



Perspectives

Hebdomadaire – N°25/353 – 19 décembre 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

Toute l'équipe des Études Économiques vous souhaite de bonnes fêtes de fin d'année ✨

☞ En comptant sur le soutien de la politique budgétaire, contrepoids à l'adversité.....	2
☞ Italie : une nouvelle dégradation de la productivité en 2024.....	4
☞ Bulgarie, Roumanie, Serbie : le secteur manufacturier peut-il être le moteur de la prochaine phase de développement ?	6

👉 En comptant sur le soutien de la politique budgétaire, contrepoids à l'adversité

Dans un contexte d'incertitude géopolitique persistante, mais de dissipation du brouillard commercial américain, les rythmes de croissance devraient se maintenir, voire se redresser. Les actions budgétaires contribueront à cette résistance sous des formes très diverses : de la baisse des impôts aux États-Unis à une politique budgétaire agressive au Japon, en passant par le coup de pouce keynésien britannique et les dépenses liées, d'une part, au plan NGEU et, d'autre part, à la relance allemande dans la zone euro.

Aux États-Unis, avec une croissance moyenne annuelle proche de 1,9% en 2025, la croissance a tenu bon, malgré l'incertitude – une incertitude omniprésente et parfois très pesante. La croissance, volatile en raison d'exportations nettes et de stocks bousculés par les effets de la politique commerciale de Donald Trump, s'inscrit en net recul par rapport au rythme très soutenu de 2,8% en 2024. Mais elle déjoue les prévisions de récession que certains redoutaient au lendemain de l'annonce des droits de douane (*Liberation day*).

Notre scénario envisage désormais une légère accélération à 2,1% en 2026 qu'un contexte de décisions politiques et économiques supposées plus favorables justifie. Celles-ci renvoient au second volet des mesures de l'administration Trump, selon le *tempo* que notre scénario avait dessiné fin 2024 : des mesures préjudiciables à la croissance à court terme prises rapidement, car relevant des prérogatives du président, puis, dans un second temps, des *stimuli* budgétaires. En 2026, la politique budgétaire devrait ainsi commencer à produire ses effets et l'incertitude, notamment sur le front commercial, s'estomper sans toutefois disparaître. Les fondamentaux économiques devraient rester sains : moindre sensibilité aux taux d'intérêt ; situation financière des ménages globalement satisfaisante malgré des poches de faiblesse localisées, concentrées sur le segment des ménages à faible revenu et des petites entreprises ; signes manifestes de ralentissement du marché du travail sans toutefois provoquer un redressement sensible du taux de chômage en raison du recul de l'immigration nette qui pèsera, à terme, sur la croissance ; poursuite des investissements dans l'IA à un rythme moins effréné, mais laissant augurer une année à nouveau solide pour les investissements non résidentiels. En revanche, la stratégie économique, et tout particulièrement les droits de douane, continueront de nourrir les pressions inflationnistes. L'inflation globale atterrira ainsi à 2,7% et l'inflation sous-jacente à près de 2,8% d'ici à fin 2026, avant que les deux indices ne s'orientent vers 2,3-2,4% d'ici à fin 2027. L'inflation se maintiendrait au-dessus de l'objectif de 2% jusqu'à la fin de notre horizon de prévision.

Dans la **zone euro**, la résistance de la demande intérieure a permis de faire face à un environnement adverse et la croissance, profitant d'un acquis confortable à l'issue du troisième trimestre, pourrait atteindre 1,4% en 2025. En 2026, la bonne santé des agents privés, les conditions financières encore favorables et une politique budgétaire légèrement expansionniste permettraient d'absorber le choc de confiance lié à la guerre commerciale et à l'incertitude géopolitique. Notre scénario maintient donc son cap : celui d'une croissance alignée sur son rythme potentiel, soutenue par l'accélération de l'investissement, surtout public, dont une contribution significative provient du plan de dépenses allemand.

La croissance pourrait ainsi se situer autour de 1,2% en 2026 et 1,3% en 2027 : une résistance que des bémols viennent cependant tempérer. La concurrence accrue des produits asiatiques sur les marchés mondiaux et domestiques pénalise, en effet, la compétitivité des entreprises européennes. Aussi les risques sont-ils orientés à la baisse et imposent-ils d'être vigilants, notamment sur les évolutions sectorielles. Les ralentissements des secteurs peuvent se propager de façon séquentielle : s'ils ne se transforment pas immédiatement en « dépression » généralisée, ils peuvent, au fil du temps, susciter un ralentissement économique étendu. Enfin, malgré des taux d'inflation totale et sous-jacente tous deux prévus vers 1,8% à la fin des années 2026 et 2027, donc inférieurs à la cible de 2%, le rythme de croissance conforterait la BCE dans un *statu quo* jusqu'au printemps 2027.

Du côté des **grandes économies émergentes**, notre scénario reste plutôt positif. Le ralentissement des exportations serait limité et la croissance ne devrait guère se tasser. Sa composition pourrait se révéler plus équilibrée, avec une modération limitée de la consommation privée, tandis que les investissements pourraient gagner en dynamisme grâce à la baisse des taux d'intérêt et à la clarification de la politique douanière américaine. Notre scénario table sur une croissance du PIB de 4% en 2026, après 4,2% en 2025 : une accélération économique dans la région Europe-Moyen-Orient-Afrique fait face à un léger ralentissement en Amérique latine et en Asie, qui continuerait cependant d'afficher la plus belle performance grâce, notamment, à une croissance chinoise prévue juste sous la cible de 5%.

Sur le front monétaire, les progrès inégaux en termes de désinflation et de proximité des cibles des banques centrales justifient des partitions différentes. À un assouplissement supplémentaire de la part de la Réserve fédérale américaine, rendu difficile par une inflation plus tenace, s'oppose notamment la

BCE, dans une situation plus confortable en raison d'une inflation prévue légèrement sous sa cible. Après la stabilité des taux directeurs en 2026, des mouvements timides de baisse aux États-Unis et de hausse en zone euro interviendraient en 2027.

Plus précisément, aux **États-Unis**, notre scénario de résistance de l'inflation et de ralentissement supplémentaire contenu du marché du travail justifie de toujours privilégier l'option « ligne dure » de la Fed. Celle-ci devrait marquer une pause jusqu'à la fin de 2026, conservant la borne haute du taux des *Fed funds* à 3,75%, avant de procéder à une seule baisse de 25 points de base (pdb) au deuxième trimestre 2027. Ces perspectives restent plus prudentes que celles du marché qui, prolongeant sa tendance à l'excès d'optimisme, prévoit un taux légèrement supérieur à 3% vers la fin de l'année 2026. Force est néanmoins de reconnaître que les risques entourant notre scénario sont plutôt baissiers avec, notamment, des pressions politiques et l'arrivée imminente d'un nouveau président à la Fed.

Dans la **zone euro**, la résistance anticipée de la croissance devrait inciter la BCE à ne pas assouplir davantage sa politique monétaire en 2026. L'inflation et, en particulier, l'inflation sous-jacente devraient continuer de décroître pour passer sous la cible de 2% fin 2026 et atteindre son point bas au début de l'année 2027. Or, en 2027, porté essentiellement par la reprise allemande, le raffermissement de la croissance pourrait susciter quelques tensions sur le marché du travail et les salaires, porteuses à terme de pressions inflationnistes. La BCE pourrait anticiper ce rebond annoncé de l'inflation et commencer à resserrer sa politique monétaire dès le début de 2027. À la stabilité des taux directeurs prévue en 2026, succéderaient deux hausses de taux (mars et septembre 2027) portant le taux de dépôt à 2,50%.

Tant aux États-Unis que dans la zone euro, les taux d'intérêt devraient, en 2026, être soumis à des pressions haussières modérées que motivent des rythmes de croissance décents et des *stimuli* budgétaires. En revanche, les mouvements divergents de politique monétaire anticipés pour 2027 justifient des déformations différentes des courbes de taux d'intérêt : pentification aux États-Unis et aplatissement dans la zone euro.

Alors que, pour 2026, aux **États-Unis**, le marché table sur un assouplissement de près de 50 pdb du taux des *Fed funds*, le dernier « *dot plot* » de la Fed indique une baisse de 25 pdb et un taux médian à long terme à 3%. Au regard de ces prévisions, la pause dans l'assouplissement monétaire que suppose notre scénario en 2026 milite en faveur d'une légère hausse du taux d'intérêt à deux ans, dont la baisse récente reflète les attentes de détente monétaire un peu trop optimistes du marché. Notre scénario anticipe un taux (*US Treasury*) à deux ans avoisinant 3,70% fin 2026. Poussé par une croissance légèrement plus soutenue en 2026 et par un besoin de financement public toujours élevé, notre scénario suppose un taux à dix ans à 4,50% fin 2026. En 2026, après s'être un peu aplati au premier semestre, la courbe se pentifierait au second semestre ; en 2027, les taux d'intérêt se replieraient.

Dans la **zone euro**, après une pause en 2026, la BCE pourrait entreprendre un timide durcissement monétaire en 2027. Un tel scénario devrait se traduire par une remontée des taux d'intérêt couplée à un aplatissement de la courbe. Pour 2026, notre scénario (taux de *swap*) retient ainsi une hausse du taux à deux ans le portant à près de 2,50%, conjuguée à un taux à dix ans se situant à 2,90% en fin d'année. L'augmentation de l'offre de dette allemande, reflet de l'expansion budgétaire, conduit à inscrire un léger redressement du rendement à dix ans : le Bund finirait l'année à 3%. Ce resserrement des conditions monétaires et financières serait moins propice aux émetteurs plus risqués, qu'ils soient émetteurs historiques de la périphérie ou qu'ils aient récemment rejoint celle-ci.

Enfin, en 2026, les écarts de rendements devraient être favorables au dollar, alors qu'il est peu probable que l'euro soit en mesure de profiter des spéculations sur le statut de monnaie de réserve de la devise américaine. Le dollar se déprécierait en 2027 à la faveur des nouvelles orientations monétaires favorables à la devise européenne.

Catherine LEOUGRE

***Vous pouvez consulter la publication :
Monde – Scénario 2026-2027***

Zone euro

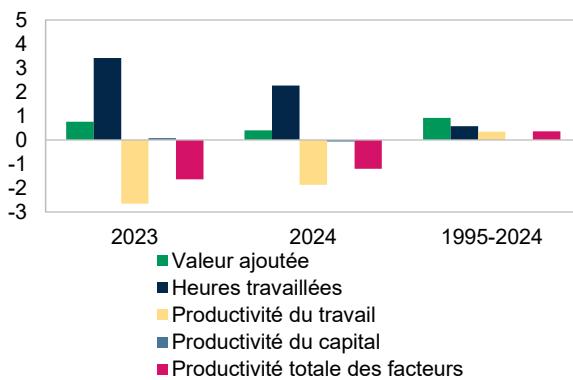
Italie : une nouvelle dégradation de la productivité en 2024

La productivité du travail en Italie a de nouveau reculé en 2024. Selon l'Istat, elle s'est contractée de 1,9% après une baisse déjà marquée de 2,7% en 2023. Cette séquence récente illustre la fragilité persistante de la dynamique productive, même si elle s'inscrit dans un contexte européen plus large marqué par des évolutions post-pandémie.

En 2024, la baisse de la productivité résulte principalement d'un écart croissant entre l'évolution des heures travaillées et celle de la valeur ajoutée. Les heures travaillées ont progressé de +2,3%, tandis que la valeur ajoutée n'a augmenté que de +0,4%, entraînant ainsi une contraction mécanique. Ce mécanisme était déjà à l'œuvre en 2023, dans un contexte de reprise de l'emploi plus rapide que celle de l'activité (+3,4% pour les heures travaillées en 2023, valeur ajoutée +0,8%).

Mesures de productivité

Taux de variation moyens annuels %



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

Néanmoins, ces évolutions s'inscrivent dans une tendance plus large depuis la pandémie. Sur la période 2019-2024, la productivité du travail en Italie n'a progressé que faiblement, autour de 0,2% par an en moyenne¹. Cette dynamique reflète un régime de croissance dans lequel la contribution du facteur travail est restée relativement élevée, tandis que les gains d'efficacité sont limités. Plusieurs analyses récentes de la Banque centrale européenne confirment ce phénomène qui ne concerne pas uniquement l'Italie. Depuis la crise sanitaire, la croissance de la productivité dans la zone euro s'est nettement ralentie par rapport à la période pré-COVID. Selon un rapport publié dans le Bulletin économique de la BCE², la productivité du travail par personne employée dans la zone euro n'a augmenté que de 0,2% par an depuis fin 2019 contre près de 1,2% par an avant la pandémie, traduisant un régime de croissance plus intensif en facteur travail et une moindre

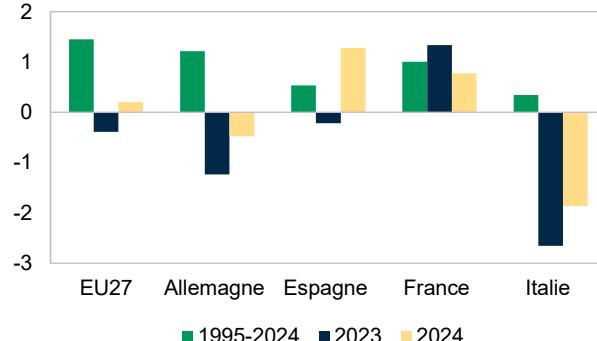
progression d'efficacité productive dans plusieurs secteurs, en particulier les services.

En Italie, cette dynamique post-pandémique semble toutefois avoir été amplifiée par des facteurs spécifiques, en particulier l'évolution des coûts de production. Dans le contexte de sortie de crise sanitaire et du choc énergétique, les coûts de production, notamment énergétiques, ont augmenté plus fortement qu'ailleurs. Selon le dernier rapport de Confindustria³ qui dresse un état des lieux du secteur industriel en 2025, ces hausses ont limité les investissements productifs et généré une situation d'emploi sans croissance dans l'industrie où les heures travaillées ont progressé plus vite que la production. Cette combinaison a contribué à accentuer l'intensité du recours au facteur travail et freiné la progression de l'efficacité productive.

Au-delà des évolutions récentes, la faiblesse de la productivité italienne s'inscrit dans une trajectoire de long terme défavorable. Entre 1995 et 2024, elle n'a progressé que de 0,3% par an, loin derrière l'Allemagne (+1,2%), la France (+1%) ou l'ensemble des pays de l'Union européenne (UE-27) (+1,5%). L'Espagne affiche une croissance plus modeste (+0,5%). En termes de valeur ajoutée, l'écart est encore plus marqué : la croissance moyenne annuelle entre 1995 et 2024 atteint +0,9% en Italie contre +1,8% pour la moyenne de l'UE-27. En revanche, les heures travaillées montrent des différences plus limitées (+0,6% par an en Italie, +0,8% en France et stables en Allemagne), ce qui souligne que le déficit italien réside principalement dans l'efficacité productive par heure travaillée plutôt que dans l'usage du facteur travail.

Productivité du travail dans les principaux pays européens

Taux de variation moyens annuels



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

¹ Primo Rapporto Cnel Sulla Produttività, Comité National Pour La Productivité Septembre 2025

² BCE, Bulletin économique 2/2024.

³ Confindustria, Rapporto Industria 2025

Plusieurs facteurs permettent de comprendre cet écart. Tout d'abord, la taille des entreprises. En effet, le tissu productif italien se caractérise par une forte prépondérance de petites entreprises, dont 90% d'entre elles emploient moins de 10 salariés. Cette configuration contribue à limiter la productivité moyenne, car les gains d'efficacité et d'investissement sont souvent plus faibles dans les structures de petite taille. À l'inverse, les entreprises plus grandes, notamment les PME de plus de 50 salariés et les ETI, affichent des gains de productivité plus soutenus, reflétant leur meilleure capacité à investir et à adopter des innovations organisationnelles et technologiques.

Outre la prépondérance des petites entreprises, la structure sectorielle de l'économie italienne contribue également à expliquer le différentiel de productivité observé par rapport à ses partenaires européens. Certains secteurs industriels – notamment la chimie, la pharmacie, la mécanique de précision ou certaines branches du manufacturier avancé – présentent des niveaux de productivité élevés et des performances proches des standards européens. À l'inverse, une part importante de l'emploi reste concentrée dans des secteurs à plus faible productivité, en particulier dans certaines activités de service et dans des branches industrielles traditionnelles telles que le textile ou l'ameublement. Cette coexistence avec un large socle d'activités à faible valeur ajoutée contribue à abaisser la productivité moyenne, malgré l'existence de segments très performants.

Un troisième facteur explicatif tient à la dimension organisationnelle et à la forte dispersion des performances productives entre entreprises. Les travaux de la Banque d'Italie⁴ indiquent que les investissements en capital immatériel, en recherche-développement et en digitalisation restent concentrés sur un nombre limité d'entreprises, ce qui réduit l'impact agrégé des innovations sur la productivité globale. Ceci montre également qu'il existe un noyau d'entreprises proche de la frontière technologique qui coexiste avec un tissu plus large d'entreprises qui peinent à intégrer les nouvelles technologies et les pratiques organisationnelles les plus efficaces. Des transformations survenues depuis la pandémie, notamment le recours accru au télétravail, ont produit des effets contrastés. Si certaines entreprises ont enregistré des gains d'efficacité, ces évolutions ont aussi mis en évidence des fragilités organisationnelles persistantes, en particulier dans les structures de petite taille. Enfin, les conclusions du rapport du Comité national pour la productivité pointent d'autres phénomènes inhérents à la structure du tissu productif, notamment la faible diffusion des pratiques organisationnelles et des compétences managériales, ainsi que des niveaux de formation et de capital humain insuffisants qui freinent la conversion des transformations et l'innovation dans les modes d'organisation.

☒ Notre opinion – Les évolutions récentes observées en Italie confirment que la productivité du travail ne peut être analysée indépendamment des facteurs structurels inhérents au modèle productif italien. Ces fragilités ne concernent pas uniquement le facteur travail. Elles renvoient plus largement à des difficultés récurrentes en matière d'efficacité du capital et de productivité globale des facteurs. Malgré une reprise marquée des investissements au cours des dernières années, les gains d'efficacité restent limités, suggérant que l'accumulation de capital ne s'est pas traduite, à ce stade, par une amélioration significative de la productivité.

Dans ce contexte, certaines des réponses apportées dans le cadre du plan de relance et de résilience visent précisément à traiter ces fragilités structurelles. Au-delà des investissements stricto sensu, le plan intègre un ensemble de réformes destinées à améliorer l'environnement productif dans son ensemble. Il comprend notamment un volet important de modernisation et de digitalisation de l'administration publique visant à réduire les frictions administratives et accroître l'efficacité globale de l'environnement des affaires. Ces mesures s'accompagnent de réformes touchant à la justice civile et commerciale ainsi que d'efforts ciblés en matière de capital et de formation.

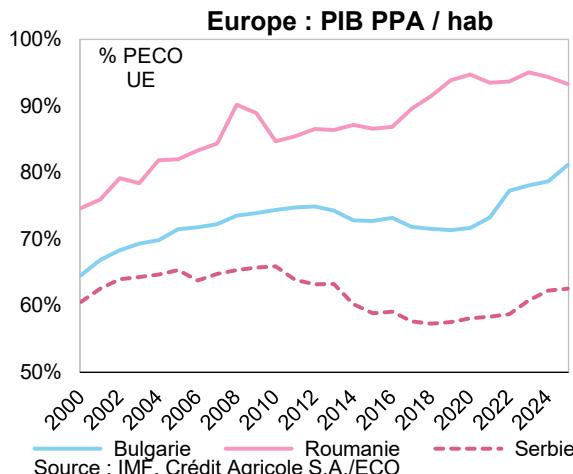
⁴ Banca Di Italia Questioni di Economia e Finanza

Pays émergents

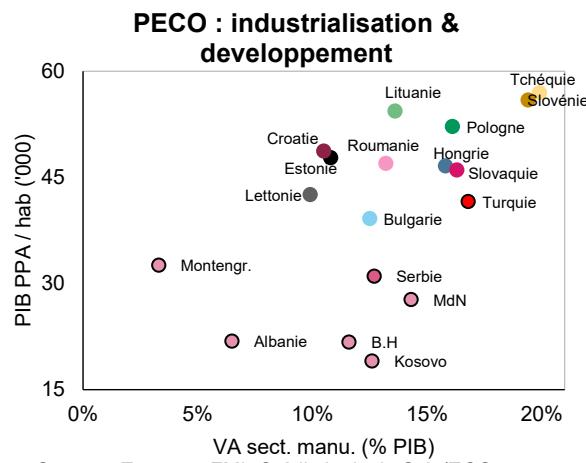
Europe centrale et orientale, Asie centrale

Bulgarie, Roumanie, Serbie : le secteur manufacturier peut-il être le moteur de la prochaine phase de développement ?

La Bulgarie, la Roumanie et la Serbie représentent les principales économies des Balkans orientaux. Ces pays se distinguent également par leur croissance potentielle, parmi les plus élevées d'Europe. Leur niveau de développement économique reste toutefois modeste comparé à celui des pays d'Europe de l'Ouest et du Nord, mais aussi vis-à-vis des autres pays d'Europe centrale et orientale (PECO) membres de l'Union européenne (UE). Ces économies disposent ainsi d'une marge importante pour rattraper leur retard, à condition que leur modèle de croissance soit propice à cette dynamique de rattrapage.



Au sein des PECO, la réussite économique a longtemps rimé avec l'intégration dans les chaînes de valeurs manufacturières européennes. La Tchéquie et la Slovénie illustrent parfaitement ce phénomène : deuxième et troisième pays les plus industrialisés de l'UE (avec un secteur manufacturier représentant environ 20% du PIB), ils figurent également parmi les économies les plus prospères de la région. Cette relation n'a rien d'une vérité générale économique, mais correspond à un modèle de développement historique adopté par les pays qui ont rejoint précocement l'UE. Depuis leur transition vers une économie de marché, ces pays ont attiré des volumes importants d'investissements directs étrangers (IDE) dans le secteur manufacturier, notamment dans le secteur automobile, ce qui leur a permis de conserver un haut niveau d'industrialisation (hérité de l'économie planifiée), malgré leur niveau de développement économique.



Si la Slovénie et la Tchéquie restent des économies dépendantes d'un secteur (l'automobile), d'une fonction (production, notamment l'assemblage) et de capitaux étrangers (ouest-européens), ces pays ont malgré tout su étendre leurs compétences et acquérir progressivement des spécialisations dans des niches technologiques à plus haute valeur ajoutée. Cette dynamique correspond à une tentative de « montée en gamme » des secteurs manufacturiers qui s'opère sur deux dimensions : sectorielle, vers des biens à plus forte intensité technologique, et fonctionnelle, vers des tâches à plus haute valeur ajoutée. Si rien ne prouve que ce modèle permettra une convergence totale avec l'Europe de l'Ouest et du Nord, il reste néanmoins le meilleur exemple de réussite économique dans la région.

La Bulgarie, la Roumanie et la Serbie se trouvent dans une position intermédiaire, avec des secteurs manufacturiers représentant environ 13% de leur PIB respectif (en deçà de la moyenne de l'UE de 14%). Les flux d'IDE vers ces pays ont débuté plus tardivement : la Bulgarie et la Roumanie n'ont intégré l'UE qu'en 2007 et l'espace Schengen qu'au début de l'année 2025, tandis qu'en Serbie, ce sont les grandes réformes de libéralisation et de stabilisation macro-économiques lancées en 2014 qui ont permis d'attirer ces flux. Les stratégies, parfois coûteuses, d'attraction des IDE dans le secteur manufacturier sont d'autant plus centrales que la politique industrielle est depuis quelques années de nouveau au cœur des outils mobilisés par les États pour leur développement. De plus, les promesses de *nearshoring* entrent en résonance avec le faible coût de la main-d'œuvre que ces pays peuvent offrir.

De fait, ces trois pays bénéficient déjà d'un certain niveau d'intégration dans les chaînes de valeurs européennes, notamment dans le secteur automobile.

Grâce à la présence de Renault (usines Dacia de Mioveni et Pitești) et de Ford Otosan (usine de Craiova) ainsi que celle de nombreux équipementiers majeurs, la Roumanie est devenue un *hub* européen de la construction automobile, pleinement intégrée dans les chaînes de valeur. Le secteur génère 14% de la valeur ajoutée (VA) manufacturière roumaine.

De son côté, la Serbie bénéficie de la présence de Stellantis à Kragujevac et d'un nombre croissant d'équipementiers asiatiques et européens, y compris dans la fabrication de moteurs électriques, ce qui permet au secteur automobile de contribuer à hauteur de 12% de la VA manufacturière nationale.

La Bulgarie, quant à elle, bénéficie d'une intégration plus marginale, fournissant des composants de plus faible niveau technologique à l'industrie automobile européenne. Ainsi, le secteur ne contribue qu'à hauteur de 5% de la VA manufacturière bulgare.

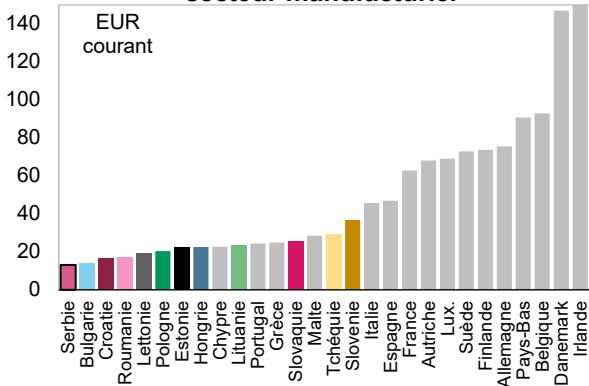
L'intégration de ces pays demeure massivement concentrée dans les fonctions de production et surtout d'assemblage, même si la Roumanie et la Serbie ont développé, à la marge, des fonctions à plus forte valeur ajoutée. **Hors secteur automobile, le secteur manufacturier de ces pays reste spécialisé dans des activités à faible intensité technologique**, telles que l'industrie agroalimentaire, le textile ou encore les activités de transformation de matériaux (minéraux, métaux, produits issus des hydrocarbures ou du bois).

Principaux secteurs manufacturiers (2023 - % VA manufacturière)	Bulgarie	Roumanie	Serbie
Produits alimentaires & Tabac	16%	24%	25%
Matériaux minéraux & métalliques	23%	14%	17%
Hydrocarbures & dérivés (chimie & plastique)	17%	9%	19%
Automobile & autres transports	7%	16%	12%
Bois & dérivés (bois, papier, meubles)	8%	9%	8%
Machinerie & électronique	10%	7%	5%
Textile	7%	9%	6%
Produits électriques	5%	7%	4%
Autres	6%	4%	3%

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

La productivité horaire des secteurs manufacturiers de ces pays figure parmi les plus faibles d'Europe. Cela ne remet pas en cause leur compétitivité, mais celle-ci repose essentiellement sur le maintien de salaires suffisamment bas. Or, ces dernières années, dans un contexte de pression démographique croissante, ces trois économies ont enregistré une forte progression du coût du travail, supérieure aux gains de productivité.

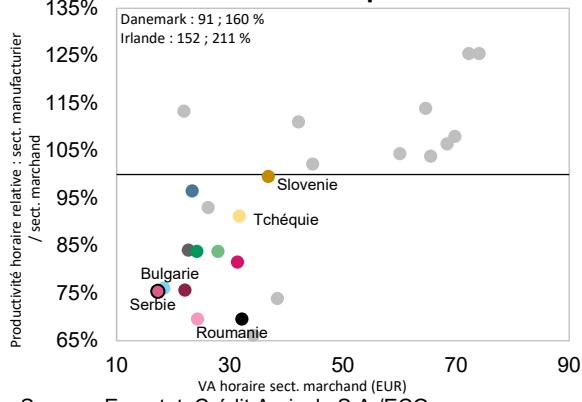
UE & Serbie : productivité horaire du secteur manufacturier



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

Plus grave cependant, le secteur manufacturier n'est pas un moteur de la productivité dans ces pays : ils sont parmi les pays d'Europe où la valeur ajoutée par heure travaillée du secteur manufacturier est la plus faible comparé à celle de l'ensemble de l'économie marchande. L'effet s'explique en partie par la composition du secteur manufacturier, concentré dans la production de biens de faible et moyenne technologie. Néanmoins, à partir des données de productivité par employé dans la production de biens de haute technologie (données de 2020), on observe que les secteurs manufacturiers bulgare, roumain et serbe restent en bas du classement européen de la productivité relative, avec une productivité au mieux 1,6 fois supérieure en Bulgarie à celle du secteur marchand non-financier, contre 2,9 fois en moyenne dans l'UE. Quel que soit le niveau de technologie, le secteur manufacturier peine donc à tirer vers le haut la productivité de l'économie, suggérant une spécialisation dans des tâches de faible valeur ajoutée.

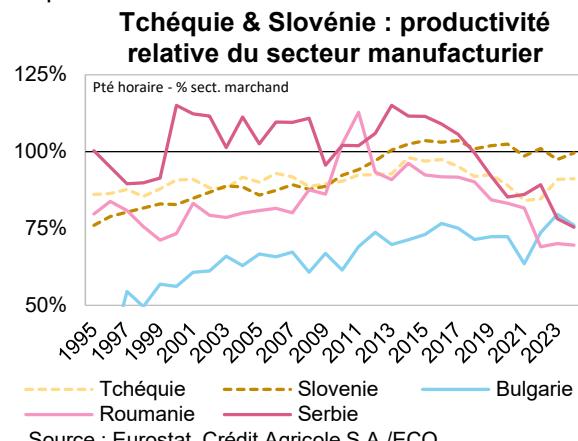
UE & Serbie : rôle du secteur manufacturier dans la productivité



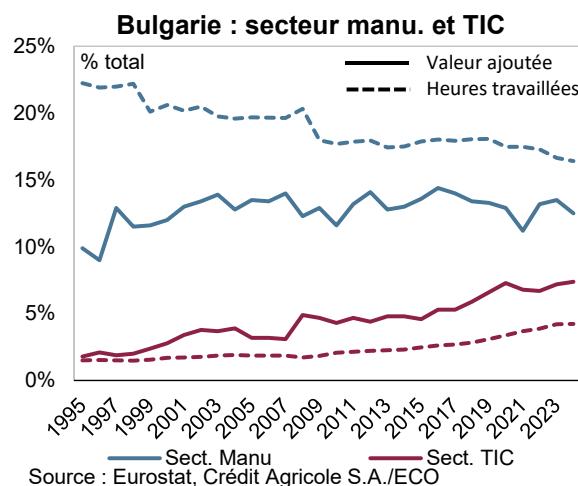
Source : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

Dans un contexte d'intégration rapide aux chaînes de valeur manufacturière européenne, voire de montée en gamme du secteur, ce déficit de productivité du secteur manufacturier tendrait à se résorber. C'est la lente trajectoire que la Tchéquie et la Slovénie ont suivie entre 1995 et 2015 avant de se stabiliser. Toutefois, en Bulgarie, Roumanie et Serbie, la situation est

différente. En Bulgarie, la productivité relative suit bien cette tendance mais avec un retard bien plus grand, tandis qu'en Roumanie et en Serbie, les secteurs manufacturiers voient leur productivité relative décroître rapidement depuis 2012 et 2014 respectivement.

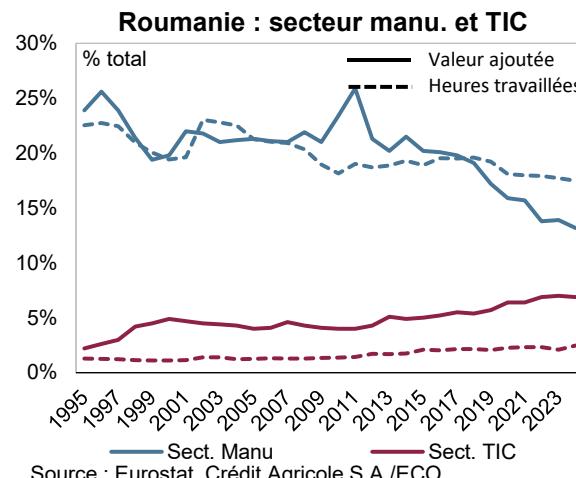


Plus précisément, en Bulgarie, la part du secteur manufacturier dans l'emploi dépasse structurellement sa contribution à la création de richesse. Cela ne fait que confirmer la moindre productivité du secteur par rapport au reste de l'économie. Malgré une lente amélioration tendancielle ces dernières années, l'écart à combler reste considérable et les niveaux d'IDE que le pays parvient à capter en faveur de son secteur manufacturier ne suggèrent pas un rattrapage rapide.

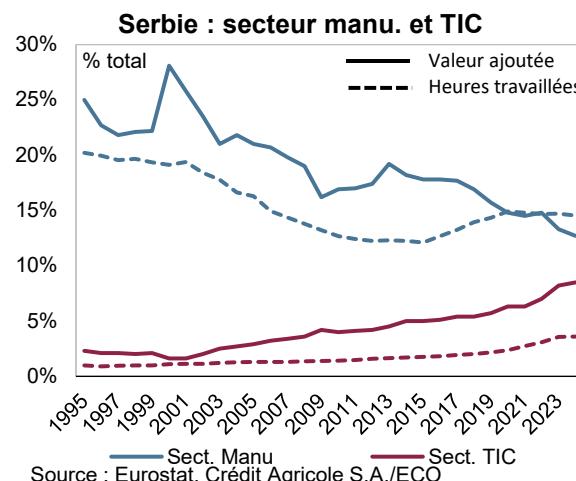


En Roumanie, la part de la valeur ajoutée du secteur manufacturier chute depuis 2012, alors que l'emploi se maintient. On observe donc une dégradation rapide de la productivité du secteur, avec des courbes qui se sont croisées depuis 2018. Cette trajectoire explique le déclin rapide de la productivité relative du secteur : en 2011, une heure travaillée dans le secteur manufacturier générait une valeur ajoutée 1,13 fois supérieure à celle de l'ensemble du secteur marchand. En 2024,

ce ratio n'atteint plus que 70%, positionnant le secteur manufacturier roumain à l'avant-dernière place de l'Union européenne.



Quant à la Serbie, elle a mené une stratégie très active d'attraction d'IDE vers le secteur manufacturier depuis 2014 qui a permis d'enrayer la baisse de l'emploi, mais la part relative du secteur dans la VA s'enfonce toujours. Cette dynamique érodant la productivité du secteur est confirmée par le FMI : il note que la stratégie du gouvernement a permis de générer beaucoup d'emplois dans la production de biens de faible et moyenne technologie contribuant peu à la production de valeur ajoutée. À l'inverse, les quelques succès remportés par le gouvernement dans l'attraction de biens de haute technologie (secteur prioritaire dans la stratégie du gouvernement) ont généré une importante valeur ajoutée additionnelle avec un nombre limité d'emplois créés. Ainsi, le gouvernement doit parvenir à généraliser l'attraction d'IDE à destination de la production de biens de haute technologie afin de permettre au secteur de devenir un véritable moteur de la productivité dans le pays.



Notre opinion – À ce stade, les secteurs manufacturiers bulgare, roumain et serbe n'ont donc pas atteint le seuil critique de sophistication qui leur permettrait d'être un moteur de la productivité et donc du développement de long terme de ces pays.

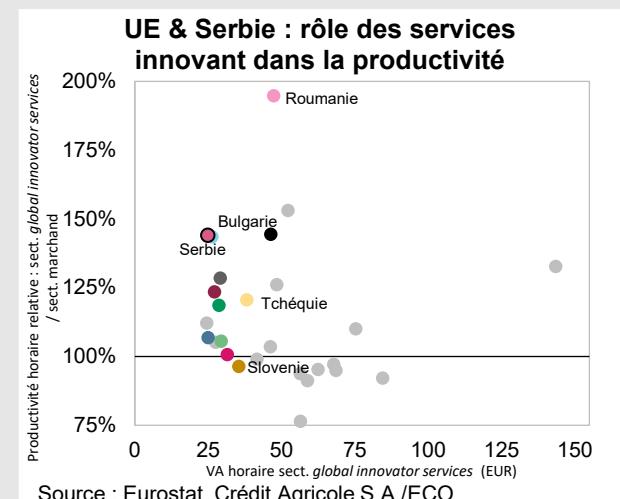
Ils se heurtent dans leur progression à des limites liées à des contingences historiques et des aspects structurels. Ils sont en effet les derniers arrivés dans la course aux IDE manufacturiers européens, ce qui réduit à la fois le volume et change le type de flux disponibles (la Serbie par exemple attire ces dernières années des flux chinois vers des industries à plus faible valeur ajoutée).

S'ajoute à cela une liste de faiblesses structurelles et institutionnelles plus prononcées que chez leurs voisins d'Europe centrale (Pays Visegrád) ou qu'en Slovénie. La faible qualité de la gouvernance a, par exemple, toujours été un obstacle en Bulgarie et en Roumanie à l'absorption de fonds européens qui auraient contribué à réduire l'isolement géographique de ces pays grâce à la construction d'infrastructures. Les trois pays souffrent également d'un moins bon climat des affaires et d'une perception de la corruption plus dégradée que dans les autres PECO membres de l'UE. Les dépenses de R&D dans les trois pays sont parmi les plus basses au niveau européen et ils accusent également un retard en termes de capital humain (la Roumanie, par exemple, occupe la dernière place de l'UE en termes de dépense de R&D en proportion du PIB, sur l'indice européen de l'innovation et sur l'indice européen relatif à l'économie et à la société numériques – DESI).

Ces faiblesses structurelles jouent sur tous les tableaux : les volumes et la qualité d'IDE captés, mais également la capacité du secteur à « monter en gamme », que ce soit vers des biens à plus forte valeur ajoutée, vers des types de tâches et des modes de production plus sophistiqués.

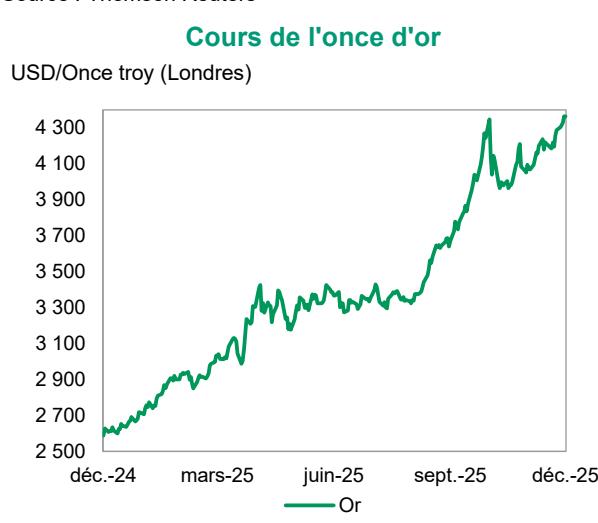
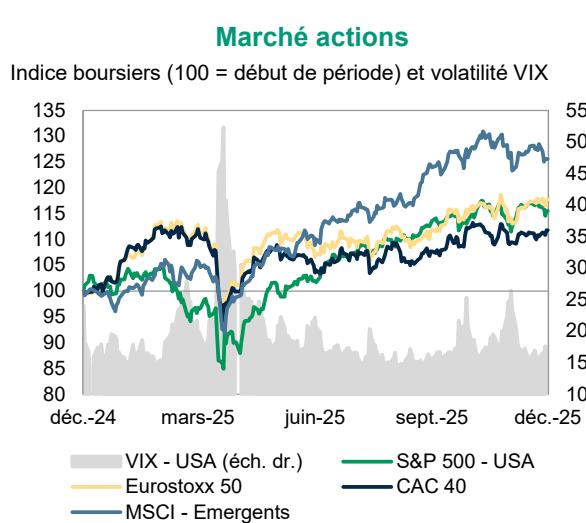
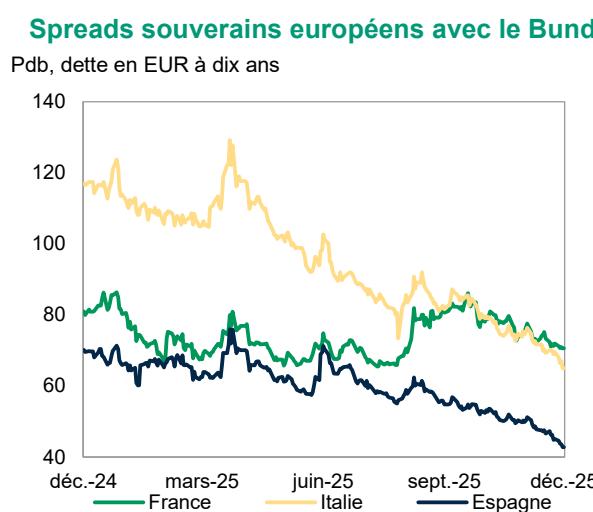
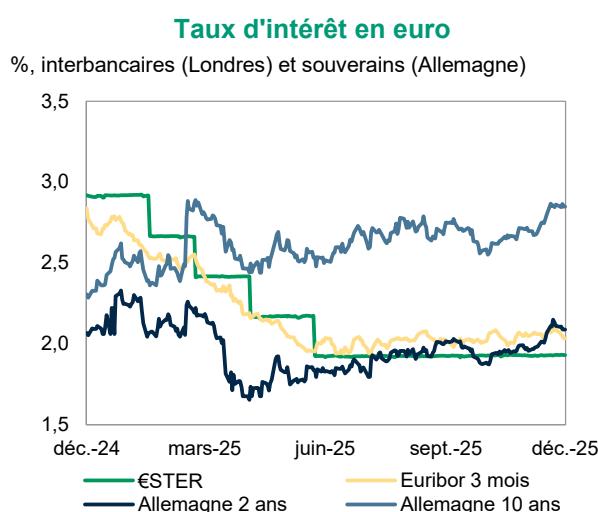
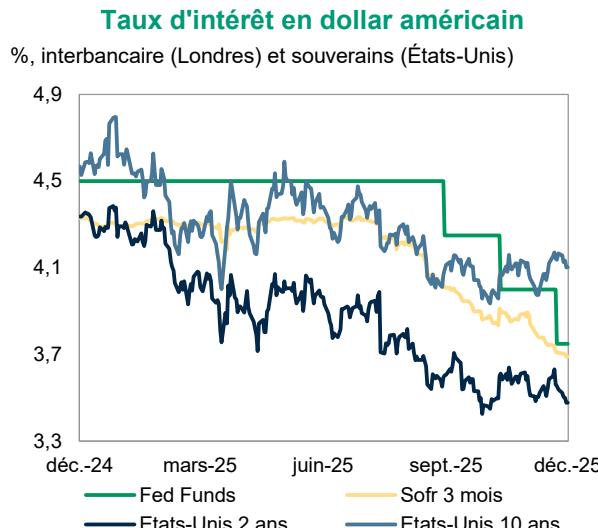
Si une trajectoire à la tchèque ou à la slovène semble difficile à suivre, ces pays disposent d'un autre atout : leur propre « success story » dans le secteur des Technologies de l'Information et de la Communication (TIC). Ce dernier a pris une importance croissante dans ces pays – dépassant 5% de la VA totale –, ce qui est désormais loin d'être anecdotique par rapport au secteur manufacturier. Le secteur se distingue par un niveau de productivité bien supérieur. Cela est d'autant plus stratégique que ces pays continuent de souffrir d'un « brain drain » important que des niveaux de salaires plus élevés peuvent ralentir. Les espoirs fondés sur ce secteur tiennent au fait que, sous certains aspects, il permet d'accélérer le rattrapage en contournant les blocages structurels des « économies de marché dépendantes »⁵. En d'autres termes, dans le secteur des TIC, des pays financièrement contraints pourraient remonter l'échelle fonctionnelle et technologique de manière plus autonome vis-à-vis des capitaux étrangers.

Il faut malgré tout garder, face à ces espoirs, une grande prudence : ce secteur, s'il est moins dépendant des contraintes attachées à l'attraction de capitaux étrangers, reste vulnérable face aux évolutions technologiques. Reste à voir donc si l'ancrage de la contribution du secteur au développement peut se passer d'une « mise à niveau » institutionnelle.



⁵ Dependent Market Economies, Nölke & Vliegenthart, 2009.

Tendances à suivre



Spreads souverains émergents avec le T-Bond

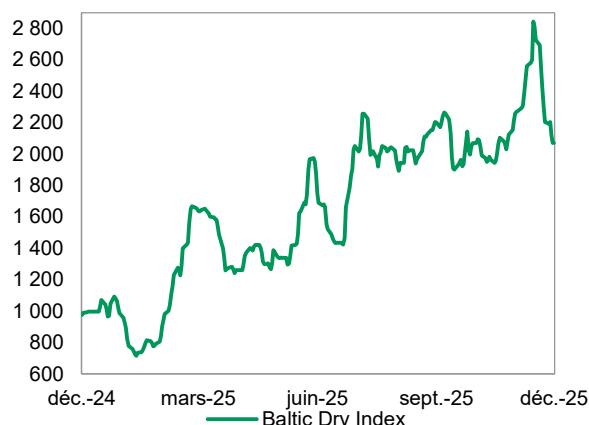
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Coût du transport maritime de vrac sec

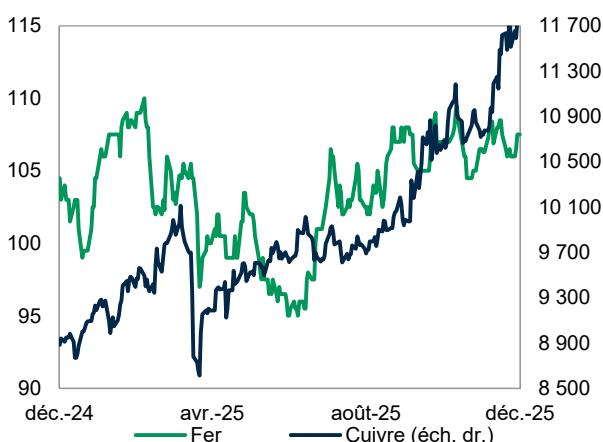
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours des métaux

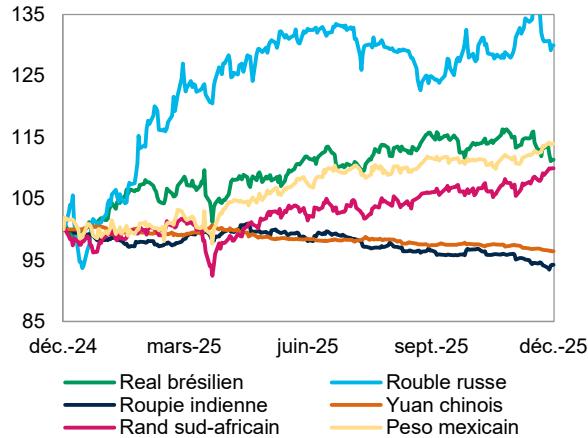
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Devises émergentes

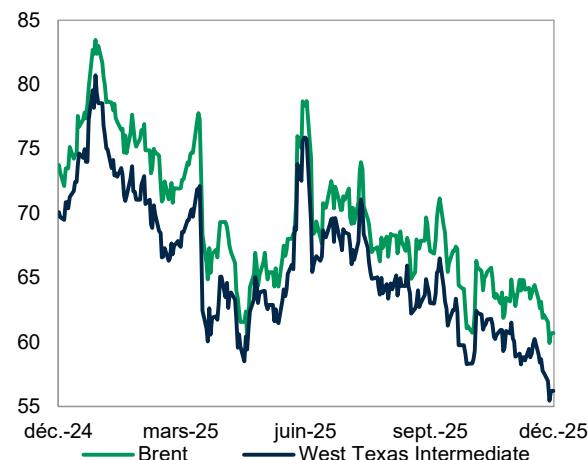
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Cours du baril de pétrole brut en USD

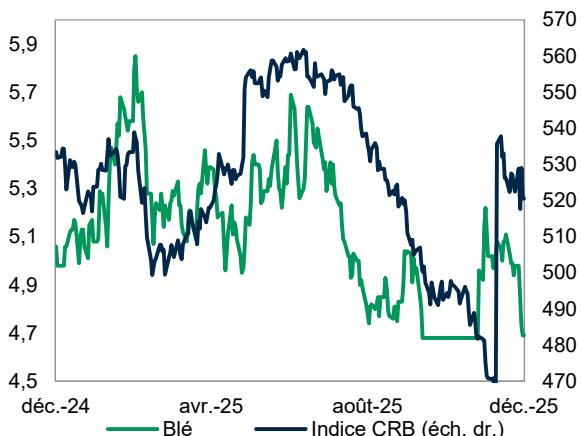
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Agriculture

SRW Wheat (USD/bisseau) et CRB foodstuffs (USD/point)



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
19/12/2025	Monde – Scénario 2026-2027 : en comptant sur le soutien de la politique budgétaire, contrepoids à l'adversité	Monde
18/12/2025	Corée du Sud : un an après la crise politique, les marchés achètent les promesses de stabilité	Asie
16/12/2025	France – Enquête de conjoncture et défaillances d'entreprises, les bonnes nouvelles de la BdF	France
12/12/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
11/12/2025	Arabie saoudite – Un Quincy 2.0 au profit de la diversification ?	Moyen-Orient
11/12/2025	Zone Euro – Révision à la hausse de la croissance au T3 2025	Zone euro
08/12/2025	France – La production industrielle est restée élevée en octobre, en hausse notable sur un an	France
05/12/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
04/12/2025	New Delhi dans le brouillard	Asie
03/12/2025	France – Immobilier résidentiel : mesurer le pouvoir d'achat immobilier des ménages	France, immobilier
02/12/2025	France – Confirmation de la forte croissance de l'activité au troisième trimestre, l'emploi résiste	France
01/12/2025	Royaume-Uni – Budget de l'automne 2025, la cigale ou la fourmi ?	Royaume-Uni
28/11/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde


Monde – Scénario macro-économique 2026-2027 – Décembre 2025

[En comptant sur le soutien de la politique budgétaire, contrepoids à l'adversité](#)

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

Rédacteurs en chef : Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

Zone euro : Alberto ALEDO, Ticiano BRUNELLO, Marianne PICARD, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS, Grégoire GLORIEUX

États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

Europe centrale et orientale, Asie centrale, géo-économie :

Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QUENTRIC

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario), Jorge APARICIO LOPEZ

Afrique du Nord, Moyen-Orient, Afrique sub-saharienne : Laure DE NERVO, Morgane ABBAS

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Sophie GAUBERT

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

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](#)

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