



# **MONDE** **SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE** **2026-2027**

**Trimestriel – Décembre 2025**

# 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 atterrirait 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.

***Dans un contexte d'incertitude géopolitique persistante, mais de dissipation du brouillard commercial américain, les rythmes de croissance devraient se maintenir, voire se redresser.***

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 aplatie 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 de près de 30 pdb du taux à deux ans le portant à près de 2,50%, conjuguée à un taux à dix ans subissant une augmentation moitié moindre pour se situer 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 LEBOUGRE**

## Focus Géopolitique – L'étrange petite musique « réaliste » du monde d'après ?

La stratégie américaine, désormais écrite, couple une ambition d'hégémonie sur l'hémisphère ouest avec une géopolitique des ressources et le contrôle des voies maritimes. La position se veut dominante sur la technologie et la finance, tandis que le *containment* de la Chine se poursuit. La vraie rupture est en Europe, stratégique et idéologique.

**Le scénario géopolitique mondial évolue autour de trois axes.** Le premier, qui est central, reste la question américaine. Vécu comme un tsunami politique par les Européens, le document de défense américain définit les règles d'un univers stratégique dans lequel le monde entier va vivre durablement, car certains points font l'objet d'un consensus qui va bien au-delà de la présidence Trump.

### Les hotspots militaires de la géopolitique mondiale

**Le deuxième axe du scénario est plus militaire. Il s'organise autour des deux points systémiques de la géopolitique que constituent le front ukrainien et l'espace Taïwan-mer de Chine.** Dans les deux cas, la guerre hybride s'installe comme un *new normal*, en particulier en mer Baltique et en mer de Chine – où le Japon de madame Takaishi prend, par ailleurs, le *leadership* régional pour la défense de Taïwan. **En Europe, les nombreux survols de drones renforcent l'importance de la protection des infrastructures critiques** (aéroports, usines d'armement, centrales nucléaires etc.) **et les entreprises vont devoir s'habituer à la notion de « biens duals »<sup>1</sup>.** De plus, les déclarations des états-majors à propos d'une guerre potentielle avec la Russie, couplées à l'affaiblissement diplomatique européen dans les négociations de paix, augmentent les tensions dans les sociétés : la géopolitique menace de devenir un facteur politique plus clivant que fédérant. **Quant aux tensions au Moyen-Orient, elles continuent à « bas bruit », mais la communauté internationale s'y intéresse moins**, tant que les points critiques de l'approvisionnement énergétique ne sont pas touchés. En réalité, c'est une approche à courte vue, car ce conflit remodèle le Moyen-Orient, et il impacte à long terme le secteur maritime, par une recomposition du trafic mondial et par une accélération de l'aménagement des ports de l'océan Indien et d'Afrique.

**Enfin, le troisième axe du scénario géopolitique reste le comportement de ce Grand Sud**, où les pays qui en ont les moyens cherchent à affirmer une stratégie de multi-alignement afin de ne choisir ni les États-Unis, ni la Chine, tout en profitant des deux, Arabie, Inde et Turquie en tête. L'inquiétude quant au risque de sanctions secondaires américaines monte néanmoins.

### Ce que la nouvelle stratégie américaine peut avoir de durable ?

Le document qui vient d'être publié va au-delà des échéances politiques, et du clivage démocrates-républicains, car il marque surtout l'une des victoires du vieux courant dit « réaliste », au sein des élites américaines. Kissinger en serait heureux. En cela, les

États-Unis ne sont pas originaux, car de nombreux gouvernements sont déjà ralliés à ces théories, qui font écho, en réalité, à l'inquiétude des peuples face au risque de pénuries en ressources essentielles (la posture réaliste consistant à prioriser les intérêts nationaux sur les Droits de l'homme, ce qui est plus propice à garantir les approvisionnements).

Il est donc peu probable que les États-Unis sortent du sillon stratégique qu'ils sont en train de creuser car il correspond plus à la situation internationale elle-même, et aux rééquilibres de puissance, qu'aux singularités de la présidence américaine.

**En revanche, la marque de l'équipe Trump reste la brutalité du texte, qui se déploie dans les expressions polarisantes** typiques des partis anti-système, avec des attaques répétées contre les « élites » rendues responsables des difficultés de la classe moyenne. Ce point, qui mêle idéologie, politique intérieure et géopolitique, a des conséquences opérationnelles : il nourrit la violence contre l'Europe, dont les élites incarneraient toutes sortes (si ce n'est l'ensemble) de dérives : dérives du wokisme, des régulations contre les libertés individuelles, de la migration de masse, du « globalisme ». Sur les trois premiers points, la charge idéologique a beau avoir la discrétion d'une attaque de western, elle peut être efficace, car elle tombe à plein dans les clivages politiques européens. Le discours de Trump va trouver des relais.

### La charge idéologique américaine tombe à plein dans les clivages politiques européens.

L'insistance sur le globalisme correspond, en revanche, aux obsessions typiques d'un hégémon en fin de cycle de domination : il attaque toujours les institutions qu'il a contribué à construire mais qui, désormais, lui semblent devenues coûteuses, inutiles et intrusives. **En fait, le comportement stratégique américain colle à la théorie des fins de cycles hégémoniques.** En cela, il est un symptôme qui va bien au-delà de la seule personne de Trump. Néanmoins, la dénonciation des dérives de la mondialisation, que ce document contient en creux, correspond aussi à la réalité des inégalités qui ont nourri la contestation de la démocratie. La stratégie géopolitique américaine s'ancre donc, désormais, dans la légitimité de cette contestation politique, par ailleurs récupérée par de nombreux autocrates.

Enfin, si l'attaque contre l'Europe a fait couler beaucoup d'encre pour sa violence idéologique, elle ne doit pas non plus cacher le versant « réaliste » : l'absolue priorité américaine est de fermer les fronts secondaires pour se

<sup>1</sup> Biens duals utilisés à la fois par le secteur militaire et privé.

concentrer sur la question chinoise d'ici 2027, date de fermeture de la fenêtre Davidson<sup>2</sup>. La seconde priorité est de casser le rapprochement de la Russie et de la Chine, qui ne cesse de se renforcer. Non seulement en trouvant un règlement au conflit ukrainien, mais aussi en offrant à la Russie des opportunités d'affaires qui résonneraient comme une alternative à l'asymétrie des relations économiques de Moscou avec la Chine.

### **La lente levée du « brouillard de la guerre » s'accompagne d'un retour des logiques économiques.**

Cette étrange petite musique du monde d'après, et de négociations de paix russo-américaines sur fond de combats, n'est pas illogique : elle reflète la fatigue de la guerre d'attrition. On parle d'ailleurs à présent d'élections en Ukraine. Mais la lente levée du « brouillard de la guerre » s'accompagne aussi d'un brutal retour des logiques économiques, pilotées par les États-Unis, dans le sillage de ce que Trump appelle la « diplomatie commerciale ». Reste à savoir jusqu'où Moscou peut aller dans ses discussions avec Washington, sans fragiliser son rapprochement avec Pékin, qui est ancien, et de plus en plus vital. Ce point, qui redonne son rôle historique de puissance pivot à la Russie, est certainement l'une des clés des scénarios des années à venir : à quelle distance de la Chine et des États-Unis, la Russie va-t-elle, et peut-elle, se positionner ? Ses relations économiques avec Pékin lui laissent peu de marge de manœuvre, mais la tentation stratégique de la « balance » doit être forte, pour se dégager de la dépendance à la Chine.

**La rupture stratégique américaine avec l'Europe et la tentative de stabilisation des relations avec la Russie jouent donc en miroir**, et c'est le *gambit* stratégique qui pourrait avoir le plus d'impact sur le scénario économique et géopolitique des années à venir. Reste à savoir jusqu'où iront les logiques du « réalisme » et du « transactionnel ».

### **Se concentrer sur l'hégémonie régionale tout en contrôlant les ressources et les voies stratégiques**

**À plus court terme, c'est le retour à la doctrine Monroe qui va agiter l'actualité, complété d'un « corollaire Trump ».** Cette doctrine donne une priorité absolue à l'influence américaine dans « l'hémisphère ouest ». Toutes les ressources et voies stratégiques doivent y être contrôlées, y compris par la force si nécessaire, ce qui implique de lutter contre les « influences établies » – entendez la Chine et la Russie. Les pays d'Amérique centrale et latine sont dans le collimateur de Washington, Venezuela en tête, mais aussi la voie vers l'Arctique – le Danemark considère les États-Unis, désormais, comme une menace.

**Là encore, cette stratégie d'hégémonie régionale s'inscrit dans un vieil ADN, avec des accents de plan Manhattan** quand sont brandies les notions d'urgence et de menace, ou bien cet appel à une collaboration avec le secteur privé, afin de racheter tout ce qui peut être acheté (et hélas, Stéphane Séjourné est arrivé pour négocier des terres rares aux Brésils... quand tout venait d'être vendu aux États-Unis !).

**L'argument fondateur de cet appel à la grande alliance patriotique est celui de la sécurité nationale, et ce n'est pas anodin.** Il est le berceau de tous les gouvernements d'exception, dans le prolongement direct de ce qu'Hannah Arendt dénonçait déjà au moment de l'affaire du Watergate. Pas anodin non plus dans un moment de perte de popularité pour Trump d'agiter les menaces extérieures et l'impératif de l'union. L'immigration de masse étant officiellement sous contrôle, il faut trouver d'autres peurs. Là encore, politique et géopolitique se mêlent étroitement.

### **Les logiques de containment se poursuivent en Asie, et se couplent à la géopolitique des ressources**

**Cette politique de sécurité nationale, attelée à la sécurité économique, va continuer de se matérialiser dans tous les domaines et secteurs considérés comme vitaux :** les voies maritimes, les ports, les minerais critiques (l'Afrique est citée), l'énergie (le Moyen-Orient est cité, mais surtout l'ambition américaine de rester une puissance incontournable), mais aussi l'IA, les technologies quantiques, les systèmes autonomes, ou les technologies spatiales et nucléaires. C'est évidemment sur ces points que la rivalité chinoise est abordée, et il y a là-dessus une parfaite continuité entre Trump et Biden : la stratégie de *containment* technologique doit s'appuyer sur les « forces économiques combinées » des alliés. Dans ces domaines de puissance, il ne peut pas y avoir deux hégémons. C'est là, aussi, que le multi-alignement des puissances secondaires sera le plus difficile à gérer.

**Le maintien du *statu quo* à Taiwan est donc défendu, mais sous l'angle « réaliste »,** l'île étant présentée comme un verrou technologique, un verrou maritime, et l'une des clés de la deuxième ligne de défense contre la Chine. Là encore, pas de rupture stratégique. En parallèle, les États-Unis structurent une dissuasion plus régionalisée en appui sur un axe Japon-Philippines-Taïwan-Corée-Australie, axe doté de nouvelles coopérations industrielles et militaires (par exemple, ouverture à un déploiement japonais aux Philippines). Enfin, le Japon et l'Australie déploient une stratégie d'influence géo-économique beaucoup plus active autour des îles pacifiques. En Asie, la dissuasion se construit très vite. Reste à savoir si elle l'emportera sur le dilemme de sécurité<sup>3</sup>.

**Tania SOLLOGOUB**

<sup>2</sup> Du nom de l'amiral Davidson, moment de tension extrême redouté dans la relation avec la Chine, sur Taïwan, lié à la convergence de facteurs (centenaire de la RPC, progression militaire de la Chine...).

<sup>3</sup> Le dilemme de sécurité implique que lorsqu'un État s'arme, un autre État ne peut pas savoir si c'est pour se défendre ou pour attaquer. Ce qui peut conduire à une logique de première frappe.



# **PAYS DÉVELOPPÉS**

## **Sous de bons auspices budgétaires**

États-Unis – De légères améliorations en 2026 à la faveur d'un contexte politique plus positif

Zone euro – Résilience face à l'accumulation des défis

Royaume-Uni – Léger coup de pouce keynésien à la croissance en 2026 et baisse de l'inflation liée au coût de l'énergie

Japon – Solide reprise de la demande intérieure, mettant fin à la stagnation déflationniste structurelle



## Sous de bons auspices budgétaires

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.

### ÉTATS-UNIS : DE LÉGÈRES AMÉLIORATIONS EN 2026 À LA FAVEUR D'UN CONTEXTE POLITIQUE PLUS POSITIF

Avec une croissance moyenne annuelle proche de 1,9%, l'économie américaine a tenu bon en 2025, malgré l'incertitude entourant l'environnement, incertitude omniprésente et parfois très pesante. Certes, cela représente un net recul par rapport au rythme très soutenu de 2,8% en 2024. On est cependant loin de la récession que certains redoutaient au lendemain de l'annonce des droits de douane (*Liberation Day*).

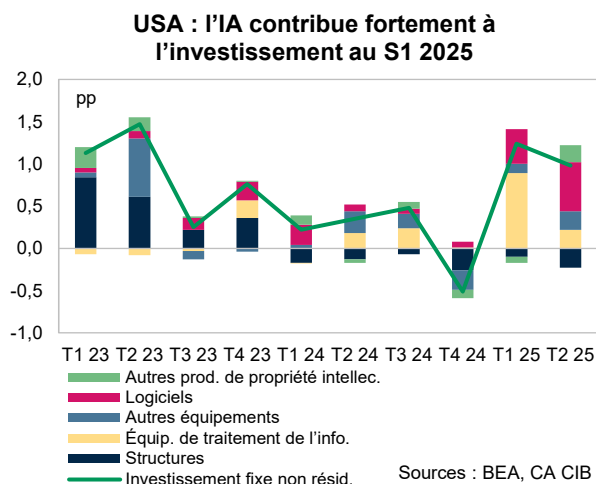
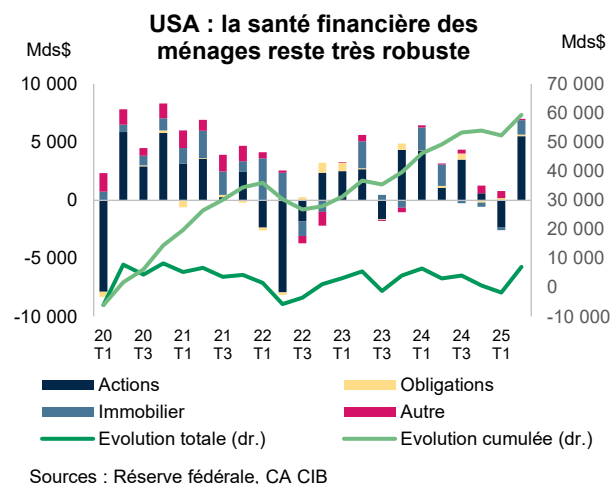
En rythme trimestriel, la croissance a évolué en dents de scie, les composantes volatiles du PIB, telles que les exportations nettes et les stocks, ayant fortement fluctué sous l'effet de la politique commerciale. Ainsi, la croissance au premier trimestre 2025 s'est contractée au point d'être négative (-0,6% en glissement trimestriel annualisé corrigé des variations saisonnières), avant de rebondir à presque 4% au deuxième trimestre 2025. Même si le récent *shutdown* du gouvernement a retardé la publication des données du troisième trimestre 2025, la croissance se serait poursuivie sur un rythme élevé d'au moins 2,5%. La progression devrait être plus modérée au quatrième trimestre 2025, en raison des effets du *shutdown*. En rythme annuel, la croissance, quoique toujours solide, devrait néanmoins ralentir en 2025.

Nous anticipons une légère accélération à 2,1% en 2026, avant un très léger repli à 2,0% en 2027, soit deux nouvelles années de relative résilience, même si le rythme soutenu de 2023 et de 2024 n'est pas reproductible dans l'immédiat.

Une fois de plus, l'évolution du paysage politique dessinée par Washington jouera un rôle majeur. La légère accélération retenue en 2026 prend place dans un contexte de décisions politiques supposées plus favorables. Celles-ci renvoient au second volet des mesures politiques, selon le *tempo* que nous avons dessiné fin 2024 : mesures préjudiciables à la croissance à court terme prises rapidement car relevant des prérogatives du président puis, dans un second temps, *stimuli* budgétaires. Ainsi, début 2025, l'administration s'est focalisée sur les droits de douane et les restrictions en matière d'immigration. En 2026, en revanche, la politique budgétaire devrait commencer à produire ses effets et l'incertitude, notamment sur le front commercial, devrait s'estomper (même si elle ne disparaît jamais totalement sous l'administration Trump).

Outre le paysage politique, les fondamentaux économiques devraient rester sains : leur robustesse a permis d'amortir les chocs liés aux politiques qui ont agité l'économie au cours de l'année écoulée. Dans l'ensemble, l'économie est beaucoup moins sensible aux taux d'intérêt qu'elle ne l'était au cours des dernières décennies, de larges pans de l'économie ayant été en mesure de sécuriser durablement de taux fixes et faibles, ce qui offre une certaine protection contre un lent dénouement (à ce stade) du cycle de hausses agressives de la Fed.

La santé financière des ménages demeure très satisfaisante, avec une valeur nette globale en



**hausse de près de 60 000 milliards de dollars par rapport à la période pré-Covid.** Il s'agit certes de chiffres agrégés : tout le monde ne « s'en sort » pas aussi bien. Les poches de faiblesse semblent toutefois localisées, concentrées sur le segment des ménages à faible revenu et des petites entreprises, sans risquer d'affaiblir l'ensemble de l'économie. Ainsi, selon notre scénario central, ces dynamiques en « forme de K » sont certes à l'œuvre, mais insuffisamment puissantes pour faire chuter l'économie dans son ensemble.

L'essor de l'IA joue également un rôle-clé : les investissements dans les équipements de traitement de l'information et dans les logiciels ont apporté une contribution à la croissance de plus de 1 point de pourcentage au cours de chacun des deux premiers trimestres de 2025. **Si le rythme effréné du premier semestre 2025 semble ne pas pouvoir être maintenu, les investissements dans l'IA vont se poursuivre, laissant augurer une nouvelle année solide pour les investissements non résidentiels.**

**Le marché du travail est assez mitigé, avec des signes manifestes de ralentissement.** Au sein de ces derniers, figure notamment la décroissance marquée des créations d'emplois.

*Le marché du travail reste, actuellement du moins, proche de l'équilibre.*


Ce ralentissement est probablement dû à la politique migratoire, sachant qu'avec une immigration nette, sans doute nulle (voire négative), **le rythme des créations d'emplois nécessaire pour maintenir l'équilibre a fortement ralenti.** Après avoir franchi la barre des 200 000 à la fin de la présidence de J. Biden, il pourrait aujourd'hui être inférieur à 50 000. D'où, certainement, l'absence de progression du taux de chômage qui augmente légèrement à 4,4% à peine.

Le marché du travail reste, actuellement du moins, proche de l'équilibre : les embauches sont faibles, les licenciements également. Un nouveau ralentissement

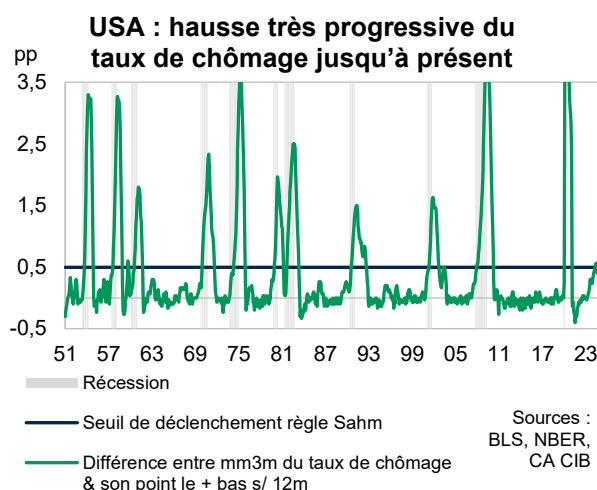
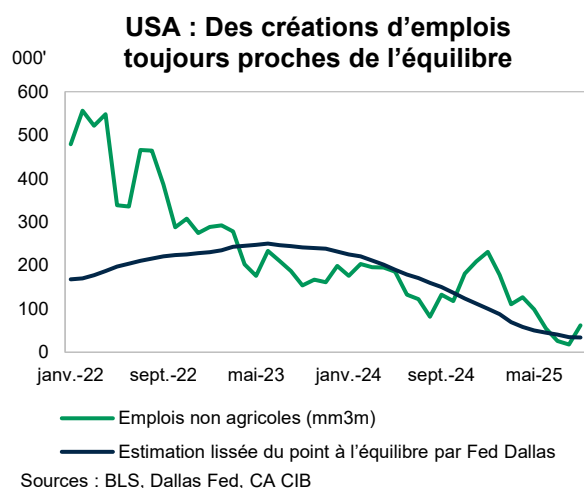
pourrait porter le taux de chômage à un pic, peu élevé, d'environ 4,5% d'ici la fin de l'année : dans l'ensemble, il ne s'agit donc que d'un léger ralentissement. Force est cependant d'admettre que le tassement des embauches signale des risques baissiers plus importants : le marché du travail devient plus vulnérable aux chocs futurs, car les embauches risquent de n'être pas assez élevées pour compenser toute reprise des licenciements censés se concrétiser.

**Le mix politique a également des effets inflationnistes et l'inflation subira des pressions haussières supplémentaires au cours des prochains mois.** Nos prévisions d'inflation (prix à la consommation sur un an) incorporent désormais près de 65 points de base (pdb) de hausse, en raison des droits de douane, au point d'impact maximal. Cette hausse est plus progressive qu'anticipé précédemment et l'impact sera largement temporaire.

Plus précisément, **l'impact des droits de douane se propageant largement au second semestre 2025 et au premier semestre 2026, l'inflation globale et l'inflation sous-jacente oscillent autour de la fourchette basse de 3% jusqu'au premier semestre 2026.** Notre scénario retient ensuite une baisse seulement très progressive. L'inflation globale atterrirait ainsi à 2,7% et l'inflation sous-jacente à près de 2,8% d'ici fin 2026, avant que les deux indices ne s'orientent vers 2,3-2,4% d'ici fin 2027. L'inflation se maintiendrait au-dessus de l'objectif de 2% jusqu'à la fin de notre horizon de prévision.

 Moyenne annuelle	2025	2026
<b>PIB</b>	1,9%	2,1%
<b>Inflation</b>	2,8%	2,8%

Nicholas VAN NESS





## ZONE EURO : RÉSILIENCE FACE À L'ACCUMULATION DES DÉFIS

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. Nous maintenons donc la narration 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. Nous prévoyons ainsi une croissance à 1,4% en 2025, 1,2% en 2026 et 1,3% en 2027. Malgré une inflation inférieure à la cible, le rythme de croissance conforte la BCE dans un *statu quo* jusqu'au printemps 2027.

Euro fort et concurrence accrue des produits asiatiques sur les marchés mondiaux et domestiques pénalisent, néanmoins, la compétitivité des entreprises européennes. Aussi les risques sont-ils orientés à la baisse et nous imposent d'être vigilants, notamment sur les évolutions sectorielles. En effet, les ralentissements des secteurs peuvent se propager de façon séquentielle : s'ils ne se transforment pas immédiatement en « dépression » généralisée, ils peuvent en revanche, au fil du temps, susciter un ralentissement économique généralisé.

### Les données les plus récentes confirment la narration de la résilience

L'activité a accéléré au rythme de +0,3% en variation trimestrielle au troisième trimestre 2025, un rythme plus rapide que celui anticipé dans notre prévision d'octobre (+0,2%). Ainsi, après une croissance dynamique fin 2024 (+0,4% t/t), se renforçant encore au premier trimestre 2025 (+0,6%), et malgré le ralentissement du printemps (+0,1%), **la progression du PIB s'est installée sur un rythme proche du potentiel (+1,4% sur un an) au cours de l'été**. Dans toutes les grandes économies de la zone euro, la croissance a surpris à la hausse. **L'acquis de croissance laissé par le troisième trimestre à la moyenne annuelle de 2025 est de 1,4% et induit une**

**révision à la hausse de notre prévision pour l'année 2025 (de 1,3% à 1,4%).**

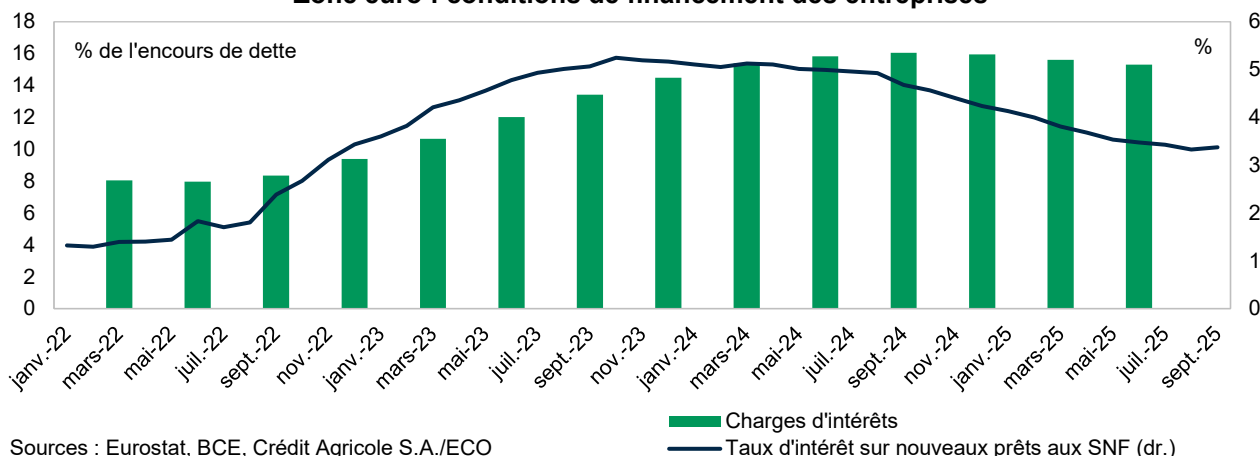
Au troisième trimestre 2025, la demande intérieure a été plus dynamique que prévu et a compensé la contribution plus négative de la demande étrangère nette, tandis que notre prévision de contribution négative des stocks ne s'est pas matérialisée. La croissance retrouvée de la demande intérieure, après son repli du deuxième trimestre, a en effet porté la progression du PIB, en y contribuant à hauteur de 0,4 point. L'accumulation des stocks s'est poursuivie et a soutenu la croissance du PIB à hauteur de 0,1 point, tandis que la contribution des exportations nettes a amputé la croissance de 0,2 point pour le deuxième trimestre consécutif.

*Pas de ralentissement économique immédiat et généralisé, mais une faiblesse des secteurs qui se propage de façon séquentielle.*

Parmi les composants de la demande intérieure, la plus forte contribution est venue de l'investissement, qui s'est redressé (+0,9% en variation trimestrielle), après le repli (-1,7%) du deuxième trimestre. Celui-ci s'inscrivait en ajustement après la forte remontée de l'investissement au premier trimestre (+2,6%), tiré par la progression marquée de l'investissement en propriété intellectuelle en Irlande en début d'année. Cette composante de l'investissement a rebondi au troisième trimestre (3,1%) et l'accumulation de capital productif a aussi accéléré (+1,1%), soutenue par le renforcement de la croissance de l'investissement en transport, tandis que celle des machines et équipements (y compris TIC) est restée modérée (+0,3%). L'atonie de l'investissement en construction s'explique par un modeste redressement du BTP, tandis que le logement s'est replié (-0,3%).

La croissance de la consommation des ménages s'est poursuivie à un rythme modeste (+0,2% en variation trimestrielle), soutenue par une dynamique

Zone euro : conditions de financement des entreprises



encore positive de l'emploi (+0,2%) et de la masse salariale (+1,1%) qui a augmenté plus vite que l'inflation (+0,3% sur le trimestre). La croissance de la consommation publique s'est renforcée (+0,7%).

**La demande extérieure s'est redressée (+0,7%),** après l'ajustement (-0,4%) au deuxième trimestre qui avait suivi la forte hausse des exportations en début d'année, tirée surtout par les ventes aux États-Unis, notamment de produits chimiques, en anticipation de la hausse des droits de douane par l'administration Trump. Cette demande étrangère en hausse n'a pas pu soutenir la croissance du PIB, puisqu'elle a été plus que compensée par la remontée des importations (+1,3%). Après la baisse enregistrée en 2022, les importations en provenance de Chine sont en hausse constante et l'année 2025 témoigne d'une pénétration marquée notamment des produits chimiques, qui s'associe à une baisse notable des prix.

#### *L'investissement moteur de la croissance, malgré la baisse de la profitabilité*

**La progression de l'investissement productif se poursuit et se renforce en dépit de la dégradation des marges.** Le taux de marge, après s'être stabilisé au deuxième semestre 2024, est reparti à la baisse depuis le début de l'année 2025, sous l'effet du redressement des coûts salariaux unitaires. L'accélération du salaire par tête depuis le printemps, notamment dans le secteur marchand non-financier et dans les secteurs exportateurs, se fait à un rythme supérieur à celui de la productivité, qui a pourtant rebondi dans ces mêmes secteurs.

#### *Une contrainte financière plus souple, mais en voie de durcissement*

**Les sociétés non financières peuvent néanmoins bénéficier de moindres charges d'intérêts sur leur dette grâce, d'une part, à l'incorporation des dernières baisses des taux et, d'autre part, à une dette elle-même en baisse.** Le taux sur les nouveaux prêts aux entreprises, après avoir perdu 200 points de base en deux ans (5,3% au pic en octobre 2023) est, cependant, reparti à la hausse en septembre et en

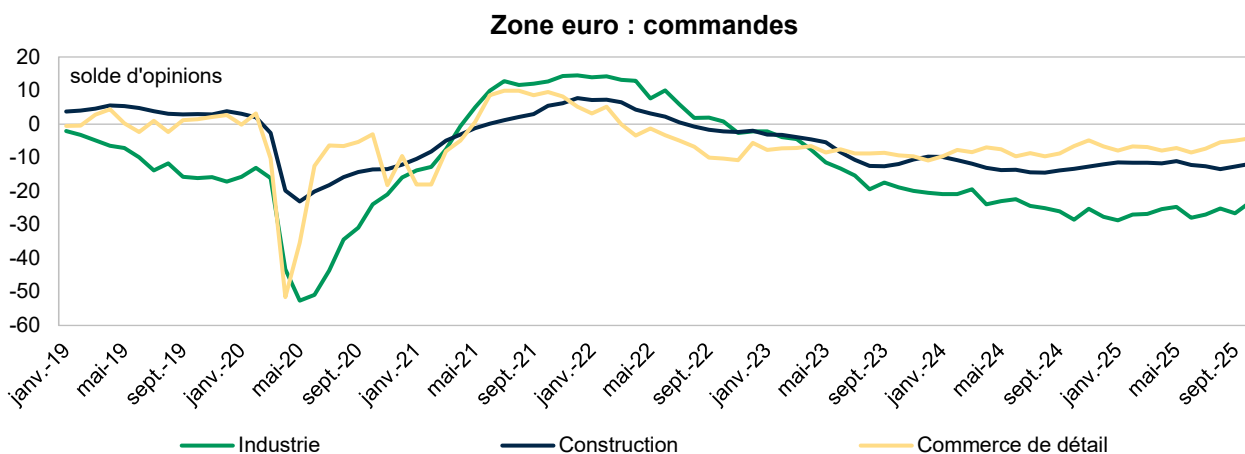
octobre (3,5%). Selon l'enquête SAFE de la BCE au troisième trimestre 2025, les entreprises perçoivent une restriction modérée émanant des taux et des conditions d'octroi des prêts.

En revanche, **elles ne signalent pas de changement dans la disponibilité du crédit ou dans leurs besoins de financement, qui demeurent satisfaits par du financement interne, en dépit de l'érosion des marges.** Leur vulnérabilité financière et leur capacité à gérer la dette ne ressortent pas durcies. Une perception similaire est véhiculée par les banques, selon l'enquête BLS (*Bank Lending Survey*). Les conditions de crédit sont globalement stables au troisième trimestre et anticipées inchangées au quatrième trimestre 2025, pour toutes les tailles d'entreprise.

**Les banques allemandes se différencient, néanmoins, par une restriction des conditions de crédit aux entreprises et par une augmentation des refus des prêts.** Celle-ci affecte également les PME en France. La perception du risque par les banques est accrue du fait, notamment, de la situation géopolitique et de l'impact des tensions commerciales. Elle n'est pas généralisée et reste confinée à des facteurs sectoriels et spécifiques à l'entreprise. Cette prise en compte du risque compense l'effet positif de la concurrence sur la détente des conditions de crédit, tandis que la récente baisse des taux continue d'avoir un impact positif sur les volumes de crédit.

#### *Les entreprises prévoient une hausse modérée de l'investissement*

Après avoir révisé à la baisse leurs plans d'investissement entre mai et novembre 2025, **le nombre d'entreprises industrielles envisageant une hausse de l'investissement en 2026 est supérieur à celui des entreprises qui prévoient une baisse**, selon l'enquête semestrielle de la Commission européenne. Il existe néanmoins des différences entre les producteurs de biens d'investissement et de consommation, plus optimistes, et les producteurs de biens intermédiaires qui réduisent leur investissement.



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


Les plans en hausse concernent aussi le secteur des services. Enfin, dans l'industrie, toutes les grandes économies de la zone bénéficient de perspectives d'investissement en augmentation, hormis l'Allemagne, où la baisse anticipée est toutefois moindre qu'en 2025.

**L'investissement prévu répond principalement à un besoin de remplacement de l'outil de production et à une logique de rationalisation,** tandis que les besoins d'étendre les capacités demeurent moins importants. La demande adressée aux entreprises constitue l'un des principaux facteurs d'investissement pour un nombre croissant d'entreprises en 2026. Alors que l'investissement est également motivé par des facteurs techniques (décarbonation, transformation numérique), l'intérêt financier demeure moins important qu'avant 2021. L'enquête annuelle de la Banque européenne d'investissement sur l'investissement dans l'UE (le champ zone euro n'est pas disponible) confirme que le nombre d'entreprises qui souhaitent augmenter leur investissement demeure modestement supérieur à celui de celles qui planifient une baisse ; ce nombre est similaire à celui signalé auprès des entreprises américaines. Ce solde positif est toutefois en baisse depuis 2023, signalant une difficulté à planifier dans un univers où les entreprises n'ont pas terminé de décrypter l'impact des chocs géopolitiques et commerciaux.

**Une contribution importante à la croissance de l'investissement viendrait de l'accumulation publique,** grâce à l'accélération des dépenses liées aux fonds NGEU(*NextGenerationEU*), notamment dans les pays du Sud, et au plan de relance allemand. Nous n'avons pas fait l'hypothèse d'un prolongement des fonds non utilisés du plan de relance européen après 2026, bien que des utilisations puissent être envisagées dans des domaines prioritaires (énergie, décarbonation de l'industrie, sécurité). Un ralentissement des dépenses d'investissement est donc prévu dans ces pays, mais il est compensé par la montée en puissance des dépenses allemandes en infrastructures.

Dans ce contexte, **la demande adressée aux entreprises demeure la question-clé.** Selon l'enquête de la Commission européenne, les opinions sur les commandes se sont améliorées en novembre, après leur dégradation de la fin 2024, mais restent encore très détériorées et celles sur les commandes à l'exportation se sont encore dégradées. Pourtant, les perspectives de production se sont améliorées dans l'industrie, où la production d'octobre efface la baisse qui avait suivi le rebond du premier trimestre 2025. Plus positif, l'indice PMI de l'activité globale s'est redressé pour le sixième mois consécutif en novembre et atteint son plus haut niveau depuis mai 2023. Il signale ainsi une croissance soutenue de l'activité de la zone euro et, à 52,8, dépasse sa moyenne historique (52,4). Cependant, tandis que l'expansion de l'activité a accéléré dans le secteur des services, la hausse de la production a ralenti dans le secteur manufacturier et ainsi affiché son rythme le plus faible depuis neuf mois.

**Dans notre scénario, la demande domestique continuerait de fournir un soutien à l'activité et permettrait le fonctionnement de l'accélérateur de l'investissement productif.** Notre prévision table, en effet, sur une contribution positive de la demande intérieure en 2026 (1,2 point en 2026, après 1,6 point en 2025), qui compense largement la contribution encore négative de la demande étrangère nette (-0,3 point en 2026, après -0,5 point en 2025). Elle se fonde sur une dynamique soutenue de l'investissement (+1,7% en 2026 et +2,3% en 2027, après +2,6% en 2025) et sur la poursuite d'une croissance modérée, sans accélération, de la consommation privée (+1,2% en 2026 et 2027, après +1,3% en 2025).

 Moyenne annuelle	2025	2026
<b>PIB</b>	1,4%	1,2%
<b>Inflation</b>	2,1%	1,8%

**Paola MONPERRUS-VERONI**



## ROYAUME-UNI : LÉGER COUP DE POUCE KEYNÉSIE À LA CROISSANCE EN 2026 ET BAISSÉ DE L'INFLATION LIÉE AU COÛT DE L'ÉNERGIE

L'incertitude liée aux annonces de la chancelière de l'Échiquier dans son budget d'automne 2025, le 26 novembre 2025, devrait peser sur la croissance du quatrième trimestre 2025. La confiance des entreprises et des consommateurs est en berne, signe d'une demande intérieure sous-jacente toujours faible dans le secteur privé. Le PIB s'est contracté de 0,1% en variation mensuelle en octobre, après -0,1% en septembre, portant l'acquis de croissance sur le trimestre à -0,2 point de pourcentage. Nous anticipons donc un ralentissement de la croissance trimestrielle à 0% au quatrième trimestre, après +0,1% au troisième trimestre.

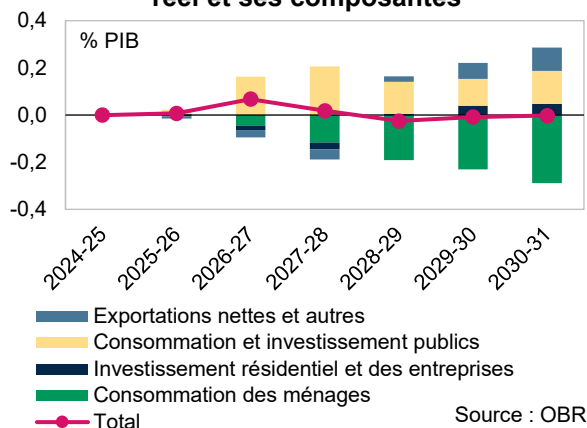
En 2026, les mesures du budget d'automne devraient apporter un léger soutien temporaire au PIB réel de 0,1 point de pourcentage (pp). C'est un peu moins que nos estimations au lendemain du budget (+0,15 pp), en raison d'une révision à la baisse des multiplicateurs budgétaires de l'*Office for Budget Responsibility* (OBR). Le budget prévoit une augmentation des dépenses publiques (16 milliards de livres sterling en 2026-2027 et en 2027-2028), sous forme de dépenses sociales plus élevées et de mesures visant à lutter contre le coût de la vie<sup>4</sup>. Ces dépenses supplémentaires seront financées par un alourdissement de la fiscalité et de la dette. L'augmentation des dépenses publiques prendra effet immédiatement, tandis que les mesures fiscales prendront effet à partir de 2027 et plus significativement à partir de 2028 (taux d'imposition plus élevés sur les dividendes, revenus immobiliers et d'épargne en avril 2027, gel des seuils d'imposition du revenu de 2028 à 2031). Nous relevons donc notre prévision de croissance annuelle moyenne pour 2026 de 1,1% à 1,2%, toujours en deçà de la tendance. Pour 2027, nous anticipons une croissance de 1,4% en moyenne annuelle, proche du potentiel, mais toujours faible sur une base trimestrielle.

La croissance des investissements publics devrait rester solide lors des prochains trimestres. L'investissement public a augmenté de 4,1% en variation trimestrielle au deuxième trimestre 2025 et de 3,6% au troisième trimestre 2025. Selon les estimations de l'OBR, il devrait croître de 7,8% en moyenne annuelle en 2026 et de 5,4% en 2027. Le gouvernement confirme son engagement à augmenter de plus de 120 milliards de livres sterling les dépenses d'investissement des ministères au cours de la présente législature, jusqu'en 2029-2030, par rapport aux plans du gouvernement précédent, dans le droit fil de sa [stratégie d'infrastructure à dix ans](#), publiée en juin. Cette stratégie couvre les infrastructures économiques et sociales (logement, transport, eau, énergie propre et nucléaire, connectivité numérique, mais aussi écoles et hôpitaux) et introduit un nouveau modèle de partenariats public-privé afin d'attirer davantage de financements privés. Elle confirme également l'engagement du gouvernement à porter les investissements dans la défense à 2,6% du PIB d'ici 2027 pour les dépenses de défense éligibles à l'Otan.

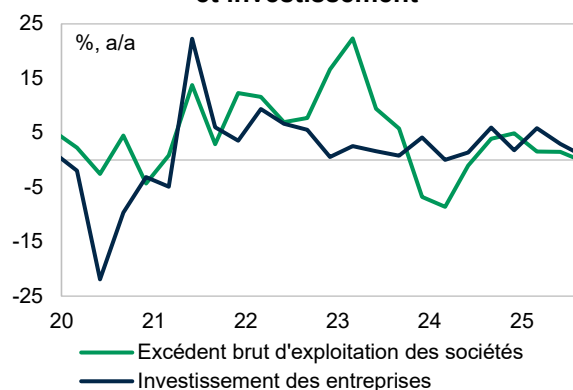
*L'augmentation des dépenses publiques prendra effet immédiatement, tandis que les mesures fiscales prendront effet à partir de 2027 et plus significativement à partir de 2028.*

L'inflation devrait baisser fortement l'année prochaine, passant sous l'objectif au deuxième trimestre 2026, mais l'inflation sous-jacente restera supérieure à 2%. Les perspectives d'inflation à court terme sont plus favorables qu'il y a trois mois, grâce aux mesures gouvernementales visant à réduire les factures d'électricité des ménages. Le gouvernement a également annoncé la prolongation temporaire du gel des taxes sur les carburants jusqu'en septembre 2026 et le gel pendant un an des tarifs ferroviaires et des frais d'ordonnance. Ces mesures devraient permettre

R-U : impact du budget sur le PIB réel et ses composantes



R-U : profitabilité des entreprises et investissement



<sup>4</sup> Ces dépenses comprennent notamment l'annulation des coupes précédemment annoncées aux allocations de chauffage hivernal et aux prestations liées à la santé, la suppression de la limite de

deux enfants pour le crédit universel à partir d'avril 2026 et la réduction des factures d'électricité des ménages.

d'abaisser l'inflation des prix à la consommation (indice CPI) de 0,5 point de pourcentage au deuxième trimestre 2026 et l'inflation moyenne annuelle de 2026 de 0,3 pp, selon les estimations de l'OBR. En outre, nous avons revu à la baisse nos prévisions du cours du pétrole. Nous tablons désormais sur une inflation CPI inférieure à la cible de 2% de la *Bank of England* dès le deuxième trimestre 2026 (à 1,9%), contre 3,8% au troisième trimestre 2025, et à 1,7% en moyenne au second semestre 2026. La baisse de l'inflation (prix à la consommation) provenant essentiellement des prix de l'énergie, l'inflation sous-jacente reste supérieure à la cible pendant la majeure partie de notre période de prévision.


Portée par ce reflux plus rapide de l'inflation, la nouvelle revalorisation du salaire minimal (*National Living Wage* – NLW) et la hausse des dépenses sociales, **la consommation des ménages devrait légèrement accélérer l'année prochaine** (croissance annuelle anticipée de 1,2% en 2026, contre 0,8% en 2025). La croissance de la consommation des ménages resterait cependant globalement plus faible que ce qu'implique la croissance des revenus réels : les ménages continueront probablement d'épargner une partie de leur revenu disponible en prévision d'impôts plus élevés. Nous inscrivons même un ralentissement de la consommation des ménages au second semestre 2027 à mesure que les hausses d'impôts commenceront à prendre effet. En conséquence, le taux d'épargne ne diminuerait que progressivement et resterait supérieur à ses niveaux d'avant le Covid.

**L'investissement des entreprises s'est contracté aux deuxième et troisième trimestres 2025, grevé par la compression des marges, consécutive à la hausse des cotisations patronales mise en place en avril 2025.** Il devrait se redresser à court terme : la dissipation des incertitudes entourant les droits de douane et le budget, la détente budgétaire et l'assouplissement monétaire de la BoE devraient redonner confiance aux entreprises. Les perspectives restent néanmoins difficiles. L'impact de la hausse des

cotisations patronales sur les coûts de main-d'œuvre des entreprises va encore être amplifié par une nouvelle revalorisation du salaire minimum national en avril 2026, alors que la croissance de la productivité reste faible. Ces politiques publiques auront pour effet de diminuer la croissance des bénéfices, en totale contradiction avec la stratégie du gouvernement qui vise à encourager l'investissement privé.

**Enfin, les exportations nettes restent le principal frein à la croissance** dans notre scénario : la croissance des exportations resterait freinée par les droits de douane américains, tandis que la croissance des importations serait légèrement dopée par l'effet positif du budget d'automne sur la demande intérieure.

**Les risques baissiers entourant notre scénario persistent, notamment les conditions financières dégradées en lien avec la politique budgétaire.** Même si la chancelière a doublé sa « marge de manœuvre » par rapport à son mandat budgétaire, ce qui rassure les marchés quant à sa crédibilité budgétaire, le gouvernement n'est pas pour autant tiré d'affaire. L'exécution du budget reste soumise à des risques, notamment la mise en œuvre des hausses d'impôts dans les dernières années de ce Parlement. Le gouvernement a fait le choix d'augmenter les dépenses à court terme, repoussant les décisions douloureuses jusqu'à l'approche des prochaines élections de 2029. L'alourdissement de la dette publique au cours des prochaines années devrait continuer d'exercer des pressions haussières sur les taux d'intérêt à long terme.

 Moyenne annuelle	2025	2026
<b>PIB</b>	1,4%	1,2%
<b>Inflation</b>	3,4%	2,1%

**Slavena NAZAROVA**

## JAPON : SOLIDE REPRISE DE LA DEMANDE INTÉRIEURE, METTANT FIN À LA STAGNATION DÉFLATIONNISTE STRUCTURELLE

*Le gouvernement Takaichi soutient la croissance avec une politique budgétaire agressive*

En 2026, les mesures économiques du gouvernement devraient favoriser la reprise de la demande intérieure. La croissance dépasserait le taux de croissance potentiel de près de 0,5% et le mouvement vers la sortie définitive de la déflation se poursuivrait. À partir de 2027, la reprise cyclique globale de l'économie, celle de la demande intérieure soutenue par la politique budgétaire agressive adoptée par le gouvernement Takaichi et la relance du cycle des dépenses d'investissement déclencheraient le début d'un mouvement vers une croissance auto-entretenu de près de 1%. **La hausse des salaires réels soutiendrait la reprise de la consommation.** L'appréciation du yen exercerait des pressions baissières sur les bénéfices des entreprises et il n'y aurait toujours aucun signe d'accélération de la reprise économique. **En 2027, grâce à la croissance soutenue du PIB nominal, les entreprises se remettraient clairement à investir pour rester dans la course à la concurrence**, en mettant fin à leur programme de réduction des coûts. Les dépenses d'investissement dépasseraient la barre, pourtant difficile à franchir, des 18% du PIB et la reprise économique passerait à la vitesse supérieure parallèlement à la hausse des dépenses de consommation.

La variation en glissement annuel de l'indice des prix à la consommation (hors produits alimentaires frais et énergie) tomberait temporairement à près de 1%, du second semestre 2025 jusqu'au milieu de 2026, en raison d'une pause dans la répercussion des hausses des prix à l'importation et d'un affaiblissement de l'équilibre entre l'offre et la demande dû au ralentissement économique temporaire. **Sur fond de reprise cyclique globale de l'économie et de rebond de la demande intérieure, les entreprises se remettraient à dépenser**, investissements en capital et salaires inclus, et leur taux d'épargne reculerait. Or,

leurs excédents d'épargne sont à l'origine de la stagnation structurelle déflationniste. À partir de 2027, le taux d'inflation repartirait à la hausse pour tendre vers les 2%, à mesure que la consommation se redresserait, soutenue par les hausses des salaires réels et par l'accélération de la croissance dans une économie fonctionnant en régime de haute pression.

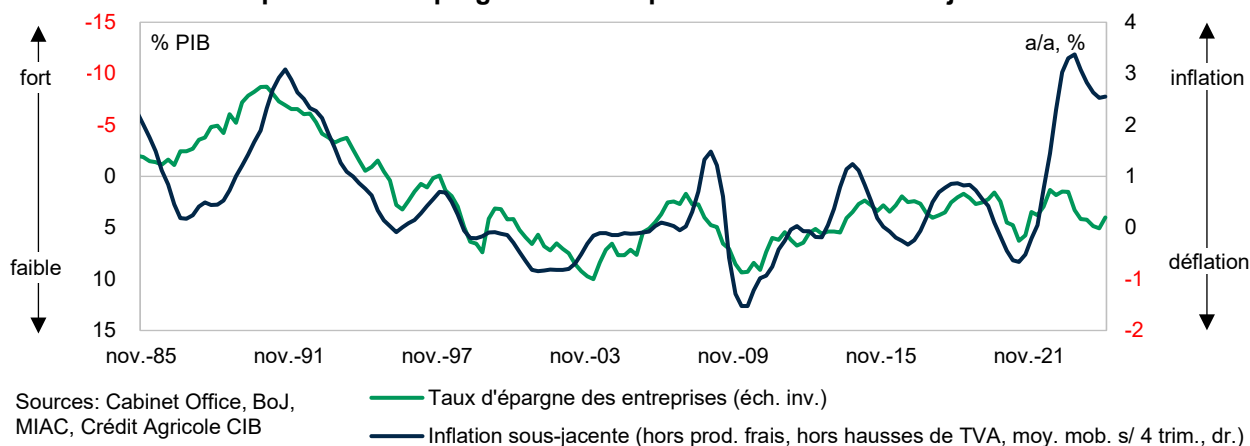
*À partir de 2027, le taux d'inflation repartirait à la hausse pour tendre vers les 2%.*

*Le gouvernement adopterait une politique budgétaire agressive, pour relancer la demande intérieure*

Les politiques libérales opposées à l'intervention du gouvernement seraient abandonnées au profit d'une nouvelle approche visant à résoudre les problèmes socio-économiques qui freinent l'investissement et la croissance. Cette approche consisterait à adopter une politique budgétaire agressive, incluant des investissements publics et des partenariats public-privé. Le gouvernement Ishiba, marqué par des programmes d'austérité, laisse la place à l'administration Takaichi, qui promeut une politique budgétaire agressive et entend faire fonctionner l'économie à plein régime. En réponse aux droits de douane de Donald Trump, l'augmentation des dépenses budgétaires et la baisse des impôts seraient envisagées, de même que des efforts visant à renforcer le soutien à l'administration de manière à ancrer la reprise économique dans l'opinion publique. L'objectif discutable de dégager un excédent du solde primaire, lequel nécessite de financer les investissements de croissance avec des recettes fiscales, deviendrait une simple formalité et ne serait plus un obstacle à une politique budgétaire agressive.


Après d'importantes mesures de relance, un budget expansionniste pour l'exercice 2026, comprenant des réductions d'impôts et une augmentation des dépenses budgétaires, serait adopté par la Diète ordinaire dès janvier 2026. Des

Japon : taux d'épargne des entreprises et inflation sous-jacente





mesures économiques supplémentaires seraient mises en œuvre après l'adoption du projet de loi. Déterminée à relancer l'économie, l'administration Takaichi continuerait de donner la priorité à la gestion économique et budgétaire, en évitant la déflation structurelle et en stimulant la croissance. Pour sortir de la dépendance vis-à-vis de la demande extérieure, les politiques économiques encourageraient une transition vers un régime de croissance orienté vers la demande intérieure, rappelant celle observée à la fin des années 1980, après la guerre commerciale avec les États-Unis.

 Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	1,1%	1,0%
Inflation (hors alimentation & énergie)	3,0%	1,8%

Takuji AIDA – Ken MATSUMOTO



# PAYS ÉMERGENTS

## En 2026, retour aux fondamentaux ?

Panorama – En 2026, retour aux fondamentaux ?

Chine – Le 15<sup>e</sup> plan en ligne de mire

Brésil – Le ralentissement, enfin

Inde – Face à la tempête Trump ?

# Émergents – En 2026, retour aux fondamentaux ?

Notre sentiment sur les marchés émergents reste plutôt optimiste. La croissance ne devrait guère se tasser et le ralentissement des exportations devrait être limité. La Chine devrait faire preuve de résilience. Mais attention aux risques secondaires...

**L'année 2025 a été marquée par l'incertitude liée aux droits de douane.** Cette question a été en partie clarifiée depuis l'été et la plupart des incertitudes ont désormais disparu. En conséquence, après quelques années marquées par des défis inhabituels (Covid, flambée de l'inflation, forte augmentation de l'incertitude géopolitique sur divers fronts, risque de guerre commerciale), les marchés émergents pourraient revenir à l'essentiel en 2026, c'est-à-dire être confrontés à des défis plus classiques, liés plus aux marchés financiers qu'à l'économie elle-même.

*Les fondamentaux des marchés émergents ne sont plus ce qu'ils étaient...*

**Or, ces fondamentaux ont évolué par rapport à il y a quelques années.** Tout d'abord, la force centrifuge de l'économie mondiale s'est renforcée. Ensuite, la généralisation de l'IA a alimenté l'incertitude, avec des conséquences potentiellement positives. En effet, sa diffusion pourrait à terme stimuler les gains de productivité (même si cela reste à confirmer) et les effets de richesse via le marché boursier. Cela s'accompagne néanmoins de conséquences potentiellement négatives : si le marché venait à décider qu'il est confronté à une bulle, un ajustement à la baisse affecterait négativement les marchés mondiaux (y compris les marchés émergents). Les risques secondaires sont donc importants.

*Ralentissement quasi inexistant*

**Même en gardant ces risques à l'esprit, notre scénario central est plutôt constructif.** Les marchés émergents devraient bénéficier d'une combinaison croissance/rendement satisfaisant. La croissance économique devrait être globalement stable pour

l'ensemble des marchés émergents. Notre scénario table sur une croissance du PIB de 4,0% en 2026, contre 4,2% en 2025. Région par région, un léger ralentissement en Asie et en Amérique latine fait face à une accélération économique dans la région Europe-Moyen-Orient-Afrique (EMEA). En termes de niveaux de croissance économique, l'Asie restera la championne, avec une croissance prévue à 4,8% en 2026, contre 2,2% pour l'Amérique latine, 1,9% pour l'Europe émergente et 3,2% pour la région Moyen-Orient-Afrique.

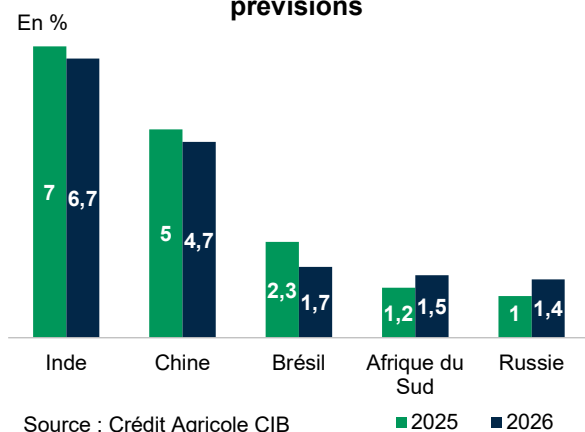
*Amélioration marginale de la composition de la croissance*

**La composition de la croissance pourrait devenir 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 (en particulier dans la région EMEA et, dans une certaine mesure, en Amérique latine). Dans l'ensemble, la demande des consommateurs bénéficie de marchés de l'emploi relativement solides. Le taux de chômage moyen d'un échantillon de grands pays émergents reste proche d'un niveau historiquement bas. Bien sûr, certains pays pâtissent de taux de chômage plus élevés (parfois beaucoup plus élevés), mais globalement, l'emploi devrait soutenir la consommation privée.

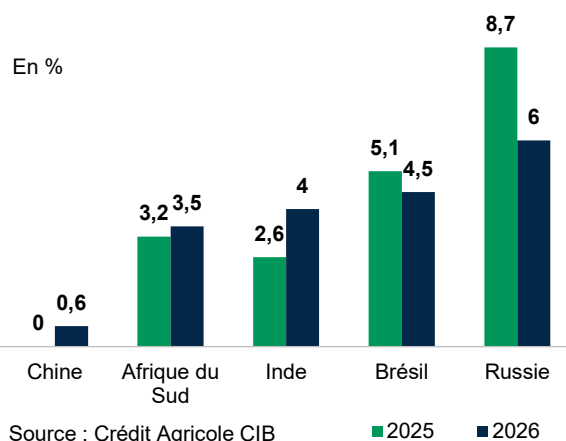
*Chine : résiliente*

**La croissance économique chinoise ne devrait guère ralentir,** car les autorités continuent de stimuler les investissements publics dans les infrastructures et dans certaines industries ciblées, alors que la politique budgétaire soutient la consommation des ménages de

**Croissance du PIB des BRICS : prévisions**



**Inflation des BRICS : prévisions**





manière contrôlée. La croissance économique chinoise ne devrait donc que légèrement se tasser, passant de 5,0% en 2025 à 4,7% en 2026.

#### Exportations : ralentissement limité

La croissance des exportations des marchés émergents pourrait ralentir au premier semestre 2026, à mesure que s'achèvent les exportations par anticipation. Cela ne devrait être que temporaire et le second semestre devrait être plus favorable. La croissance séquentielle résiliente des économies du G3 devrait contribuer à soutenir les exportations, en particulier, si les mesures de relance budgétaire des gouvernements américain et allemand se confirment. Pour l'Asie, plutôt touchée par les droits de douane américains, les dépenses américaines devraient jouer un rôle d'amortisseur. Les dépenses allemandes devraient profiter principalement à l'Europe centrale.

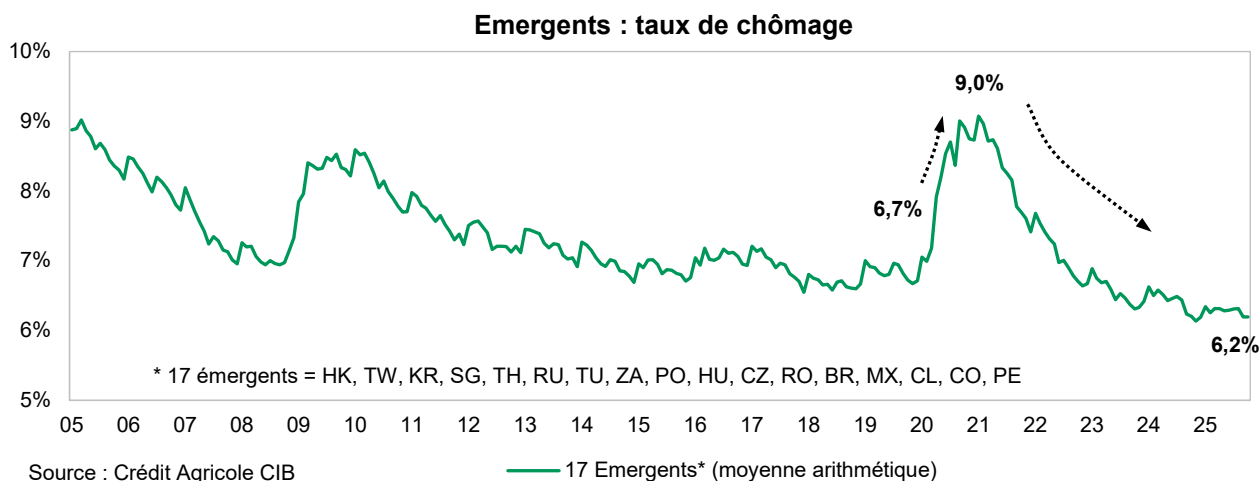
La bonne nouvelle est que **la plupart des banques centrales des marchés émergents ont encore des taux directeurs bien supérieurs à ceux qui prévalaient avant la crise du Covid**. Certaines d'entre elles pourraient ainsi se permettre de les abaisser si nécessaire (en cas de surprise négative sur la croissance économique, par exemple, mais avec prudence afin de ne pas perturber les taux de change).

Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	4,3%	4,1%
Inflation	4,3%	3,8%

#### Deux risques principaux

Outre les éventuels cygnes noirs, **deux risques principaux planent sur notre scénario relativement constructif**. Premièrement, si l'inflation aux États-Unis venait à surprendre à la hausse et prenait le marché à contre-pied, entraînant un resserrement monétaire, les marchés émergents souffriraient probablement du durcissement des conditions monétaires mondiales. Deuxièmement, si le marché boursier alimenté par l'IA venait à éclater, les marchés émergents seraient soumis à la pression d'une vague d'aversion au risque. Ce n'est pas notre scénario central, mais il s'agit certainement d'un risque dans un monde où les fondamentaux ne sont plus ce qu'ils étaient.

Sébastien BARBÉ



CHINE : LE 15<sup>e</sup> PLAN EN LIGNE DE MIRE

Pour cette année 2025, la cible des 5% de croissance devrait une nouvelle fois être atteinte, malgré la décélération observée au second semestre. L'environnement économique chinois reste marqué par la déflation, alimentée par la faiblesse de la consommation privée et par la crise immobilière qui se poursuit, sans réel signe d'amélioration. Les ventes au détail continuent de progresser à un rythme nettement inférieur à celui de l'activité, et posent toujours la question de la pérennisation d'un modèle de croissance sans dynamique interne.

2026 : le rendez-vous du 15<sup>e</sup> plan quinquennal

**La Chine dévoilera en mars prochain le contenu de son 15<sup>e</sup> plan quinquennal (2026-2030).** Ce dernier devrait mettre en lumière les priorités sectorielles et stratégiques chinoises pour les cinq prochaines années, ainsi que les grandes orientations de la politique économique.

*La politique tarifaire américaine a déjà imprimé un changement dans la structure des exportations chinoises.*

**Quelles seront les cibles de croissance associées à ce plan ?** La Chine garde comme objectif de long terme de devenir une économie avancée à horizon 2035. Pour cela, elle doit maintenir un rythme de croissance « approprié » et suffisant pour augmenter le PIB par tête d'environ 10 000 dollars. Pour 2026, les autorités pourraient donc choisir de maintenir une cible autour de 5%. Notre scénario anticipe plutôt une légère décélération de la croissance, avec un atterrissage autour de 4,7%, en ligne avec les tendances observées au cours des six derniers mois.

Bien que les autorités affirment régulièrement la nécessité de rééquilibrer la croissance en faveur de la demande domestique, **Xi Jinping a déjà annoncé que l'un des objectifs majeurs du plan serait de stimuler significativement la production industrielle**, faisant le pari que, face à une demande atone, la réponse la plus adéquate serait une offre de

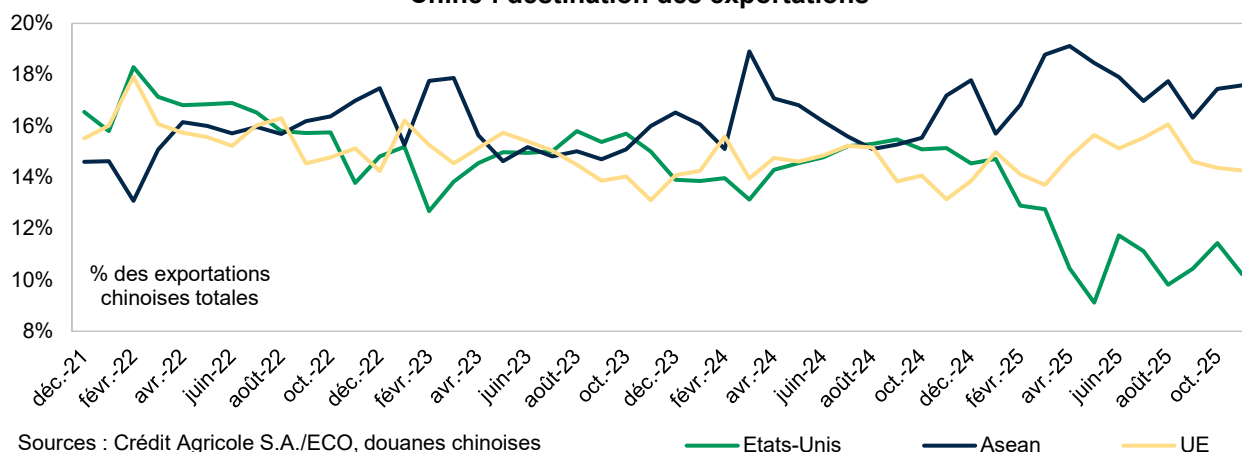
meilleure qualité. Autre enjeu, celui de la réussite de la « campagne anti-involution », qui vise à mettre fin à la guerre des prix, à consolider progressivement les capacités de production, et qui s'inscrit aussi dans cet objectif oxymorique de relance de la demande par l'offre.

Dans tous les cas, **la reflation ne pourra être que très graduelle** – notre prévision d'inflation pour 2026 est de 0,6% – car ses racines sont profondes et structurelles et indiquent un problème de confiance des ménages dans l'économie. Le budget 2026 indique, par ailleurs, un soutien budgétaire modéré, avec un déficit en hausse passant de 10,2 à 11,2% du PIB. À noter toutefois un changement dans la répartition de ce déficit, avec un rôle accru et plus direct de l'État central. Depuis la crise immobilière, qui est venue ébranler le modèle de financement des collectivités, le gouvernement s'est engagé dans un effort d'assainissement et de transparence des finances publiques locales, qui passe donc par un pilotage plus central des réformes et des financements.

## L'environnement extérieur va-t-il se durcir ?

**Les négociations avec les États-Unis ont apporté un peu de visibilité, mais l'environnement extérieur demeure incertain et volatil.** La politique tarifaire américaine a déjà imprimé un changement dans la structure des exportations chinoises. Les pratiques de contournement, en particulier *via* les pays de l'Asean, se sont intensifiées : bien que les tarifs réciproques aient baissé après les négociations, les droits de douane appliqués sur les produits chinois demeurent supérieurs à 45%. Surtout, la Chine a cherché de nouveaux débouchés, auprès des pays de l'Union européenne notamment. Le déficit commercial de l'UE vis-à-vis de la Chine a atteint un plus haut historique, à 310 milliards de dollars. Les flux vers d'autres régions (Amérique latine et Afrique) se sont également intensifiés.

Chine : destination des exportations




Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, douanes chinoises

**La Chine pourrait donc faire face à une montée généralisée du protectionnisme**, de la part de l'Union européenne dans certains secteurs-clés (automobile, aluminium et acier, ou encore textile), mais aussi du reste du monde émergent, qui craint également de voir son industrie vaciller face à la force de frappe chinoise.

**Un paramètre-clé sera celui du pilotage du taux de change par la banque centrale (PBoC).** Ces derniers mois, le yuan s'est réapprécié face au dollar, ce qui a permis de redonner des marges de manœuvre à la banque centrale. **Le yuan évolue maintenant autour de son cours-cible**, et converge progressivement vers 7 yuans par dollar, un niveau qu'il n'avait plus atteint depuis mai 2023. Reste à savoir si la Chine serait prête à soutenir une dépréciation pour soutenir sa compétitivité-prix et ses exportations dans un environnement extérieur plus hostile, et alors que les

États-Unis la placent déjà régulièrement sur leur liste de manipulateurs de devises.

Côté monétaire toujours, **l'assouplissement monétaire américain devrait également permettre à la Chine de poursuivre une baisse graduelle de ses différents instruments de taux**, notamment taux directeur et taux de réserves obligatoires.

 Moyenne annuelle	2025	2026
<b>PIB</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,7%</b>
<b>Inflation</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,6%</b>

Sophie WIEVIORKA

## BRÉSIL : LE RALENTISSEMENT, ENFIN

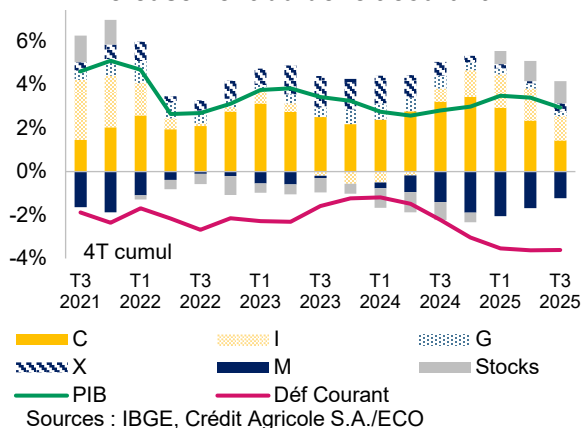
Après trois ans de forte croissance, le Brésil s'est engagé sur la voie d'un net ralentissement, amorcé au deuxième trimestre et prolongé au troisième. **La croissance annuelle est attendue à 2,3% en 2025 et pourrait approcher 1,7% en 2026.** Cet assagissement devrait favoriser le retour de l'inflation vers la cible centrale, la normalisation de la politique monétaire, ainsi que la résorption du déficit courant qui s'est récemment creusé au point de rappeler que, faute d'offre manufacturière domestique, la croissance peut finir par buter sur la contrainte externe.

**La demande intérieure, en particulier la consommation privée, principal moteur de la croissance, envoie des signes de ralentissement, toutefois encore modérés.** Aux taux d'intérêt élevés qui finissent par peser sur le crédit et à la perte de dynamisme du marché du travail s'opposent un emploi qui reste à un niveau record, la hausse des salaires (notamment du salaire minimum), ainsi que l'exemption d'impôt sur le revenu pour les revenus

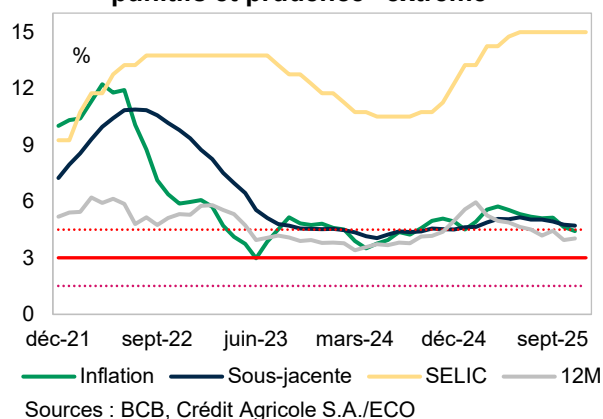
mensuels inférieurs à 5 000 reais (790 euros). Le tableau est donc loin d'être sombre et la relative résistance de la consommation plaide en faveur d'un scénario de ralentissement « doux » de la croissance.

**La décélération et la vigueur du real ont contribué au reflux de l'inflation**, désormais à l'intérieur de la fourchette cible de la Banque centrale du Brésil (BCB) pour la première fois depuis août 2024. Des pressions persistent sur l'inflation sous-jacente et la BCB, affichant une grande prudence, a maintenu son taux directeur inchangé depuis juin à 15%. La BCB suivra de près les anticipations d'inflation (stables depuis juin), l'évolution salariale, la situation du marché du travail, les pressions budgétaires et le contexte international. L'inflation moyenne devrait s'établir à 5,1% en 2025 ; elle serait, en moyenne, autour de 4,2% en 2026. L'assouplissement monétaire pourrait être entrepris dès le début de l'année 2026.

**Brésil : ralentissement économique, creusement du déficit courant**



**Brésil : inflation résistante, taux punitifs et prudence "extrême"**






**Sur le plan fiscal, l'année 2025 a été moins « agitée » que 2024.** Sans être engagée dans une consolidation d'ampleur, la situation budgétaire reste maîtrisée : l'objectif de déficit primaire (0,6% du PIB, soit un déficit total à 8,5% du PIB) devrait être atteint. En période préélectorale, la consolidation est difficilement prioritaire, mais le budget 2026 se montre moins expansionniste qu'attendu. Le gouvernement prévoit un surplus primaire de 0,25% du PIB, soit un déficit total de 8% du PIB. Selon les hypothèses optimistes du gouvernement (croissance entre 2% et 3%, consensus à 1,7%), la hausse des dépenses serait neutre en termes de PIB. Même sans dérapage majeur, le « bruit fiscal » demeurera.

*En période préélectorale, la consolidation est difficilement prioritaire, mais le budget 2026 se montre moins expansionniste qu'attendu.*

**Enfin, le ralentissement de la demande intérieure allège déjà le besoin d'importations, qui a creusé le déficit courant en 2025 à des niveaux inédits depuis la crise de 2014.** Malgré leur résistance, les entrées nettes de financements externes ont cessé de couvrir le déficit courant. Le « solde à financer » est

cependant très faible (0,4% du PIB sur un an), la réduction du déficit courant a débuté, les flux de capitaux sont de qualité (surtout composés d'investissements directs et non d'investissements de portefeuille comme cela était le cas en 2014), les réserves de change sont solides (14% du PIB).

Consommation intérieure moins vigoureuse, baisse des taux d'intérêt peu susceptible de produire rapidement autre chose qu'un frémissement de la demande, soutien budgétaire limité : **c'est dans ce contexte de ralentissement sans fracas, de « normalisation », que se tiendront, en octobre 2026, les élections générales.**

 Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	2,3%	1,7%
Inflation	5,1%	4,5%

Jorge APARICIO LOPEZ – Catherine LEBOUGRE

## INDE : FACE À LA TEMPÊTE TRUMP ?

**La croissance du PIB réel indien devrait marquer le pas en reculant de 7,5% en 2025 à 6,7% en 2026.** Malgré des droits de douane américains très élevés, à 50%, la croissance économique indienne tient toujours bon, grâce à la vigueur de la demande intérieure, portée par les baisses anticipées des taux de la banque centrale (RBI), ainsi que par la réduction des impôts et les dépenses budgétaires du gouvernement. L'impact des droits de douane américains sur l'économie indienne semble encore modeste, sachant que plus d'un tiers des exportations vers les États-Unis échappent aux droits de douane et que les exportations ne représentent qu'une part infime de l'économie globale. La baisse des exportations vers les États-Unis pèse toutefois sur la croissance.

*L'impact des droits de douane américains sur l'économie indienne nous semble encore modeste.*

**Le déficit de la balance courante indienne devrait légèrement se creuser, passant de -1,0% en 2025 à -1,2% en pourcentage du PIB.** Le ralentissement de la croissance et la faiblesse des prix du pétrole contribueront à contenir la dérive de ce déficit. Sous l'effet de la baisse des prix alimentaires, de la faiblesse des prix du pétrole et d'une rationalisation ponctuelle de la taxe sur les produits et services (GST), l'inflation s'est fortement repliée en 2025. Sous l'influence du phénomène climatique *La Niña*, les moussons s'annoncent inférieures au niveau moyen, avec un impact plus modéré sur les prix alimentaires. Nous

anticipons, en outre, un cours mondial du pétrole situé autour de 63 dollars le baril en moyenne en 2026. L'inflation pourrait ainsi accélérer, passant de 2,6% en 2025 à 4,0% en 2026.


**La RBI devrait maintenir son taux directeur à 5,25% en 2026, après avoir abaissé ses taux de 125 points de base en 2025, pour le ramener dans la fourchette basse de sa zone neutre.** Compte tenu des baisses de taux, des dépenses budgétaires qui continuent d'affluer dans l'économie, et de la hausse de l'inflation, qui se situe vers le milieu de la fourchette de tolérance de 2 à 6% de la RBI, la neutralité de la politique monétaire semble appropriée. Sachant que les taux se situent dans le bas de la fourchette neutre, la RBI peut revenir en territoire expansif si besoin.

**En 2026, l'absence d'accord commercial entre l'Inde et les États-Unis fait planer un risque sur l'économie, les taux et la roupie.** L'Inde doit au moins obtenir un accord-cadre visant à supprimer les droits de douane punitifs de 25% au titre des achats de pétrole russe s'ajoutant aux 25% de droits dits « réciproques », si elle veut restaurer la confiance des investisseurs. Or, les négociations peinent à avancer. Le Premier ministre, Narendra Modi, ne veut pas donner l'impression de céder au président Donald Trump. Depuis que les exportateurs de pétrole russes sont frappés par les sanctions américaines, les raffineries indiennes diminuent leurs importations de pétrole russe, le temps sans doute nécessaire pour

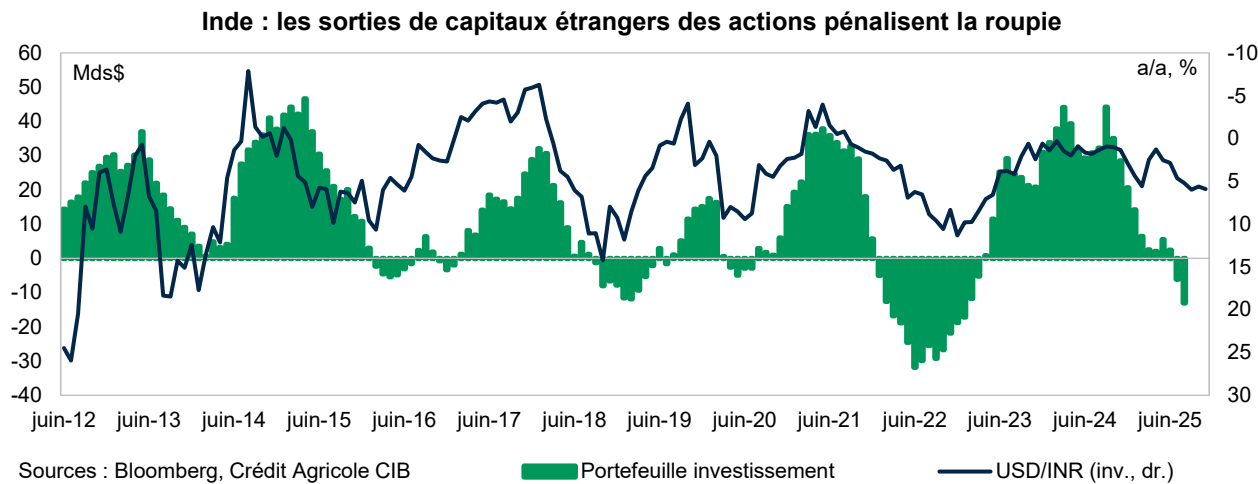
recalibrer les mécanismes, afin d'éviter ces sanctions. Autre obstacle à la conclusion d'un accord commercial plus large, le protectionnisme agricole de l'Inde.

**En l'absence d'accord commercial, il est peu probable que l'Inde parvienne à endiguer la fuite des capitaux étrangers observée en 2025 et qui a pesé sur la roupie indienne.** La RBI devrait, par ailleurs, laisser la roupie se déprécier pour ne pas aggraver davantage la perte de compétitivité découlant déjà des droits de douane américains. Le cours dollar/roupie devrait ainsi se maintenir au-dessus de 90 durant la majeure partie de l'année 2026. L'impact de la hausse des droits sur les visas H-1B aux États-Unis dans les secteurs de la technologie et des

services aux entreprises en Inde est différé ; les visas en cours ne sont pas concernés, pas plus que leur renouvellement. En revanche, si cette hausse est maintenue, elle devrait peser sur la croissance.

 Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	7,0%	6,7%
Inflation	2,6%	4,0%

David FORRESTER





# SECTEURS D'ACTIVITÉ

Pétrole – Le marché devient excédentaire

Gaz – Un vent d'optimisme souffle sur le marché du gaz naturel

Automobile – Le pire est-il derrière nous ?

Métaux – L'acier européen : plier sans rompre

Semi-conducteurs – L'IA accélère la croissance du secteur et perturbe sa cyclicité

Conteneurs – La normalisation comme défi

## Pétrole – Le marché devient excédentaire

Marqué par une demande relativement morose et une augmentation de l'offre de l'OPEP<sup>+</sup>, le marché pétrolier devrait rester excédentaire. Cependant, les menaces américaines sur l'importation de pétrole russe par plusieurs pays pourraient absorber cet excédent et aboutir à un marché déficitaire en offre.

En cette fin d'année, l'OPEP<sup>+</sup> a supprimé les coupes de production de 2,2 millions de barils par jour décidées en 2023. L'OPEP a augmenté sa production d'environ 2 millions de barils par jour entre avril et octobre 2025. L'Arabie saoudite est à l'origine de la moitié de cette augmentation. Le royaume wahhabite produit désormais près de 10 millions de barils par jour, contre 9 millions en moyenne entre juillet 2023 et mai 2025. La production de l'OPEP s'élève dorénavant à 30 millions de barils par jour environ. L'offre des autres membres de l'OPEP<sup>+</sup> est stable autour de 14,5 millions de barils par jour.

La croissance de la demande en produits pétroliers devrait rester modérée au cours des deux prochaines années. Elle resterait inférieure à un million de barils par jour en 2026 et en 2027. Le marché devrait donc être excédentaire au cours de cette période. Actuellement, l'excédent d'offre favorise la reconstitution des stocks pétroliers en Europe et en Asie. Cet excédent ne favorisera pas la reprise des investissements et des forages indispensables à une croissance durable de la production américaine de pétrole. Aujourd'hui, le nombre de derricks en activité aux États-Unis semble subir une lente érosion. La production de pétrole brut américain reste soutenue par la mise en service de puits forés dans les années précédentes et « mis en réserve ». Dans cet environnement, les producteurs américains de pétrole resteront certainement davantage focalisés sur la rentabilité que sur les volumes.

Les relations entre l'Inde, les États-Unis et la Russie seront à surveiller dans les prochains mois. Depuis le conflit russo-ukrainien, l'Inde fournit un débouché au pétrole russe et évite une perte d'offre pétrolière de près de 2 millions de barils par jour. En augmentant ses activités de raffinage, l'Inde alimente

le marché mondial en produits pétroliers. Depuis cet été, l'Inde fait face au courroux américain qui lui reproche précisément ses importations de pétrole russe. Les menaces américaines ont poussé Reliance, compagnie indienne possédant des capacités de raffinage en Inde, d'annoncer l'arrêt de ses importations de pétrole russe.

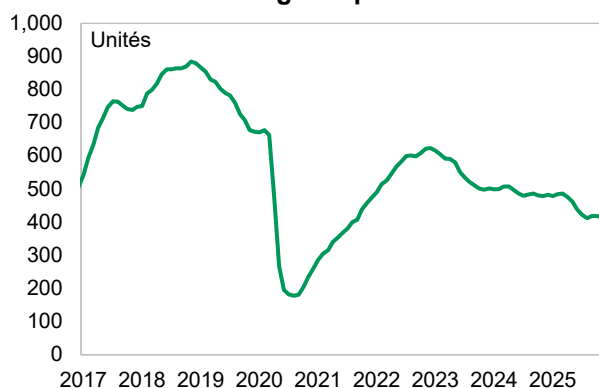
*Actuellement, l'excédent d'offre favorise la reconstitution des stocks pétroliers en Europe et en Asie.*

Toutefois, lors de la récente visite de Poutine en Inde, les deux dirigeants ont souligné l'importance du maintien du partenariat énergétique entre les deux pays. Si les menaces de sanctions américaines devaient priver le pétrole russe de débouchés en Inde ou ailleurs, alors l'offre globale de pétrole serait amputée de 2 millions de barils par jour. Dans un tel scénario, les prix du pétrole et des produits pétroliers augmenteraient. Un tel scénario serait vraisemblablement bien accepté par les producteurs et les raffineurs américains. Cependant, il serait certainement mal vécu par les consommateurs américains, qui ne semblent pas convaincus de l'augmentation de leur pouvoir d'achat, comme le défend le président américain.

	Prix moyen du pétrole par baril
T4 2025	63 \$
2026	63 \$

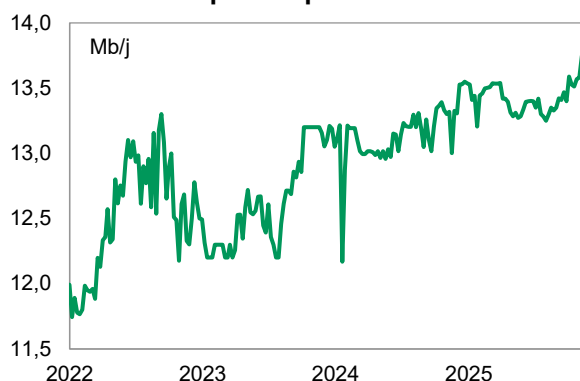
Stéphane FERDRIN

USA : plateformes  
de forage de pétrole



Sources : Baker Hughes, Crédit Agricole S.A. / ECO

USA : production de pétrole brut  
après impact SPR



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

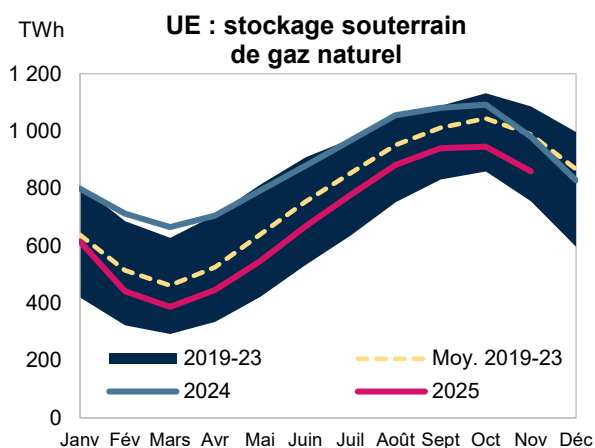


## Gaz – Un vent d'optimisme souffle sur le marché du gaz naturel

Malgré des stocks inférieurs à 2024, les prix ont chuté de 30% entre novembre 2024 et 2025. Cette anomalie reflète la confiance du marché, portée par l'essor des exportations américaines et les nouvelles infrastructures de gaz naturel liquéfié mondiales.

Face à la première vague de froid qui a balayé l'Europe au cours de la seconde quinzaine de novembre, le marché du gaz naturel s'est montré résilient. En dépit de stocks européens moins fournis qu'à la même période l'an dernier, les prix actuels du gaz naturel se maintiennent à des niveaux significativement bas, oscillant entre 30 et 40% sous les tarifs observés l'année dernière. Cette tendance baissière témoigne d'un marché bien approvisionné en ce début de saison hivernale.

Globalement, et malgré des différences notables entre les pays, l'Union européenne entame l'hiver avec des stocks inférieurs (-10% en moyenne) à ceux de l'année dernière. En dépit d'une intensification des importations de gaz naturel liquéfié (GNL) durant les mois d'octobre et novembre – avec une hausse de 30% par rapport à la même période en 2024 – et de soutirages plus modérés sur les stocks en novembre, le déficit persiste. **Le bilan actuel révèle un manque d'environ 11 milliards de m<sup>3</sup> par rapport aux stocks de l'année dernière.**



Sources : GIE, Crédit Agricole SA / ECO

Le marché table certainement sur la mise en service prochaine de nouveaux terminaux au Qatar et aux États-Unis pour compenser des stocks moins élevés. Le terminal Plaquemines aux États-Unis a commencé à produire en cette fin d'année, permettant aux États-Unis d'augmenter leurs exportations de GNL de 20%, soit un volume supplémentaire de 560 millions de m<sup>3</sup> hebdomadaires par rapport aux niveaux de l'été dernier. L'Union européenne devra maintenir ses importations de GNL à un niveau élevé et fortement solliciter ses terminaux de regazéification.

Si la crise énergétique majeure de 2022 semble désormais appartenir au passé, certains indicateurs du marché gazier méritent une attention particulière. Avec des stocks moins fournis et relativement peu de capacités de regazéification par rapport à ses besoins, l'Allemagne subit une augmentation du prix du gaz naturel par rapport aux pays voisins. Sur le marché spot, le prix du gaz naturel en Allemagne s'échange actuellement avec une prime de 2,7 euros par mégawattheure par rapport au prix français, contre juste 1,1 €/MWh observé en moyenne au mois de septembre dernier.

*Le GNL d'origine américaine affiche désormais des coûts supérieurs aux prix spot pratiqués sur les marchés gaziers européens.*

Le marché gazier américain connaît également une tendance inflationniste alimentée par l'augmentation de la demande en gaz naturel des nouveaux terminaux de liquéfaction concentrés dans les États du Sud. Une fois acheminé et regazéifié dans les ports européens, le GNL d'origine américaine affiche désormais des coûts supérieurs aux prix spot pratiqués sur les marchés gaziers européens.

La différence n'est pas encore suffisamment importante pour infléchir les importations de GNL américain en Europe. Cependant, la tendance haussière observée sur le marché du gaz naturel pourrait engendrer des conséquences sur l'ensemble de l'économie américaine. **La hausse des prix du gaz naturel risque de se répercuter sur les tarifs de l'électricité.** De telles augmentations de coûts pénaliseraient la compétitivité industrielle américaine et le pouvoir d'achat des ménages. Face à la pression croissante exercée sur le réseau électrique par le développement de *data centers* particulièrement énergivores, les centrales à charbon pourraient partiellement être réactivées.

	Importations de GNL de l'UE
T3 2025	30,3 milliards de m <sup>3</sup>

Stéphane FERDRIN

## Automobile – Le pire est-il derrière nous ?

Le marché automobile mondial en 2025 montre une dynamique contrastée avec une baisse des marges et des ventes en Amérique du Nord, une reprise progressive en Europe soutenue par des subventions pour les véhicules électriques, une forte croissance des marques chinoises à l'international, et un assouplissement réglementaire européen attendu, tandis que la production européenne continue de reculer jusqu'en 2026.

### Une meilleure visibilité

Les droits de douane imposés aux importations des constructeurs européens, japonais ou coréens aux États-Unis sont désormais fixés au taux effectif de 15% (au lieu de 25% initialement), si bien que les stratégies des constructeurs s'affinent, avec des décisions d'investissement aux États-Unis (Stellantis, Volkswagen, BMW, Volvo) ou des rapprochements (Mitsubishi-Honda) pour lutter contre cette perte de compétitivité.

Le marché nord-américain a été plus dynamique que prévu au cours des neuf premiers mois de 2025, car les constructeurs n'ont pas répercuté la hausse des droits de douane sur les prix et les consommateurs ont effectué des achats par anticipation de véhicules électriques avant la fin des subventions *Inflation Reduction Act* le 30 septembre. Mais la tendance s'inverse désormais avec un recul tendanciel de 3% depuis deux mois et des ventes de véhicules électriques en repli de 50%. Ce marché devrait terminer l'année en contraction de 1,8%.

Désormais, pour les constructeurs, les opportunités de croissance se concentrent sur l'Europe, pour un rebond au second semestre de l'exercice 2026-2027, porté par le retour de la croissance du marché des véhicules électriques, dans un contexte politique plus favorable.

Du point de vue des marges, le secteur reste sous pression et, sur un échantillon composé des sept premiers constructeurs nord-américains et européens (BMW, Ford, General Motors, Mercedes, Renault, Stellantis et Volkswagen), le recul de la marge

opérationnelle au premier semestre est de 50% à 4,4% du chiffre d'affaires, pour une baisse de revenus de 5,4% seulement. Toutefois, tant que la progression des ventes ne s'accélérera pas nettement – ce qui pourrait encore nécessiter trois à quatre trimestres – il n'y a guère de raisons d'être concernant l'évolution des marges à court terme.

*... Un début de reprise pour la demande dopée par des subventions dans la plupart des pays d'Europe*

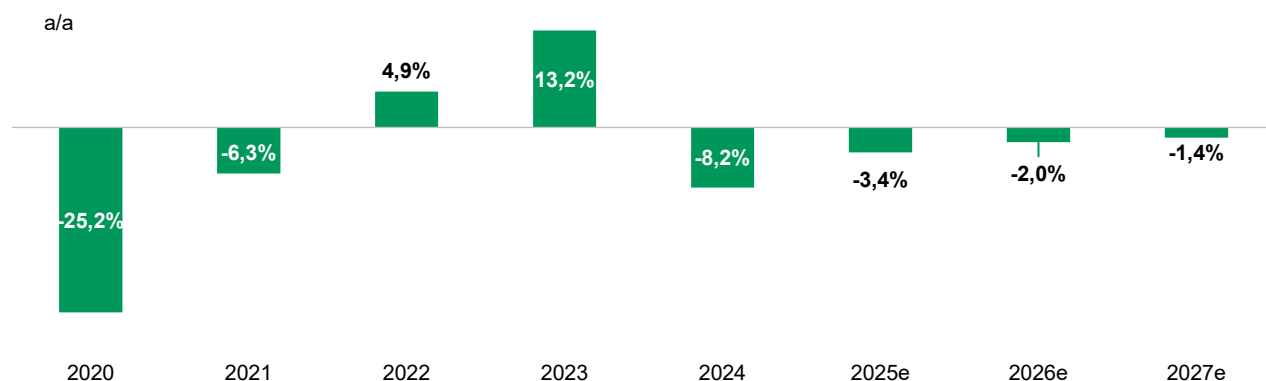
Le marché européen se redresse peu à peu, même s'il reste inférieur d'environ 14% à son niveau d'avant la pandémie de Covid-19 (novembre 2019).

Les volumes ont augmenté d'environ 3% sur un an en Allemagne, tandis qu'ils ont reculé d'environ 2% au Royaume-Uni et ont été stables en Italie. Les volumes sont également restés quasiment stables en France alors qu'ils ont progressé d'environ 13% en Espagne.

*L'introduction de modèles à moins de 25 000 euros, comme la R5 ou la C3, a été majeure pour le redressement des ventes de véhicules électriques.*

Le marché chinois des véhicules électriques connaît une croissance fulgurante et son succès s'étend désormais au-delà de ses frontières. Les marques chinoises représentent déjà près d'un véhicule électrique sur cinq vendu à l'étranger ; de nouvelles usines en Europe, en Asie du Sud-est et en Amérique latine leur permettent de contourner les barrières commerciales. En Europe, la part de marché des constructeurs automobiles chinois est passée d'environ 5% en début d'année à environ 9% en

Europe de l'Ouest : évolution de la production automobile



Source : Crédit Agricole S.A./ECO

novembre 2025 (soit une hausse de près d'un point de pourcentage par rapport à octobre 2025).

**En Europe, novembre 2025 marque la cinquième hausse mensuelle consécutive depuis juin 2025.** Si la demande de flottes est restée le principal moteur des ventes de voitures dans cette région, la demande des particuliers commence à prendre le relais. À l'exception des marchés français et italien où cette demande a baissé de 3 à 6%, la part des particuliers se reprend ; elle a ainsi progressé de 10% en Allemagne et de 19% en Espagne.

L'introduction de modèles à moins de 25 000 euros, comme la R5 ou la C3, a été essentielle pour le redressement des ventes de véhicules électriques. Une vague de nouveaux modèles attendue en 2027-2028 devrait soutenir cette demande à long terme.

**La pénétration des véhicules électriques sur batterie (BEV) dans les cinq principaux pays européens (UE-5), depuis le début de l'année, a atteint environ 16%,** 19% en Allemagne, 23% au Royaume-Uni, 20% en France, 9% en Espagne, mais est restée faible en Italie à 6%. Tous ces marchés ont enregistré une hausse de 35% au troisième trimestre 2025 par rapport à 2024. Cependant, le taux de pénétration moyen des BEV reste encore assez loin du taux de pénétration de 25% nécessaire pour satisfaire aux exigences de la réglementation européenne en 2027.

### *Un assouplissement prévisible de la réglementation européenne*

**En France, l'engouement suscité par le programme de *leasing* social de véhicules électriques (désormais épuisé) incite le gouvernement à prolonger ces subventions en 2026.** De même, les aides à l'achat de véhicules électriques seraient maintenues et étendues au Royaume-Uni, en Allemagne qui réintroduit une subvention de 3 milliards d'euros pour les ménages à faibles revenus (pouvant aller jusqu'à 5 000 € pour 600 à 750 000 véhicules), en Espagne où le budget de subventions prévu pour 2026 serait de 400 millions d'euros. Enfin, un assouplissement de l'extinction des véhicules thermiques à partir de 2035 vient d'être acté par l'Union européenne.

**Le ralentissement de la production européenne s'atténue progressivement.** Après des contractions de 8,3% en 2024 et de 3,4% en 2025, le secteur devrait cependant connaître en 2026 une nouvelle année de recul d'environ 2%. Cette prévision continue de militer en faveur des restructurations des constructeurs et des équipementiers.



**Taux de pénétration des véhicules électriques sur batteries en Europe**

**Depuis janvier 2025**

**16%**

**Véronique VIGNER**

# Métaux – L'acier européen : plier sans rompre

Entre protectionnisme, incertitudes sur la demande et mécanisme d'ajustement carbone aux frontières (CBAM), la sidérurgie européenne s'apprête à traverser une année charnière en 2026.

## L'Europe muscle son jeu

Tout vient à point à qui sait attendre. Ayant ainsi longuement attendu, les sidérurgistes européens découvraient en octobre une proposition de la Commission visant à garantir la viabilité à long terme du secteur sidérurgique européen – matérialisation du plan d'actions présenté six mois plus tôt. Concrètement, la Commission propose d'amender son contingent tarifaire, en suggérant une réduction des quotas d'importations sans droits de douane de 47% et un doublement des droits hors quota, les portant ainsi à 50%. Consciente des velléités de contournement, elle prévoit en outre d'instaurer une règle dite « *melt and pour* », attribuant l'origine de l'acier au pays où il a été coulé, et non plus à celui de sa dernière transformation.

*Faute d'émergence d'une filière hydrogène en Europe, les options crédibles de décarbonation se réduisent à court terme.*

La Commission est en réalité contrainte par le temps, le système actuel arrivant à expiration en juin 2026. En outre, la cascade de mesures douanières découlant des droits de douane américains (*Trump's tariffs*) et la surproduction chinoise continuent de mettre sous pression les producteurs européens. Encore soumise aux décisions du Parlement et du Conseil, il est plus que vraisemblable que la mesure sera adoptée pour une entrée en vigueur mi-2026.

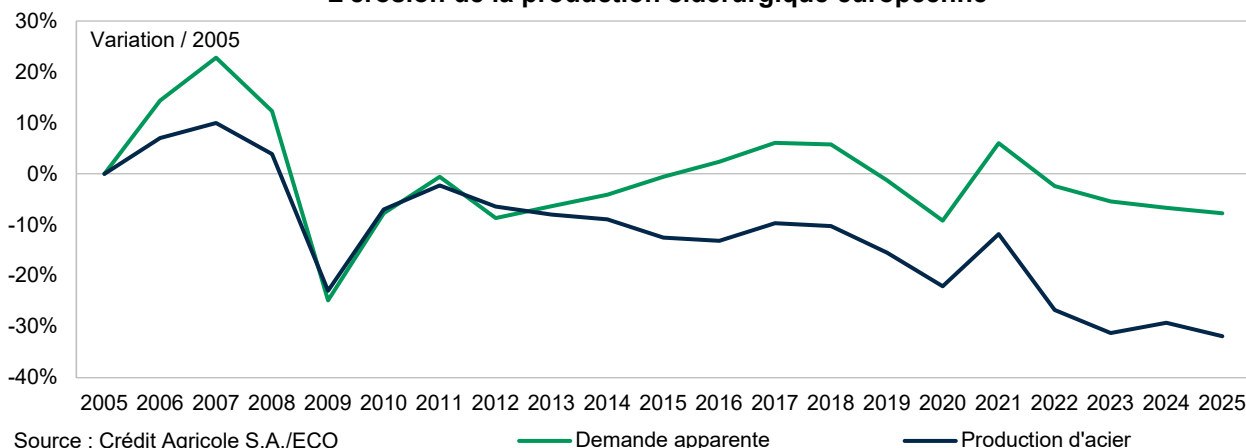
Un contingent pouvant en cacher un autre, la Commission annonçait mi-novembre des restrictions sur les importations de certains ferroalliages destinées aux sidérurgistes. Surprise de taille, la Norvège et l'Islande, représentant 50% des importations européennes, ne bénéficieront pas d'exemptions. Consciente de l'impact de cette décision, la Commission indique prévoir des consultations trimestrielles avec ces dernières, ainsi qu'un réexamen annuel de la mesure. L'impact sur le marché reste à éclaircir, mais une exclusion pérenne de ces deux pays semble peu probable.

## Décarboner : oui, mais quand (et comment) ?

Le 1<sup>er</sup> janvier 2026 marquera l'entrée en vigueur du CBAM et, dans son giron, le début de l'épuisement progressif des quotas d'émission carbone gracieux jusqu'en 2034. Faute d'émergence d'une filière hydrogène en Europe, les options crédibles de décarbonation se réduisent à court terme. L'idée d'un découplage des chaînes de valeur, du haut fourneau intégré à une Europe importatrice de fer pré-réduit avance, sans urgence. Comment pourrait-il en être autrement dans un contexte de bas de cycle où le marché doit digérer, d'un seul trait, un nouveau contingent tarifaire et un CBAM aux modalités mouvantes. Tout vient à point à qui sait attendre ?

Guillaume STECHMANN

L'érosion de la production sidérurgique européenne





# Semi-conducteurs – L'IA accélère la croissance du secteur et perturbe sa cyclicité

La demande de puces d'intelligence artificielle (IA) tire la croissance du secteur depuis 2023. L'industrie est cyclique et les besoins énormes liés à l'IA ont fortement ralenti l'offre d'autres composants essentiels tels que les mémoires.

Le développement fulgurant de l'IA depuis 2023 a entraîné une demande soutenue de composants spécifiques : processeurs graphiques ou GPU (*Graphics Processing Unit*), accélérateurs d'IA autres que les GPU, mémoires à large bande passante ou HBM (*High Bandwidth Memory*), ainsi que mémoires plus communes DRAM et NAND.

*Les composants dédiés aux besoins de l'IA pèsent pour 27% des revenus du secteur en 2025.*

Le marché mondial des semi-conducteurs est anticipé à 773 milliards de dollars en 2025, en croissance de près de 18% par rapport à 2024. Une croissance soutenue principalement par la forte demande de puces spécifiques aux besoins de l'IA (+48% par rapport à 2024). En particulier, les GPU (+57% par rapport à 2024), les autres accélérateurs d'IA (+143% par rapport à 2024) ainsi que les mémoires DRAM (+33% par rapport à 2024), affichent la plus forte croissance.

## Forte demande de puces pour les besoins de l'IA

Les activités toujours croissantes d'entraînement et d'inférence des larges modèles de langage ou LLM (*Large Language Models*) nécessitent des composants dédiés à ces besoins spécifiques de l'IA. Les revenus de ces puces IA sont prévus à hauteur de 205 milliards de dollars en 2025, soit une croissance de 48% par rapport à 2024. Les puces IA pèsent pour 27% des revenus du secteur en 2025. Les GPU et autres processeurs accélérateurs d'IA comptent à eux seuls pour 63% du total des revenus de ces puces IA en 2025.

Ces composants spécifiques sont utilisés dans quasiment toutes les industries pour différentes applications. Toutefois, les applications de calcul et de stockage sont largement en tête, représentant 76% du marché des puces IA en 2025. On les trouve principalement dans les serveurs, les *data centers* et les terminaux tels que les PC, smartphones et tablettes. Le deuxième segment d'application des puces IA est celui des télécommunications et de la connectivité, qui compte pour 16% des revenus en 2025. Ainsi, à eux deux, ces deux domaines d'application comptent pour 92% des revenus des puces IA en 2025 et éclipsent les autres segments d'applications tels que l'automobile, l'électronique industrielle et l'électronique grand public.

## L'explosion de la demande en IA perturbe la cyclicité

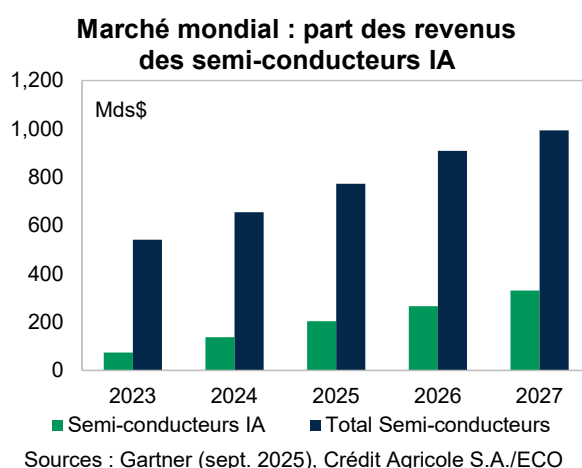
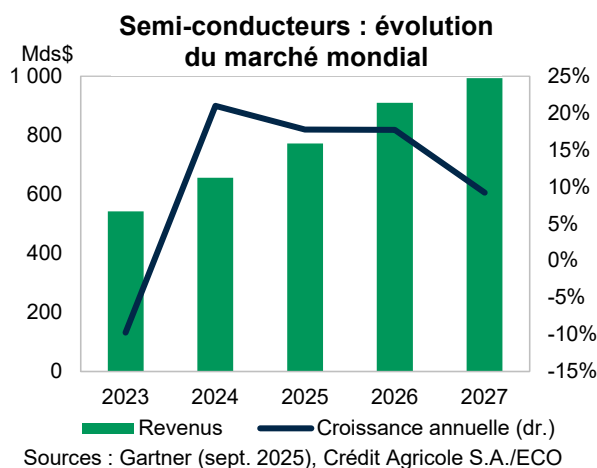
L'explosion des besoins spécifiques liés au développement fulgurant de l'IA a également créé un déséquilibre de l'offre et de la demande en 2025, entraînant un surplus de stocks pour certaines catégories de composants et un risque de pénurie pour d'autres. Cela se traduit par un bas de cycle en 2026 pour les puces d'usage général, impactant les industries automobile et d'électronique industrielle et grand-public. Les prix des mémoires et des GPU sont également anticipés à la hausse.



### Marché mondial des semi-conducteurs

2025	773 Mds\$
2026	910 Mds\$

Rabindra RENGARADJALOU



## Conteneurs – La normalisation comme défi

Alors que le secteur des conteneurs fait face à une surcapacité inquiétante et à une demande incertaine, celui des tankers s'enflamme sous l'effet des récentes sanctions contre la Russie. Dans ce contexte, le transport maritime pourrait connaître un nouveau bouleversement avec la possible résolution de la crise en mer Rouge.

**Le cessez-le-feu à Gaza et la suspension annoncée par les Houthis de leurs attaques pourraient permettre aux navires de reprendre la route de Suez**, abandonnant le contournement de l'Afrique devenu la norme pour nombre d'entre eux depuis deux ans. Cette hypothèse reste tributaire de la poursuite du plan de paix à Gaza.

**Pour le transport de conteneurs, revenir sur la route de Suez serait lourd de conséquences.** En 2024, la crise de la mer Rouge avait permis d'absorber les livraisons records qui menaçaient l'équilibre du secteur. Elle avait suscité des tensions logistiques propices aux flambées tarifaires. **Une normalisation des transits en mer Rouge libérerait une offre supplémentaire de 6%**, aujourd'hui employée dans les reroutages. Elle aggraverait le problème de surcapacité que connaît déjà le marché, les taux de fret ayant perdu plus de 40% sur un an, malgré une croissance des trafics revue à la hausse d'environ 4% cette année. **Cet enjeu des surcapacités, combiné à un carnet de commandes au plus haut, va rester central dans les années à venir et devrait exercer une pression durable sur les prix du transport.**

**Dans un autre registre, le marché des tankers de pétrole brut connaît un épisode de flambée des frets, lié en partie aux dernières vagues de sanctions occidentales sur la Russie.** Les vagues précédentes ont opéré depuis trois ans un large découplage énergétique avec l'Europe, alimentant et allongeant les routes maritimes. Elles ont, en outre, entraîné le développement d'une « flotte fantôme » conséquente de navires souvent âgés et mal assurés, usant de multiples stratégies de dissimulation pour contourner ces sanctions. Cette flotte, utilisée également par le Venezuela et l'Iran, constitue un

marché parallèle et opaque autour duquel l'étau commence à se resserrer.

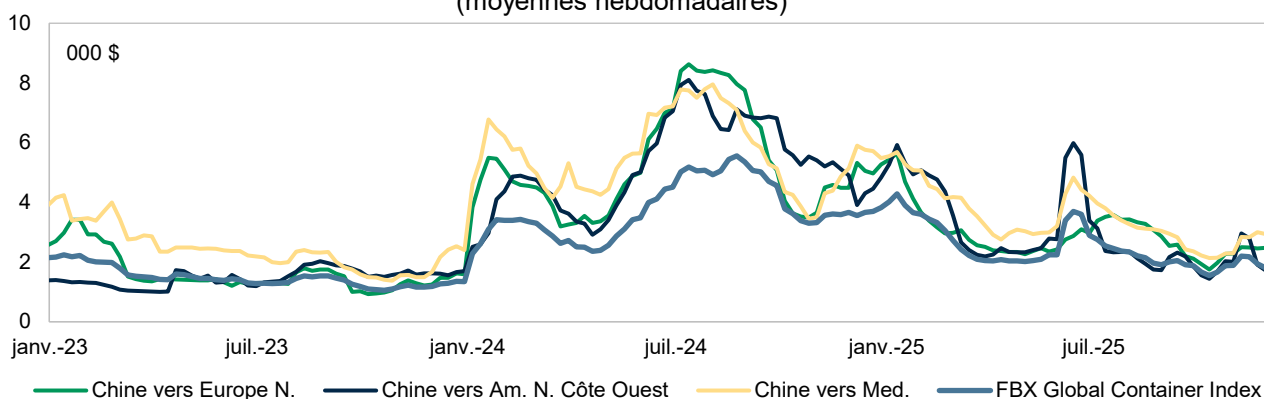
**La Chine s'affirme plus que jamais comme moteur du transport de conteneurs.** Alors qu'elle tend à réduire ses importations, ses exportations conteneurisées ont continué d'afficher une croissance forte vers les régions émergentes, ainsi que vers l'Europe où l'afflux de marchandises chinoises devient problématique. Malgré son recul sur le marché nord-américain, la Chine représente désormais 37% des trafics mondiaux de conteneurs à l'exportation, en hausse de 4 points en deux ans, avec pour corollaire un déséquilibre accru des flux commerciaux. Le tassement en octobre des exportations chinoises totales en valeur interroge, cependant, sur la pérennité de cette dynamique.

*La Chine représente désormais à elle seule 37% des trafics mondiaux de conteneurs à l'exportation.*

**Du côté des États-Unis, après les effets de stockage anticipé, l'heure est désormais au reflux des importations conteneurisées** (-7% en octobre), bien plus marqué pour celles provenant de Chine, cible principale des droits de douane. La trêve sino-américaine conclue fin octobre pour un an ne changera pas la donne. La contraction des exportations chinoises aux États-Unis devrait donc se poursuivre sur les prochains trimestres, en partie compensée par l'Asean et l'Inde, cette dernière cherchant à renégocier les droits pénalisants de 50% appliqués depuis l'été, pour moitié en rétorsion à ses achats de pétrole russe.

**Bertrand GAVAUDAN**

**Prix du transport d'un conteneur 40 pieds**  
(moyennes hebdomadaires)



Sources : Datastream, Freightos, Crédit Agricole S.A.



# MARCHÉS

Politique monétaire – La désynchronisation  
Taux d'intérêt – Pressions haussières modérées  
Taux de change – Nouvel avantage au dollar

# Politique monétaire – La désynchronisation

Les progrès en termes de désinflation et de proximité des cibles des banques centrales justifient des partitions monétaires différentes. À un assouplissement supplémentaire de la part de la Fed rendu difficile par une inflation plus tenace s'oppose notamment la BCE, dans sa zone de confort avec 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.

## RÉSERVE FÉDÉRALE : RALENTISSEMENT DE L'ASSOUPPLISSEMENT MONÉTAIRE EN VUE

Compte tenu de notre scénario selon lequel l'inflation persisterait et le marché du travail ne connaîtrait qu'un léger ralentissement supplémentaire, nous privilégions toujours l'option « ligne dure » de la Fed et anticipons un taux terminal de 3,50% pour la borne haute, qui ne serait pas atteint rapidement. Plus précisément, la Fed devrait marquer une pause jusqu'à la fin de 2026, conservant une borne haute à 3,75%, avant d'atteindre ce taux terminal de 3,50% grâce à une seule baisse au deuxième trimestre 2027.

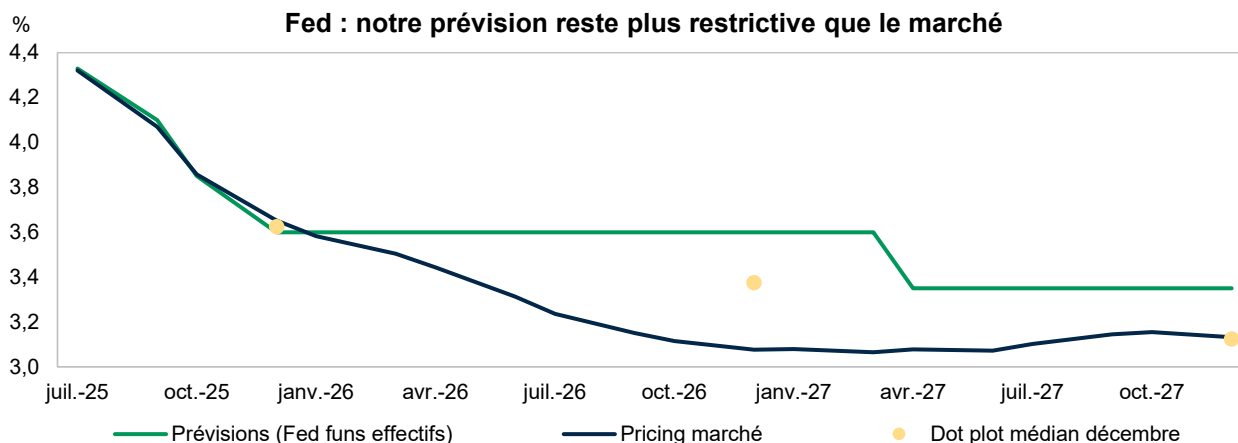
Nous sommes donc moins optimistes que le marché, qui table sur un taux terminal légèrement supérieur à 3% vers fin 2026. Nos scénarios monétaires, prenant souvent le contre-pied du marché, ont été plutôt « gagnants ». À titre d'illustration, à l'approche de 2024, alors que le marché tablait sur une première baisse en mars, nous l'anticipions plus tardivement (en juillet) : la Fed a finalement procédé à sa première baisse en septembre. En 2025, alors même que le marché anticipait près de cinq baisses dans le sillage du « *Liberation day* », nous avons maintenu notre prévision d'assouplissement limité à deux baisses, le scénario final s'est révélé être serré entre deux et trois baisses. Rappelons simplement, sans prétention aucune, que le marché a eu tendance, avec constance, à pécher par excès d'optimisme ces dernières années. Nous continuons d'afficher, sans « états d'âme », des perspectives plus prudentes que celles du marché.

Certes, les risques sont plutôt baissiers avec, notamment, les pressions politiques et l'arrivée imminente d'un nouveau président à la Fed. Il existe, toutefois, suffisamment de mécanismes de contrôle et de contrepois, pour que la Fed résiste largement aux pressions politiques. Le président de la Fed ne fixe pas, en outre, la politique de manière unilatérale. Notre scénario central plaide donc en faveur d'un impact limité des pressions politiques sur la trajectoire des taux. La détermination de l'administration et la diversité de ses attaques indiquent, néanmoins, clairement une montée des risques.

*Notre scénario de base prévoit un impact limité des pressions politiques sur la trajectoire des taux.*

Le resserrement quantitatif à peine terminé, la Fed s'apprête à augmenter de nouveau son bilan, celle-ci ayant annoncé en décembre des achats de réserves (*reserve management purchases*, RMP) de bons du Trésor pour un montant total de 40 milliards de dollars, au cours des trente prochains jours. Le rythme et le calendrier à jour seront annoncés vers le neuvième jour de chaque mois ; comme l'a laissé entendre la Fed, ce rythme devrait ralentir après la date butoir de déclaration des impôts mi-avril. Si certains interprètent les RMP comme un signal faible d'assouplissement, nous y percevons plus un ajustement technique qu'un changement de cap de la politique monétaire.

Nicholas VAN NESS



Sources : Bloomberg, Réserve fédérale, Crédit Agricole CIB



## BCE : LE PROCHAIN MOUVEMENT SERA UNE HAUSSE

L'amélioration de la croissance en zone euro en 2026 et plus encore en 2027, portée essentiellement par la reprise allemande, devrait inciter la BCE à ne pas assouplir davantage sa politique monétaire au cours de l'année à venir.

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. La reprise économique pourrait cependant générer des tensions sur le marché du travail, des pressions salariales et, à terme, des pressions inflationnistes.

**Le resserrement quantitatif est bien anticipé par les marchés et ne devrait pas peser fortement sur les marchés de titres souverains.**

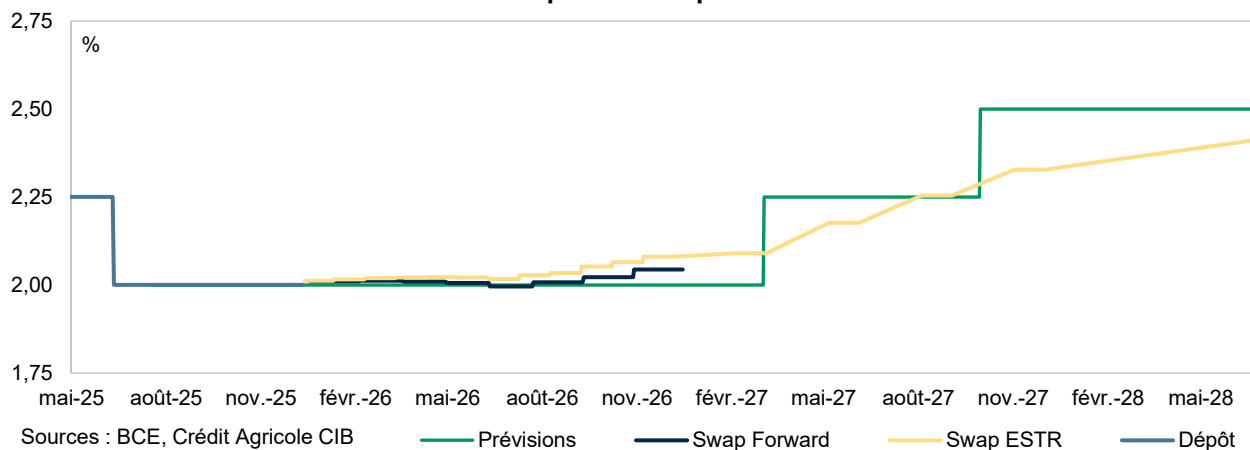
La BCE pourrait anticiper ce rebond annoncé de l'inflation et commencer à resserrer sa politique monétaire dès le début de 2027. **Dans ce contexte, notre scénario retient une première hausse de taux en mars 2027, puis une seconde en septembre 2027, portant le taux de dépôt à 2,50%.**

Ce niveau serait le taux terminal de ce cycle, suffisant pour atténuer les pressions inflationnistes. Notre anticipation reste plus agressive que les anticipations de marché actuelles, même si les récents commentaires des membres du conseil ont favorisé une certaine convergence des marchés vers notre vision.

**La politique bilancielle de la BCE devrait se poursuivre comme en 2025**, la BCE continuant son resserrement quantitatif : en ne réinvestissant pas les titres qui arrivent à échéance dans son bilan, la BCE réduit son *quantitative easing* (assouplissement quantitatif) d'environ 40 milliards d'euros par mois. Ce resserrement est bien anticipé par les marchés et ne devrait pas peser fortement sur les marchés de titres souverains. La réduction du bilan côté actifs réduira cependant la liquidité bancaire côté passif. Par conséquent, la liquidité bancaire devrait baisser de 2 500 milliards d'euros fin 2025 à moins de 2 000 milliards d'euros fin 2026. Ce niveau d'excédent de liquidité devrait rester suffisamment ample pour couvrir les besoins du système bancaire, mais la limite basse devrait être approchée, ce qui pourrait générer certaines tensions – très mesurées – sur les marchés de taux courts.

Louis HARREAU

BCE : taux de dépôt et anticipations de marché



## BANQUE D'ANGLETERRE : LE TAUX DIRECTEUR S'APPROCHE DE SON NIVEAU NEUTRE

**La Banque d'Angleterre (BoE) a décidé de marquer une pause dans son cycle d'assouplissement monétaire en novembre et laissé son taux directeur inchangé à 4%.** Une courte majorité du *Monetary Policy Committee* – MPC – (5 contre 4) s'est inquiétée du risque de hausse des anticipations d'inflation des ménages susceptible de se traduire par une inflation plus persistante encore.

Or, récemment, les données économiques ont été globalement plus faibles que prévu : l'inflation a surpris à la baisse et le marché du travail s'est dégradé davantage. Comme nous l'avions anticipé, lors de sa réunion du 17 décembre, **le MPC a ainsi voté une réduction de 25 points de base (pdb) à 3,75%, de nouveau à une courte majorité (de 5 contre 4).** Cette décision a été motivée par la baisse de l'inflation qui, à 3,2%, excède toujours l'objectif de 2% mais vers lequel elle est désormais censée converger plus rapidement à court terme.

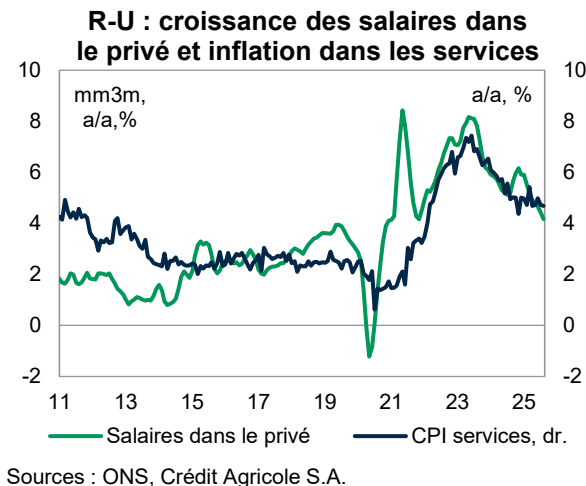
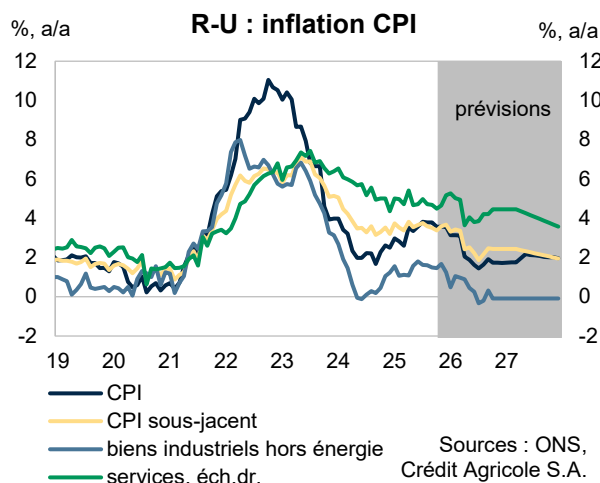
Notre scénario retient une baisse supplémentaire des taux de 25 pdb au premier trimestre 2026 (février). Par la suite, compte tenu des anticipations de stabilisation du marché du travail en 2026 et d'inflation sous-jacente toujours élevée, la BoE devrait probablement voir sa capacité d'assouplissement limitée. Le budget d'automne prévoit, de plus, un léger assouplissement budgétaire pour l'année prochaine, ce qui devrait quelque peu soutenir la demande intérieure à court terme.

**Certes, la récente accélération de la dégradation du marché du travail soulève la question de baisses de taux plus rapides.** Le taux de chômage a atteint 5% en septembre 2025, un niveau légèrement supérieur aux anticipations. La croissance des salaires dans le secteur privé a ralenti à 4,2% au troisième trimestre 2025, contre 4,8% au T2 2025. Le nombre de postes à pourvoir reste globalement inchangé sur le trimestre, mais les estimations préliminaires pour le mois d'octobre suggèrent une nouvelle baisse sur le mois. Le taux de chômeurs par poste vacant, mesure privilégiée par la BoE pour évaluer le degré de

l'assouplissement du marché du travail, a augmenté pour atteindre 2,5, son niveau le plus élevé depuis le premier trimestre 2021. Les licenciements ont fortement augmenté au troisième trimestre 2025 et leur taux chez les personnes âgées de seize ans et plus atteint 4,5%, son plus haut niveau depuis janvier 2024. L'assouplissement des conditions du marché du travail vient à la fois de la demande et de l'offre. Les entreprises réduisent les emplois en raison de la hausse des coûts non salariaux liée à l'augmentation des cotisations patronales adoptée en avril 2025. Une tendance exacerbée par l'incertitude liée au budget d'automne, comme en témoigne le fort recul de l'emploi dans les enquêtes auprès des entreprises privées de novembre. Du côté de l'offre, le taux de participation augmente depuis début 2024, atteignant 63,9%, contre 63,3% il y a un an et retrouve ses niveaux d'avant la pandémie. La BoE estime qu'il devrait être globalement stable dans les années à venir. Nous anticipons un pic du taux de chômage à 5,2% au quatrième trimestre 2025, puis sous 5% au cours de l'année, grâce à la dissipation de l'impact de la hausse des cotisations patronales et de l'incertitude liée au budget.

*Afin d'alléger le coût de la vie, le gouvernement a pris une série de mesures visant à réduire la facture énergétique des ménages.*

**L'inflation totale devrait se replier sensiblement, passant sous l'objectif au deuxième trimestre 2026, à la faveur de la baisse des prix de l'énergie.** En effet, afin d'alléger le coût de la vie, le gouvernement a pris une série de mesures visant à réduire la facture énergétique des ménages ; il a annoncé la prolongation temporaire du gel des taxes sur les carburants jusqu'en septembre 2026 et le gel des tarifs ferroviaires et des frais d'ordonnance pendant un an. Ces mesures devraient contribuer à diminuer l'inflation des prix à la consommation (indice CPI) de 0,5 point de pourcentage (pp) au deuxième trimestre 2026 et à soustraire 0,3 pp de l'inflation moyenne annuelle en 2026, selon les estimations de



l'OBR. En outre, nous avons revu à la baisse nos prévisions du cours du pétrole. Par conséquent, nous tablons désormais sur une inflation CPI inférieure à l'objectif dès le deuxième trimestre 2026, à 1,9% en moyenne sur le trimestre, et à 1,7% au troisième trimestre 2026 (contre 3,8% au troisième trimestre 2025 et 3,6% anticipés pour le quatrième trimestre 2025).

**Quant à l'inflation sous-jacente, celle-ci devrait également diminuer l'année prochaine, tout en restant supérieure à l'objectif de 2% de la BoE pour 2026 et 2027.** L'inflation dans les services, largement déterminée par la croissance des salaires, restera élevée : **cela devrait empêcher la BoE de procéder à des baisses de taux plus agressives.** En effet, les premières indications des agents de la Banque centrale suggèrent que les accords salariaux

pourraient avoisiner 3,5% en moyenne en 2026. La dernière enquête DMP tablait même sur une croissance des salaires de 3,7% en moyenne l'année prochaine, toujours supérieure au niveau compatible avec un retour durable de l'inflation à la cible. La BoE aura probablement besoin de voir davantage de signes d'atténuation des pressions sur les salaires (par exemple une révision à la baisse des accords salariaux dans le secteur privé rapportée par les agents de la BoE) avant d'envisager de baisser les taux de manière plus agressive. Un tel scénario pourrait éventuellement se matérialiser au second semestre 2026 pour autant que les anticipations des ménages soient revues à la baisse en réponse à une inflation plus faible début 2026.

Slavena NAZAROVA

## BANQUE DU JAPON : PAS DE HAUSSES DE TAUX DE GRANDE AMPLEUR, JUSQU'À ATTEINDRE DES TAUX D'INTÉRÊT NEUTRES AVANT 2027

**La Banque du Japon (BoJ) a un double mandat : tendre vers une croissance économique solide et stabiliser les prix.** La demande intérieure reste faible en raison des pressions déflationnistes structurelles, comme en témoigne le taux d'épargne anormalement positif des entreprises. Le ralentissement de l'économie mondiale provoqué par les droits de douane de Donald Trump exerce des pressions baissières. L'inflation a temporairement ralenti, car l'effet de la hausse des prix à l'importation s'estompe et que la demande intérieure reste faible. Même si la hausse des salaires réels contribue au redressement progressif de la demande intérieure, la croissance du PIB nominal pourrait temporairement ralentir, en raison des hausses de taux prématurées de la BoJ et du coup de frein porté à l'économie mondiale provoqué par les droits de douane de Donald Trump.

**Les moteurs de la relance, à savoir la poursuite d'une politique budgétaire active et d'une politique monétaire accommodante, vont cependant contribuer significativement à la hausse du PIB nominal. La demande nette de fonds domestiques (taux d'épargne des entreprises et solde budgétaire) se redresse.**

*Avec le rééquilibrage entre taux d'épargne et cycle d'investissement, les salaires réels devraient augmenter plus fortement.*

Portée par des partenariats public-privé pour les investissements de croissance et des mesures visant à stimuler la demande, la politique budgétaire expansionniste de l'administration Takaichi devrait relancer la demande intérieure et déclencher une reprise cyclique globale. En augmentant leurs dépenses, les entreprises devraient voir diminuer leur taux d'épargne ce qui, avec la politique budgétaire

expansionniste, devrait relancer la demande nette de fonds domestiques, laquelle avait disparu, et fournir un moteur de relance jusqu'à sortir définitivement l'économie de la stagnation déflationniste structurelle.

**La reprise du cycle d'investissement permet de ramener le taux d'épargne des entreprises à un niveau normal, c'est-à-dire en territoire négatif.** Avec le rééquilibrage entre taux d'épargne et cycle d'investissement, les salaires réels devraient augmenter plus fortement. L'économie, les politiques, les entreprises et les marchés se recentreraient sur la demande intérieure, délaissant la demande extérieure.

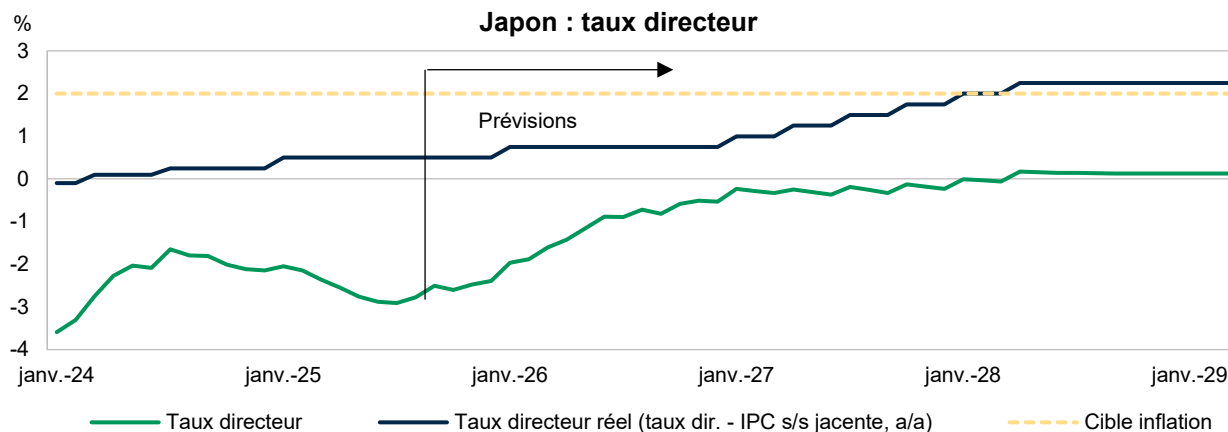
**Trois hausses de taux en 2024 et en 2025 ont retardé la reprise de la demande intérieure.** Exit le programme d'austérité de l'administration Ishiba, place à l'administration Takaichi, dont les deux axes de travail sont la priorité absolue du gouvernement, à savoir sortir de la déflation structurelle et de la stagnation grâce à un régime économique à haute pression, et son articulation avec une politique budgétaire agressive. Le gouvernement a *de facto* confié à la BoJ un double mandat, à savoir insuffler une dynamique de croissance économique robuste et stabiliser les prix.

**Après la hausse des en décembre 2025, une pause d'un an est à prévoir en raison d'une politique économique restrictive.** Avec le ralentissement de l'inflation, la BoJ aurait de nouveau les coudées franches pour cesser de relever ses taux. Si la baisse régulière du taux d'épargne des entreprises se confirmait grâce à la reprise cyclique globale de l'économie, la BoJ finirait par entrer dans un cycle de hausses de taux de grande ampleur pour tendre vers un taux neutre, une fois les perspectives de reprise de la demande intérieure confirmées à la faveur des

hausse des salaires réels et de la reprise de l'inflation, sur fond de reprise de la croissance. La BoJ continuerait de relever ses taux de 25 points de base chaque trimestre, le taux directeur devant légèrement dépasser les 2% d'ici 2028. En relevant les taux dans le droit fil de la reprise de l'inflation, le taux d'intérêt réel serait maintenu à près de 0%, ce qui soutiendrait le

taux d'épargne des entreprises qui tomberait en territoire négatif, puisque les investissements reprennent. L'objectif serait que le taux réel remonte à un niveau légèrement positif par rapport à la cible d'inflation de 2%.

Ken MATSUMOTO – Takuji AIDA



Sources : BoJ, MIAC, Crédit agricole CIB



# Taux d'intérêt – Pressions haussières modérées

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.

## ÉTATS-UNIS : LA PARTIE COURTE FAIT GRIMPER LES TAUX

Puisque nous tablons sur une Fed mettant fin à son assouplissement monétaire en 2026 avant de le reprendre très prudemment en 2027, notre scénario penche en faveur d'une hausse des taux d'intérêt. Sur le plan macro-économique, nos prévisions monétaires sont moins optimistes que celles du marché, qui table sur un assouplissement de près de 50 points de base (pdb) en 2026. Au regard de sa déclaration de décembre, le FOMC est clairement divisé et discute de « l'ampleur et du calendrier des ajustements supplémentaires » de la future trajectoire de sa politique monétaire, suggérant une approche plus prudente. La Fed indique que sa politique n'est pas « définie à l'avance ».

Dans un scénario de stabilité du taux des *Fed funds*, alors que le marché espère des baisses, le taux d'intérêt à deux ans devrait se négocier bien au-dessus de 3,00% (3,70% prévus en décembre 2026). Ce taux est corrélé à la détente implicite du marché. Le dernier « *dot plot* » de la Fed indique une baisse de 25 pdb en 2026, une baisse supplémentaire en 2027, puis la stabilité en 2028 ; le point médian à long terme se situe à 3,00%.

Poussé par une croissance légèrement plus soutenue en 2026 qu'en 2025, notre scénario table sur un taux à dix ans à 4,50% fin 2026. La prévision médiane du résumé des projections économiques (SEP) du FOMC de décembre prévoit une croissance plus forte et une inflation plus faible en 2026 : la croissance atteindrait 2,3% en 2026, contre 1,7% en 2025, tandis que l'indice PCE de l'inflation sous-

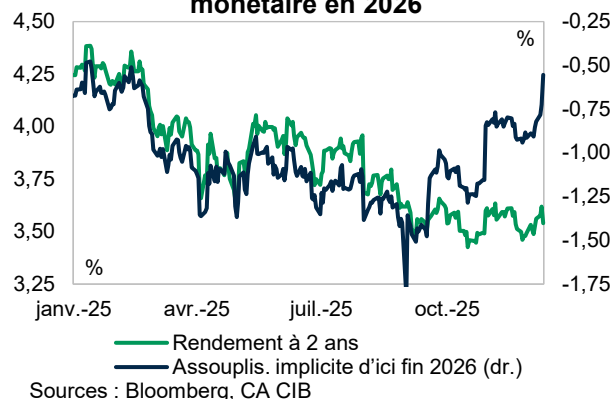
jacente se replierait à 2,5% en 2026, contre 3,0% en 2025.

Nous anticipons également une hausse du taux à trente ans, qui peinerait toutefois à dépasser 5,00% sur l'horizon des prévisions, grâce aux flux de demande au titre des retraites/LDI. Le démembrement des obligations va bon train : 50 milliards de dollars de bons du Trésor ont été démembrés cette année jusqu'en novembre. La vigueur du marché actions a encore renforcé le statut des fonds de pension. En novembre, l'indice *Milliman 100 Pension Funding* progresse à 107%.

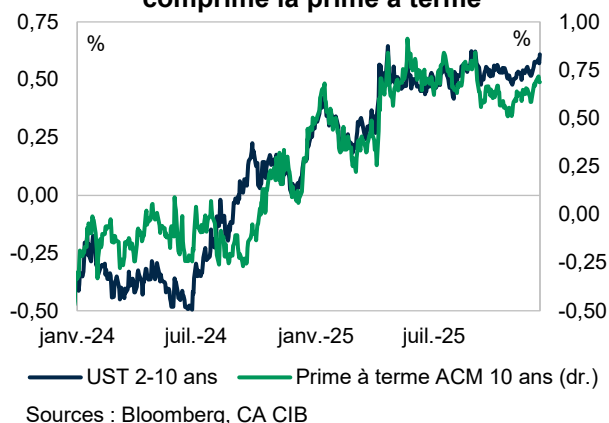
*La Fed indique que sa politique n'est pas « définie à l'avance » et qu'aucune trajectoire « sans risque » n'est envisageable à l'avenir.*

En 2026, après s'être un peu aplatie au premier semestre, la courbe se pentifierait tout en se maintenant dans une fourchette assez étroite. La Cour suprême entendra les plaidoiries concernant la décision du président Donald Trump de destituer la gouverneure Lisa Cook en janvier 2026. Si Donald Trump parvient à remplacer L. Cook, une majorité de gouverneurs de la Fed pourrait souscrire au programme de baisse des taux souhaité par l'administration. La courbe semble trop pentue face aux taux à terme, comme le *swap* un an dans un an. Un aplatissement de la courbe des taux devrait contribuer à comprimer la prime à terme des bons du Trésor.

Possible augmentation du 2 ans si la Fed met fin à l'assouplissement monétaire en 2026



Un aplatissement de la courbe comprime la prime à terme



**Enfin, nous tablons sur des volumes d'adjudication de coupons nominaux stables et sur une forte émission de bons du Trésor en 2026.** Les prévisions du Trésor, qui entendent « maintenir des tailles nominales de coupons et d'enchères FRN pendant au moins les prochains trimestres » ne devraient pas changer à court terme. Le marché table sur un ratio déficit/PIB de près de 6,4% et sur des émissions nettes de près de 2 000 milliards de dollars en 2026.

**Les émissions soutenues de bons du Trésor répondent aux réinvestissements de la Fed après le resserrement quantitatif, au même titre que les achats de gestion des réserves (RMP).** La Fed a

démarré un programme mensuel de RMP de 40 milliards de dollars de bons du Trésor, les responsables estimant que « les soldes des réserves ont baissé à des niveaux suffisamment abondants » et que les achats sont « nécessaires pour maintenir un niveau abondant de réserves sur une base continue ». Une fois le financement maîtrisé au cours des prochains mois, nous nous attendons à une « diminution sensible des RMP, dans le droit fil des tendances saisonnières attendues dans les passifs de la Réserve fédérale », par exemple, après la date butoir de déclaration des impôts, le 15 avril.

Alex LI

## EUROPE : HAUSSE DES RENDEMENTS RÉELS

Bien que la BCE ait mis un terme à son cycle d'assouplissement monétaire en juin et que l'inflation ait continué de reculer pour s'établir tout juste au-dessus des 2%, **les performances des obligations d'État européennes (EGB) ont été très mitigées en 2025.** En termes de performance totale de l'indice, l'Allemagne et les Pays-Bas ont fourni un rendement négatif (légèrement inférieur à -2%), contre près de +3% pour l'Italie et +1,5% pour l'Espagne. Outre les écarts de composition de l'indice, donnant aux principaux émetteurs historiques une composante de duration plus élevée, la convergence des rendements des EGB s'est de nouveau retrouvée au centre de l'attention. Les pays historiques de la périphérie, grâce à des indicateurs budgétaires plus sains, ont vu leurs *ratings* s'améliorer, tandis que ceux de la France et de la Belgique ont été *downgradés*.

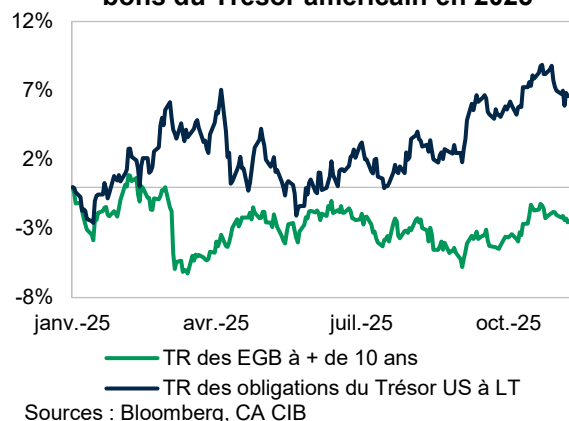
**Toujours tournés vers le futur, les marchés se sont également concentrés sur la hausse des rendements réels du Bund, autre thème majeur en 2025, tandis que les rendements réels des obligations du Trésor américain (UST) se sont repliés.** Les marchés tablent sur la poursuite du resserrement quantitatif jusqu'en 2026 de la BCE, dont la prochaine décision devrait être de timidement durcir

sa politique, alors qu'ils anticipent plusieurs baisses de taux en 2026 de la part de la Fed qui a mis fin au resserrement quantitatif. Dans ces conditions, la sous-performance des EGB à long terme face aux UST en 2025 interpelle. Les EGB à long terme affichent des performances négatives, tandis que les bons du Trésor américain enregistrent des performances extrêmement positives : cette divergence reflète certainement des différences dans les demandes émanant des assurances et des fonds de pension dans chaque région.

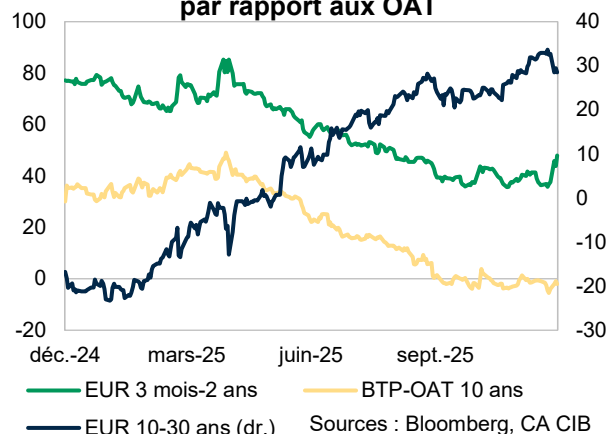
*Les marchés tablent sur la poursuite du resserrement quantitatif jusqu'en 2026 du côté de la BCE, contre plusieurs baisses de taux en 2026 du côté de la Fed.*

**Notre scénario retient que la BCE devrait relever ses taux en 2027, alors la Fed ne baisserait pas les siens en 2026 ; les EGB devraient, en conséquence, poursuivre leur dynamique baissière.** L'augmentation de l'offre de Bund, reflet de l'expansion budgétaire en Allemagne, est également un facteur déterminant pour les niveaux d'ASW : les performances du Bund s'annoncent probablement inférieures à celles des *swaps*. Si la prochaine décision

**Les EGB sont distancés par les bons du Trésor américain en 2025**



**Fin de la surperformance des BTP par rapport aux OAT**



de la BCE consiste à relever les taux, la courbe devrait intégrer un léger cycle de resserrement et souffrir d'un « *bear flattening* » initialement entraîné par le secteur à cinq ans, avant que le réajustement du secteur à deux ans ne rattrape son retard.

**Ce scénario de remontée des taux par la BCE devrait peser sur les actifs risqués et axés sur le portage**, auxquels la baisse de la volatilité en 2025 a fourni une bouffée d'oxygène. Sur le plan technique, l'environnement devient moins favorable aux BTP, faute aujourd'hui de rendement, sachant qu'ils se négocient sous l'OAT. En l'absence de mauvaises nouvelles en provenance de France l'année prochaine, les OAT pourraient surperformer les BTP. L'année 2027, en revanche, est un grand saut dans l'inconnu, sachant que des élections se tiendront dans les deux pays.

**Le resserrement des conditions monétaires et financières plaide en faveur de l'aplatissement de la courbe de l'euro, et peut-être également du segment dix-trente ans.** Par conséquent, l'environnement propice au portage, à la compression des écarts de rendements des deux dernières années devrait légèrement s'inverser. Notons également que, malgré l'augmentation des émissions nettes de l'Allemagne de près de 366 milliards d'euros, les émissions nettes totales d'EGB devraient diminuer en 2026. À la marge, l'accélération du désendettement devrait provenir des pays de la périphérie. Dans ce contexte, l'Espagne avec les Bonos devrait être la plus performante des grands pays en 2026. Les petits émetteurs devraient conserver une prime de rareté.

**Bert LOURENCO**

# Taux de change – Nouvel avantage au dollar

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

## PAYS DÉVELOPPÉS : L'EURO FORTEMENT ORIENTÉ À LA BAISSSE PAR RAPPORT AU DOLLAR EN 2026

**Le dollar devrait surperformer par rapport à l'euro en 2026, les niveaux des taux directeurs de la BCE et de la Fed ne devant pas converger avant 2027.**

Notre scénario ne suppose pas de baisse de taux de la part de la Fed en 2026, contrairement aux marchés de taux américains qui sont beaucoup plus optimistes. Il table, en outre, sur la stabilité des taux directeurs de la BCE tout au long de 2026, le marché étant actuellement légèrement moins optimiste. L'écart de rendements offert par les taux directeurs euro et dollar devrait s'enfoncer plus encore en territoire négatif en 2026, pesant sur le cours euro/dollar. Les craintes que les considérations budgétaires dictent la conduite de la Fed en 2026 pourraient cependant limiter une appréciation trop agressive du dollar face à l'euro.

*Les perspectives de l'euro devraient rester vulnérables aux risques géopolitiques.*

**Les investisseurs de la zone euro devraient, en outre, rester engagés aux États-Unis, le pays continuant de distancer la zone euro en termes de croissance, alors que le boom de l'IA se poursuit.**

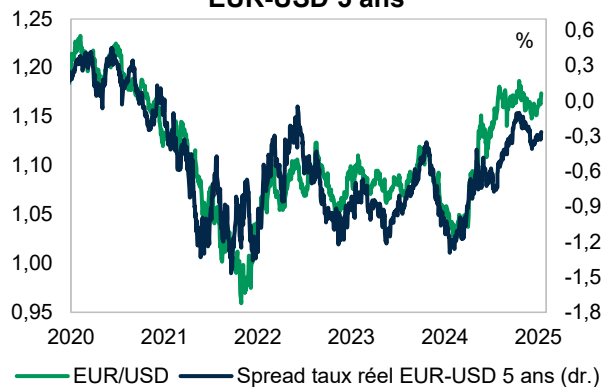
La hausse des taux nominaux des obligations du Trésor américain et le reflux de l'inflation aux États-Unis pourraient également doper les rendements réels américains en 2026. De plus, les investissements directs étrangers européens aux États-Unis pourraient augmenter, compte tenu des engagements des

entreprises de la zone euro. Enfin, les coûts de couverture devraient rester trop élevés pour que les investisseurs européens couvrent agressivement leur exposition au dollar en 2026. À cet égard, la demande de couvertures de change euro à long terme de la part des entreprises européennes pourrait également diminuer : outre l'impact des tensions commerciales, une reprise tirée par la demande intérieure dans la zone euro pourrait entraîner une nouvelle faiblesse des exportations nettes de la zone en 2026.

**Il est, par ailleurs, peu probable que l'euro puisse bénéficier significativement de la poursuite des spéculations du marché concernant le statut de monnaie de réserve du dollar.** En cause : la fragmentation du marché des EGB et les risques politiques et budgétaires persistants en France qui pourraient s'intensifier en 2026. Les perspectives de l'euro devraient rester vulnérables aux risques géopolitiques, qu'il s'agisse de la guerre en Ukraine ou d'une éventuelle nouvelle escalade des tensions entre les États-Unis et la Chine. S'il est difficile de prévoir avec plus de précisions la temporalité de ces risques, la guerre en Ukraine pourrait rester le facteur dominant au cours des trois à six prochains mois, ce qui devrait accentuer les risques baissiers pesant sur les perspectives de la zone euro et de l'euro.

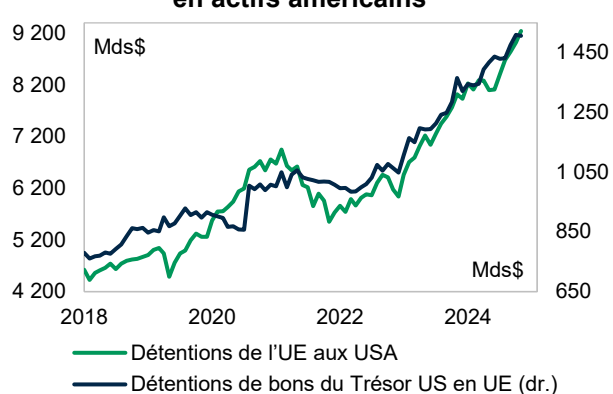
**Valentin MARINOV**

**EUR/USD vs spread taux réel  
EUR-USD 5 ans**



Sources : Bloomberg, CA CIB

**Positions européennes  
en actifs américains**



Sources : Bloomberg, CA CIB



## PAYS ÉMERGENTS : CHOISIR LE BON SCÉNARIO DE PORTAGE

**Notre scénario retient une légère dépréciation des devises des marchés émergents par rapport au dollar américain pendant la majeure partie de l'année 2026.** Toutefois, cela reflète largement notre vision plutôt optimiste sur le dollar américain. Le recul des exportations des marchés émergents au premier semestre et la poursuite de l'affaiblissement des devises latino-américaines, en partie pour des raisons politiques, contribuent également à limiter le potentiel d'appréciation des devises émergentes.

*Les devises des marchés émergents sont suffisamment stables pour justifier une sélection de certaines opérations de portage.*

**Certaines forces, résistances soutiennent, toutefois, les devises des marchés émergents.** La résilience de la croissance des marchés émergents est l'une d'entre elles. Autre facteur de soutien : l'écart de taux d'intérêt entre les marchés émergents et le dollar américain qui restera relativement stable. Les banques centrales des émergents, à quelques exceptions près, maintiendront en effet leurs taux d'intérêt ou les abaisseront dans des proportions similaires à celles prévues par la Réserve fédérale américaine (Fed).

**D'un point de vue stratégique, nous prévoyons que la trajectoire des devises des marchés émergents sera suffisamment stable pour qu'il soit intéressant de sélectionner certaines opérations de portage.** Comme souligné dans [l'article](#) consacré aux marchés émergents, les deux principales incertitudes identifiées sont le comportement de la Fed et le marché boursier.

**Région par région, voici nos principales recommandations en matière de devises émergentes :**

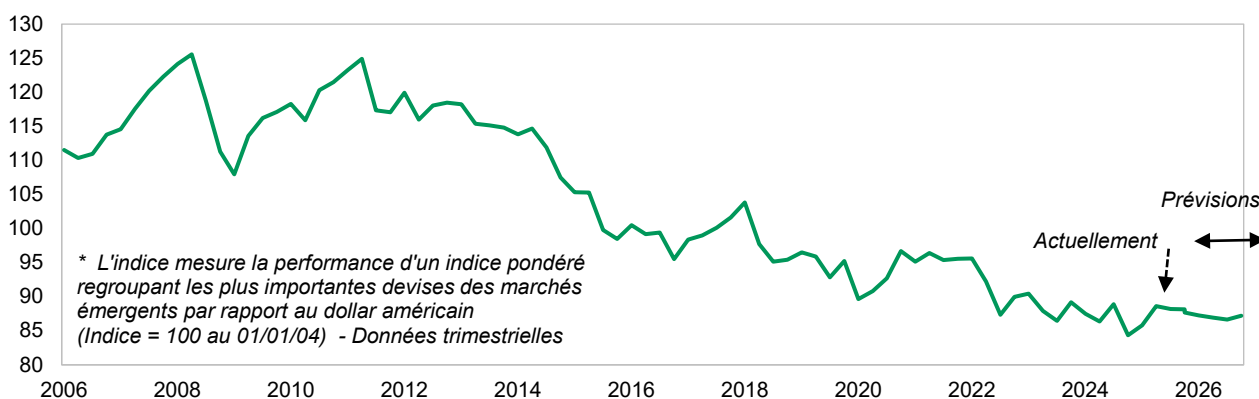
- ✓ **Asie** : vente à découvert du baht thaïlandais, en raison d'une correction attendue depuis longtemps, du ralentissement de la croissance et des baisses

agressives des taux par la banque centrale de Thaïlande. Vente à découvert du peso philippin, car les incertitudes politiques pèsent sur le sentiment et freinent la croissance. Achat de *Korean Treasury Bonds* (KTB) à trois ans, en raison de la normalisation de la base étirée par rapport au taux directeur et des anticipations d'afflux de capitaux étrangers. Réception de repo du yuan chinois à un an NDIRS, en raison du cycle d'assouplissement prolongé jusqu'en 2026.

- ✓ **Europe-Moyen-Orient-Afrique** : prises de positions longues sur le forint hongrois et le rand sud-africain, en raison du report et de l'accélération de la croissance économique (la politique représente un risque dans les deux cas). Très haut rendement : les livres turque et égyptienne sont également des choix intéressants, car une stabilisation monétaire progressive est en cours sur ces deux marchés, mais nécessite encore un engagement fort en faveur de politiques orthodoxes (plus risquées, cependant).
- ✓ **Amérique latine** : position longue sur le real brésilien par rapport au peso colombien. La prime budgétaire de la Colombie devrait continuer d'augmenter. Nous compensons le coût du portage en prenant une position longue sur le real, qui devrait rester relativement résilient à court terme, soutenu par des taux réels élevés et une forte dynamique extérieure. Position longue sur le peso chilien par rapport au sol péruvien. Nous prévoyons que le nouveau gouvernement favorable au marché poursuivra des réformes pro-croissance au Chili. Le sol péruvien est exposé de manière similaire aux termes de l'échange, mais il est relativement cher, tandis que les perspectives politiques restent très incertaines.

Sébastien BARBÉ

Taux de change des devises émergentes par rapport au dollar



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB



# PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES & FINANCIÈRES

Scénario économique

Taux d'intérêt

Taux de change

Matières premières

Comptes publics

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE DU GROUPE CRÉDIT AGRICOLE

	PIB (a/a, %)			Inflation* (a/a, %)			Balance courante (% du PIB)		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
<b>Etats-Unis</b>	1,9	2,1	2,0	2,8	2,8	2,4	-3,8	-3,5	-3,4
<b>Japon</b>	1,1	1,0	1,7	3,0	1,6	1,6	2,0	2,0	3,0
<b>Zone euro</b>	1,4	1,2	1,3	2,1	1,8	1,8	2,4	1,6	1,8
Allemagne	0,3	0,9	1,5	2,3	2,0	2,0	5,8	5,1	5,0
France	0,8	1,2	1,2	1,0	1,2	1,5	-0,9	-0,1	0,0
Italie	0,5	0,5	0,8	1,7	1,1	1,3	1,0	1,1	1,2
Espagne	2,9	2,2	1,9	2,7	2,3	1,8	2,3	2,5	2,4
Pays-Bas	1,7	1,5	1,6	3,0	2,2	1,9	9,1	8,6	10,4
Belgique	1,0	1,1	1,1	3,0	2,2	1,8	-0,4	2,4	-1,3
<b>Autres pays développés</b>									
Royaume-Uni	1,4	1,2	1,4	3,4	2,1	2,0	-3,3	-3,0	-3,5
Canada	1,1	1,5	1,8	2,0	2,1	2,0	-0,8	-1,0	-1,7
Australie	2,1	2,2	2,3	3,3	3,0	2,6	-2,1	-2,3	-2,6
Suisse	1,0	1,3	1,1	0,1	0,6	0,7	7,0	7,0	7,1
Suède	1,9	2,3	2,1	2,7	2,3	2,0	6,3	5,8	5,3
Norvège	0,2	1,2	1,1	3,0	2,6	2,3	15,0	12,0	11,0
<b>Asie</b>	5,2	4,8	4,7	1,0	1,7	2,1	2,7	2,2	1,8
Chine	5,0	4,7	4,5	0,0	0,6	1,0	3,2	2,4	1,8
Inde	7,0	6,7	6,5	2,6	4,0	4,5	-1,0	-1,2	-1,2
Corée du Sud	1,1	2,1	2,1	2,1	2,1	1,8	6,1	5,9	5,9
Indonésie	5,0	4,8	4,9	2,0	2,5	2,8	-1,0	-1,2	-1,5
Taiwan	6,4	2,6	2,3	1,7	1,8	1,8	14,8	14,0	13,0
Thaïlande	2,0	1,5	2,6	-0,1	0,6	1,2	3,2	3,4	4,2
Malaisie	4,2	4,5	4,3	2,0	2,2	2,0	1,9	1,8	1,8
Singapour	3,9	2,0	2,2	0,9	1,5	1,7	17,5	17,2	17,0
Hong Kong	3,2	2,1	2,0	1,5	1,8	2,0	13,5	11,2	9,5
Philippines	4,7	4,7	6,0	1,6	2,4	3,3	-2,3	-1,3	-2,3
Vietnam	6,9	6,9	6,6	3,3	3,5	3,3	5,1	5,3	6,0
<b>Amérique latine</b>	2,6	2,4	2,5	3,1	2,9	3,0	-0,8	-1,2	-1,1
Brésil	2,3	1,7	2,0	5,1	4,5	4,0	-3,6	-3,2	-2,6
Mexique	0,5	1,2	1,2	3,8	3,8	3,6	-0,5	-0,3	-0,3
<b>Europe émergente</b>	2,0	2,3	2,4	14,7	10,1	8,5	0,0	-0,1	-0,2
Russie	1,0	1,4	1,4	8,7	6,0	5,8	1,8	1,7	1,6
Turquie	3,4	3,4	3,7	36,0	24,0	19,0	-1,5	-1,5	-2,0
Pologne	3,6	3,6	3,0	3,6	2,7	3,0	-0,9	-1,0	-1,0
Rép. tchèque	2,4	2,3	2,4	2,5	2,2	2,3	1,2	0,8	0,9
Roumanie	1,0	1,5	2,3	7,3	6,5	3,4	-6,5	-6,0	-5,8
Hongrie	0,4	2,3	2,5	4,5	3,8	3,2	1,5	1,0	1,3
<b>Afrique, Moyen-Orient</b>	3,1	3,5	3,4	11,8	9,5	8,9	0,3	0,1	-0,1
Arabie saoudite	4,3	4,6	3,9	2,1	1,7	2,0	-3,1	-3,3	-3,5
Emirats Arabes Unis	4,8	5,1	4,6	1,5	1,8	2,0	8,8	8,3	8,0
Afrique du Sud	1,2	1,5	1,5	3,2	3,5	3,5	-1,2	-1,4	-1,6
Egypte	4,4	4,8	5,2	20,9	12,0	9,6	-4,4	-4,3	-3,9
Algérie	3,3	2,9	2,7	3,6	4,1	4,5	-3,0	-3,8	-4,2
Qatar	2,6	5,2	6,8	0,5	0,5	2,0	13,7	15,0	16,0
Koweït	2,5	2,8	2,2	2,3	2,2	2,2	22,0	19,0	17,0
Maroc	4,5	4,2	4,1	1,0	1,7	2,0	-1,9	-2,3	-2,6
Tunisie	2,3	2,1	1,7	5,5	5,8	6,0	-2,7	-2,9	-3,2
<b>Total</b>	3,1	3,0	3,0	3,5	3,1	3,0	0,7	0,4	0,3
<b>Pays industrialisés</b>	1,6	1,6	1,7	2,6	2,3	2,0	-0,6	-0,7	-0,6
<b>Pays émergents</b>	4,3	4,1	4,0	4,3	3,8	3,8	1,7	1,3	1,0

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

	2025				2026				2027			
Croissance PIB, t/t, %	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Etats-Unis (annualisée)	-0,6	3,8	2,5	0,8	2,6	1,6	2,4	2,3	2,1	2,0	1,9	1,9
Japon	0,1	0,5	-0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Eurozone	0,6	0,1	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Allemagne	0,3	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
France	0,1	0,3	0,5	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Italie	0,3	-0,1	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1	0,2	0,3	0,3
Espagne	0,6	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
Royaume-Uni	0,7	0,3	0,1	0,0	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2

	2025				2026				2027			
Prix à la consommation, a/a %	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Etats-Unis	2,7	2,5	2,9	3,1	3,0	3,0	2,7	2,7	2,5	2,4	2,4	2,3
Japon	2,7	3,2	3,3	2,6	2,1	1,6	1,3	1,4	1,3	1,6	1,8	1,8
Zone euro (IPCH)	2,3	2,0	2,1	2,1	1,8	2,0	1,8	1,8	1,8	1,7	1,8	1,8
Allemagne	2,6	2,1	2,1	2,4	2,1	2,1	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
France	1,2	0,8	0,9	0,9	0,9	1,2	1,2	1,4	1,5	1,4	1,5	1,5
Italie	1,8	1,8	1,7	1,2	0,8	1,3	1,0	1,3	1,2	1,3	1,4	1,3
Espagne	2,7	2,2	2,9	2,7	2,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	1,5	1,5
Royaume-Uni	2,8	3,5	3,8	3,6	3,1	1,9	1,7	1,7	1,7	2,1	2,1	2,1

	2025				2026				2027			
Taux de chômage, %	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Etats-Unis	4,1	4,2	4,3	4,5	4,5	4,4	4,4	4,3	4,3	4,3	4,2	4,2
Japon	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Eurozone	6,4	6,4	6,4	6,3	6,3	6,3	6,2	6,2	6,2	6,2	6,1	6,1
Allemagne	3,6	3,7	3,8	3,6	3,6	3,5	3,4	3,4	3,4	3,3	3,3	3,3
France	7,5	7,6	7,7	7,8	7,8	7,8	7,8	7,7	7,7	7,7	7,6	7,5
Italie	6,3	6,3	6,1	6,1	6,2	6,3	6,4	6,4	6,5	6,5	6,5	6,5
Espagne	10,8	10,6	10,5	10,3	10,1	9,9	9,7	9,6	9,5	9,4	9,3	9,2
Royaume-Uni	4,5	4,7	5,0	5,2	5,1	5,0	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9



	PIB (b)	Consom- mation privée (b)	Consom- mation publique (b)	FBCF (b)	Exportations (b)	Importations (b)	Exportations nettes (a)	Variations de stock (a)
<b>Zone euro</b>								
2025	1,4	1,3	1,7	2,6	2,1	3,5	-0,5	0,5
2026	1,2	1,2	1,5	1,7	1,1	1,8	-0,3	0,6
2027	1,3	1,2	1,2	2,3	1,6	1,7	0,0	0,6
T1 2025	0,6	0,3	0,0	2,6	2,3	2,3	0,1	0,1
T2 2025	0,1	0,2	0,4	-1,7	-0,4	0,0	-0,2	0,6
T3 2025	0,3	0,2	0,7	0,9	0,7	1,3	-0,2	0,7
T4 2025	0,2	0,3	0,3	0,5	0,2	0,2	0,0	0,6
<b>Allemagne</b>								
2025	0,3	1,0	2,2	-0,4	-0,1	3,6	-1,5	0,8
2026	0,9	0,7	2,3	3,0	-0,1	1,6	-0,7	0,2
2027	1,5	1,0	2,1	4,1	1,2	2,2	-0,4	0,1
T1 2025	0,3	0,6	0,2	0,3	2,4	1,5	0,4	-0,5
T2 2025	-0,2	0,1	0,2	-1,1	0,3	1,7	-0,6	0,5
T3 2025	0,0	-0,3	0,8	0,3	-0,7	0,0	-0,3	0,2
T4 2025	0,1	0,2	0,5	0,8	-0,2	0,1	-0,1	-0,1
<b>France</b>								
2025	0,8	0,4	1,5	-0,1	1,3	2,1	-0,3	0,6
2026	1,2	0,9	1,1	1,1	3,2	1,1	0,7	-0,6
2027	1,2	1,0	0,6	1,7	1,9	1,5	0,1	0,0
T1 2025	0,1	-0,3	0,2	-0,1	-1,4	0,1	-0,5	0,7
T2 2025	0,3	0,1	0,5	0,0	0,3	1,4	-0,4	0,5
T3 2025	0,5	0,1	0,5	0,5	3,2	-0,4	1,2	-0,9
T4 2025	0,1	0,2	0,2	0,1	1,1	0,4	0,2	-0,3
<b>Italie</b>								
2025	0,5	0,8	0,3	3,1	1,2	3,0	-0,5	-0,2
2026	0,5	0,9	0,4	-0,1	0,1	0,6	-0,1	0,1
2027	0,8	1,0	0,4	0,4	1,1	1,0	0,1	0,0
T1 2025	0,3	0,2	-0,3	1,0	2,2	1,1	0,4	-0,3
T2 2025	-0,1	0,1	0,2	1,5	-1,7	0,4	-0,7	0,1
T3 2025	0,1	0,1	0,2	0,6	2,6	1,2	0,5	-0,6
T4 2025	-0,1	0,2	0,1	-0,2	-0,8	-0,2	-0,2	0,0
<b>Espagne</b>								
2025	2,9	3,4	1,7	5,7	3,5	5,7	-0,6	0,1
2026	2,2	2,5	1,4	3,7	1,8	3,0	-0,4	0,1
2027	1,9	1,8	1,2	2,5	2,2	2,0	0,1	0,0
T1 2025	0,6	0,5	0,2	1,4	2,3	2,0	0,2	-0,2
T2 2025	0,8	0,7	0,0	0,7	1,3	1,6	0,0	0,3
T3 2025	0,6	1,2	1,1	1,7	-0,6	1,1	-0,6	0,0
T4 2025	0,5	0,6	0,2	1,0	0,4	0,7	-0,1	0,0
<b>Portugal</b>								
2025	1,9	3,4	1,6	3,8	1,0	5,1	-2,0	0,8
2026	2,0	2,2	1,0	6,3	2,3	4,0	-0,9	0,1
2027	1,7	1,9	1,0	0,5	2,8	2,2	0,2	0,0
T1 2025	-0,3	0,0	0,5	-2,2	-0,2	1,8	-0,9	1,0
T2 2025	0,7	0,7	0,5	2,3	-0,1	0,5	-0,3	-0,1
T3 2025	0,8	1,2	0,5	3,3	0,8	2,0	-0,6	-0,1
T4 2025	0,8	0,4	0,1	2,0	0,4	0,8	-0,2	0,3
<b>Pays-Bas</b>								
2025	1,7	1,5	2,6	0,7	2,0	2,2	0,1	0,1
2026	1,5	1,5	1,8	1,8	1,5	1,5	0,2	-0,1
2027	1,6	1,7	1,3	2,4	1,4	1,5	0,0	0,0
T1 2025	0,3	0,4	0,4	-2,2	0,3	0,4	0,0	0,5
T2 2025	0,3	0,1	0,5	1,6	0,5	1,9	-1,0	0,8
T3 2025	0,4	0,3	1,1	-1,6	0,8	0,2	0,5	-0,2
T4 2025	0,4	0,3	0,4	1,0	0,0	-0,3	0,3	-0,3
<b>Royaume-Uni</b>								
2025	1,4	0,9	2,0	3,5	3,1	3,8	-0,3	0,0
2026	1,1	1,2	3,0	3,5	2,5	3,3	-0,3	0,0
2027	1,4	1,3	3,2	4,1	3,0	5,4	-0,9	0,0
T1 2025	0,7	0,3	-0,2	1,9	1,2	1,2	0,0	0,0
T2 2025	0,3	0,1	1,3	0,5	0,4	0,0	0,2	-0,3
T3 2025	0,1	0,2	0,3	1,8	-0,1	-0,3	0,1	0,0
T4 2025	0,0	0,2	0,6	0,0	0,6	0,2	0,1	0,0

(a) contribution à la croissance (% , t/t)

(b) t/t, %

## TAUX D'INTÉRÊT

Taux courts		18-déc.	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26	Mar-27	Jun-27	Sep-27	Dec-27
Etats-Unis	Fed funds	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50
	Sofr	3,69	3,65	3,63	3,63	3,63	3,63	3,63	3,38	3,38	3,38
Japon	Call rate	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25	1,50	1,75
Zone euro	Refinancement	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,40	2,40	2,40	2,65	2,65
	Dépôt	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,25	2,25	2,50	2,50
	€str	1,93	1,93	1,93	1,93	1,93	1,94	2,19	2,19	2,44	2,44
	Euribor 3m	2,04	1,97	1,98	1,99	2,00	2,13	2,25	2,38	2,50	2,50
	Taux de base	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Royaume-Uni	Sonia	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Suède	Repo	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Norvège	Deposit	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50
Canada	Overnight	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25

Taux 10 ans		18-déc.	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26	Mar-27	Jun-27	Sep-27	Dec-27
Etats-Unis		4,11	4,15	4,20	4,25	4,40	4,50	4,45	4,35	4,30	4,35
Japon		1,97	1,95	2,00	2,00	2,10	2,20	2,30	2,40	2,60	2,80
Zone euro (Allemagne)		2,85	2,78	2,84	2,85	2,95	3,00	3,08	3,10	3,12	3,10
Spread 10 ans / Bund											
France		0,71	0,78	0,71	0,69	0,91	1,03	1,25	1,11	1,08	1,04
Italie		0,65	0,77	0,70	0,67	0,95	1,02	1,05	1,13	1,15	1,10
Espagne		0,43	0,52	0,47	0,45	0,59	0,63	0,65	0,69	0,67	0,64

Asie		18-déc.	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26	Mar-27	Jun-27	Sep-27	Dec-27
Chine	1Y deposit rate	1,40	1,40	1,30	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Hong Kong	Taux de base	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
Inde	Taux repo	4,75	4,50	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Indonésie	BI rate	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Corée	Taux de base	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75
Malaisie	OPR	4,50	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Philippines	Taux repo	1,26	1,00	1,00	0,90	0,90	0,90	0,85	0,60	0,60	0,60
Singapour	6M SOR	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,88	1,88	1,88	1,88
Taiwan	Redis	1,25	1,25	1,25	1,25	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	1,25
Thaïlande	Repo	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Amérique Latine											
Brésil	Overnight/Selic	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Mexique	Taux overnight	4,25	4,25	4,00	4,00	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	5,50	5,00	4,50	4,00
Hongrie	Repo 2 sem.	4,00	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Pologne	Repo 7 j.	6,50	6,50	6,50	6,50	6,00	5,50	5,00	4,50	4,00	4,00
Roumanie	Repo 2 sem.	16,00	16,00	14,00	13,00	12,00	11,00	10,00	9,00	8,00	8,00
Russie	1W auction rate	6,75	6,75	6,50	6,25	6,25	6,25	6,25	6,00	6,00	6,00
Turquie	Repo 1 sem.	38,00	38,50	36,50	34,50	32,50	29,50	26,50	24,50	22,50	20,50

## TAUX DE CHANGE

### Taux de change USD

Pays industrialisés		18-déc.	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26	Mar-27	Jun-27	Sep-27	Dec-27
Euro	EUR/USD	1,17	1,17	1,16	1,14	1,12	1,10	1,12	1,14	1,16	1,17
Japon	USD/JPY	155	152	152	152	154	154	152	150	146	145
Royaume-Uni	GBP/USD	1,34	1,34	1,35	1,33	1,32	1,30	1,33	1,36	1,39	1,40
Suisse	USD/CHF	0,79	0,80	0,82	0,83	0,86	0,87	0,87	0,85	0,84	0,84
Canada	USD/CAD	1,38	1,38	1,37	1,39	1,37	1,35	1,34	1,33	1,32	1,32
Australie	AUD/USD	0,66	0,66	0,66	0,67	0,68	0,70	0,72	0,72	0,70	0,70
Nouvelle Zélande	NZD/USD	0,58	0,58	0,60	0,62	0,64	0,65	0,65	0,64	0,64	0,64

### Parités croisées c/ euro

Pays industrialisés		18-déc.	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26	Mar-27	Jun-27	Sep-27	Dec-27
Japon	EUR/JPY	183	178	176	173	172	169	170	171	169	170
Royaume-Uni	EUR/GBP	0,88	0,87	0,86	0,86	0,85	0,85	0,84	0,84	0,83	0,83
Suisse	EUR/CHF	0,93	0,94	0,95	0,95	0,96	0,96	0,97	0,97	0,98	0,98
Suède	EUR/SEK	10,89	11,00	10,80	10,70	10,60	10,50	10,60	10,40	10,30	10,20
Norvège	EUR/NOK	11,91	11,50	11,30	11,10	10,90	10,70	10,50	10,40	10,30	10,20

Asie		18-déc.	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26	Mar-27	Jun-27	Sep-27	Dec-27
Chine	USD/CNY	7,04	7,06	7,06	7,08	7,10	7,04	7,02	7,00	6,98	6,95
Hong Kong	USD/HKD	7,78	7,80	7,79	7,78	7,77	7,77	7,76	7,76	7,75	7,75
Inde	USD/INR	90,17	89,00	89,50	90,00	90,00	89,50	89,00	88,50	88,00	88,00
Indonésie	USD/IDR	16 710	16 750	16 700	16 800	16 850	16 850	16 850	16 800	16 700	16 600
Malaisie	USD/MYR	4,08	4,18	4,18	4,18	4,16	4,16	4,15	4,12	4,12	4,10
Philippines	USD/PHP	58,5	58,6	59,0	59,5	59,0	58,6	58,3	58,0	57,9	57,4
Singapour	USD/SGD	1,29	1,29	1,31	1,31	1,32	1,31	1,30	1,29	1,28	1,27
Corée du Sud	USD/KRW	1473	1455	1450	1460	1465	1450	1440	1435	1430	1425
Taiwan	USD/TWD	31,5	31,0	31,1	31,2	31,3	30,9	30,8	30,6	30,4	30,0
Thaïlande	USD/THB	31,4	32,2	32,8	33,0	33,5	33,0	33,0	32,8	32,5	32,0
Vietnam	USD/VND	26 285	26 300	26 350	26 400	26 450	26 300	26 300	26 200	26 100	26 000
Amérique latine											
Brésil	USD/BRL	5,51	5,40	5,45	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
Mexique	USD/MXN	17,96	18,50	18,75	19,00	19,25	19,50	19,60	19,70	19,80	19,90
Afrique											
Afrique du Sud	USD/ZAR	16,71	17,20	16,95	16,70	16,70	16,70	16,60	16,60	16,60	16,60
Europe émergente											
Pologne	USD/PLN	3,58	3,62	3,63	3,68	3,74	3,80	3,72	3,65	3,58	3,55
Russie	USD/RUB	79,80	78,50	80,00	82,00	84,00	86,00	86,00	86,00	86,00	86,00
Turquie	USD/TRY	42,73	42,50	43,40	44,10	44,50	44,80	46,20	47,50	48,70	50,00
Europe centrale											
Rép. tchèque	EUR/CZK	24,37	24,20	24,00	23,80	23,60	23,40	23,20	23,00	22,80	22,60
Hongrie	EUR/HUF	387	380	375	365	363	360	357	355	352	350
Pologne	EUR/PLN	4,20	4,23	4,21	4,20	4,19	4,18	4,17	4,16	4,15	4,15
Roumanie	EUR/RON	5,09	5,09	5,09	5,09	5,09	5,09	5,09	5,09	5,09	5,09

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix moy. du trim.		18-déc	2025	2026				2027			
			T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Brent	USD/BBL	60	63	60	65	65	63	62	65	67	70

Prix moy. du trim.		18-déc	2025	2026				2027			
			T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Or	USD/oz	4 372	4 300	4 300	4 300	4 300	4 300	4 300	4 300	4 300	4 300

## COMPTES PUBLICS

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dette publique (% du PIB)		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Etats-Unis	-6,1	-6,4	-6,5	101,3	102,4	104,5
Japon	-1,0	-3,0	-3,0	218,0	217,0	215,0
Zone euro	-3,0	-3,1	-3,1	87,7	88,5	88,9
Allemagne	-2,6	-3,5	-3,7	63,1	65,0	66,5
France	-5,5	-5,2	-4,9	116,7	118,6	120,2
Italie	-3,0	-2,9	-2,9	136,2	138,5	138,4
Espagne	-2,8	-2,7	-2,7	100,2	99,0	99,1
Pays-Bas	-2,2	-2,8	-2,8	45,4	48,7	48,7
Belgique	-5,4	-5,6	-5,6	107,0	109,7	109,7
Grèce	1,1	0,5	0,2	146,0	141,0	135,8
Irlande	2,0	2,8	3,1	33,3	30,3	26,4
Portugal	0,3	-0,1	-0,3	88,7	85,6	84,1
Royaume-Uni	-4,8	-4,0	-3,6	102,9	105,0	106,1

*Achevé de rédiger le 19 décembre 2025*



**Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE**  
**Rédacteurs en chef : Catherine LEBOUGRE – Jean François PAREN**

**Comité de rédaction**

**Pays développés**

Paola MONPERRUS-VERONI – Zone euro  
Alberto ALEDO – Allemagne, Autriche, Pays-Bas  
Ticiano BRUNELLO – Espagne  
Slavena NAZAROVA – Royaume-Uni  
Marianne PICARD – France  
Sofia TOZY – Italie  
Nicholas VAN NESS – États-Unis  
Takuji AIDA, Ken MATSUMOTO – Japon  
Philippe VILAS-BOAS – Scénario

**Secteurs d'activité**

Stéphane FERDRIN – Pétrole & gaz  
Bertrand GAVAUDAN – Transport maritime  
Rabindra RENGARADJALOU – Semi-conducteurs  
Guillaume STECHMANN – Métaux  
Véronique VIGNER – Automobile

**Pays émergents**

Sébastien BARBÉ – Pays émergents  
Xiaojia ZHI – Chine  
Catherine LEBOUGRE, Olga YANGOL,  
Jorge APARICIO-LOPEZ – Amérique latine  
Laure de NERVO – Afrique du Nord & Moyen-Orient  
Nathan QUENTRIC – Europe centrale et orientale, Asie centrale  
Tania SOLLOGOUB – Russie, Europe centrale et orientale,  
Asie centrale, géopolitique  
Sophie WIEVIORKA – Asie émergente

**Marchés financiers**

Nicholas VAN NESS – Réserve fédérale  
Louis HARREAU – Banque centrale européenne  
Slavena NAZAROVA – Banque d'Angleterre  
Takuji AIDA, Ken MATSUMOTO – Banque du Japon  
Alex LI – Taux d'intérêt États-Unis  
Bert LOURENCO – Taux d'intérêt zone euro  
Guillaume MARTIN – Taux d'intérêt zone euro  
Valentin MARINOV – Taux de change pays développés  
Sébastien BARBÉ – Taux de change pays émergents

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

**Maquette & Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY**

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

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. 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](#)**