestre, après les légères baisses des trimestres précédents (-0,1% au quatrième trimestre 2024 et -0,3% au premier trimestre 2025). Le nombre total d'heures travaillées a, quant à lui, légèrement diminué pour le troisième trimestre consécutif (-0,2% après -0,4%). L'évolution de l'emploi et des heures travaillées, couplée à une progression de l'activité, se traduit par un redressement de la productivité du travail.

France : inflation et contributions (IPC)



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



Le taux de chômage au sens du bureau international du travail (BIT) est resté stable pour la France (hors Mayotte) au deuxième trimestre 2025, à 7,5% (et à 7,3% pour la France métropolitaine). Le taux de chômage est certes supérieur à son point bas du tournant des années 2022 et 2023 (7,1%), mais il reste très inférieur au niveau atteint lors de la décennie 2010 (9,6% en moyenne). En prévision, l'emploi progresserait faiblement (0,1% par trimestre en moyenne), ce qui se traduirait par une légère hausse du taux de chômage au deuxième semestre 2025, compte tenu de la progression de la population active. En moyenne, le taux de chômage atteindrait ainsi 7,6% en 2025 (7,4% pour la seule France métropolitaine). Il se stabiliserait début 2026, avant de commencer à se replier au quatrième trimestre 2026. Il augmenterait ainsi à 7,7% en moyenne en 2026 (7,5% pour la France métropolitaine).

Le taux d'épargne des ménages resterait élevé en 2026

La baisse de l'inflation ne s'est pas traduite par une hausse des dépenses de consommation des ménages au premier semestre 2025, bien au contraire. Celles-ci ont en effet diminué de 0,3% au premier trimestre, avant de se stabiliser au deuxième trimestre, et ce alors que le pouvoir d'achat des ménages a sensiblement augmenté (+0,1% au premier trimestre et +0,4% au deuxième trimestre). Les dépenses des ménages en biens ont même diminué davantage, alors que l'inflation des biens est au plancher : les ménages arbitrent ainsi en faveur des services, dont la consommation a continué d'augmenter au premier semestre. La légère baisse de la consommation, combinée à la progression du pouvoir d'achat du revenu disponible brut (RDB), s'est traduite par une nouvelle hausse du taux d'épargne des ménages, qui a atteint 18,9% au deuxième trimestre.

En prévision, **le pouvoir d'achat du RDB se replierait en fin d'année 2025**, compte tenu notamment du calendrier des prélèvements fiscaux (versement de la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus en fin d'année, et hausse des revenus réels en 2024 qui induira une hausse de l'impôt sur le revenu). Sur

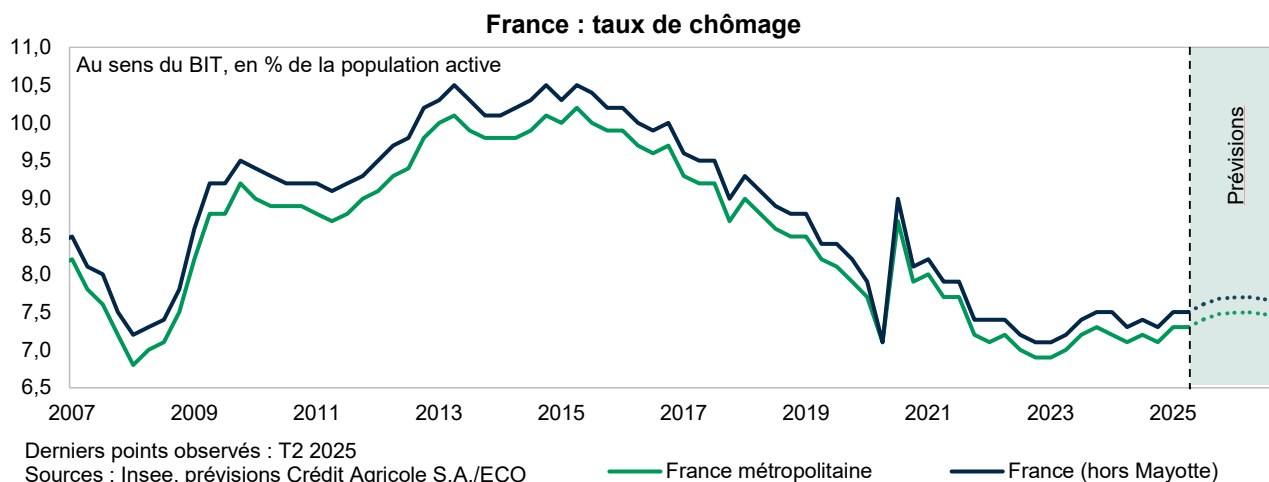
l'année 2025, il progresserait d'un peu moins de 1%, après la progression sensible qu'il avait connue en 2024 (+2,5%). Il ralentirait encore un peu plus en 2026, sans toutefois se replier (cette prévision est toutefois assez incertaine, compte tenu notamment du fait qu'on ne connaît pas encore le détail des mesures en prélèvements obligatoires qui affecteront les ménages en 2026).

Compte tenu de la modeste progression de la consommation des ménages en fin d'année 2025, et de son accélération légère en 2026, **le taux d'épargne des ménages diminuerait légèrement sur l'horizon de prévision**. En moyenne annuelle, il atteindrait 18,6% en 2025 (après 18,2% en 2024), et diminuerait à 18,1% en 2026, restant sensiblement plus élevé que son niveau pré-pandémique (14% en moyenne entre 1992 et 2019).

Léger repli du taux de marge, sur fond de stabilisation des défaillances d'entreprises à un niveau élevé

Le taux de marge des sociétés non financières (SNF) a de nouveau légèrement diminué au deuxième trimestre 2025, à 30,7% (après 31,4% au premier trimestre), sous l'effet de la hausse des salaires et des cotisations employeurs. Son repli est toutefois limité par les gains de productivité. Le taux d'autofinancement des SNF (épargne brute / formation brute de capital fixe) a poursuivi sa baisse au deuxième trimestre, à 86,4% (après 87,4% au premier trimestre), soit un niveau relativement bas. La baisse de la capacité d'auto-financement depuis début 2024 est liée à la hausse de la charge d'intérêts (elle sera renforcée fin 2025 par l'effet de la surcote d'impôt sur les sociétés pour celles dont le chiffre d'affaires dépasse 1 milliard d'euros).

Les défaillances d'entreprises se sont stabilisées à un niveau élevé depuis avril 2025. En cumul sur les douze derniers mois, elles se sont élevées à 67 613 en août (après 67 608 en juillet), en légère hausse par rapport à décembre 2024 (66 250) et en hausse de 6,5% sur un an (contre +6,2% en juillet). La hausse par rapport au niveau pré-pandémique est particulièrement marquée pour les entreprises de taille intermédiaire et





les grandes entreprises ; mais leur nombre s'est stabilisé depuis de nombreux mois, et a même eu tendance à diminuer depuis mai. Les créations d'entreprises, nombreuses depuis la crise sanitaire, restent très dynamiques, signalant un bon renouvellement du tissu productif. Les créations mensuelles ont même franchi le seuil des 100 000 en août 2025, et ce pour la première fois depuis que l'Insee les dénombre (2000).

Le taux de marge des SNF devrait globalement se stabiliser d'ici fin 2025, même si une très légère baisse est probable en fin d'année, compte tenu de la hausse des impôts sur la production (dont la revalorisation de la taxe foncière sur le bâti professionnel indexée sur l'inflation passée). Sur l'ensemble de l'année 2025, il diminuerait donc à environ 30,8% (après 32,2% en 2024), soit à son niveau moyen entre 2015 et 2019. Le taux de marge pourrait se replier légèrement en 2026, dans une ampleur qui dépendra de l'évolution de la politique fiscale.

La réduction du déficit public serait sensiblement ralentie

Nous prévoyons toujours un déficit public de 5,6% du PIB en 2025. Les informations disponibles à ce stade ne laissent pas présager une dérive du solde public comme celle connue les deux années précédentes. La différence avec la prévision du gouvernement (5,4% du PIB) provient essentiellement d'une prévision de prix (déflateur du PIB) plus faible (effet dénominateur).

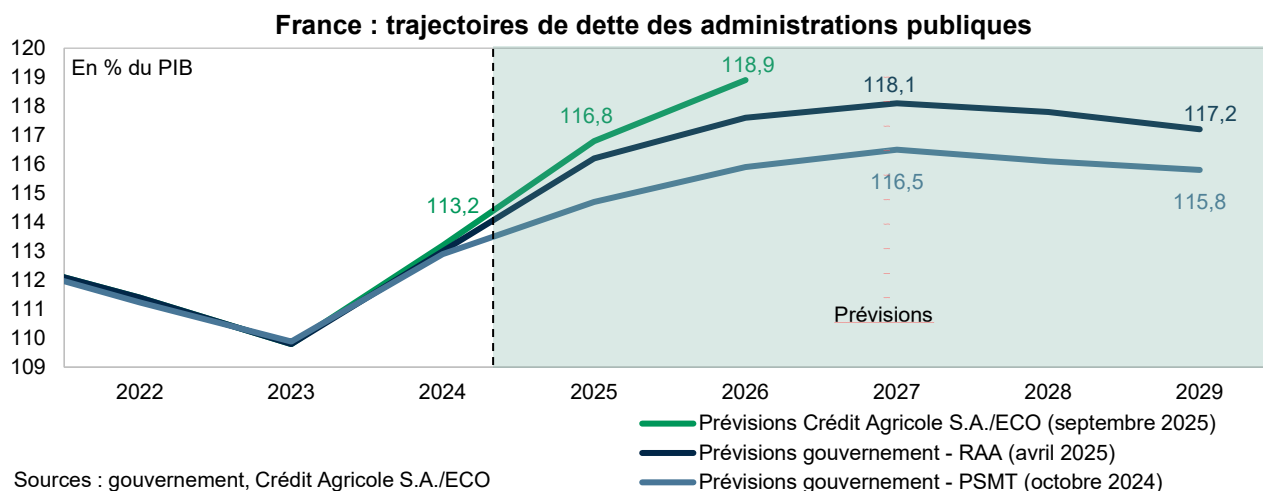
Pour 2026, notre prévision de déficit public s'élève à 5,3% du PIB. Elle correspond à des économies budgétaires de l'ordre de 28-29 milliards d'euros par rapport au déficit tendanciel communiqué par Bercy (6,1% du PIB, ce qui équivaut à 6,3% en nos termes, compte tenu d'un point de départ – le ratio de déficit 2025 – plus élevé de 0,2 point dans nos prévisions). Cette prévision a été réalisée avant la démission éclair du Premier ministre, Sébastien Lecornu. Nous tablions alors sur le fait que ce dernier ne pourrait pas faire passer un budget sans faire de concession sur

l'ampleur de réduction du déficit. Elle est toutefois compatible avec un scénario de loi spéciale en vigueur en début d'année 2026, complétée par la suite par une loi de finances initiale (LFI) en bonne et due forme (la loi spéciale n'ayant pas vocation à perdurer toute l'année). À elle seule, la loi spéciale conduirait en année pleine à un ralentissement du ratio de déficit public par rapport au tendanciel, à 5,8% du PIB en 2026 (en nos termes, soit 5,6% dans les termes du gouvernement), en lien avec le gel des dépenses des ministères (et en particulier de la mission Défense) et des barèmes de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et de la CSG. Il resterait donc à trouver 15-16 milliards d'euros d'économies budgétaires nettes dans la LFI (et davantage en termes bruts si on envisage une hausse des dépenses de défense). Cette prévision est sensiblement plus élevée que la réduction du déficit public à laquelle la France s'était engagée dans le Plan budgétaire et structurel à moyen terme (PSMT), avec un déficit public alors prévu à 4,6% du PIB en 2026. La conséquence serait évidemment un allongement du délai de réduction du déficit sous les 3% du PIB (prévue pour 2029 dans le PSMT) et de stabilisation de la dette, et une dette publique plus importante.

Des risques orientés principalement à la baisse sur la croissance, et à la hausse sur le ratio de déficit public

Ces prévisions ont été réalisées avant la démission du Premier ministre Sébastien Lecornu. Compte tenu, en particulier, des derniers développements politiques (mais pas seulement), les risques sont principalement orientés à la baisse sur la croissance, et à la hausse sur le déficit public. Des dépenses publiques moins contraintes en 2026 auraient toutefois un effet haussier sur la croissance qui compenserait partiellement les potentiels effets délétères sur les comportements des agents privés de l'incertitude. Les risques sur l'inflation sont plutôt orientés à la baisse, avec en particulier le risque lié à un potentiel déversement de biens chinois à bas prix sur le marché européen.

*Prévisions arrêtées le 25/09/2025
Article achevé de rédiger le 08/10/2025*





Italie – Une résilience en trompe-l'œil

Dans un contexte international toujours incertain, l'économie italienne peine à retrouver son élan. La croissance est revue à la baisse pour 2025, reflétant l'impact croissant des mesures tarifaires américaines sur les exportations. Malgré la persistance des difficultés dans le secteur industriel, l'investissement reste étonnamment résilient en 2025. La consommation demeure le maillon faible, pénalisée par un marché du travail moins dynamique et un pouvoir d'achat encore sous pression. Pour 2026, nous anticipons une légère accélération de la croissance, qui bénéficiera entre autres des retombées positives des mesures fiscales allemandes, dont les effets d'entraînement soutiendront progressivement l'activité économique italienne.

Le commerce extérieur plombe la croissance

Le PIB a reculé au cours du trimestre passé alors que les premiers effets des mesures tarifaires américaines se sont fait ressentir. Après un début d'année positif, avec une reprise de la croissance à +0,3%, le contrecoup du recul des exportations entraîne cette dernière en territoire négatif à -0,1%. Un chiffre confirmé par la dernière révision des comptes qui modifie cependant les contributions à la demande par rapport à la première estimation datée du 29 août.

Dans les faits, **la demande domestique reste résiliente** avec une contribution qui a été revue à la hausse de 0,3 point à 0,4 point de PIB, soit légèrement plus haute que lors du trimestre précédent. Après deux trimestres marqués par d'importants mouvements de déstockage, la contribution des stocks a été réévaluée à la baisse, passant de 0,4 point à 0,3 point de PIB. Le recul de la croissance reste donc principalement imputable à la contribution négative du commerce extérieur de -0,7 point de PIB. La croissance des importations est restée inchangée à +0,4%, tandis que la baisse des exportations est plus importante que lors de la première estimation à -1,9%.

Une croissance à deux vitesses

La performance de la demande domestique reste principalement le fait d'une reprise de l'investissement, avec une croissance qui a été revue à la hausse à +1,6% par rapport au trimestre précédent (contre +1% en première estimation). La dynamique est portée par l'investissement en machines et équipements qui a crû de +1,9%, malgré une légère révision à la baisse. Le premier trimestre, initialement estimé à +1,2%, a été révisé à -0,8%, reflétant davantage de volatilité et un profil légèrement moins favorable que lors de la première estimation.

La reprise de l'investissement productif que l'on constate depuis fin 2024 **semble s'expliquer par deux facteurs qui se cumulent.** D'une part, la baisse des taux d'intérêt et l'assouplissement des conditions de financement semblent favoriser les décisions d'investissement malgré un environnement encore très incertain. En effet, selon la *Bank Lending Survey* de la Banque d'Italie, les critères d'offre ont légèrement été assouplis au deuxième trimestre. La réduction des

marges sur les prêts les moins risqués et la transmission partielle du taux directeur ont stimulé la demande de financement, principalement pour les investissements fixes, mais également pour les stocks, le fonds de roulement et le refinancement de la dette.

D'autre part, **la mise en œuvre progressive du plan Transition 5.0 apporte un soutien supplémentaire.** Financé à hauteur de 6,3 milliards d'euros pour 2024-2025, le dispositif vise à soutenir les investissements liés à la transition énergétique et numérique. Selon le Centre d'études du Unimpresa, 2,2 milliards ont été utilisés jusqu'à présent, soit 35% des ressources. Le déploiement a été limité par la publication tardive du décret (6 août 2025) et la complexité des procédures. Les récentes simplifications ont supprimé certaines exigences, permis le cumul avec d'autres dispositifs et fixé des taux minimum de 35% pour les investissements jusqu'à 10 millions d'euros.

Contrairement à ce que préfigurait la première estimation du PIB, la dynamique de l'investissement est également portée par la construction, en hausse de 1,7%, cumulant ainsi deux trimestres consécutifs de forte croissance. Cette progression repose aussi bien sur la composante logement (+1,6%) que sur celle des autres bâtiments et travaux publics (+1,8%), initialement estimées à +0,6% et +0,7%. Avec cette nouvelle estimation, l'acquis de croissance dans la construction ressort à 3,3%.

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



Parallèlement, **avec une croissance nulle sur le trimestre, la consommation est à l'arrêt au T2, mettant fin à deux trimestres de hausse poussive.** La consommation publique augmente, quant à elle, de 0,1% sur le trimestre, après avoir reculé lors du trimestre précédent.

Le profil de la consommation n'a subi que peu de changements lors de la révision des comptes. Ainsi, la croissance des dépenses en services est restée nulle. La consommation de biens progresse à la marge, tirée par une hausse des dépenses en biens durables (+0,3%) et non durables (+0,2%), tandis que le segment des biens semi-durables se replie.

Par secteur d'activité, à l'exception d'une nette révision à la hausse de la valeur ajoutée du secteur de la construction de 0,9% à 1,5%, ainsi qu'une révision à la baisse des activités financières et d'assurance dont la valeur ajoutée baisse de 1,2%, **le tableau reste globalement le même.** Le trimestre reste marqué par la morosité, plombé par un recul dans l'industrie manufacturière de 0,7%, tout juste compensé par les performances du secteur de la construction et un léger recul dans les services. À l'image de la consommation, les activités de commerce, de transport et de distribution sont au point mort.

Marché du travail : une résilience qui s'érode

La croissance des heures travaillées a également été révisée à la baisse, passant de 0,2% à une croissance nulle au cours du trimestre. Si la baisse des heures travaillées dans le secteur primaire s'est creusée, celles dans l'industrie sont passées en territoire négatif, alors qu'elles ont timidement augmenté dans les services et la construction. Cette modération est à mettre en perspective avec des données de l'emploi qui commence à montrer des signes de fragilité. Ainsi, la stabilité de l'emploi au cours du trimestre masque un repli de l'emploi salarié qui touche aussi bien les contrats à durée indéterminée (-0,1%) que les contrats à durée déterminée (-1,7%).

Ces baisses sont cependant compensées par la hausse de l'emploi indépendant, qui augmente de 1,4%.

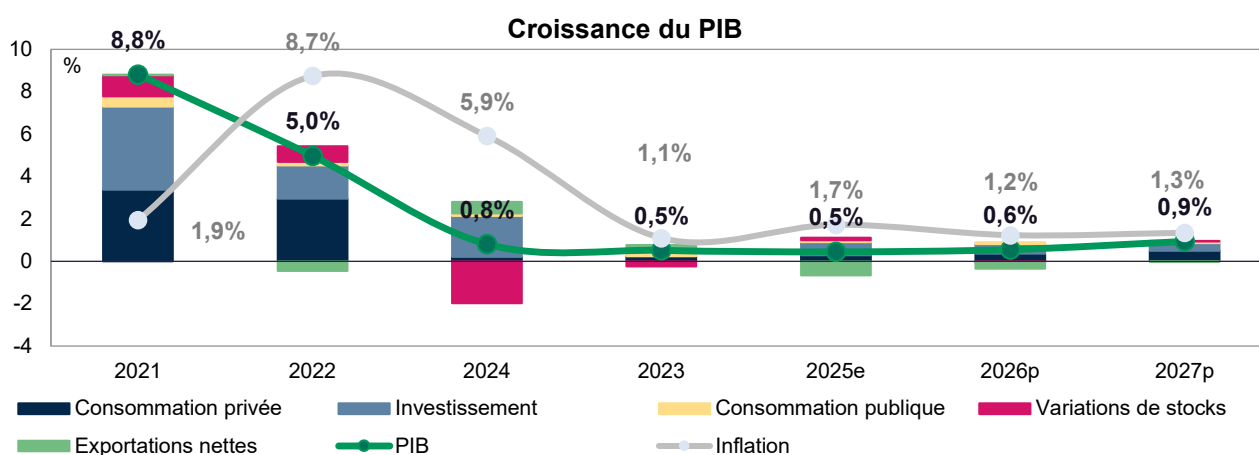
Par secteur, l'emploi dans l'industrie progresse pour le deuxième trimestre consécutif, passant de +0,5% à 0,7% malgré les difficultés du secteur. **Les données de chômage partiel confirment également la bonne tenue de l'emploi manufacturier**, avec une baisse du nombre d'heures utilisées pour un total de 112 millions³, soit en baisse par rapport au trimestre précédent (152 millions) et également en baisse par rapport à la même période de l'année précédente (99 millions).

L'emploi progresse également dans la construction (+1%), tandis qu'il recule dans les services. Pour ces deux activités, les données de chômage partiel suivent un schéma quelque peu différent, avec un niveau de recours qui augmente dans la construction (6,6 millions d'heures) et qui baisse dans les services par rapport au trimestre précédent.

Le tableau dressé par les premières données relatives au troisième trimestre est cependant moins positif. **Après avoir stagné en juillet, l'emploi recule de 0,2% en août**, soit l'équivalent de 57 000 unités de moins, pénalisé par le recul du salariat. Le taux d'emploi baisse également à 62,6%, alors que le taux de chômage augmente légèrement, passant de 5,9% à 6%. Après avoir atteint un point haut en mai, le taux d'activité baisse en août pour le deuxième mois consécutif, signalant une moindre attractivité du marché du travail qui s'accroît.

Une consommation à l'arrêt

Si le début du trimestre laissait espérer une embellie du côté des ménages avec une reprise de la confiance en juillet, les données d'août sont venues tempérer cet optimisme. **En septembre, l'indicateur de confiance ne s'est amélioré que marginalement**, bénéficiant d'une hausse de l'ensemble des composantes, aussi



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

³ Le calcul inclut le régime ordinaire, le régime extraordinaire et le régime dérogatoire, soit les trois volets de la CIG, mais ne prend pas en compte le fonds de solidarité.



bien les anticipations en ce qui concerne le climat économique que celles relatives à la situation personnelle. Cela étant dit, l'indice reste bien en deçà des niveaux enregistrés en janvier ou de ceux du mois de mai.

La situation des ménages italiens n'est pas isolée. Ces derniers continuent d'essuyer les effets encore présents de l'épisode inflationniste. Le revenu disponible réel a certes progressé au deuxième trimestre, mais cette hausse est restée contenue à 0,3% et a entièrement été allouée à de l'épargne supplémentaire, avec un taux d'épargne pour les ménages consommateurs qui passe de 9,2% à 9,5%. Si le pouvoir d'achat reste en effet encore en deçà de ce qu'il était en 2022 (-2,1%), il en est de même pour les salaires réels (-4%), d'autant que l'acquis pour 2025 indique une décélération. La croissance des salaires réels ne devrait pas dépasser 1,5%, contre +3,6% l'année précédente. Les données mensuelles de salaire contractuel actent également la fin du rattrapage, avec une hausse moyenne des salaires contractuels de 2,8% depuis juin. La tendance est clairement au ralentissement aussi bien dans l'industrie que dans la construction, seuls les services tirent leur épingle du jeu.

“ Il est difficile d'envisager une reprise franche de la consommation malgré un environnement des prix plus favorable. ”

Dans ce contexte, il est difficile d'envisager une reprise franche de la consommation malgré un environnement des prix plus favorable. Les dépenses de consommation des ménages devraient ainsi croître de 0,1% en moyenne au cours du deuxième semestre, se traduisant par une croissance annuelle de 0,5% en 2025, soit tout juste au niveau de l'acquis de

croissance. **Pour les deux années suivantes, un redémarrage de la consommation n'est pas non plus envisagé.** Un marché du travail moins porteur avec une hausse attendue du chômage (de 6,3% à 6,4%) rend difficile une dynamique salariale qui favoriserait le pouvoir d'achat. La hausse de la consommation resterait donc contenue en 2026 à 0,6%, puis augmenterait légèrement en 2027 à 0,9%.

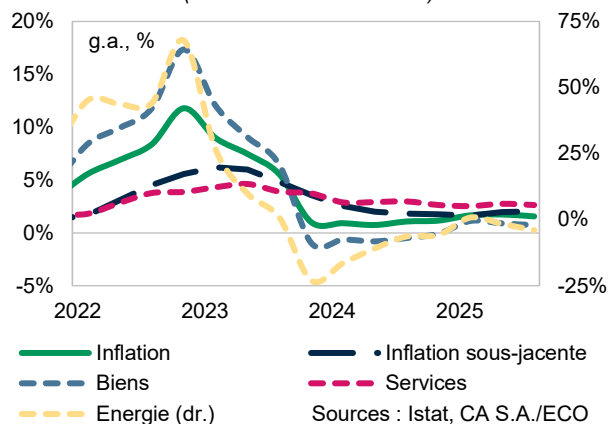
Inflation loin de la cible

L'inflation est restée stable en septembre à 1,6% en glissement annuel. Mais derrière cette relative stabilité, plusieurs dynamiques se neutralisent. La baisse des prix de l'énergie s'est ainsi atténuée sur le mois, passant de -4,8% en août à -3,7%. Parallèlement, les prix alimentaires ralentissent. Les biens restent, quant à eux, caractérisés par un taux d'inflation faible, certes en légère hausse en septembre à 0,7% contre 0,6%. Enfin, la tendance dans les services reste globalement la même depuis mai avec une inflation qui oscille entre 2,6% et 2,7%. Pour ce qui est du panier de biens à forte consommation, bien qu'il reste bien au-dessus du seuil des 2%, il ralentit légèrement à 3,2% en septembre, contre 4,4% le mois précédent.

Sur l'ensemble du troisième trimestre, l'inflation baisse légèrement à 1,6% (1,7% au T2), tandis que l'inflation sous-jacente reste stable. La baisse des prix de l'énergie se confirme (-3,9%). Si les prix de l'énergie régulée⁴, dont la dynamique à la hausse s'est accentuée au deuxième trimestre, se modèrent significativement, passant de +27% à +15%, ils n'influencent que marginalement la tendance des prix de l'énergie au regard de leur pondération (7%) ; ces derniers bénéficiant davantage de la baisse des prix de l'énergie non régulée (-5,9%).

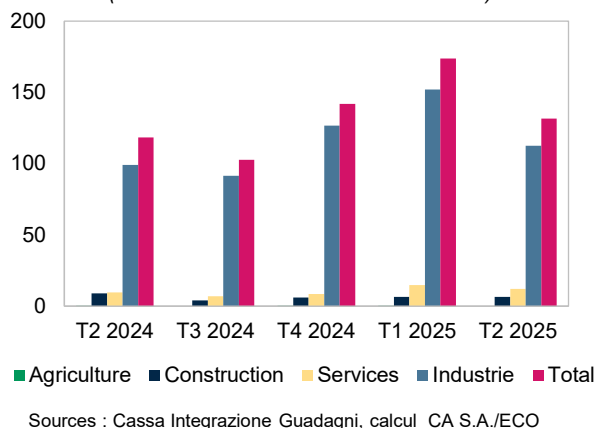
La désinflation sur les biens, tirée par le recul des prix des biens durables, s'accroît (-20 points de

Inflation et ses composantes
(en données trimestrielles)



⁴ L'énergie régulée (*mercato tutelato*) désigne les tarifs d'électricité et de gaz fixés trimestriellement par l'ARERA pour les consommateurs n'ayant pas basculé vers le marché libre, système en extinction progressive (échéance juillet 2024). L'énergie non régulée comprend les produits pétroliers (carburants,

Chômage partiel
(nombre d'heures autorisées en millions)



combustibles) aux prix librement déterminés par le marché et les contrats d'énergie souscrits sur le mercato libero où les fournisseurs définissent leurs offres commerciales sans contrainte tarifaire réglementaire.



base). Quant aux prix alimentaires, ils accélèrent légèrement sur le trimestre.

Pour le reste de l'année, l'inflation devrait légèrement se modérer à 1,5% sur le quatrième trimestre, plombée par une décélération attendue dans le segment alimentaire. Les services continueront de se stabiliser à 2,6%, tandis que les biens et l'énergie suivront la tendance légèrement à la hausse observée dans les données de septembre.

La baisse attendue des prix du pétrole, conséquence à la fois du ralentissement de la demande mondiale et de la production du côté américain, **ainsi que la poursuite de la normalisation des prix du gaz** favorisée par le surcroît des capacités de liquéfaction aux États-Unis et au Qatar, **devraient de nouveau tirer les prix de l'énergie vers le bas**, en particulier au premier trimestre 2026 (-6,8%), ramenant l'inflation à 1% en début d'année prochaine.

Ces effets devraient se modérer avec une inflexion attendue du côté de l'énergie, mais seraient compensés par un phénomène de désinflation qui toucherait aussi bien les biens que les services. **Sur l'année, l'inflation baisserait donc à 1,2% et resterait globalement stable à 1,3% en 2027.**

L'investissement moteur de 2025-2026

La croissance de l'investissement se maintiendra à 2,7% en 2025, portée par un fort acquis, avant de ralentir légèrement à 2% en 2026. Sans toutefois anticiper un recul dans le secteur de la construction, l'investissement dans ce segment devrait ralentir nettement au cours de l'année suivante. Dans le secteur résidentiel, la fin du *Superbonus* devrait commencer à se faire sentir. Le montant total des déductions en 2025 ne représente que 3 milliards d'euros, alors que 96% des travaux engagés ont été achevés. Le PNRR devrait néanmoins compenser partiellement ces effets *via* la composante grands travaux et infrastructures publiques. Selon la Confindustria, 10 milliards d'euros ont été dépensés sur les cinq premiers mois de 2025, pour un total cumulé de 74 milliards depuis le lancement du plan. D'ici fin 2025, les dépenses devraient atteindre 95 milliards, correspondant à 67% des ressources totales. Pour ce qui est de l'investissement productif, il devrait continuer de bénéficier du soutien public. En effet, **le gouvernement devrait annoncer un nouveau plan, la Transition 6.0, doté de 3,5 milliards d'euros pour 2026.**

Un impact des tarifs encore peu clair

Si le premier trimestre a été caractérisé par des comportements de *frontloading* en direction des États-Unis entraînant le rebond des exportations, **la correction du deuxième trimestre n'est cependant pas imputable à une baisse des ventes vers le**

continent américain, mais à la contraction des exportations vers d'autres zones géographiques.

C'est le cas du Royaume-Uni, vers lequel les exportations italiennes en biens ont reculé de 20% en avril et de 9,6% en mai, et vers la Chine, où elles ont diminué de 6% en avril et de 22,8% en mai en glissement annuel. Globalement, vers les pays non-européens, qui comptent près de 15% des exportations, les ventes ont enregistré deux mois consécutifs de baisse en avril et mai. Parallèlement, celles en direction des États-Unis ont certes baissé de 1,9% en glissement annuel en avril, mais ont augmenté en mai et en juin de 2,5% et 10,3%.

Les exportations pourraient continuer de surprendre à la baisse au cours du troisième trimestre. Les données d'août concernant les pays hors UE montrent une contraction des exportations en valeur de 7,7% en glissement annuel. Cette baisse est principalement imputable au recul des exportations vers les États-Unis, qui représentent 10% du total, mais également aux ventes sur le continent asiatique, notamment en Chine et au Japon, qui cèdent respectivement 16,7% et 16,6%. Il n'est donc pas étonnant que la pénétration des ventes vers l'Asie soit plus difficile : la concurrence y est déjà forte, et les premières réallocations de flux commerciaux en provenance de Chine et d'autres pays de la région commencent à se faire sentir, y compris sur le marché domestique italien où le taux de pénétration des biens chinois est élevé.

Dans ce contexte, **les effets des tarifs américains sur les exportations vers les États-Unis ne se sont pas encore pleinement matérialisés.** Entre le 2 avril et la fin août 2025, les exportateurs européens ont été soumis à des tarifs transitoires d'environ 10%, avec des hausses plus importantes pour certains produits comme les véhicules automobiles (jusqu'à 25%). L'accord commercial signé fin août et entré en vigueur début septembre fixe un tarif moyen estimé à 15,7% (donnée non officielle). Les observations du deuxième trimestre et du début du troisième correspondent donc surtout à des effets d'anticipation, liés aux menaces de hausses plus importantes, plutôt qu'à un surcoût effectif pour la majorité des entreprises.

Globalement, les évolutions attendues pour le reste de l'année indiquent que la croissance des biens exportés devrait rester modeste avec un recul attendu au troisième trimestre, tandis que les services, portés par le tourisme et la demande intérieure, continueront de progresser plus rapidement. À cela s'ajoute l'appréciation de l'euro qui plombe la compétitivité-prix des exportations italiennes, accentuant la vulnérabilité du secteur exportateur face à la concurrence internationale.

*Prévisions arrêtées le 25/09/2025
Article achevé de rédiger le 10/10/2025*



Espagne – La croissance refuse de ralentir

La hausse des coûts salariaux, l'inflation contenue par la baisse des marges et la modération progressive de l'investissement public définissent le nouveau cadre conjoncturel espagnol. La demande intérieure reste le principal moteur de l'activité, soutenue par la résilience de la consommation privée et le dynamisme de l'investissement résidentiel et productif, alors que la consommation publique conserve un profil de croissance modérée. La demande extérieure, affaiblie par le ralentissement du commerce mondial et le tassement des exportations de biens, limitera sa contribution au PIB, malgré la solidité persistante des services. L'économie espagnole entre ainsi dans une phase de croissance plus en ligne avec son potentiel, marquée par une normalisation graduelle des rythmes d'expansion.

Une résilience implacable

Au deuxième trimestre 2025, plusieurs événements auraient pu laisser penser que l'élan de l'économie espagnole allait s'essouffler. Début avril, l'administration Trump a décidé d'imposer unilatéralement des droits de douane. Cette mesure a fait grimper les indicateurs d'incertitude à des niveaux historiques, ravivant les craintes d'une détérioration rapide du commerce mondial. Quelques semaines plus tard, une panne massive d'électricité a affecté l'ensemble de la péninsule ibérique paralysant l'activité durant une journée entière. Tout cela s'est produit dans un contexte où l'économie de la zone euro donnait déjà des signes tangibles de ralentissement.

“ La robustesse du marché du travail demeure l'un des principaux soutiens de l'économie espagnole. ”

Pourtant, loin de céder, l'économie espagnole a montré une étonnante résilience au deuxième trimestre, au point de renforcer encore son rythme de croissance, progressant de 0,8% en rythme trimestriel (après 0,6% au T1). La demande domestique a constitué le principal moteur de l'activité, apportant 0,8 point de pourcentage à la croissance du PIB, tandis que la demande extérieure a eu une contribution neutre à l'expansion. La composition de la demande montre une évolution contrastée selon les postes : la consommation privée s'est renforcée avec une hausse de 0,8% sur le trimestre, alors que la consommation publique a progressé à un faible rythme (0,1%). L'investissement global a enregistré un rythme modéré de 0,8%, soutenu par l'expansion de la construction résidentielle (+1,8%) et de l'investissement en biens d'équipement (+1,2%), mais pénalisé par la contraction marquée de la construction non résidentielle (-0,6%).

Les exportations ont augmenté de 1,3% sur le trimestre, portées par la vigueur des ventes de biens (+1,8%) et par la progression plus contenue des services (+0,6%), avec une contribution positive aussi bien du tourisme que des services non touristiques. Les importations ont progressé à un rythme plus soutenu (+1,6%), atténuant ainsi l'impact expansif de la demande extérieure.

Sur le marché du travail, les indicateurs continuent de s'améliorer : les heures travaillées ont crû de 0,3% sur le trimestre (1,3% sur un an) et l'emploi en équivalents temps plein de 0,8% (1,7% sur un an). Cette évolution se traduit par des gains de productivité horaire de 0,5% (1,5% sur un an), mais par une quasi-stagnation de la productivité par tête, traduisant une croissance plus riche en emploi.

Les données disponibles pour le troisième trimestre offrent une image globalement positive

Du côté de l'offre, les indicateurs de confiance continuent d'envoyer des signaux favorables. En août, l'indice PMI pour le secteur manufacturier est monté à 54,3, son meilleur niveau depuis octobre de l'année précédente, et bien au-dessus du seuil des 50 points qui sépare l'expansion de la contraction de l'activité. L'indice PMI des services s'est établi à 53,2, en léger repli par rapport à juillet, mais confirmant néanmoins la poursuite d'une dynamique d'expansion.

Du côté de la demande, on observe une modération de la consommation, après un deuxième trimestre exceptionnel avec un ralentissement des ventes au détail en juillet. L'amélioration de la confiance des ménages en juillet et la vigueur continue des immatriculations de véhicules particuliers suggèrent néanmoins le maintien d'une croissance robuste des dépenses des ménages.

La robustesse du marché du travail demeure l'un des principaux soutiens de l'économie espagnole. En août, le nombre d'affiliés à la Sécurité sociale a diminué de

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

Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO



0,9% par rapport à juillet, un recul qui correspond à la correction saisonnière habituelle en fin de période estivale et similaire à la moyenne des exercices 2014-2019. Sur un an, l'affiliation continue de progresser à un rythme solide de 2,3%. C'est la construction qui tire la croissance de l'emploi, avec une hausse annuelle de 3,5%, tandis que l'industrie et les services maintiennent une dynamique plus modérée, mais stable.

Enfin, **le secteur immobilier poursuit son dynamisme**. La combinaison d'une reprise du pouvoir d'achat des ménages et d'un environnement de taux d'intérêt plus bas continue de stimuler la demande de logements. En juin, les ventes de logements ont bondi de 17,9% en glissement annuel. Sur l'ensemble du premier semestre, environ 358 000 transactions ont été enregistrées, soit une hausse de 19,7% par rapport à la même période de 2024. C'est le meilleur résultat pour un premier semestre depuis 2007. Cette vigueur de la demande, couplée à une offre qui progresse de manière plus modérée, maintient une forte pression à la hausse sur les prix. L'indice des prix des logements anciens, publié par le Collège des notaires, a progressé de 14,8% au deuxième trimestre, après +14,2% au T1. Il s'agit du taux de croissance le plus élevé depuis 2006.

Prix stabilisés, salaires dynamiques et marges comprimées

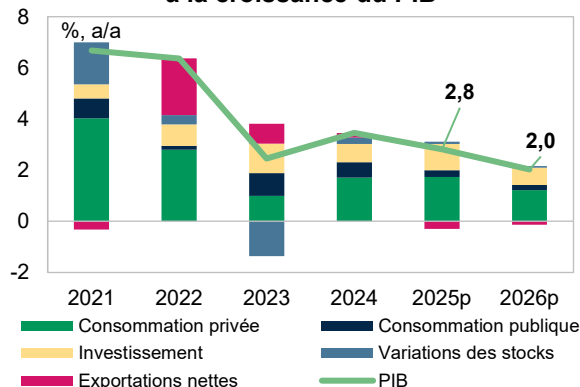
L'évolution récente de l'inflation en Espagne met en évidence un double mouvement. D'une part, la **hausse des prix de l'énergie**, liée à l'augmentation des prix du pétrole et de l'électricité, a ravivé l'inflation globale, qui s'est stabilisée à 2,7% en août, après le creux à 2% observé en mai. D'autre part, **l'inflation sous-jacente** est restée globalement stable autour de 2,5% depuis le printemps, malgré un léger regain en juillet (2,6%). Cette stabilité reflète une dynamique différenciée selon les composantes : les prix des services continuent de montrer une résistance notable, en particulier dans les secteurs de la restauration et du

tourisme, alors que l'impact des mesures temporaires sur les transports publics s'estompe partiellement. À l'inverse, les prix des biens industriels non énergétiques poursuivent une trajectoire modérée, avec des hausses limitées et nettement inférieures aux évolutions des coûts de production.

Sur le marché du travail, les tensions salariales se confirment et se traduisent par une progression notable des coûts. Les données disponibles jusqu'en août indiquent une hausse moyenne des salaires de 3,5% en 2025, supérieure aux références fixées dans le dernier accord interprofessionnel (3%). Les conventions collectives négociées avant 2025 appliquent encore une augmentation moyenne de 3,3%, tandis que les nouveaux accords signés cette année affichent une progression plus marquée, de 4,3%. Dans ce contexte, la rémunération par salarié a légèrement ralenti son rythme de croissance, qui demeure néanmoins élevé à 4,8% au deuxième trimestre. Combinée à une baisse de la productivité par tête (-0,3%), cette évolution a conduit à une accélération des coûts salariaux unitaires, qui atteignent une croissance de 5,1% sur la période, accentuant les pressions sur la compétitivité.

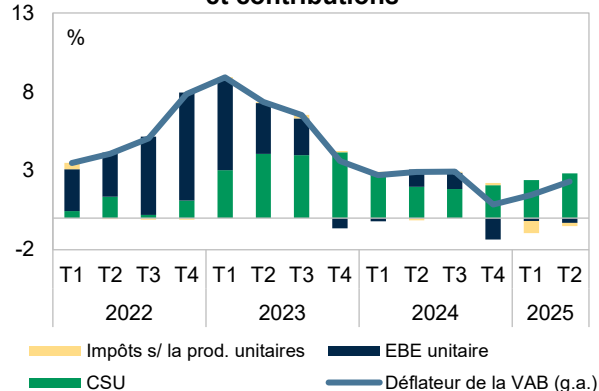
Ces tensions sont partiellement compensées par la baisse des marges des entreprises. Le déflateur de la valeur ajoutée brute a progressé de 0,8% au deuxième trimestre jusqu'à 2,3%, impulsé essentiellement par la dynamique des coûts salariaux unitaires, tandis que les autres composantes de la formation des prix, telles que l'excédent brut d'exploitation unitaire et les impôts liés à la production, ont apporté une contribution négative. Cette configuration traduit un recul des marges unitaires, qui amorcent une tendance légèrement baissière dans la plupart des secteurs, à l'exception de la construction, où elles se sont redressées, après avoir atteint des niveaux historiquement bas en début d'année. Ainsi, les pressions inflationnistes internes apparaissent contenues par l'ajustement des marges des entreprises, ce qui limite pour l'instant le risque d'une spirale prix-salaires.

Espagne : contributions à la croissance du PIB



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

Espagne : déflateur de la VAB et contributions



Sources : Banque d'Espagne, Crédit Agricole S.A./ECO



L'Espagne réduit son déficit au premier semestre

Les données consolidées d'exécution budgétaire des administrations publiques jusqu'en juin 2025 révèlent une amélioration du solde budgétaire par rapport à la même période de l'année précédente. Le déficit public, excluant les dépenses des collectivités locales et les coûts extraordinaires liés à la DANA (*depresion aislada en niveles alto*, ou dépression isolée à niveau élevé en français, c'est-à-dire les inondations d'octobre 2024 à Valence), s'est établi à 27 milliards d'euros, soit 1,6% du PIB, en baisse de 0,3% par rapport à juin 2024. En incluant les dépenses exceptionnelles associées à la DANA, le déficit atteint 1,8% du PIB.

Cette amélioration résulte principalement d'une dynamique positive des recettes publiques. Les recettes consolidées ont augmenté de 6,9% en glissement annuel jusqu'en juin, dépassant la croissance du PIB nominal de 5,4%. Les impôts indirects ont progressé de 7,1%, soutenus par la suppression totale des réductions fiscales sur les factures énergétiques et alimentaires. Les impôts directs et les cotisations sociales ont également enregistré des hausses solides, bien que légèrement inférieures à celles de l'année précédente, reflétant la bonne performance du marché du travail.

Les dépenses publiques consolidées des administrations publiques, hors dépenses exceptionnelles liées à la DANA, ont progressé de 5,4% en glissement annuel jusqu'en juin (+6,5% en les incluant), un rythme supérieur aux 4,8% enregistrés au premier semestre 2024. Les prestations sociales se distinguent avec une hausse de 6,2% en glissement annuel, largement portée par les dépenses de retraite (+6,3%), sous l'effet de la revalorisation des pensions contributives de 2,8% et de l'arrivée de nouveaux retraités. En revanche, la progression de la rémunération totale des fonctionnaires est restée plus modérée, à +3%.

Enfin, **les dépenses d'intérêts ont augmenté de 1,5 milliard d'euros au premier semestre 2025 par rapport à la même période de 2024** (+8,4% en glissement annuel). Cette dynamique s'explique par le fait que, bien que les taux d'émission soient orientés à la baisse, ils demeurent supérieurs au coût moyen de la dette, influencé par les années de taux très bas avant la remontée des taux directeurs de 2022, ce qui continuera d'exercer une pression haussière sur ce dernier pendant encore quelque temps.

Ces résultats suggèrent que **le déficit public pour l'ensemble de l'année 2025 devrait être inférieur à celui de 2024** (3,2% du PIB) et que l'objectif de 2,8% du PIB est réalisable. La dynamique positive des recettes et la suppression des réductions fiscales devraient compenser les hausses de dépenses liées aux pensions et à la défense.

Prévisions : croissance dynamique, revue à la hausse en 2025

Notre scénario pour les prochains trimestres anticipe une **modération progressive de la croissance**, orientant l'économie espagnole vers des rythmes plus proches de son potentiel, évalué légèrement en deçà de 2%. Après une expansion de 3,5% en 2024, le PIB réel devrait croître de 2,8% en 2025 (révision à la hausse de 0,2% en raison des chiffres positifs du T2), avant de ralentir davantage à 2% en 2026. Ce rééquilibrage reflète la normalisation progressive des facteurs qui ont soutenu l'activité au cours des derniers trimestres, notamment la vigueur de la demande interne et l'environnement extérieur encore marqué par l'incertitude internationale.

Dans cette trajectoire, **la demande domestique constituerait le principal pilier de l'expansion**. La consommation privée (3,1% en 2025 et 2,2% en 2026) conserverait un rôle déterminant grâce à l'évolution favorable du revenu disponible, du marché du travail et des flux migratoires, bien que son dynamisme s'atténuerait au fil de l'horizon de prévision en raison du ralentissement attendu de ces mêmes déterminants et d'un taux d'épargne supérieur à la moyenne historique. L'investissement, qui a montré une forte vitalité depuis la fin de 2024, accélérerait de 3,6% en 2024 à 5,1% en 2025, puis maintiendrait une croissance solide en 2026 (3,3%), stimulée par le déploiement des fonds européens NGEU, des conditions de financement favorables et la vigueur de l'investissement résidentiel. À l'inverse, la consommation publique, après deux trimestres de contraction, afficherait une contribution limitée, avec un profil lié au rythme tendanciel de la dépense publique, bien qu'elle soit partiellement renforcée par la hausse prévue des dépenses de défense.

La demande extérieure nette exercerait, en revanche, un effet restrictif sur la croissance dans les premières années de l'horizon. Sa contribution serait négative en 2025 (-0,3 point de PIB) et en 2026 (-0,1 point). Ce profil reflète d'abord un ralentissement des exportations, tant touristiques que non touristiques, et une quasi-stagnation des exportations de biens en 2025, en lien avec la faiblesse de la demande mondiale et le faible dynamisme de la zone euro. Une reprise graduelle interviendrait par la suite, soutenue par l'amélioration attendue des marchés extérieurs et la réduction progressive de l'incertitude globale. Du côté des importations, la vigueur constatée en 2025, alimentée par la dynamique de l'investissement et des échanges de biens, céderait la place à une normalisation en 2026 et 2027, cohérente avec l'évolution attendue de la demande interne et externe.

*Prévisions arrêtées le 25/09/2025
Article achevé de rédiger le 07/10/2025*



ROYAUME-UNI

Nouvelle austérité budgétaire en perspective



Royaume-Uni – Nouvelle austérité budgétaire en perspective

Après un premier semestre de croissance relativement forte, l'économie britannique va perdre de vitesse. La croissance de la consommation des ménages est faible et ses fondamentaux seront moins favorables à l'avenir. Les ménages devront compter davantage sur leur épargne afin de maintenir les dépenses. Le marché du travail se détériore et est donc moins propice aux augmentations des salaires. Le gouvernement doit annoncer de nouvelles hausses d'impôts et de taxes à l'automne. Le contexte demeure inflationniste et la BoE s'inquiète de la hausse des anticipations d'inflation des ménages. Les baisses de taux futures pourraient attendre.

De bonnes surprises au premier semestre côté activité...

Après une très forte hausse au premier trimestre 2025 (+0,7% en variation trimestrielle), la croissance du PIB réel a de nouveau dépassé les anticipations au deuxième trimestre 2025, progressant de 0,3% en variation trimestrielle (contre +0,1% anticipé). Toutefois, dans le détail, les chiffres sont moins réjouissants, le gouvernement (consommation publique et investissement) étant le principal moteur de la croissance, tandis que la consommation des ménages ralentit fortement au deuxième trimestre (+0,1% en variation trimestrielle) et que l'investissement productif se contracte (-1,1%).

Pour le troisième trimestre, notre scénario table sur une hausse du PIB de 0,3%, identique donc à celle du trimestre précédent. L'activité est restée stable en juillet, après avoir crû de 0,4% en variation mensuelle en juin, ce qui laisse un acquis légèrement positif pour le trimestre. La croissance est tirée par le secteur des services, tandis que la production industrielle se contracte. Toutefois, les exportations ont rebondi en juillet après l'entrée en vigueur de l'accord commercial avec les États-Unis le 30 juin, les exportations de biens vers les États-Unis s'inscrivant en hausse de 20% sur un mois, tout en restant inférieures à leur niveau d'avant la hausse des tarifs douaniers. Par ailleurs, le climat des affaires et le moral des consommateurs se redressent sur l'ensemble du troisième trimestre, grâce à la diminution de l'incertitude liée aux droits de douane.

... Mais l'horizon s'assombrit

La fin d'année pourrait néanmoins se révéler moins dynamique (croissance de 0,1% anticipée en variation trimestrielle au T4 2025), compte tenu d'un contexte domestique plus difficile. En effet, les politiques monétaire et budgétaire seront plus restrictives que prévu il y a trois mois. En raison d'une inflation persistante, la BoE devrait mettre son assouplissement monétaire sur pause jusqu'en 2026, en maintenant son taux directeur à 4% jusqu'à la fin de l'année, tout en poursuivant son resserrement quantitatif à un rythme légèrement inférieur. Le gouvernement devrait

annoncer de nouvelles hausses d'impôts et de taxes lors de son budget d'automne (cf. *infra*), au risque de saper à nouveau la confiance fragile des entreprises et des consommateurs.

Les fondamentaux de la consommation des ménages sont donc plus dégradés en perspective. La croissance du revenu disponible réel devrait fortement ralentir, en raison de la hausse prévue des impôts, de la modération de la croissance des salaires et d'une inflation toujours supérieure à l'objectif. La détente du marché du travail devrait se poursuivre. Les ménages devront donc puiser de plus en plus dans leur épargne accumulée ou diminuer leur taux d'épargne (10,7% au T2-2025) pour maintenir leurs dépenses. Ainsi, nous anticipons une croissance positive, quoique faible, de la consommation des ménages, soutenue par une baisse du taux d'épargne par rapport à des niveaux très élevés. La croissance de l'investissement productif devrait également rester faible, compte tenu de l'incertitude mondiale, de la faible rentabilité des entreprises et d'une politique monétaire restrictive.

Les exportations nettes resteront de loin le principal frein à la croissance, le Royaume-Uni étant désormais confronté à des droits de douane américains moyens de 9%, contre 1% avant l'élection de Donald Trump 2.0. Même si ces droits sont

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

Sources : ONS, BoE, Crédit Agricole SA
Note : la somme des contributions ne correspond pas à la croissance du PIB en raison des acquisitions moins cessions d'objets de valeur.



nettement inférieurs aux droits de douane moyens américains infligés au reste du monde (16%), ils impliquent une détérioration de la compétitivité des exportations britanniques par rapport aux biens produits aux États-Unis ou par rapport aux importations en provenance de pays soumis à des droits de douane moins élevés (Mexique, Canada). Le ralentissement en cours de l'économie américaine et l'affaiblissement de la demande mondiale ne feront qu'amplifier l'effet négatif des droits de douane sur le volume total des exportations britanniques.

Nos prévisions de croissance (1,5% en moyenne annuelle en 2025, 1,1% en 2026) restent donc entourées de risques baissiers, en raison de l'environnement commercial mondial toujours incertain et des perspectives budgétaires nationales difficiles.

Un nouveau budget douloureux à l'automne, plus risqué pour le marché des Gilts

La chancelière de l'Échiquier, Rachel Reeves, présentera le budget de l'automne le 26 novembre prochain. **Le gouvernement doit composer avec la dégradation des perspectives budgétaires par rapport à la déclaration du printemps.** Les recettes du secteur public sont plus faibles que prévu. L'inflation a surpris à la hausse et les taux des Gilts ont grimpé, alourdissant le service de la dette. Le gouvernement a dû faire machine arrière sur son projet de réduction des aides sociales aux personnes handicapées et des subventions hivernales pour les combustibles, lesquelles coûtent environ 5 milliards de livres sterling par an. En outre, l'*Office for Budget Responsibility* (OBR) devrait revoir à la baisse ses prévisions de croissance à moyen terme, pour tenir compte des droits de douane américains annoncés après la déclaration du printemps.

En mars dernier, l'OBR estimait que la règle budgétaire (à savoir combler le déficit budgétaire courant d'ici 2029/2030) serait satisfaite en estimant la marge

d'erreur à 9,9 milliards de livres sterling. Cette marge a déjà disparu et le Royaume-Uni s'est, de plus, engagé au sein de l'OTAN à augmenter ses dépenses de sécurité nationale à 5% du PIB d'ici 2035. Enfin, si l'OBR revoit à la baisse ses prévisions optimistes de croissance de la productivité, le déficit budgétaire pourrait encore s'aggraver.

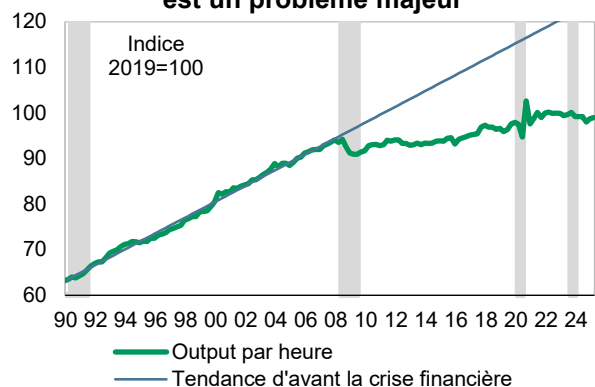
“ Le gouvernement devrait annoncer de nouvelles hausses d'impôts et de taxes lors de son budget d'automne, au risque de saper à nouveau la confiance fragile des entreprises et des consommateurs. ”

Dans ce contexte, la chancelière devrait annoncer une série de hausses d'impôts de 20 à 40 milliards de livres sterling (soit 0,7 à 1,4% du PIB), afin de restaurer ou – idéalement – d'accroître la marge de manœuvre budgétaire par rapport à sa règle de retour à l'équilibre des finances publiques.

Le gouvernement dispose de peu de leviers sachant qu'il s'est engagé à ne pas augmenter l'impôt sur le revenu, les cotisations d'assurance maladie des employés, la TVA et l'impôt sur les sociétés, soit 75% de l'assiette fiscale. Une solution serait de proroger le gel du barème de l'impôt sur le revenu au-delà de l'exercice 2028. Il pourrait également modifier diverses taxes (sur l'alcool, le tabac, les jeux d'argent) et relever la fiscalité sur l'immobilier et les banques.

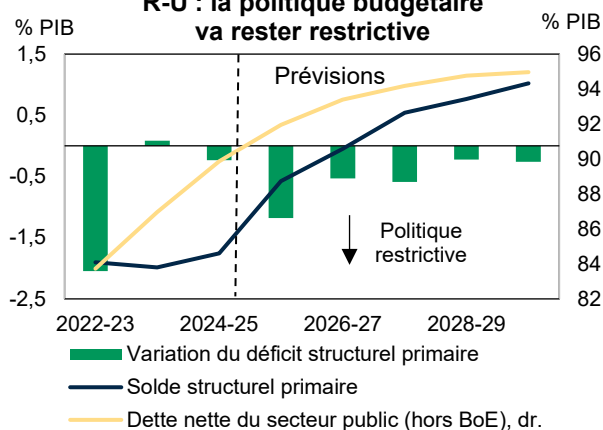
Le gouvernement pourrait également renoncer à son engagement de ne pas augmenter la pression fiscale. Compte tenu du contexte politique défavorable, Rachel Reeves pourrait, en outre, réviser sa stratégie et renoncer à la rigueur budgétaire en autorisant une augmentation du recours à la dette publique. Toutefois, cette stratégie est très risquée, car susceptible de déstabiliser de nouveau le marché des *Gilts*.

R-U : la faiblesse de la productivité est un problème majeur



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A. zone grise : récession

R-U : la politique budgétaire va rester restrictive



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



Banque d'Angleterre : prochaine baisse de taux reportée à 2026

La Banque centrale d'Angleterre (BoE) a abaissé son taux directeur de 25 points de base (pdb) par trimestre depuis l'été 2024, le réduisant à 4%. La dernière baisse de taux est intervenue en août dernier.

Notre scénario retient toujours deux baisses de taux supplémentaires au cours de ce cycle pour atteindre un taux final de 3,50%, mais repousse la prochaine baisse de taux du mois de novembre à février 2026. En effet, du fait de l'accélération actuelle de l'inflation, la BoE s'inquiète du risque de spirale inflationniste entre prix et salaires (i.e. effets de second tour). Lors de sa réunion de septembre, la BoE a maintenu sa vigilance, en notant que « les risques de nouvelles pressions inflationnistes à moyen terme restaient importants pour l'analyse du Comité ».

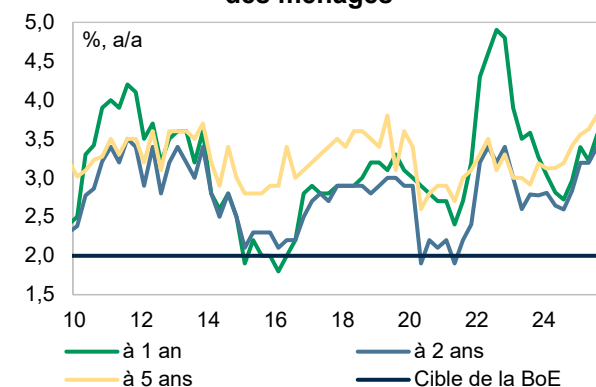
En effet, l'indice des prix à la consommation a surpris à la hausse ces derniers mois. Il a atteint 3,8% en variation sur un an en juillet, avant de se stabiliser en août, en raison d'une inflation sous-jacente toujours élevée et du renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires. Nous prévoyons désormais un pic de l'inflation à 4,1% sur un an en septembre, conforme aux prévisions de la BoE, soit le double de son objectif de 2%. Nous anticipons toujours une baisse relativement rapide de l'inflation à 3,6% au quatrième trimestre 2025, avant de retrouver un niveau plus modéré de 2,3% au quatrième trimestre 2026. En effet, de forts effets de base vont comprimer l'inflation à partir du printemps 2026. Il s'agit, d'une part, des hausses d'avril 2025 des prix réglementés de l'énergie et de l'eau payés par les ménages et, d'autre part, des effets liés à la hausse des cotisations d'assurance nationale des employeurs et du salaire minimal national (mis en place en avril 2025); ces deux facteurs de hausse des prix « disparaîtront » du glissement annuel.

Le marché du travail a continué de se détendre au cours des trois derniers mois. Le nombre de postes vacants a chuté de 45% par rapport au pic de mai 2022. Le taux de chômage progresse d'un plus bas de 3,6% à 4,7%. Les chiffres de l'emploi restent difficiles à interpréter en raison de problèmes statistiques liés à un faible taux de réponse à l'enquête sur la population active. Alors que les données de l'enquête font état d'une croissance régulière de l'emploi (+1,9% en glissement annuel en juillet), le nombre de salariés est en baisse (-0,4% en glissement annuel). Les enquêtes auprès des entreprises expliquent ces pertes d'emploi comme partiellement imputables aux fortes hausses du salaire minimal national et des cotisations d'assurance nationale pour les employeurs.

Simultanément, l'offre de main-d'œuvre s'améliore : le taux de participation (pour les plus de seize ans) ayant augmenté à 63,9% au deuxième trimestre 2025, en hausse de plus d'un point de pourcentage par rapport à son plus bas observé début 2024. Compte tenu de cette tendance à la hausse de l'offre de main-d'œuvre et de la perspective d'une faible croissance du PIB à court terme, le taux de chômage pourrait augmenter et culminer à 4,9% d'ici la fin de l'année. Cette détérioration du marché du travail devrait s'accompagner d'un ralentissement de la croissance des salaires, ce qui devrait faire refluer l'inflation dans les services et l'inflation sous-jacente. De plus, notre scénario table sur un impact légèrement désinflationniste des droits de douane, compte tenu de la baisse des prix du pétrole et de l'appréciation de la livre et de leurs effets globalement négatifs sur l'inflation importée. **Cela devrait permettre à la BoE de reprendre son cycle d'assouplissement monétaire l'année prochaine.**

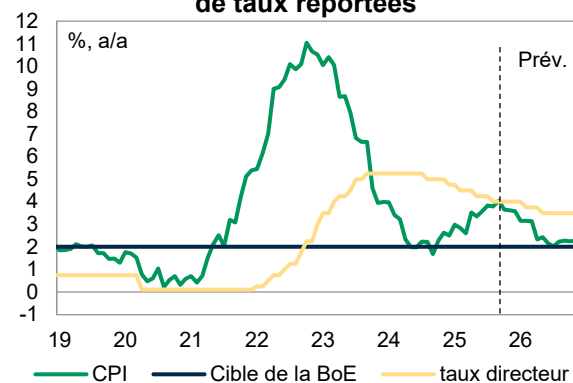
*Prévisions arrêtées le 08/10/2025
Article achevé de rédiger le 08/10/2025*

R-U : anticipations d'inflation des ménages



Sources : BoE Inflation Attitude Survey, Crédit Agricole S.A.

R-U : hausse temporaire de l'inflation et baisses de taux reportées



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.



PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES & FINANCIÈRES

Scénario macro-économique européen

Scénario macro-économique et financier international

Comptes publics

SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE ZONE EURO

Croissance du PIB

%, t/t	2023	2024	2025	2026	2024				2025				2026			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Zone euro	0,5	0,8	1,3	1,3	0,3	0,2	0,4	0,4	0,6	0,1	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
Allemagne	-0,7	-0,5	0,1	1,2	-0,1	-0,3	0,0	0,2	0,3	-0,3	-0,1	0,1	0,4	0,5	0,5	0,4
France	1,6	1,1	0,7	1,2	0,1	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,3	0,4	0,3	0,4
Italie	0,8	0,5	0,5	0,6	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,2
Espagne	2,5	3,5	2,8	2,0	1,1	0,9	0,8	0,8	0,6	0,8	0,5	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6
Pays-Bas	-0,6	1,1	1,5	1,4	0,0	1,1	0,7	0,5	0,3	0,1	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Belgique	1,2	1,0	1,1	1,2	0,4	0,3	0,3	0,2	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Irlande	-2,6	2,6	13,7	5,4	1,7	0,4	5,0	4,3	7,5	0,2	-1,2	1,6	1,6	1,6	3,0	1,6
Portugal	3,1	2,1	2,1	2,3	0,6	0,6	0,2	1,2	-0,3	0,7	0,9	0,9	0,4	0,4	0,3	0,5
Grèce	2,3	2,3	1,9	2,0	0,3	1,1	0,2	0,8	0,1	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,5	0,4
Finlande	-0,9	0,4	0,6	1,6	0,7	0,4	0,7	-0,1	0,0	-0,4	0,8	0,6	0,3	0,4	0,4	0,3
Luxembourg	0,1	0,3	0,6	1,9	2,7	-1,1	-1,9	0,4	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Autriche	-0,8	-1,2	0,0	0,8	0,1	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,3	-0,5	0,2	0,3	0,4	0,3	0,2
Slovénie	2,3	1,5	0,8	2,7	1,0	-0,7	0,3	0,4	-0,7	0,7	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5
Malte	10,6	6,8	3,4	3,6	0,7	3,1	0,0	1,5	0,2	0,6	1,2	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8

SCÉNARIO 2025-2026 | PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

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

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	0,7	1,2	0,1	0,9	0,2	0,4	0,1	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,3	0,4	0,3	0,4
Demande intérieure hors stocks (contribution au PIB, pp)	1,0	0,6	0,4	1,0	-0,1	0,3	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Consommation des ménages (a/a, t/t, %)	0,7	1,0	0,4	1,0	0,1	0,0	0,6	0,0	0,2	0,0	0,8	0,1	-0,3	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Consommation publique (a/a, t/t, %)	1,5	1,4	1,2	1,0	-0,1	0,4	0,5	0,4	0,3	0,2	0,4	0,4	0,2	0,4	0,2	0,2	0,2	0,4	0,2	0,2
Investissement total (a/a, t/t, %)	0,8	-1,3	-0,4	1,0	-0,4	0,9	-0,1	-0,8	-0,6	0,3	-0,8	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,5
Variations de stocks (contribution au PIB, pp)	-0,3	-0,8	0,9	-0,4	-0,3	-0,2	-0,3	-0,5	-0,3	-0,2	0,7	-0,3	0,7	0,5	-0,2	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,9	1,3	-0,6	0,6	0,4	0,8	0,1	1,0	0,4	0,2	-0,6	0,1	-0,5	-0,3	0,2	0,4	0,1	0,1	0,1	0,0
Exportations (a/a, t/t, %)	2,8	2,4	0,6	3,1	-1,7	4,2	-0,6	0,5	0,5	1,4	-1,1	0,9	-1,2	0,5	0,9	1,7	0,5	0,5	0,5	0,5
Importations (a/a, t/t, %)	0,1	-1,3	2,7	1,5	-2,8	1,9	-0,9	-2,1	-0,8	0,7	0,7	0,7	0,4	1,3	0,3	0,5	0,3	0,3	0,2	0,4
Inflation IPC (a/a, %)	4,9	2,0	1,0	1,1	6,0	5,2	4,7	3,7	2,8	2,2	1,7	1,3	1,1	0,8	1,0	1,0	0,9	1,1	1,2	1,3
Inflation harmonisée IPCH (a/a, %)	5,7	2,3	1,0	1,3	7,0	6,1	5,5	4,2	3,0	2,5	2,1	1,7	1,2	0,8	0,9	0,9	1,1	1,3	1,3	1,4
Inflation sous-jacente harmonisée (a/a, %) IPCH hors alimentation, alcool et tabac	4,0	2,3	1,7	1,4	4,4	4,5	4,0	3,1	2,5	2,4	2,3	2,1	1,9	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	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	7,5	7,5	7,6	7,7	7,7	7,7	7,7	7,6
Taux de chômage, France métropolitaine (%)	7,1	7,2	7,4	7,5	6,9	7,0	7,2	7,3	7,2	7,1	7,2	7,1	7,3	7,3	7,4	7,5	7,5	7,5	7,5	7,4
Solde budgétaire (% du PIB)	-5,4	-5,8	-5,6	-5,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dette publique (% du PIB)	109,8	113,2	116,8	118,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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	0,5	0,5	0,6	0,5	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,2
Demande intérieure (contribution au PIB, pp)	2,3	0,4	1,0	0,9	2,4	-0,4	0,3	-0,1	0,5	-0,1	-0,1	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Consommation des ménages (a/a, t/t, %)	0,4	0,4	0,5	0,6	1,4	-0,5	-0,3	-0,7	1,2	-0,2	0,3	0,2	0,2	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Consommation publique (a/a, t/t, %)	0,6	1,1	0,5	0,5	-0,2	0,3	0,5	0,6	-0,3	0,6	0,4	0,2	-0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Investissement (a/a, t/t, %)	9,2	0,0	2,7	2,0	8,0	-0,7	1,8	0,6	-0,6	-0,5	-1,3	1,7	1,1	1,0	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	-2,0	-0,2	0,1	-0,1	-1,5	0,6	-1,3	-0,4	-0,3	1,0	0,4	-0,3	-0,3	0,4	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,5	0,3	-0,7	-0,3	-0,4	-0,3	1,1	0,7	0,0	-0,7	-0,4	0,0	0,3	-0,7	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations (a/a, t/t, %)	0,5	-0,3	0,0	-0,6	-1,4	0,0	1,1	1,2	-0,5	-1,3	-0,4	-0,2	2,1	-1,7	-0,2	-0,1	-0,3	0,2	0,2	0,3
Importations (a/a, t/t, %)	-1,3	-1,5	2,3	0,4	-0,1	1,2	-2,8	-1,1	-0,6	0,9	0,9	-0,2	1,3	0,4	0,5	-0,2	-0,3	0,3	0,3	0,3
Inflation (a/a, %)	5,9	1,1	1,7	1,2	9,5	7,8	5,8	1,0	1,0	0,9	1,2	1,3	1,8	1,8	1,7	1,5	1,0	1,4	1,2	1,3
Inflation sous-jacente (a/a, %)	4,5	2,3	1,82	1,5	5,4	5,1	4,3	3,4	2,6	2,2	2,3	2,2	1,9	1,9	1,8	1,8	1,7	1,5	1,5	1,3
Taux de chômage (%)	7,7	6,6	6,3	6,4	7,9	7,7	7,7	7,5	7,1	6,7	6,3	6,2	6,3	6,3	6,2	6,3	6,4	6,4	6,4	6,4
Solde courant (% du PIB)	0,1	1,1	1,1	1,4	-1,6	-0,2	1,3	1,0	0,1	1,1	1,5	1,8	0,0	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Solde budgétaire (% du PIB)	-7,2	-3,4	-3,0	-2,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dette publique (% du PIB)	134,6	135,3	136,5	138,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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 (a/a, t/t, %)	2,5	3,5	2,8	2,0	0,5	0,1	0,8	0,8	1,1	0,9	0,8	0,8	0,6	0,8	0,5	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6
Demande intérieure (contribution au PIB, pp)	3,0	3,0	3,0	2,1	1,8	0,8	0,9	0,4	0,7	0,8	0,9	1,2	0,6	0,6	0,6	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5
Consommation des ménages (a/a, t/t, %)	1,8	3,1	3,1	2,2	1,1	0,6	0,9	0,3	0,5	1,2	1,2	0,9	0,6	0,8	0,6	0,4	0,5	0,6	0,6	0,5
Consommation publique (a/a, t/t, %)	4,5	2,9	1,3	1,0	1,1	1,5	0,8	0,8	0,6	0,0	1,6	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Investissement (a/a, t/t, %)	5,9	3,6	5,1	3,3	5,2	0,7	1,0	0,5	1,5	0,5	-0,6	3,6	1,3	0,8	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	-1,4	0,3	0,1	0,1	-0,9	-0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,8	0,2	-0,3	-0,1	-0,4	-0,3	-0,1	0,2	0,3	0,0	-0,2	-0,4	0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Exportations (a/a, t/t, %)	2,2	3,2	4,1	2,3	0,7	-0,6	-1,6	1,7	2,2	0,6	0,3	0,1	2,4	1,3	0,4	0,4	0,6	0,5	0,5	0,8
Importations (a/a, t/t, %)	0,0	2,9	5,5	2,9	2,2	0,3	-1,4	1,2	1,3	0,6	1,2	1,2	2,0	1,6	0,7	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5
Inflation (a/a, %)	3,4	2,9	2,5	1,8	5,0	2,8	2,6	3,3	3,2	3,6	2,3	2,4	2,7	2,2	2,6	2,5	1,8	1,8	1,7	2,0
Inflation sous-jacente (a/a, %)	4,1	2,9	2,6	2,2	5,0	3,9	4,2	3,6	3,2	2,9	2,8	2,5	2,3	2,7	2,7	2,6	2,5	2,1	2,0	2,0
Taux de chômage (%)	12,2	11,4	10,5	9,6	12,8	12,0	12,0	11,9	11,8	11,6	11,3	10,8	10,8	10,6	10,3	10,1	9,9	9,7	9,5	9,4
Solde courant (% du PIB)	2,7	3,1	1,5	1,6	2,8	2,4	3,1	2,3	3,1	3,3	3,7	2,3	1,8	1,0	1,4	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6
Solde budgétaire (% du PIB)	-3,5	-3,2	-2,8	-2,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dette publique (% du PIB)	105,1	101,8	100,6	101,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

SCÉNARIO 2025-2026 | PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Royaume-Uni

	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, %)	0,3	1,1	1,5	1,1	0,1	0,0	-0,2	-0,3	0,8	0,6	0,2	0,2	0,7	0,3	0,3	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4
Demande intérieure (contribution au PIB, pp)	0,3	0,9	1,4	1,5	0,2	0,2	-0,8	0,1	0,6	0,3	0,7	0,1	0,5	0,4	0,0	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5
Consommation des ménages (a/a, t/t, %)	-0,4	-0,2	0,9	1,0	-0,6	0,1	-1,2	-0,2	0,3	-0,2	0,6	0,2	0,3	0,1	0,2	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4
Consommation publique (a/a, t/t, %)	2,1	3,4	1,3	1,5	0,1	2,5	1,2	0,2	0,6	1,3	0,6	0,5	-0,2	1,3	-1,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Investissement (a/a, t/t, %)	0,5	1,8	2,9	3,1	3,0	-1,8	-1,3	1,2	1,2	0,5	0,9	-0,4	1,9	0,5	0,5	0,3	1,0	1,0	1,0	1,0
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	-0,1	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,6	-0,1	0,6	-0,7	0,6	-0,5	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	-0,2	-0,6	-0,4	-0,5	-1,9	-1,0	0,1	-1,1	1,1	-1,4	1,1	-0,8	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Exportations (a/a, t/t, %)	-2,3	0,7	3,8	2,9	-7,2	-1,8	-1,8	-2,3	2,5	0,8	0,8	1,3	1,7	-0,2	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Importations (a/a, t/t, %)	-1,6	2,6	4,7	4,3	-1,8	1,3	-2,1	1,1	-0,9	5,1	-2,5	3,6	1,2	0,0	1,0	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2
Inflation (a/a, %)	7,3	2,5	3,5	2,5	10,2	8,4	6,7	4,2	3,5	2,1	2,0	2,5	2,8	3,5	3,9	3,6	3,2	2,3	2,2	2,3
Inflation sous-jacente (a/a, %)	6,2	3,7	3,7	2,6	6,1	6,9	6,4	5,3	4,6	3,6	3,3	3,3	3,6	3,7	3,7	3,8	3,5	2,6	2,2	2,3
Taux de chômage (%)	4,1	4,3	4,7	4,9	3,9	4,3	4,0	4,1	4,4	4,2	4,3	4,4	4,6	4,7	4,8	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
Solde courant (% du PIB)	-3,6	-2,2	-3,3	-3,4	-2,9	-5,0	-2,3	-4,1	-2,4	-2,7	-1,2	-2,6	-2,8	-3,8	-	-	-	-	-	-
Solde budgétaire (% du PIB)	-5,9	-5,9	-4,5	-3,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dette publique (% du PIB)	98,9	100,1	101,8	103,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Sources : ONS, BoE, Crédit Agricole SA

Note : la somme des contributions ne correspond pas à la croissance du PIB en raison des acquisitions moins cessions d'objets de valeur.

SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE INTERNATIONAL

Prévisions arrêtées le 03/10/2025

	PIB (a/a, %)			Inflation* (a/a, %)			Balance courante (% du PIB)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Etats-Unis	2,8	1,7	2,0	2,9	2,8	2,9	-4,1	-3,7	-3,5
Japon	0,1	1,0	0,6	2,4	2,9	1,6	4,8	3,5	2,0
Zone euro	0,8	1,3	1,3	2,4	2,2	1,8	2,5	1,6	1,8
Allemagne	-0,5	0,1	1,2	2,5	2,2	2,0	5,6	5,3	5,0
France	1,1	0,7	1,2	2,3	1,0	1,3	0,4	-0,8	0,0
Italie	0,5	0,5	0,6	1,1	1,7	1,1	1,1	1,1	1,4
Espagne	3,5	2,8	2,0	2,9	2,5	1,8	2,8	2,6	2,5
Pays-Bas	1,1	1,5	1,4	3,2	2,9	2,1	9,1	9,8	10,5
Belgique	1,0	1,1	1,2	4,3	2,9	1,8	-0,9	-0,8	-1,3
Autres pays développés									
Royaume-Uni	1,1	1,5	1,1	2,5	3,4	2,5	-2,7	-3,3	-2,9
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	1,4	1,0	1,4	1,1	0,3	0,6	7,7	4,9	5,7
Suède	0,7	1,0	2,0	2,8	2,5	2,0	7,4	6,0	6,5
Norvège	2,1	0,3	1,6	3,2	3,0	2,3	16,9	14,5	12,2
Asie	5,2	4,8	4,7	1,7	1,3	1,9	2,0	1,8	1,4
Chine	5,0	4,8	4,4	0,2	0,1	0,6	2,2	2,0	1,4
Inde	6,8	6,3	6,7	4,9	3,6	4,7	-1,4	-1,6	-1,7
Corée du Sud	2,0	0,9	2,1	2,3	2,1	1,8	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	4,7	2,2	2,2	1,7	1,8	14,3	14,0	13,0
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	1,0	1,5	17,5	16,6	17,5
Hong Kong	2,5	2,3	2,2	1,8	1,6	2,0	11,3	10,7	10,0
Philippines	5,6	5,4	5,5	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	2,8	2,5	2,2	3,7	3,2	2,8	-0,5	-0,8	-1,1
Brésil	3,4	2,3	1,7	4,4	5,0	4,3	-2,6	-2,5	-2,0
Mexique	1,2	0,7	1,2	4,7	3,8	3,3	-0,7	-0,6	-0,8
Europe émergente	3,2	1,9	2,2	20,9	14,8	8,3	0,6	0,2	0,2
Russie	4,1	1,0	1,4	8,4	8,7	6,0	2,9	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	3,6	3,3	3,6	3,7	2,9	0,2	-0,2	0,0
Rép. tchèque	1,0	2,2	2,3	2,5	2,4	2,2	1,8	1,2	0,6
Roumanie	0,8	1,0	1,7	5,6	7,4	6,5	-8,3	-7,5	-6,1
Hongrie	0,5	0,8	2,5	3,7	4,6	4,0	2,1	1,5	1,0
Afrique, Moyen-Orient	2,4	3,0	3,2	12,8	11,5	9,3	1,8	0,3	0,1
Arabie saoudite	2,0	3,9	3,8	1,7	2,2	2,0	-0,5	-2,6	-3,1
Emirats Arabes Unis	4,0	4,5	4,5	1,8	1,5	2,0	9,1	8,8	8,3
Afrique du Sud	0,6	1,4	1,3	4,4	3,7	4,5	-0,6	-1,3	-1,4
Egypte	2,4	4,3	4,6	33,2	20,8	12,5	-5,5	-4,9	-4,1
Algérie	3,6	3,2	2,7	4,4	4,5	5,1	-1,0	-2,5	-3,5
Qatar	2,4	2,6	5,2	1,3	0,5	1,8	17,3	13,7	15,2
Koweït	-2,6	2,7	2,5	2,9	2,3	2,2	29,1	22,4	19,0
Maroc	3,8	4,1	3,7	1,0	1,7	2,0	-1,2	-1,9	-2,2
Tunisie	1,4	1,7	1,5	7,0	6,0	6,5	-1,7	-2,5	-2,8
Total	3,2	2,9	2,9	4,4	3,7	3,1	0,7	0,4	0,2
Pays industrialisés	1,6	1,5	1,5	2,6	2,6	2,3	-0,3	-0,7	-0,7
Pays émergents	4,4	4,0	3,9	5,8	4,5	3,7	1,5	1,1	0,9

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

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

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

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

TAUX D'INTÉRÊT

Prévisions arrêtées le 03/10/2025

Taux courts		oct.-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Etats-Unis	Fed funds	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
	Sofr	4,20	3,82	3,82	3,82	3,82	3,82
Japon	Call rate	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00
Zone euro	Refinancement	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,40
	Dépôt	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,25
	€str	1,93	1,93	1,93	1,93	1,93	2,18
	Euribor 3m	2,00	1,97	1,98	1,99	2,00	2,25
Royaume-Uni	Taux de base	4,00	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50
	Sonia	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50
Suède	Repo	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Norvège	Deposit	4,00	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50
Canada	Overnight	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25

Taux 10 ans		oct.-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Etats-Unis		4,10	4,30	4,40	4,45	4,50	4,55
Japon		1,66	1,60	1,90	1,95	2,20	2,25
Zone euro (Allemagne)		2,70	2,80	2,97	3,00	3,05	3,03
Spread 10 ans / Bund							
France		0,82	0,75	0,70	0,65	0,75	0,80
Italie		0,85	0,75	0,65	0,65	0,85	0,85
Espagne		0,54	0,50	0,50	0,45	0,50	0,50

Asie		oct.-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Chine	1Y deposit rate	1,40	1,30	1,30	1,20	1,20	1,20
Hong Kong	Taux de base	5,50	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
Inde	Taux repo	4,75	4,25	4,00	4,00	3,75	3,75
Indonésie	BI rate	2,50	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00
Corée	Taux de base	0,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Malaisie	OPR	5,00	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75
Philippines	Taux repo	1,04	0,85	0,70	0,60	0,50	0,40
Singapour	6M SOR	2,00	2,00	2,00	1,88	1,88	1,88
Taïwan	Redisc	1,50	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
Thaïlande	Repo	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Vietnam	Refinancing rate	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Amérique Latine							
Brésil	Overnight/Selic	4,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Mexique	Taux overnight	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Europe Emergente							
Rép. tchèque	Repo 14 j.	6,50	6,50	6,25	6,25	6,25	6,00
Hongrie	Repo 2 sem.	0,00	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00
Pologne	Repo 7 j.	6,50	6,50	6,50	6,50	6,00	5,50
Roumanie	Repo 2 sem.	17,00	15,00	13,00	11,00	10,00	10,00
Russie	1W auction rate	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Turquie	Repo 1 sem.	36,00	36,00	33,00	30,00	27,00	24,00

TAUX DE CHANGE

Prévisions arrêtées le 03/10/2025

Taux de change USD

Pays industrialisés		oct.-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Euro	EUR/USD	1,17	1,17	1,16	1,14	1,12	1,10
Japon	USD/JPY	147	144	145	146	147	148
Royaume-Uni	GBP/USD	1,34	1,37	1,37	1,36	1,34	1,33
Suisse	USD/CHF	0,80	0,81	0,83	0,85	0,88	0,89
Canada	USD/CAD	1,40	1,37	1,36	1,36	1,35	1,35
Australie	AUD/USD	0,66	0,68	0,68	0,69	0,70	0,70
Nouvelle Zélande	NZD/USD	0,58	0,60	0,61	0,62	0,64	0,64

Parités croisées c/ euro

Pays industrialisés		oct.-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Japon	EUR/JPY	172	168	168	166	165	163
Royaume-Uni	EUR/GBP	0,87	0,85	0,84	0,84	0,83	0,83
Suisse	EUR/CHF	0,93	0,95	0,96	0,97	0,98	0,98
Suède	EUR/SEK	11,04	11,00	10,80	10,70	10,60	10,50
Norvège	EUR/NOK	11,70	11,30	11,10	10,90	10,70	10,50

Asie		oct.-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Chine	USD/CNY	7,12	7,15	7,17	7,18	7,19	7,20
Hong Kong	USD/HKD	7,78	7,80	7,80	7,78	7,77	7,77
Inde	USD/INR	88,76	86,00	86,25	86,50	86,25	86,00
Indonésie	USD/IDR	16 580	16 450	16 400	16 500	16 600	16 700
Malaisie	USD/MYR	4,20	4,20	4,25	4,30	4,30	4,30
Philippines	USD/PHP	58,1	55,8	56,0	56,3	56,5	57,0
Singapour	USD/SGD	1,29	1,27	1,28	1,29	1,30	1,31
Corée du Sud	USD/KRW	1408	1350	1355	1360	1365	1370
Taiwan	USD/TWD	30,5	29,8	29,9	30,0	30,2	30,5
Thaïlande	USD/THB	32,5	32,2	32,8	33,0	33,3	33,5
Vietnam	USD/VND	26 393	26 000	26 000	26 200	26 400	26 600
Amérique latine							
Brésil	USD/BRL	5,35	5,50	5,55	5,60	5,65	5,70
Mexique	USD/MXN	18,50	19,25	19,50	19,75	20,00	20,25
Afrique							
Afrique du Sud	USD/ZAR	17,33	17,50	17,40	17,40	17,60	17,70
Europe émergente							
Pologne	USD/PLN	3,64	3,66	3,68	3,74	3,79	3,85
Russie	USD/RUB	81,45	83,00	86,00	87,00	88,00	88,00
Turquie	USD/TRY	41,61	42,50	43,40	44,10	44,50	44,80
Europe centrale							
Rép. tchèque	EUR/CZK	24,29	24,20	24,00	23,80	23,60	23,40
Hongrie	EUR/HUF	389	385	380	370	368	365
Pologne	EUR/PLN	4,26	4,28	4,27	4,26	4,25	4,24
Roumanie	EUR/RON	5,08	5,07	5,07	5,07	5,07	5,07

COMPTES PUBLICS

Prévisions arrêtées le 03/10/2025

	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	-3,1	-3,0	-3,1	87,6	88,3	89,1
Allemagne	-2,8	-3,5	-3,8	62,1	64,1	66,0
France	-5,8	-5,6	-5,3	113,2	116,8	118,8
Italie	-3,4	-3,0	-2,9	135,3	136,5	138,8
Espagne	-3,2	-2,9	-2,8	101,8	100,5	101,4
Pays-Bas	-0,9	-2,2	-2,8	43,8	45,7	48,7
Belgique	-4,5	-5,4	-5,6	104,7	107,3	110,1
Grèce	1,3	2,4	1,8	153,8	144,0	138,0
Irlande	4,3	6,0	5,8	40,9	31,8	24,9
Portugal	0,7	0,3	0,1	93,8	89,7	86,1
Royaume-Uni	-5,9	-4,5	-3,8	101,1	101,8	103,1



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

Comité de rédaction :

Paola MONPERRUS-VERONI
Ticiano BRUNELLO
Slavena NAZAROVA
Marianne PICARD
Sofia TOZY

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**

