



EUROPE SCÉNARIO 2026-2027

Trimestriel – Janvier 2026

Sommaire

| | |
|--|----|
| Synthèse – L'Europe fait de la résistance..... | 3 |
| Zone euro – Résilience face à l'accumulation des défis..... | 6 |
| France – Sous le sapin, surprise positive sur la croissance, négative sur la consolidation budgétaire..... | 9 |
| Italie – Une croissance à bas régime..... | 14 |
| Espagne – Une économie qui avance sur ses propres appuis..... | 18 |
| Royaume-Uni – Léger coup de pouce keynésien à la croissance en 2026 et baisse de l'inflation..... | 24 |
| Prévisions économiques & financières | 28 |



Synthèse – L'Europe fait de la résistance

Dans un environnement incertain posant des défis de compétitivité et ne pouvant compter sur l'apport de la demande extérieure, les économies européennes arrivent à afficher une accélération de l'activité à un rythme aligné sur leur potentiel. Que ce soit par des mesures facilitant la désinflation ou par du soutien à l'investissement privé et public, le coup de pouce budgétaire vient à la rescousse, tandis que les banques centrales s'inscrivent en pause, avec une inflation pleinement maîtrisée dans la zone euro, partiellement au Royaume-Uni. Les effets du choc douanier paraissent modérés à niveau agrégé, mais sont plus violents dans certains pays. Les risques associés à ce scénario de résilience sont orientés à la baisse avec une réorganisation des flux commerciaux qui accroît la compétition sur les marchés mondiaux et sur le marché unique.

Après la dissipation du brouillard commercial américain, des rythmes de croissance en redressement

L'économie mondiale continue de faire preuve de résilience face à l'environnement d'incertitude et à l'accumulation des chocs. Aux États-Unis la croissance, bien qu'en ralentissement est restée vigoureuse en 2025, tirée par l'investissement en IA et des revenus, notamment du capital en hausse. Nous anticipons une croissance supérieure à 2% tirée par une profitabilité élevée, des effets richesse des ménages et le soutien budgétaire. Les créations d'emplois ralentissent mais la baisse de la population active immigrée plafonne la remontée du taux de chômage. L'inflation resterait supérieure à 3% jusqu'à la mi-2026 et la Fed en pause jusqu'à fin 2026 à 3,75%. La poursuite de la désinflation permettrait une baisse à 3,50 à la mi-2027. L'écart de taux directeurs entre les États-Unis et la zone euro se stabiliserait en 2026 avec un taux de dépôt de la BCE inchangé à 2%, mais il se réduirait avec des remontées successives par la BCE en 2027 à 2,5%. Ainsi l'euro se déprécierait modérément en 2026 pour se réapprécier en 2027.

Pour les grandes économies émergentes, nous prévoyons un ralentissement limité des exportations et une croissance qui ne devrait guère se tasser. La Chine devrait faire preuve de résilience avec une croissance passant de 5,0% en 2025 à 4,7% en 2026 stimulée par les investissements publics dans les infrastructures et dans certaines industries ciblées et le soutien budgétaire à la consommation des ménages.

“ La hausse des prix des importations américaines en provenance de l'UE conforte l'hypothèse d'une absorption des coûts par les importateurs ”

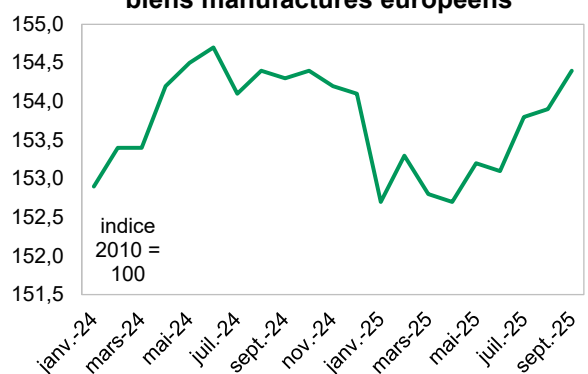
Les évolutions attendues sur les matières premières fossiles restent aussi favorables à la croissance. Marqué par une demande relativement morose et une augmentation de l'offre de l'OPEP⁺, le marché pétrolier devrait rester excédentaire, malgré le risque lié aux menaces américaines sur l'importation de pétrole russe. Le prix du Brent est prévu stable à 63 dollars le baril. La baisse des prix du gaz reflète la confiance du marché, portée par l'essor des exportations américaines et les nouvelles infrastructures de gaz naturel liquéfié mondiales

Coup de pouce budgétaire pour soutenir la demande domestique face à l'atonie de la demande étrangère

La zone euro et la Royaume-Uni afficheraient en 2026 une croissance de 1,2%, après 1,4% en 2026. Le ralentissement en moyenne annuelle est le résultat du jeu des acquis de croissance et ne reflète pas l'accélération qui est inscrite dans le profil trimestriel des deux scénarios et qui se poursuivrait en 2027 (au rythme de 1,3% pour la zone euro et de 1,4% pour le Royaume-Uni). La demande extérieure continuerait de freiner la croissance davantage outre-Manche où la hausse des cotisations a détérioré la compétitivité. La consommation accélérerait, mais à des rythmes modestes, bénéficiant au Royaume-Uni d'une désinflation plus tardive et plus marquée. Si l'accélération de l'activité en zone euro est redevable d'un effort accru d'investissement public et privé, au Royaume-Uni l'accumulation de capital se maintiendrait au même rythme. **Si la BCE concède une pause en 2026, satisfaite du retour de l'inflation à la cible, la BoE devrait opérer une dernière baisse des taux en 2026 avec une inflation sous-jacente toujours élevée.**

Au sein de la zone euro, l'**Allemagne** jouerait le rôle de moteur de l'accélération avec une croissance à 0,9% en 2026. Le plan de dépenses en infrastructure et défense et une plus grande capacité d'endettement des États fédéraux permettrait une redynamisation de l'investissement avec des retombées positives sur les autres économies. En **France**, les facteurs de soutien (hausse

Etats-Unis : prix des importations de biens manufacturés européens



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



des dépenses en défense dans l'Union européenne, bazooka budgétaire allemand, mais aussi redémarrage de l'investissement domestique) l'emporteraient sur les freins (hausse des droits de douane américains, notamment). L'instabilité politique ne pèserait plus particulièrement sur la croissance, mais l'ajustement budgétaire serait limité. En **Italie**, la croissance demeurerait limitée à 0,5% en 2026 avant d'atteindre 0,8% en 2027. La consommation des ménages et l'investissement productif devraient amortir le ralentissement grâce à quelques mesures de soutien prévues en 2026, bien que les marges de manœuvre budgétaires restent globalement limitées. Le rythme de l'activité reste durablement contraint par la correction attendue du secteur de la construction, l'exposition aux chocs externes et les impératifs de consolidation budgétaire. La décélération graduelle de la croissance en **Espagne**, de 2,8% en 2025 à 2,2% en 2026, résulte de son recentrage sur la demande intérieure. La consommation privée et l'investissement continuent de soutenir l'activité, dans un contexte de modération de la consommation publique et de normalisation progressive du marché du travail.

Résilience relative des exportateurs européens

Alors que les tensions autour du Groenland montrent à quel point la menace de nouvelles hausses tarifaires persiste, **les effets négatifs de l'accord de Tunberry sur les pays de l'UE paraissent à ce jour limités. Les prix des biens importés par les États-Unis en provenance de l'UE s'affichent en hausse depuis le mois de mai, confortant l'hypothèse que les importateurs américains sont en train d'absorber les coûts, plutôt que demander des ristournes aux exportateurs européens.** Ces derniers ont déjà réduit leurs marges à la suite de l'appréciation de l'euro et disposent de peu d'espace pour baisser davantage les prix de leurs exportations. Ils peuvent s'appuyer sur l'unicité de leurs produits et sur les capacités excédentaires limitées des producteurs américains

pour substituer leurs productions, même si le risque d'une substitution par des produits de pays tiers sur le marché américain existe, en dépit de droits de douane plus avantageux que les concurrents. L'impact avéré sur les exportations est en ligne avec notre estimation, soit une baisse de 1,6% en volume sur les dix premiers mois de 2025 (en prenant en compte les exportations par anticipation au T1) par rapport à la même période de 2024. À noter que cette baisse est de la même ampleur sur le marché américain et sur l'ensemble des marchés mondiaux, ce qui reflète une baisse de la compétitivité plus généralisée et probablement liée au renchérissement de l'euro. La diminution des exportations est néanmoins hétérogène entre pays et secteurs, avec l'Allemagne et l'Italie qui ont essuyé des pertes plus importantes que la moyenne de l'UE.

Menaces accrues sur le marché unique

Au-delà des possibles pertes de part de marché aux Etats-Unis, le risque pour les pays européens est celui d'une perte de compétitivité sur les marchés mondiaux ainsi que sur le marché unique. Les capacités excédentaires chinoises et la fermeture du marché américain aux produits chinois posent un défi considérable à l'économie européenne. **Les gains de parts de marché des produits chinois sur le marché unique au cours de la dernière année sont le résultat d'une réorientation vers l'Europe des exportations autrefois dirigées vers le continent américain.** Les importations en valeur en provenance de Chine depuis 2022 ont augmenté de 55€ Mds par rapport à leur moyenne d'avant la Covid (2015-2019). Dans son suivi de la réorientation des flux de la Chine vers l'UE, la Commission européenne identifie les secteurs présentant un risque de hausse préjudiciable des exportations depuis janvier 2025. Elle enregistre la fréquence des produits pour lesquels on observe une hausse de minimum 5% des importations accompagnée d'une baisse d'au moins 5% du prix. **La distribution de ces signaux rend compte d'une augmentation significative des importations chinoises dans les secteurs des plastiques et minéraux non métalliques, dans la chimie, dans les produits électroniques, dans le textile, dans les machines-équipement et dans les équipements de transport.** Le suivi fait état notamment d'une très forte progression des importations de véhicules hybrides chinois (non couvert par les droits de douane compensatoires sur les véhicules électriques) qui passent de 24500 unités sur les trois premiers trimestres de 2024 à 122000 sur les trois premiers trimestres de 2025, tandis que les immatriculations n'ont progressé que de 31%.

Les importantes baisses de prix associées à cette pénétration signifient qu'une impulsion désinflationniste est dans les tuyaux en ce qui concerne les prix des biens industriels non énergétiques.

| UE : Secteurs où on observe une hausse préjudiciable des importations en provenance de Chine | | | | |
|--|-------|------|------|------|
| | Sept. | Oct. | Nov. | Déc. |
| Agriculture, sylviculture & pêche | | | | |
| Industries extractives | | | | |
| Alimentaires, boissons & tabac | | | | |
| Textile, habillement, cuir | | | | |
| Bois, papier & imprimerie | | | | |
| Industrie chimique | | | | |
| Pharmaceutique | | | | |
| Plastique & minéraux non métalliques | | | | |
| Métallurgie | | | | |
| Informatique, électronique, optique | | | | |
| Équipements électriques | | | | |
| Machines & équipements | | | | |
| Matériels de transport | | | | |
| Autre manufacture | | | | |
| Production & distribution d'eau | | | | |

Sources : Commission européenne, Crédit Agricole SA/ECO



PAYS ZONE EURO

Zone euro – Résilience face à l'accumulation des défis

France – Sous le sapin, surprise positive sur la croissance, négative sur la consolidation budgétaire

Italie – Une croissance à bas régime

Espagne – Une économie qui avance sur ses propres appuis



Zone euro – Résilience face à l'accumulation des défis

La zone euro affiche une croissance résiliente portée par l'investissement et la demande intérieure, absorbant le choc des tensions commerciales. Mais l'euro fort et la concurrence asiatique pèsent sur la compétitivité, avec des risques de ralentissements sectoriels qui pourraient se propager.

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

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|--|------|------|------|------|
| PIB (a/a, %) | 0,8 | 1,4 | 1,2 | 1,3 |
| Demande intérieure (contribution au PIB, pp) | 0,7 | 1,6 | 1,3 | 1,4 |
| Variation des stocks (contribution au PIB, pp) | -0,2 | 0,4 | 0,1 | 0,0 |
| Exportations nettes (contribution au PIB, pp) | 0,4 | -0,5 | -0,3 | 0,0 |
| Consommation des ménages (a/a, %) | 1,2 | 1,3 | 1,2 | 1,2 |
| Investissement (a/a, %) | -2,1 | 2,6 | 1,7 | 2,3 |
| Inflation (a/a, %) | 2,4 | 2,1 | 1,8 | 1,8 |
| Taux de chômage (%) | 6,4 | 6,3 | 6,2 | 6,1 |
| Solde budgétaire (% du PIB) | -3,1 | -3,0 | -3,1 | -3,1 |



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, tirées 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.

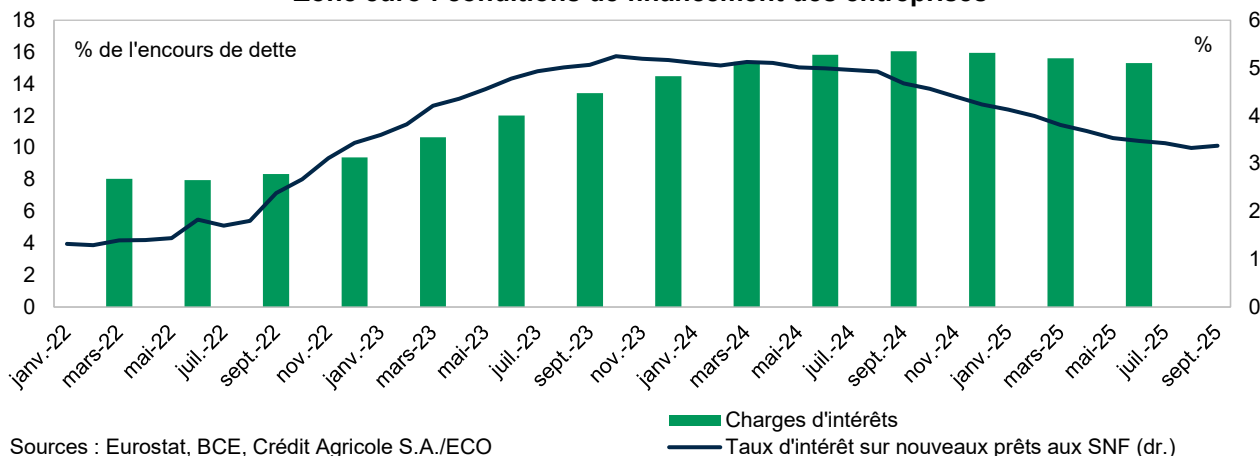
En revanche, elles ne signalent pas de changement dans la disponibilité du crédit ou dans leurs besoins de financement, qui demeurent satisfaits par du financement interne, en dépit de l'érosion des marges. Leur vulnérabilité financière et leur capacité à gérer la dette ne ressortent pas durcies. Une 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

Zone euro : conditions de financement des entreprises





consommation, plus optimistes, et les producteurs de biens intermédiaires qui réduisent leur investissement. 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.

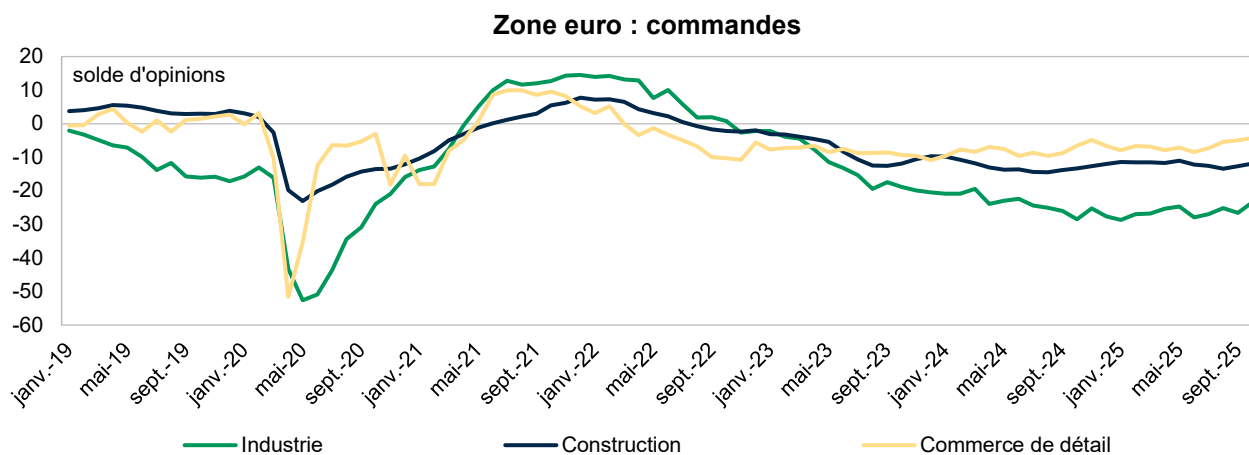
Une contribution importante à la croissance de l'investissement viendrait de l'accumulation publique, grâce à l'accélération des dépenses liées aux fonds NGEU (*NextGenerationEU*), notamment dans les pays du Sud, et au plan de relance allemand. Nous n'avons pas fait l'hypothèse d'un prolongement des 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).

*Prévisions arrêtées le 15/12/2025
Article achevé de rédiger le 19/12/2025*



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



France – Sous le sapin, surprise positive sur la croissance, négative sur la consolidation budgétaire

L'activité aura ralenti en moyenne annuelle en 2025, mais elle sera restée particulièrement résiliente. Elle accélérerait en 2026 et continuerait de croître à un rythme un peu supérieur à la croissance potentielle en 2027. Les facteurs de soutien (hausse des dépenses en défense dans l'Union européenne, bazooka budgétaire allemand, mais aussi redémarrage de l'investissement domestique) l'emporteraient en effet sur les freins (hausse des droits de douane américains, notamment). L'instabilité politique ne pèserait plus particulièrement sur la croissance, mais l'ajustement budgétaire serait limité, avec une réduction du déficit public sous 3% du PIB et une stabilisation du ratio de dette *de facto* retardés.

Bonne surprise : une croissance plus élevée qu'anticipé au troisième trimestre 2025

L'activité a sensiblement accéléré au troisième trimestre 2025, à +0,5% (t/t), après +0,3% au deuxième trimestre, soit une croissance plus élevée qu'anticipé dans notre prévision publiée en octobre (+0,2%). Au premier semestre, un phénomène de stockage avait tiré l'activité, tandis que le commerce extérieur avait pesé sur celle-ci. Au troisième trimestre, l'inverse s'est produit, avec un mouvement de déstockage associé à une nette accélération des exportations, notamment aéronautiques. La demande intérieure finale (hors stocks) a, pour sa part, accéléré, compte tenu du rebond notable de l'investissement. À l'issue du troisième trimestre, l'acquis de croissance pour l'année 2025 s'établit à 0,8%, supérieur à notre prévision de croissance annuelle du scénario d'octobre (0,7%). L'activité devrait de nouveau croître au quatrième trimestre, mais plus faiblement (+0,1%). L'activité progresserait ensuite à un rythme compris entre 0,2% et 0,3% par trimestre en 2026, puis de 0,3% par trimestre en 2027.

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

En rythme annuel, la croissance s'établirait à 0,8% en 2025, après +1,1% en 2024¹. Le ralentissement de l'activité proviendrait surtout du commerce extérieur, qui, après l'avoir soutenue les deux années précédentes, pèserait sur la croissance à hauteur de 0,6 point en 2025 (après une contribution de +1,3 point en 2024). En effet, les exportations ralentiraient (+1,3%, après +2,4%), tandis que les importations rebondiraient (+3,1%, après -1,3%). En outre, malgré un moindre recul de l'investissement par rapport à l'année précédente (-0,2%, après -1,3%), la demande intérieure finale hors stocks serait freinée par le net ralentissement de la consommation des ménages (+0,3% après +1,0%), en dépit de la hausse du pouvoir d'achat. Les dépenses de consommation des

administrations publiques (APU) resteraient, quant à elles, relativement dynamiques (+1,5%, après +1,4%). La contribution de la demande intérieure finale hors stocks à la croissance diminuerait ainsi à 0,5 point (après +0,6 point en 2024). Seule la contribution des variations de stocks se redresserait, soutenant la croissance à hauteur de 0,9 point en 2025 (après -0,8 point). Le ralentissement de l'activité en 2025 serait toutefois moins important que ce que nous avons anticipé dans notre prévision d'octobre, puisque nous avons révisé notre prévision de croissance annuelle à la hausse de 0,1 point depuis (et de +0,2 point par rapport à notre prévision de juin, ce qui nous ramène en fait à notre prévision de janvier 2025).

L'inflation diminuerait de nouveau en 2025, à 0,9%² au sens de l'indice des prix à la consommation (IPC), après 2,0% en 2024. L'inflation des services diminuerait quelque peu, restant toutefois supérieure à 2% (2,3%, après 2,7% en 2024). Les prix de l'énergie se replieraient de 5,6%, après avoir augmenté de 2,3% l'année précédente, tandis que les prix des biens manufacturés seraient quasi stables (-0,3%, après -0,0%). Les prix alimentaires décélèreraient, pour leur part, à +1,2% (après +1,4%). Au sens de l'IPCH³, l'inflation diminuerait aussi à 0,9% (après +2,3%) et serait l'une des plus faibles de la zone euro.

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|--|------|------|------|------|
| PIB volume, cvs-cjo (a/a, %) | 1,1 | 0,8 | 1,2 | 1,2 |
| Demande intérieure hors stocks (contribution au PIB, pp) | 0,6 | 0,5 | 1,0 | 1,1 |
| Variations de stocks (contribution au PIB, pp) | -0,8 | 0,9 | -0,3 | 0,0 |
| Exportations nettes (contribution au PIB, pp) | 1,3 | -0,6 | 0,4 | 0,1 |
| Consommation des ménages (a/a, %) | 1,0 | 0,3 | 0,9 | 1,0 |
| Investissement total (a/a, %) | -1,3 | -0,2 | 1,1 | 1,7 |
| Inflation, IPC (a/a, %) | 2,0 | 0,9 | 1,0 | 1,3 |
| Taux de chômage, France hors Mayotte (%) | 7,4 | 7,6 | 7,7 | 7,6 |
| Solde budgétaire (% du PIB) | -5,8 | -5,5 | -5,2 | -4,9 |

Sources : Insee, calculs et prévisions Crédit Agricole S.A./ECO
(prévisions Crédit Agricole CIB pour l'inflation)

¹ Données corrigées des variations saisonnières et des effets des jours ouvrables (cvs-cjo).

² Cette « prévision » intègre les résultats provisoires de l'IPC de décembre 2025 publiés le 6 janvier 2026 par l'Insee.

³ L'indice des prix à la consommation harmonisé permet la comparaison des taux d'inflation entre pays européens du fait d'une méthodologie harmonisée.



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

La croissance augmenterait à 1,2% en 2026, soit un niveau un peu supérieur à la croissance potentielle (environ 1%). L'accélération de l'activité serait d'abord permise par le rebond de la contribution du commerce extérieur à la croissance (à +0,4 point) : les importations ralentiraient (à +2,0%), tandis que les exportations accéléreraient sensiblement (à +3,2%). La contribution de la demande intérieure finale hors stocks augmenterait en outre nettement, à +1,0 point. Elle serait en effet, tirée par l'accélération de la consommation des ménages (à +0,9%), ainsi que par le redémarrage de l'investissement (à +1,1%). Les dépenses de consommation des APU ralentiraient légèrement (à +1,1%). Les variations de stocks pèseraient, en revanche, à hauteur de 0,4 point sur la croissance, reflétant un mouvement de déstockage partiel. Au total, les mesures publiques allemandes et la hausse des dépenses en défense dans l'Union européenne (UE) soutiendraient la croissance française à hauteur de 0,2 point en 2026. Les exportations françaises et l'investissement privé seraient en effet stimulés par ces mesures.

L'inflation serait quasi stable en moyenne annuelle au sens de l'IPC, à 1,0% en 2026. Les prix des services décéléreraient à +1,7%, mais cela serait compensé par une moindre baisse des prix de l'énergie (-0,7%) par rapport à l'année précédente. Les prix des produits manufacturés se replieraient de 0,5%, tandis que les prix alimentaires accéléreraient à +1,7%. Au sens de l'IPCH, l'inflation augmenterait davantage, à 1,2% en 2026, mais elle resterait sensiblement inférieure à celle de la zone euro.

Une croissance qui resterait un peu supérieure à la croissance potentielle en 2027

En 2027, la croissance s'établirait à 1,2%, comme en 2026, toujours un peu supérieure au rythme de croissance potentielle, ce qui conduirait à une fermeture de l'écart de production⁴ à cet horizon.

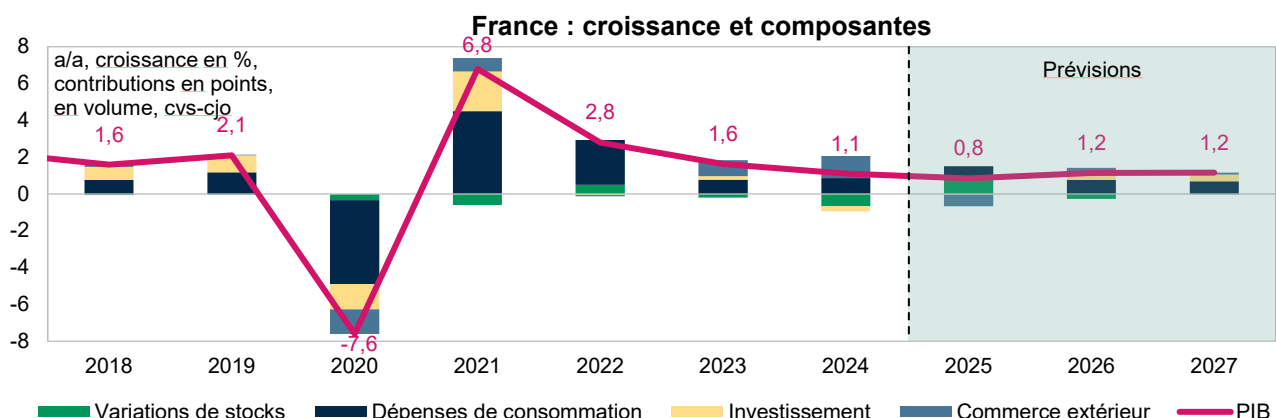
L'impact des mesures de hausse des dépenses en défense et du bazooka allemand sur la croissance serait du même ordre qu'en 2026. Par rapport à l'année précédente, la consommation des ménages accélérerait légèrement (à +1,0%), mais c'est surtout l'accélération de l'investissement (à +1,7%) qui expliquerait la légère hausse de la contribution de la demande intérieure (hors stocks), à 1,1 point. Les dépenses de consommation des APU pourraient de nouveau ralentir, tout en continuant de progresser (+0,6%). Les variations de stocks n'auraient plus d'impact sur la croissance, et la contribution du commerce extérieur diminuerait à +0,1 point, en lien avec un ralentissement plus marqué des exportations (à +1,9%) que des importations (à +1,5%).

“Le différentiel d'inflation avec la zone euro devrait donc contribuer positivement à la compétitivité relative de la France sur l'ensemble de l'horizon de prévision.”

L'inflation (IPC) augmenterait à 1,3% en moyenne annuelle en 2027. Les prix des services seraient en hausse de 1,8%, les prix de l'énergie rebondiraient légèrement (+0,5%) et les prix alimentaires accéléreraient à +1,9%. Les prix des produits manufacturés stagneraient (-0,1%). Au sens de l'IPCH, l'inflation augmenterait à 1,5%, restant toutefois plus contenue qu'en moyenne en zone euro.

Une prévision conforme au consensus en 2025, un relatif optimisme en 2026 et 2027 lié aux hypothèses retenues

Notre prévision de croissance pour le quatrième trimestre 2025 (+0,1%) se veut prudente : elle correspond à la prévision trimestrielle du *Consensus Forecasts* de décembre et est un peu inférieure à la prévision de la Banque de France réalisée à l'issue de son [enquête mensuelle de conjoncture de début décembre](#) et à celle de l'Insee dans sa note de



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

⁴ L'écart de production correspond à l'écart entre le PIB potentiel et le PIB effectif (souvent exprimé en % du PIB potentiel).



conjoncture de mi-décembre (« [Consolidation modérée, croissance ravivée](#) »), toutes deux à +0,2%.

Notre prévision de croissance annuelle pour 2025 (+0,8%) correspond à la prévision de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) dans ses [perspectives économiques de décembre](#) et à celle du *Consensus Forecasts* de décembre. Elle est un peu supérieure à la prévision du Fonds monétaire international (FMI) dans ses [perspectives de l'économie mondiale d'octobre](#), à celle du gouvernement dans le [projet de loi de finances de fin de gestion 2025](#) (PLFG) publié en novembre et à la [prévision d'automne de la Commission européenne](#) également publiée en novembre, qui tablent sur une croissance annuelle de 0,7%. En effet, ces dernières prévisions n'intègrent pas les comptes nationaux du troisième trimestre, or, la croissance a surpris à la hausse. Notre prévision est, en revanche, légèrement inférieure à celle de l'Insee (0,9%) dans sa note de conjoncture de décembre, ainsi qu'à celle de la Banque de France publiée le 19 décembre dans ses [nouvelles projections macroéconomiques](#) (0,9%), même si l'institution précise avoir réalisé des ajustements de dernière minute, puisque la prévision envoyée à l'Eurosystème (et donc réalisée tout début décembre) n'était qu'à 0,8% (soit au niveau de notre prévision).

Notre prévision de croissance annuelle pour 2026 (1,2%) est supérieure à la prévision du FMI d'octobre, à celle de la Commission européenne de novembre, et à celle du *Consensus Forecasts* de décembre (moyenne des prévisions du panel), toutes à 0,9%. Elle est également supérieure aux prévisions du gouvernement dans le [Projet de loi de finances 2026](#) (PLF) d'octobre, et à celles de l'OCDE et de la Banque de France de décembre, qui tablent sur une croissance de 1,0%. L'Insee, pour sa part, n'a pas fait à ce stade de prévision annuelle pour 2026, mais l'acquis de croissance résultant de la prévision de sa dernière note de conjoncture s'élève à 1% pour l'année 2026 à l'issue du premier semestre, soit plus que dans notre scénario (acquis de 0,9% à mi-année).

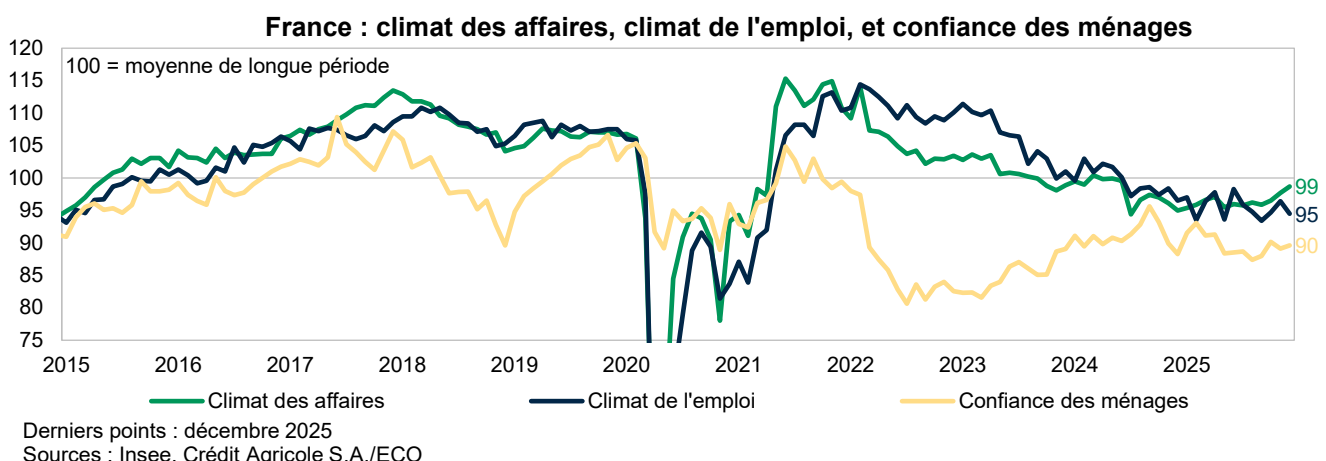
Notre prévision de croissance pour l'année 2027 (1,2%) correspond à celle du gouvernement dans le [Rapport économique, social et financier 2026](#) (RESF).

Elle est supérieure aux prévisions de l'OCDE et de la Banque de France de décembre (1,0%).

Le relatif « optimisme » de notre prévision de croissance par rapport à la plupart des prévisions des autres instituts en 2026 et 2027 peut s'expliquer par plusieurs facteurs. Tout d'abord, certaines prévisions mentionnées ci-dessus n'intègrent pas les comptes nationaux du troisième trimestre 2025, dont la prise en compte réhausse mécaniquement l'acquis de croissance pour l'année 2026, puisque la croissance a surpris tous les prévisionnistes à la hausse ce trimestre-là. Par ailleurs, nous prévoyons une réduction du déficit public plus lente que celle prévue par la plupart des prévisionnistes susmentionnés (en particulier, le gouvernement). Or, un ajustement budgétaire moins important justifie de notre côté un effet récessif moindre sur l'activité. La prise en compte, dans notre prévision, de l'impact des mesures publiques allemandes et de la hausse des dépenses européennes en défense sur la croissance française, de l'ordre de +0,2 point par an au total en 2026 et 2027, peut par ailleurs expliquer en partie l'écart. L'ampleur du bazooka allemand (grand plan d'investissement en infrastructures de 500 milliards d'euros sur douze ans et réforme du frein à l'endettement) justifie un effet non nul sur la croissance française en 2026, conformément aux conclusions de la littérature sur les *spillovers* des dépenses publiques en zone euro (cf. [BCE](#) par exemple). Une [étude récente](#) de la Banque centrale européenne (BCE) suggère, en outre, que la hausse des dépenses en défense aurait des retombées positives sur le PIB des autres pays de la zone euro. Or, la France est relativement bien positionnée dans cette industrie et devrait donc tout particulièrement en bénéficier, même si certains problèmes capacitaires en limiteront un peu l'impact à court terme.

Les derniers indicateurs conjoncturels suggèrent que l'activité devrait croître à un rythme modéré au T4 2025

Le climat des affaires s'est établi à 99 en décembre 2025, en hausse pour le troisième mois consécutif, désormais très proche de sa moyenne de longue période (100), et à son plus haut niveau depuis juin 2024. Le climat des affaires a atteint un niveau





supérieur à sa moyenne historique en décembre dans l'industrie (à 102) et dans le commerce de détail y compris le commerce et la réparation automobiles (à 104). Il est resté inférieur à sa moyenne de long terme dans le bâtiment (à 96) et les services (à 98) en décembre, et dans le commerce de gros en novembre (à 98, indicateur bimestriel). Le niveau de climat des affaires est ainsi compatible avec une croissance modérée de l'activité, et il a progressé en moyenne au quatrième trimestre par rapport au troisième trimestre (+2 points, à 98). La production a d'ailleurs progressé en octobre de 0,3% dans les services (comme en septembre), et celle de l'ensemble de l'industrie a stagné en novembre (-0,1%) après une progression en septembre et en octobre (+0,7% puis +0,2%). Le climat de l'emploi a légèrement diminué en décembre (-1 point, à 95), mais il est resté en moyenne stable au quatrième trimestre par rapport au trimestre précédent, sous sa moyenne de long terme.

La confiance des ménages se situe actuellement à un niveau relativement bas, à 90 en décembre 2025, sensiblement inférieure à sa moyenne historique (100). Elle a légèrement rebondi entre août et octobre 2025 (de 87 à 90), et s'est relativement stabilisé depuis. Dans le détail des réponses à l'enquête de conjoncture auprès des ménages, les craintes liées à l'évolution du chômage, qui avaient augmenté depuis fin 2024, ont commencé à refluer depuis août 2025, à un niveau qui reste toutefois sensiblement plus élevé que la moyenne de long terme. Le solde d'opinion sur l'opportunité d'épargner a atteint un nouveau record historique en décembre, ce qui suggère que le taux d'épargne des ménages devrait rester élevé à court terme. Après un effritement des jugements relatifs aux perspectives d'évolution de la situation financière personnelle des ménages, et plus globalement de celles de niveau de vie en France entre février et août 2025, les soldes d'opinion correspondants sont en légère amélioration en décembre par rapport à août. Le solde d'opinion sur les opportunités d'effectuer des achats importants s'est un peu amélioré depuis octobre, à un niveau dégradé : la croissance de la

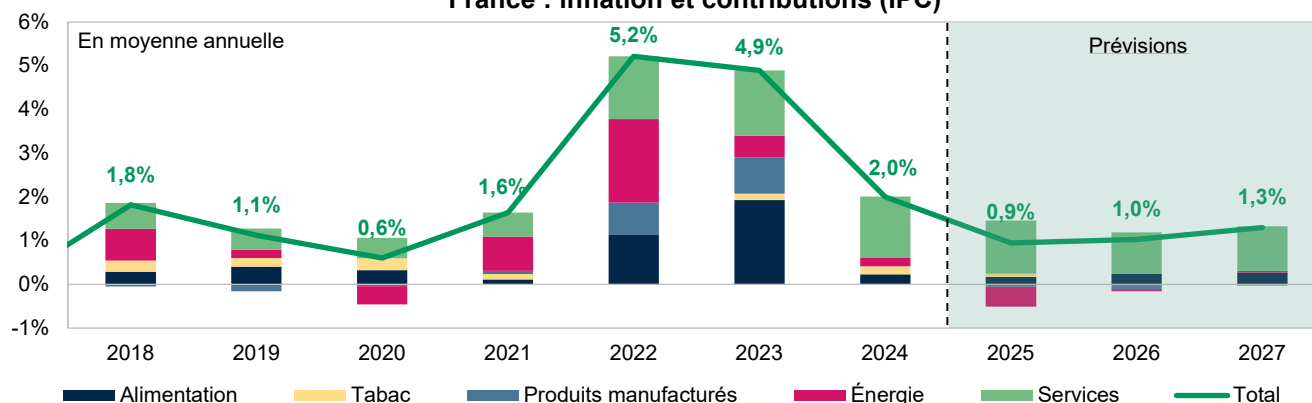
consommation des ménages devrait rester modeste dans les prochains trimestres.

Le taux de chômage augmenterait un peu d'ici fin 2025

L'emploi total est resté résilient en 2025 : d'après les comptes nationaux, il a légèrement progressé au deuxième trimestre et au troisième trimestre (+0,1% par trimestre), après une légère baisse au premier trimestre (-0,1%), tiré en particulier par l'emploi non salarié. Le nombre total d'heures travaillées est, quant à lui, reparti à la hausse au troisième trimestre (+0,1%, après -0,1%), après trois trimestres consécutifs de baisse. La productivité horaire a ainsi continué à se redresser.

Le taux de chômage au sens du bureau international du travail a de nouveau légèrement augmenté (+0,1 point) en France (hors Mayotte) au troisième trimestre 2025, à 7,7% de la population active (et à 7,5% pour la France métropolitaine). Dans le cadre de la loi pour le plein emploi⁵, les bénéficiaires du RSA auraient contribué à hauteur de la moitié à la hausse du taux de chômage au troisième trimestre, d'après l'Insee. Sur un an, le taux de chômage est en hausse de 0,3 point, et la contribution cumulée des bénéficiaires du RSA sur les trois trimestres depuis la mise en œuvre de la loi plein emploi est estimée à environ +0,1 point également. Le taux de chômage reste toutefois très inférieur au niveau atteint lors de la décennie 2010 (9,6% en moyenne). **En prévision, l'emploi serait stable au quatrième trimestre 2025, ce qui se traduirait par une légère hausse du taux de chômage**, compte tenu de la progression de la population active, à 7,8%. L'emploi progresserait légèrement par la suite (de 0,1% à 0,2% par trimestre en 2026 et 2027), et **le taux de chômage se stabiliserait en 2026, avant de repartir légèrement à la baisse à partir de la fin d'année. En moyenne, il atteindrait ainsi 7,6% en 2025 (7,4% pour la seule France métropolitaine), et 7,7% en 2026 (7,5% pour la France métropolitaine), avant de diminuer à 7,6% en 2027 (7,4% pour la France métropolitaine).**

France : inflation et contributions (IPC)



Sources : Insee, calculs Crédit agricole S.A., prévisions Crédit Agricole CIB & Crédit Agricole S.A./ECO

⁵ Cette loi prévoit une inscription systématique auprès de France Travail, à compter de début 2025, des allocataires du RSA (et de leur

conjoint), des jeunes accompagnés par les Missions locales et des personnes en situation de handicap accompagnées par Cap emploi.



La réduction du déficit public serait nettement ralentie

Nous avons légèrement révisé en baisse notre prévision de déficit public pour 2025, à 5,5% du PIB. En effet, les nouvelles sont plutôt bonnes du côté des dépenses et des recettes de l'État, mais aussi de la croissance, et le gouvernement pourrait même atteindre sa cible de déficit de 5,4% du PIB. Nous préférons toutefois rester prudents compte tenu d'une incertitude qui reste élevée, avec une prévision légèrement supérieure (qui correspond, en outre, à la dernière prévision de la Commission européenne).

Pour 2026, notre prévision de déficit public s'élève à 5,2% du PIB. À l'heure où nous écrivons ces lignes, l'incertitude persiste sur le contenu précis de la loi de finances initiale (LFI) pour 2026, ainsi que sur son adoption (en particulier les voies qui seront employées à cette fin). Cette prévision a certes été arrêtée avant la certitude de l'adoption d'une loi spéciale en fin d'année 2025, mais elle est en réalité compatible avec ce scénario. Le gouvernement Lecornu espère toujours trouver un compromis sur un budget qui ramènerait le déficit public au maximum à 5% du PIB en 2026, et qui serait adopté d'ici la fin janvier, sans recourir au 49.3 ou aux ordonnances. Compte tenu de l'adoption de la loi spéciale, et donc du retard dans l'adoption d'une LFI pour 2026 durant l'année 2026, certaines mesures en prélèvements obligatoires proposées initialement par le gouvernement ne sont plus possibles pour cette année (principe de rétroactivité), ce qui complique l'effort de consolidation. En outre, qu'il s'agisse d'obtenir suffisamment de votes en faveur du budget ou de conclure un pacte de non-censure, il faudra trouver un compromis avec les forces politiques en présence, ce qui semble compliqué à combiner avec une réduction importante du déficit public. L'adoption d'un budget est en tout cas nécessaire, même si l'année 2025 nous a déjà montré que les services publics peuvent continuer de fonctionner sans trop d'embûches sous loi spéciale (en tout cas pour quelques temps). En effet, l'absence de budget est synonyme d'absence de choix stratégiques pourtant nécessaires : la hausse des crédits pour la mission Défense, ou encore le plan d'aides récemment

annoncé pour les agriculteurs, ne seront par exemple effectifs qu'avec l'adoption d'un budget.

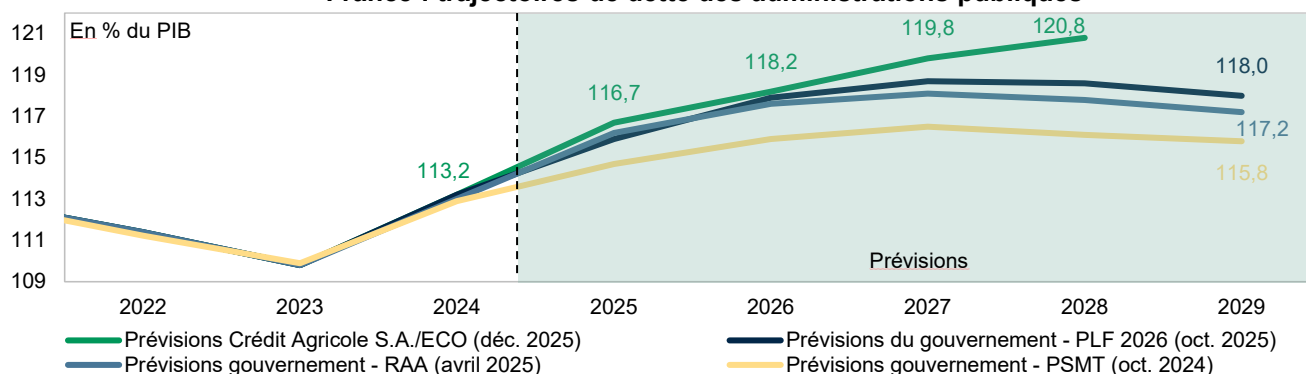
Nous prévoyons un déficit public de 4,9% du PIB en 2027. L'effort de réduction du déficit public serait donc de l'ordre de 0,3 point de PIB, comme ce que nous prévoyons pour l'année 2026. Les marges de manœuvre politiques pour l'adoption d'un budget pour 2027 en fin d'année 2026 ne s'annoncent en effet pas plus importantes que celles pour l'adoption du budget 2026, et il sera donc tout aussi complexe de trouver un compromis sous contrainte d'économies budgétaires. Notre trajectoire de finances publiques est sensiblement plus dégradée que celle à laquelle s'est successivement engagé le gouvernement français, d'abord dans le Plan budgétaire et structurel à moyen terme (PSMT) d'octobre 2024, puis dans le rapport annuel d'avancement d'avril 2025, et enfin dans le PLF initial du gouvernement Lecornu pour 2026 en octobre 2025 (avec une trajectoire pourtant successivement détériorée). La conséquence sera évidemment un allongement du délai de réduction du déficit sous 3% du PIB (toujours prévue pour 2029 par le gouvernement) et de stabilisation de la dette publique, et une dette plus élevée.

Des risques orientés principalement à la baisse sur la croissance et l'inflation

Les risques sont principalement orientés à la baisse sur la croissance et l'inflation. Au niveau de la zone euro, le risque de déversement de biens chinois à bas prix sur le marché européen, très scruté par la Commission européenne, n'est pas écarté : il pourrait nuire aux producteurs domestiques et affaiblir les prix à la consommation. L'euro reste en outre fort face au dollar, ce qui pèse sur la compétitivité de nos exportations et génère de la désinflation importée. Enfin, si nous jugeons que l'incertitude (qui reste élevée mais n'augmente plus) ne devrait plus peser sur la croissance, elle pourrait toutefois altérer davantage les comportements d'investissement et d'épargne, selon l'évolution du contexte national et géopolitique.

Prévisions arrêtées le 15/12/2025
Article achevé de rédiger le 13/01/2026

France : trajectoires de dette des administrations publiques



Sources : Insee, Rapport économique, social et financier 2026, Rapport d'avancement annuel 2025, Plan budgétaire et structurel à moyen terme 2025-2029, Crédit Agricole S.A./ECO



Italie – Une croissance à bas régime

À l'horizon 2026-2027, l'économie italienne entre dans une nouvelle phase, sans avoir surmonté les fragilités héritées des chocs précédents. Les ménages font face à une situation financière fragile et maintiennent une épargne élevée, pendant que les entreprises affichent des marges réduites et une compétitivité-prix incomplètement restaurée, malgré l'allègement des coûts énergétiques. Dans ce contexte de fragilité, l'économie reste vulnérable aux chocs tarifaires américains et à leurs répercussions mondiales. Si la désinflation et l'amélioration des conditions financières stabilisent l'activité, elles n'enclenchent pas de véritable dynamique de rattrapage. La croissance demeurera ainsi limitée à 0,5% en 2026 avant d'atteindre 0,8% en 2027. La consommation des ménages et l'investissement productif devraient amortir le ralentissement grâce à quelques mesures de soutien prévues en 2026, bien que les marges de manœuvre budgétaires restent globalement limitées. L'économie peine toutefois à faire émerger des relais de croissance autonomes. Le rythme de l'activité reste durablement contraint par la correction attendue du secteur de la construction, l'exposition aux chocs externes et les impératifs de consolidation budgétaire.

Un environnement externe volatile

La croissance de l'économie italienne est restée marginale au dernier trimestre. Le PIB n'a progressé que de 0,1% par rapport au trimestre précédent et de 0,6% sur un an. Cette performance repose avant tout, et de manière volatile, sur la contribution de la demande extérieure nette, qui a apporté 0,5 point de PIB. Dans un contexte encore marqué par des effets de *front-loading* liés à l'anticipation de hausse de droits de douane aux États-Unis, les exportations ont ainsi crû de 2,6% par rapport au trimestre précédent, tandis que les importations ont augmenté de 1,2%. Par effet miroir, tout comme au premier trimestre, la hausse de la demande externe s'est accompagnée d'une forte correction des stocks, impactant négativement la croissance à hauteur de -0,6 point et constituant le principal frein à la croissance sur la période.

La demande intérieure hors stocks a contribué positivement, mais de manière limitée, pour 0,2 point de PIB, portée à parts égales par la consommation des ménages et l'investissement. Elle est restée globalement résiliente, mais sans accélération notable. La consommation nationale n'a progressé que de 0,1% sur le trimestre, traduisant une dynamique encore contrainte. Malgré un contexte productif toujours dégradé, l'investissement continue de croître au troisième trimestre à 0,6%, mais ralentit par rapport à la dynamique observée sur les trois derniers trimestres (1,5% en moyenne par trimestre).

Du côté de l'offre, la valeur ajoutée industrielle a reculé de 0,3% sur le trimestre, tandis que la construction s'est contractée de 0,2%. **À l'inverse, les services ont continué de progresser modérément, avec une hausse de 0,2%,** confirmant un découplage persistant entre les activités de services et les autres secteurs productifs.

La croissance acquise pour l'ensemble de l'année 2025 s'est ainsi établie à 0,5%, ce qui borne le résultat annuel, indépendamment de l'évolution de la

fin d'année. Au regard de ces chiffres, l'économie italienne semble se stabiliser dans une phase basse du cycle de la demande intérieure, mais elle reste surtout exposée à la volatilité de l'environnement extérieur.

Encore des signaux de fragilité en fin d'année

Les indicateurs conjoncturels disponibles en fin d'année semblent confirmer la fragilité du cycle économique.

Du côté de l'industrie, après un troisième trimestre en recul, la production industrielle a reculé de 1,0% en octobre par rapport au mois précédent, laissant un acquis négatif au quatrième trimestre. Le repli a été large, avec une baisse des biens de consommation (-1,8%), des biens d'équipement de -1,0% et des biens intermédiaires (-0,3%), tandis que l'énergie a progressé de 0,7%. En glissement annuel, la production industrielle a reculé de 0,3%, confirmant une activité manufacturière encore contrainte, en particulier sur les segments cycliques. Les enquêtes de confiance confirment ce diagnostic. L'indice de confiance de l'industrie manufacturière est resté à un niveau bas (88,4) et les carnets de commandes ont continué de se dégrader, qu'ils soient domestiques ou étrangers. Les anticipations de production se sont néanmoins légèrement redressées en décembre, mais

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|--|------|------|------|------|
| PIB (a/a, %) | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,8 |
| Demande intérieure (contribution au PIB, pp) | 0,5 | 1,2 | 0,5 | 0,7 |
| Variation des stocks (contribution au PIB, pp) | -0,1 | -0,2 | 0,1 | 0,0 |
| Exportations nettes (contribution au PIB, pp) | 0,1 | -0,5 | -0,1 | 0,1 |
| Consommation des ménages (a/a, %) | 0,6 | 0,8 | 0,9 | 1,0 |
| Investissement (a/a, %) | 0,0 | 3,1 | 0,0 | 0,4 |
| Inflation (a/a, %) | 1,1 | 1,7 | 1,2 | 1,3 |
| Taux de chômage (%) | 6,6 | 6,2 | 6,3 | 6,5 |
| Solde budgétaire (% du PIB) | -3,4 | -3,0 | -2,8 | -2,8 |



sans compenser la faiblesse des commandes, tandis que les stocks de produits finis sont restés légèrement excédentaires.

Parallèlement, les prix à la production industrielle ont reculé sur un an hors énergie, confirmant l'absence de pression significative du côté des intrants. **La production dans la construction a également marqué le pas à court terme**, avec une baisse de 0,1% en octobre. L'acquis pour le quatrième trimestre reste cependant légèrement positif à +0,1%, grâce notamment au rebond de septembre. Si la dynamique sur les dix premiers mois de l'année reste positive, les signes d'infléchissement de la dynamique du secteur semblent se multiplier sur la deuxième partie de l'année. En effet, les enquêtes confirment un recul de la confiance. Les carnets de commandes sont également négatifs, tandis que les intentions d'embauche sont orientées à la baisse.

La poursuite de la désinflation intervient dans un environnement économique encore volatile. Malgré une légère reprise en décembre, l'inflation sur le trimestre s'est modérée, rompant avec la dynamique observée en début d'année. Elle passe ainsi de 1,7% en moyenne à 1,2% sur le T4. L'inflation sous-jacente baisse également sur le trimestre de 2% à 1,9%. Les pressions baissières derrière cette tendance restent principalement imputables au recul des prix de l'énergie, notamment réglementés, qui avait nourri la reprise de l'inflation depuis le T1 2025. Le segment des biens continue également de tirer la dynamique des prix vers le bas, passant de 0,6% en glissement annuel au T3 2025 à 0,2% au T4. Si les prix des biens semi-durables et durables se stabilisent, la baisse de l'inflation sur les biens s'explique dans le net ralentissement des prix alimentaires qui passent de 3,6% en glissement annuel au T3 à 2,2% au T4. Enfin, les prix des services continuent également de ralentir sur le trimestre.

Une demande des ménages encore prudente

La consommation des ménages progresse à un rythme limité. Au troisième trimestre 2025, elle a augmenté de 0,1%, après une hausse de même ampleur au trimestre précédent, confirmant une dynamique encore modérée de la dépense sur la période récente. Dans le détail, la consommation de biens augmente légèrement par rapport au trimestre précédent, tirée par le rebond des dépenses en consommation de biens durables (+2,6%), tandis que les dépenses en biens semi-durables n'augmentent que modérément. Pour ce qui est des services, la tendance est plutôt à la baisse. Après une quasi-stagnation depuis le début de l'année, ces derniers reculent de 0,2%.

Si la hausse de la consommation des ménages reste contenue, elle est le résultat d'une situation

financière des ménages contrainte par un contexte encore marqué par les incertitudes. Au troisième trimestre, le revenu disponible réel des ménages a ainsi progressé de 1,8% au troisième trimestre 2025 après deux trimestres de croissance poussive. Dans le même temps, la propension à épargner a augmenté avec un taux d'épargne qui progresse de près de 1,5 point aussi bien pour les ménages consommateurs (de 9,9% au T2 à 11,4% au T3) que pour le secteur institutionnel des ménages dans son ensemble (de 12,7% au T2 à 14,1% au T3).

Cette croissance reste portée par l'amélioration des rémunérations, bien que leur évolution montre quelques signes de ralentissement. En effet, si les salaires négociés sont en hausse en glissement annuel (+2,6% en septembre 2025), leur progression a ralenti par rapport au début de l'année. Les salaires n'expliquent pas à eux seuls cette dynamique. Les revenus du capital ont également contribué sur les deux derniers trimestres à l'amélioration de la situation financière des ménages qui est désormais au-dessus de son niveau de début 2022.

“ Le marché du travail demeure globalement résilient sur la période, tout en montrant des signes de stabilisation. ”

Le marché du travail demeure globalement résilient sur la période, tout en montrant des signes de stabilisation. Au troisième trimestre, les heures travaillées ont continué d'augmenter, tandis que le nombre de personnes occupées a légèrement reculé, plombé par une baisse des contrats à durée indéterminée, les emplois permanents demeurant stables. Le taux de chômage s'est quant à lui stabilisé à 6,1%, tandis que le taux d'inactivité a légèrement progressé, indiquant une moindre attractivité du marché du travail. Ce phénomène s'est poursuivi sur le T4 avec une nouvelle hausse de l'inactivité, mais qui s'accompagne d'un nouveau recul du taux de chômage à 5,7%, soit son plus bas niveau au cours des vingt dernières années.

Bien que la demande soit encore hésitante, les indicateurs de conjoncture disponibles décrivent un profil de la consommation légèrement plus encourageant, en ligne avec nos prévisions de fin d'année 2025. Sans toutefois retrouver ses niveaux de long terme, la confiance des consommateurs, après une phase de stabilité au cours de l'été et de l'automne, s'est légèrement redressée en décembre et ce pour l'ensemble des segments de l'indice. Dans le même temps, les ventes au détail en volume qui avaient reculé en septembre (-0,5% en variation mensuelle, -1,5% sur un an) ont augmenté sur le dernier point de novembre, laissant un acquis positif au T4 de +0,6%.



Au regard de ces éléments, **la consommation des ménages n'augmenterait que modérément, de 0,9% en 2026, puis de 1,1% en 2027**, traduisant une normalisation graduelle, mais sans véritable changement de régime. Les ménages devraient néanmoins bénéficier de certaines mesures de soutien inscrites dans la loi de finances 2026. Le troisième volet de la réforme fiscale, avec une réduction du taux marginal de la deuxième tranche du barème de l'impôt sur le revenu de 35% à 33%, qui devrait concerner près de 13 millions de contribuables dont les salaires sont compris entre 28 000 et 50 000 euros apporterait un soutien additionnel au revenu.

Un investissement résilient, mais sans impulsion durable

L'investissement a progressé au troisième trimestre 2025, mais sur un rythme qui confirme l'entrée dans une phase de normalisation. En effet, bien que la formation brute de capital fixe soit toujours en hausse au troisième trimestre, elle ralentit par rapport à ses performances observées au cours du premier semestre, pénalisée par une performance négative du secteur de la construction.

Ainsi, **l'investissement productif continue de se montrer dynamique avec une nette accélération de l'investissement en machines et équipements qui augmente de 2,5% au troisième trimestre**, contre 1,9% au T2, et de l'investissement en transport qui croît de 4,5% d'un trimestre sur l'autre au troisième trimestre. La dynamique de l'investissement interroge dans un contexte de ralentissement industriel et de fortes incertitudes, mais elle doit être mise en perspective. Elle intervient en effet à un moment où le desserrement des conditions de financement se transmet à l'activité. La hausse de l'investissement apparaît ainsi davantage comme un effet de rattrapage, correspondant plus à des investissements de remplacement et d'adaptation de certaines capacités existantes qu'à des augmentations des capacités de production.

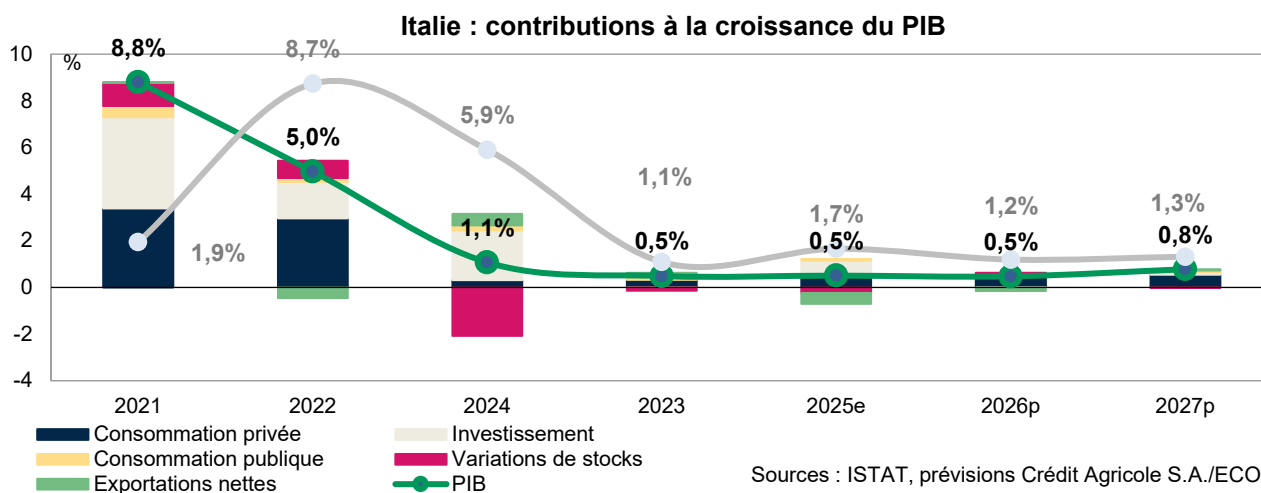
À l'inverse, l'investissement dans la construction, qui avait bénéficié d'un cycle de croissance très soutenue tiré par les subventions à la rénovation énergétique, montre désormais des signes de fébrilité. Il recule de 0,5%, plombé par le repli du segment logement de plus de 1,4% sur le trimestre. Alors même qu'il devrait être soutenu par le plan de relance, l'investissement en bâtiments et travaux publics ne progresse que de 0,5%, mettant fin à un cycle de forte croissance débuté à la mi-2023.

En 2025, l'investissement demeure néanmoins un soutien significatif à l'activité. L'acquis de croissance explique en grande partie la croissance sur l'année. Il s'établit à 3,1% pour l'investissement total, avec 3,2% pour l'investissement productif et 3,1% pour l'investissement en construction.

2026 pourrait néanmoins s'avérer moins porteuse. Si l'investissement productif continuait de croître, il devrait ralentir à +1,5% face à un environnement peu porteur. Il resterait cependant soutenu par les mesures prévues par la loi de finances qui inclut le dont le retour à des dispositifs de super amortissement, ainsi que le maintien de crédits d'impôt ciblés. Pour ce qui est de la construction, elle devrait reculer (-1,1%) : la montée en charge des projets publics en 2026, alors que le PNRR entre dans sa dernière année, ne compenserait que partiellement la correction attendue sur le segment du logement. Pour rappel, l'investissement en construction a crû de 66% – comparé à 2019 – ce qui accentue mécaniquement les risques de correction.

Un environnement extérieur incertain

Les effets de *front-loading* observés en 2025, liés à l'anticipation des hausses de droits de douane américains, ont commencé à se dissiper en fin d'année. Les échanges extérieurs ont ainsi perdu en dynamisme, confirmant le caractère transitoire du soutien apporté par le commerce extérieur à la croissance au cours des trimestres précédents. Les données mensuelles confirment ce fléchissement par un recul marqué des exportations de 3% en octobre





par rapport au mois précédent, suivi d'une stabilisation en novembre sur le périmètre extra-européen. En glissement annuel, les exportations hors Europe ont reculé de 3,3%, tandis que les importations se sont contractées de plus de 11,1%. Dans un contexte où les cartes du commerce mondial sont rebattues cette forte volatilité reflète certes la volatilité des flux, mais signale aussi un affaiblissement de la demande adressée.

Contrairement aux anticipations, l'impact des droits de douane américains ne s'est pas entièrement matérialisé et la forte hausse des exportations depuis le début d'année reste largement imputable aux échanges transatlantiques. Si une baisse des flux d'exportation est attendue, les effets réels pourraient néanmoins différer du scénario de repli brutal des initialement attendu. Bien que les États-Unis représentent près de 10% des exportations italiennes, il est probable, selon la Banque d'Italie, que le choc tarifaire pèsera davantage sur les conditions de marge des entreprises que sur les volumes. L'exposition directe des

entreprises italiennes au marché américain, estimée à 5,5% du chiffre d'affaires, pourrait ainsi limiter l'impact agrégé sur les flux tout en concentrant les effets sur certains segments manufacturiers. L'ajustement passerait alors principalement par une compression des marges, évaluée à -0,3%.

Les évolutions conjoncturelles observées en fin d'année apparaissent cohérentes avec un scénario dans lequel le commerce extérieur ne constituera pas un moteur de croissance autonome. Sans pour autant constituer un choc, la dissipation progressive des effets de *front-loading*, couplée à un environnement commercial international plus contraint par la montée des surcapacités chinoises, conduirait à une contribution globalement neutre du commerce extérieur à partir de 2026.

*Prévisions arrêtées le 15/12/2025
Article achevé de rédiger le 07/01/2026*



Espagne – Une économie qui avance sur ses propres appuis

La décélération graduelle de la croissance au troisième trimestre 2025 confirme le recentrage de l'économie espagnole sur la demande intérieure. La consommation privée et l'investissement continuent de soutenir l'activité, dans un contexte de modération de la consommation publique et de normalisation progressive du marché du travail. En parallèle, la contribution négative du commerce extérieur, liée au repli des exportations de biens et à la vigueur des importations, pèse sur la croissance, sans remettre en cause la solidité du cycle domestique. L'économie espagnole aborde ainsi la fin de l'année avec une dynamique toujours robuste, mais de plus en plus dépendante de ses moteurs internes.

Une résilience qui se confirme

Au troisième trimestre 2025, l'économie espagnole a évolué dans un environnement toujours marqué par des vents contraires, tant externes qu'internes.

La faiblesse de l'activité dans la zone euro, la persistance des tensions commerciales liées au relèvement des droits de douane américains et un contexte international encore empreint d'incertitude ont continué de peser sur les perspectives. Dans ce cadre, les indicateurs conjoncturels ont laissé entrevoir une décélération graduelle de la croissance après plusieurs trimestres d'expansion particulièrement soutenue. Les comptes nationaux confirment ce scénario de normalisation, sans remise en cause de la solidité de l'activité. Au troisième trimestre, le PIB a progressé de 0,6% en rythme trimestriel, après +0,7% au trimestre précédent. En glissement annuel, la croissance s'établit à 2,9%, contre 3,1% au T2. Ce ralentissement mesuré traduit avant tout un ajustement du cycle, dans un contexte où l'économie continue de croître à un rythme notable et avec une composition globalement saine.

La demande intérieure s'affirme plus que jamais comme le principal moteur de l'expansion. En rythme trimestriel, elle a ajouté 1,3 point à la croissance, soutenue par une progression marquée de l'ensemble de ses composantes. La consommation privée s'est distinguée avec une hausse de 1,1% sur le trimestre, reflétant la bonne tenue du revenu disponible et de l'emploi. La consommation publique a également progressé (+1,3%), tandis que l'investissement a enregistré une croissance robuste (+2,1%), portée à la fois par la construction (+2,3%) et par l'investissement en biens d'équipement (+2,3%). En glissement annuel, ces dynamiques se traduisent par des hausses solides de la consommation privée (+3,2%) et, surtout, de l'investissement (+8%), confirmant la vigueur sous-jacente de la demande domestique.

À l'inverse, la demande extérieure a pesé sur la croissance au troisième trimestre : sa contribution a été négative en rythme trimestriel (-0,7 point de PIB). Cette évolution s'explique par un recul des exportations de biens (-1,3%), dans un contexte de

faiblesse persistante de la demande européenne et d'ajustements liés aux tensions commerciales avec les États-Unis, tandis que les exportations de services ont conservé une dynamique positive (+0,7%). Les importations ont, pour leur part, continué de progresser (+1,3%), alimentées par la vigueur de la demande intérieure, accentuant mécaniquement la contribution négative du secteur extérieur.

La tonalité générale de l'année 2025 se précise ainsi clairement. L'économie espagnole a achevé son virage vers la demande intérieure comme principal moteur de croissance, portée par le dynamisme de la consommation privée et de l'investissement. Ces deux composantes expliquent la totalité de l'augmentation du PIB en 2025. Selon nos prévisions, la contribution modérée de la consommation publique, de l'ordre de 0,3 point de PIB, sera plus que compensée par l'apport négatif du secteur extérieur (-0,7). Cette contribution négative ne doit toutefois pas être interprétée comme un signal défavorable : les exportations espagnoles continuent d'afficher une progression solide (3,7% en 2025, selon nos prévisions), soutenue en particulier par le dynamisme des services non touristiques. En 2025, les exportations auront contribué à elles seules pour environ 1,3 point à la croissance du PIB, un effet largement neutralisé par la vigueur des importations, nécessaires pour répondre au fort tirage de la demande domestique. En définitive, l'année 2025 laisse l'économie espagnole avec une inertie particulièrement favorable pour aborder 2026.

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|--|------|------|------|------|
| PIB (a/a, %) | 3,5 | 2,8 | 2,2 | 1,9 |
| Demande intérieure (contribution au PIB, pp) | 3,0 | 3,4 | 2,6 | 1,8 |
| Variation des stocks (contribution au PIB, pp) | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,0 |
| Exportations nettes (contribution au PIB, pp) | 0,2 | -0,7 | -0,4 | 0,1 |
| Consommation des ménages (a/a, %) | 3,1 | 3,3 | 2,6 | 1,8 |
| Investissement (a/a, %) | 3,6 | 5,9 | 4,0 | 2,5 |
| Inflation (a/a, %) | 2,9 | 2,7 | 2,3 | 1,8 |
| Taux de chômage (%) | 11,4 | 10,6 | 9,8 | 9,4 |
| Solde budgétaire (% du PIB) | -3,2 | -2,8 | -2,7 | -2,7 |



Une fin d'année plus solide qu'anticipé, portée par la demande intérieure

Les données disponibles pour le quatrième trimestre confirment une dynamique de croissance favorable, suggérant un atterrissage macro-économique nettement plus robuste. Du côté de l'offre, les indicateurs d'activité continuent d'envoyer des signaux globalement positifs. En novembre, le PMI manufacturier s'est établi à 51,5 points, en léger repli par rapport au mois précédent et à la moyenne du troisième trimestre, mais restant confortablement au-dessus du seuil des 50 points qui sépare l'expansion de la contraction. Le PMI des services a, pour sa part, atteint 55,6 points, un niveau élevé, certes légèrement inférieur à octobre, mais supérieur à celui observé au troisième trimestre, confirmant la solidité de l'activité dans les services et la bonne tenue de la demande domestique.

Du côté de la demande, la confiance du consommateur demeure dynamique au quatrième trimestre. La consommation privée bénéficie de la reprise graduelle du revenu réel disponible des ménages et d'un environnement de taux d'intérêt plus accommodant, soutenant en particulier les dépenses liées aux biens durables. L'indice du commerce de détail, corrigé des effets saisonniers et déflaté, a enregistré en octobre une croissance robuste de 3,8% en glissement annuel, confirmant un niveau de consommation élevé en fin d'année.

La robustesse du marché du travail reste l'un des principaux piliers de la croissance espagnole. En novembre, mois traditionnellement marqué par un recul de l'emploi en raison de la saisonnalité du secteur de l'hôtellerie-restauration, l'affiliation à la Sécurité sociale a diminué de seulement 0,07% par rapport à octobre, une baisse sensiblement plus modérée que les années précédentes. En termes désaisonnalisés, l'emploi a continué de progresser, avec une hausse de près de 45 000 affiliés. Sur l'ensemble des mois d'octobre et de novembre, l'affiliation a augmenté de 0,6% en rythme trimestriel ajusté, soit un léger renforcement par rapport au trimestre précédent. En

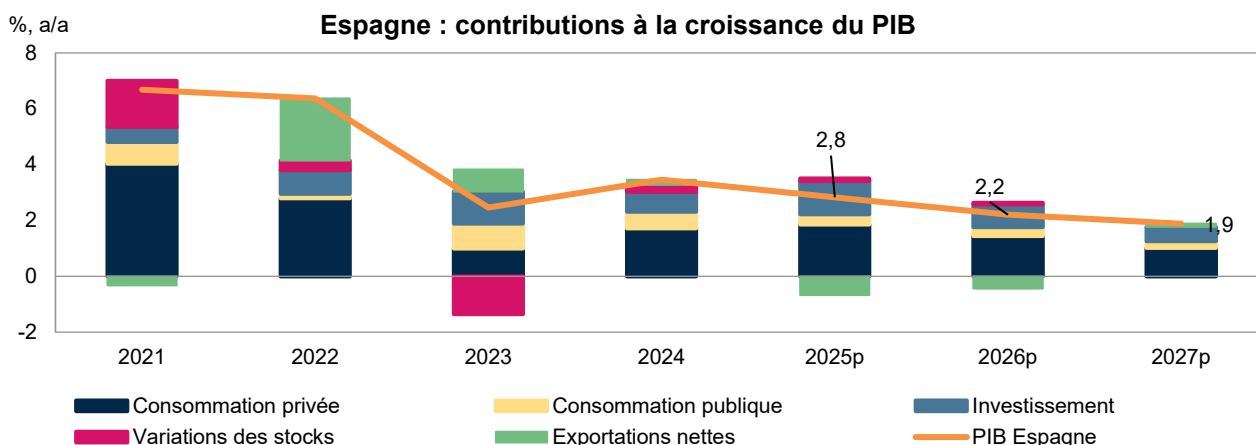
cumul sur les onze premiers mois de l'année, la création nette d'emplois dépasse celle observée sur la même période de 2024, tandis que le chômage enregistré a reculé en novembre pour s'établir à 2,42 millions de personnes.

Sur le front extérieur, le dynamisme de la demande intérieure se traduit par une réduction du surplus courant. Sur douze mois glissants jusqu'en septembre, l'excédent de la balance courante s'est établi à 2,8% du PIB, en léger retrait par rapport à l'ensemble de 2024. Cette évolution s'explique principalement par l'accélération des importations de biens non énergétiques, nettement plus dynamique que celle des exportations, reflétant la vigueur de la demande domestique. Le déficit des biens non énergétiques s'est ainsi creusé, tandis que le déficit énergétique a continué de se réduire grâce à la baisse persistante des prix de l'énergie. Les services demeurent un soutien-clé, avec une progression marquée de l'excédent des services non touristiques, tandis que le tourisme maintient un niveau de surplus historiquement élevé, malgré un léger tassement par rapport au record de l'an passé.

Enfin, le secteur immobilier affiche toujours une forte tension. Au troisième trimestre, les prix de l'immobilier résidentiel ont accéléré, enregistrant une progression annuelle de 12,1%, la plus élevée depuis le milieu des années 2000. Cette dynamique reflète un déséquilibre persistant entre une demande soutenue et une offre insuffisante, même si, en termes réels, les prix restent nettement en deçà des sommets de 2007. Les volumes de transactions montrent une volatilité récente, avec un léger repli en août, suivi d'un rebond modéré en septembre, mais le niveau cumulé sur douze mois demeure élevé, atteignant un maximum depuis 2007.

Inflation encore élevée, salaires dynamiques et rôle amortisseur des marges

L'évolution récente de l'inflation en Espagne confirme une phase de stabilisation à des niveaux encore relativement élevés. L'indicateur avancé de





L'IPC général s'est établi à 3,0% en novembre, en léger recul par rapport à octobre, marquant une pause après la remontée progressive observée depuis le point bas de 2,0% atteint en mai. Ce repli s'est toutefois révélé plus limité qu'anticipé, en raison d'une correction moins marquée des prix de l'électricité et de pressions haussières persistantes sur certaines composantes, notamment l'alimentation et les postes liés aux loisirs et à la culture. Dans ce contexte, les risques à la hausse sur l'inflation demeurent, en lien avec une inertie plus forte qu'attendu de l'inflation des services et la résistance des prix de l'énergie à se normaliser rapidement. L'inflation sous-jacente reste globalement stable, mais à un niveau compatible avec une persistance des pressions internes. La dynamique des services continue de jouer un rôle central, soutenue par la demande domestique et par l'évolution des coûts salariaux, en particulier dans les secteurs à forte intensité de main-d'œuvre. À l'inverse, les biens industriels non énergétiques poursuivent une trajectoire modérée, avec des hausses de prix contenues, nettement inférieures à celles observées au pic inflationniste, reflétant la normalisation des chaînes d'approvisionnement et une transmission limitée des coûts de production.

Sur le marché du travail, les tensions salariales se confirment. Les augmentations salariales négociées jusqu'en novembre pour l'année 2025 s'établissent en moyenne à 3,5%, un rythme supérieur à celui de 2024 et au seuil de référence de 3% fixé dans le cinquième accord interprofessionnel pour l'emploi et la négociation collective. La majorité des salariés couverts par des conventions pour 2025 reste soumise à des accords signés les années précédentes, intégrant une hausse moyenne de 3,3%, tandis que les nouveaux accords conclus en 2025 affichent des augmentations plus élevées, proches de 4,2%. Dans ce contexte, la rémunération par salarié dans l'économie de marché a maintenu une croissance soutenue au troisième trimestre (4,5%), contribuant à une accélération des coûts salariaux unitaires à 4,4%, dans un environnement de productivité atone.

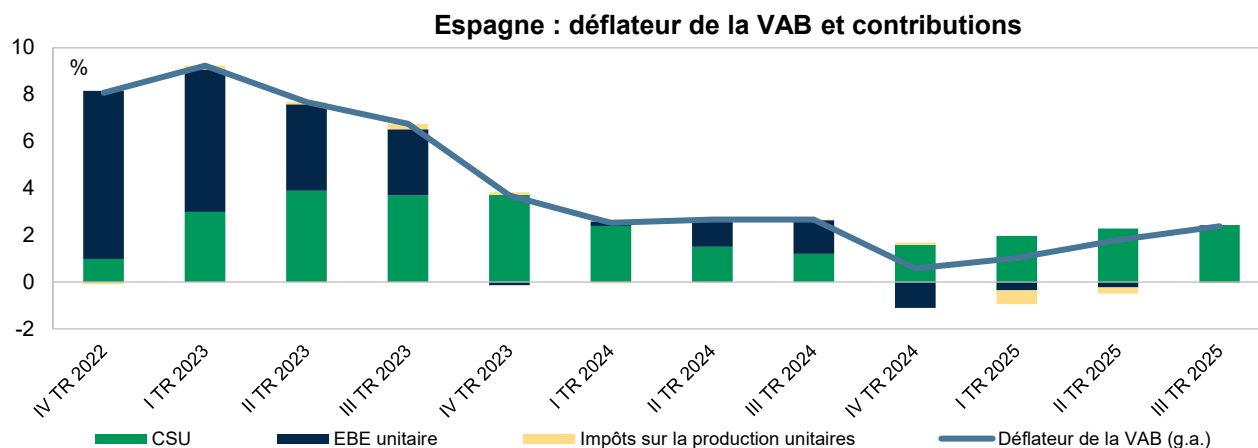
Ces tensions nominales continuent néanmoins à être partiellement absorbées par les marges des entreprises. Au troisième trimestre, le déflateur de la valeur ajoutée brute de l'économie de marché a progressé à 2,4%, principalement sous l'effet de l'accélération des coûts salariaux unitaires, tandis que la contribution de l'excédent brut d'exploitation unitaire et des impôts sur la production est restée globalement neutre. Les indicateurs de marge suggèrent ainsi une poursuite de la légère décélération observée depuis le début de l'année dans la majorité des secteurs. Le taux de marge demeure supérieur à son niveau prépandémique, mais la correction récente marque une interruption de la dynamique de reconstitution engagée en 2023.

“ L'inflation sous-jacente reste globalement stable, mais à un niveau compatible avec une persistance des pressions internes. ”

Le profil inflationniste espagnol reste caractérisé par un équilibre fragile entre des salaires dynamiques et une capacité d'absorption encore présente du côté des entreprises. Si la modération des marges contribue à contenir les pressions inflationnistes internes et limite, à court terme, le risque d'une spirale prix-salaires, la persistance de l'inflation des services et la rigidité des coûts énergétiques constituent des facteurs de vigilance.

L'Espagne accélère la réduction de son déficit en 2025

Les données consolidées d'exécution budgétaire des administrations publiques jusqu'au troisième trimestre 2025 confirment une amélioration significative du solde public par rapport à l'année précédente. Jusqu'en septembre, le déficit public consolidé (hors collectivités locales) s'est établi à 1,1% du PIB, contre 1,5% sur la même période de 2024, soit une réduction d'environ 23% en termes nominaux. Cette évolution favorable reflète un dynamisme marqué des recettes publiques, qui progressent plus



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



rapidement que les dépenses, dans un contexte macro-économique encore porteur.

Les recettes affichent une croissance robuste de 7,2% en glissement annuel jusqu'au troisième trimestre. Les impôts directs se distinguent particulièrement (+9,9%), soutenus par la progression de l'emploi et des salaires nominaux, tandis que les impôts indirects enregistrent également une hausse solide (+7,3%), dans un contexte de normalisation des mesures fiscales temporaires. Les cotisations sociales poursuivent leur progression (+6,5%), en ligne avec la dynamique favorable du marché du travail.

Du côté des dépenses, la croissance reste plus contenue, à +5,7% en glissement annuel. Les prestations sociales demeurent le principal facteur de hausse (+6,3%), sous l'effet combiné de la revalorisation des pensions et de l'augmentation du nombre de bénéficiaires. En revanche, la rémunération des salariés publics progresse à un rythme plus modéré (+3,1%), dans l'attente de l'application rétroactive, en décembre, de la revalorisation salariale de 2,5% convenue pour 2025. Cette configuration contribue à une amélioration du solde primaire et renforce la trajectoire de consolidation à court terme.

Dans ce contexte, le déficit public pour l'ensemble de l'année 2025 devrait se situer autour de 2,8% du PIB, contre 3,2% en 2024, un niveau inférieur à l'objectif initial et meilleur que les prévisions établies à partir des données du premier semestre. Cette performance repose essentiellement sur le caractère structurellement dynamique des recettes, lié notamment à la non-défiscalisation des barèmes de l'investissement socialement responsable (ISR) et à l'augmentation des cotisations sociales, qui compensent la hausse des dépenses de pensions et d'intérêts.

Prévisions : une croissance encore solide, portée par la demande intérieure

Notre scénario anticipe une phase de décélération graduelle de l'activité, compatible avec une convergence progressive vers des rythmes de croissance plus proches du potentiel, estimé légèrement en deçà de 2%. Après une expansion particulièrement dynamique en 2024 (3,5%), la croissance resterait néanmoins robuste en 2025, soutenue par l'inertie favorable de la demande intérieure et par un marché du travail encore porteur. Dans ce contexte, la croissance du PIB réel en 2025 devrait s'afficher à 2,8%, avant de ralentir plus nettement en 2026 (2,2%) et 2027 (1,9%).

Sur l'ensemble de l'horizon de projection, la demande domestique constituerait le principal moteur de l'expansion. La consommation privée resterait le premier contributeur à la croissance, portée par l'évolution favorable du revenu disponible des

ménages, la création d'emplois et la vigueur persistante des flux migratoires. Toutefois, son rythme d'expansion devrait progressivement s'atténuer au fil des années, en ligne avec le ralentissement attendu de ces déterminants et dans un contexte où le taux d'épargne, bien qu'orienté à la baisse, se maintiendrait au-dessus de sa moyenne historique, traduisant un comportement encore prudent des ménages. Nos prévisions de croissance s'affichent à 3,3% en 2025, 2,6% en 2026 et 1,8% en 2027.

L'investissement continuerait d'afficher une croissance robuste au cours des prochains trimestres, soutenu par le déploiement des fonds européens NGEU, des conditions de financement plus favorables et le dynamisme de la construction, notamment résidentielle, ainsi que par l'acquisition d'actifs intangibles. Néanmoins, sa contribution à la croissance devrait diminuer progressivement sur l'horizon de projection, à mesure que l'activité globale ralentit et que certains projets d'investissement atteignent leur maturité. La consommation publique, quant à elle, apporterait une contribution globalement stable à la croissance, cohérente avec l'hypothèse d'une progression tendancielle des dépenses publiques, malgré un léger soutien additionnel lié à l'augmentation programmée des dépenses de défense.

À l'inverse, la demande extérieure nette exercerait un effet modérément restrictif sur la croissance en 2025 et 2026, avant de devenir légèrement positive en 2027. Cette trajectoire reflète une normalisation progressive des exportations de services, tant touristiques que non touristiques, après la forte expansion observée depuis la pandémie. Les exportations de biens devraient connaître une croissance limitée en 2025, pénalisées par la faiblesse de la demande mondiale et par le faible dynamisme de la zone euro, avant de se redresser graduellement à partir de 2026, en ligne avec l'amélioration attendue des marchés extérieurs. Du côté des importations, le dynamisme observé en 2025, alimenté par la vigueur de la demande intérieure et de l'investissement, céderait progressivement la place à une décélération en 2026 et 2027, en cohérence avec le ralentissement global de l'activité et une composition de la demande davantage orientée vers les services, à contenu importé plus faible.

Dans ce contexte de ralentissement graduel de l'activité, les rythmes de création d'emplois devraient également se modérer au cours de l'horizon de projection. Après une croissance encore soutenue de l'emploi en 2025, le nombre de personnes occupées augmenterait à un rythme plus modéré en 2026 et 2027. Cette évolution reste néanmoins plus dynamique que lors de l'exercice de projection précédent et demeure compatible avec une poursuite de la baisse du taux de chômage. La productivité par



personne occupée resterait contenue à court terme, prolongeant la faiblesse observée récemment, avant de se redresser progressivement à partir de 2026 et de converger vers des rythmes proches de sa moyenne historique à l'horizon 2027. La baisse du taux de chômage se poursuivrait, mais à un rythme plus lent, sous l'effet combiné du ralentissement de la création d'emplois et de l'augmentation de la population active, tirée par la participation accrue des travailleurs âgés et par une dynamique démographique encore favorable, bien que progressivement moins intense.

En conclusion, **le scénario macro-économique espagnol reste caractérisé par une croissance résiliente à court terme, reposant essentiellement**

sur la solidité de la demande intérieure et du marché du travail. Si la décélération attendue à partir de 2026 apparaît inévitable dans un contexte de normalisation cyclique et de contraintes externes persistantes, le niveau d'activité atteint en 2025 offre une base relativement solide pour absorber ce ralentissement. Les principaux risques demeurent concentrés sur l'environnement international, la soutenabilité des déséquilibres externes et la capacité de l'économie à renforcer durablement sa productivité, condition-clé pour prolonger la phase d'expansion au-delà de l'horizon immédiat.

*Prévisions arrêtées le 15/12/2025
Article achevé de rédiger le 07/01/2026*



ROYAUME-UNI

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



Royaume-Uni – Léger coup de pouce keynésien à la croissance en 2026 et baisse de l’inflation

Comme anticipé, l’activité a freiné après un début d’année 2025 très fort. Les exportations ont ralenti, impactés par les droits de douane américains. L’investissement des entreprises a pâti de la hausse des coûts salariaux consécutive au relèvement des cotisations patronales en avril 2025 et à l’érosion des marges. La croissance de la consommation des ménages est restée faible, grevée par des facteurs d’incertitude pesant sur la confiance, une nouvelle poussée de l’inflation et la détérioration des conditions sur le marché du travail. En 2026, les consommateurs pourront bénéficier de mesures gouvernementales visant à réduire le coût de la vie et d’un repli marqué et anticipé de l’inflation (retour à la cible prévu au T2-2026). En 2027 en revanche, les hausses d’impôts et de taxes annoncées par le gouvernement dans le budget de l’automne devraient à nouveau peser sur la consommation privée, dont nous inscrivons un taux de croissance inférieur à la croissance du revenu réel. La BoE devrait de nouveau baisser ses taux en février prochain, probablement pour la dernière fois. Le processus de désinflation devrait être plus rapide que prévu il y a trois mois, mais une inflation sous-jacente toujours élevée nourrit les divisions au sein du MPC et rend incertain tout assouplissement monétaire futur.

La croissance a ralenti et devrait être proche de zéro au quatrième trimestre

L’incertitude liée aux annonces de la chancelière de l’Échiquier dans son budget de l’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. Un effet d’acquis solide laissé par le premier trimestre 2025 (croissance trimestrielle de 0,7%) devrait néanmoins permettre à la croissance britannique d’afficher une accélération à 1,4% en moyenne annuelle en 2025 après 1,1% en 2024.

La politique budgétaire légèrement assouplie en 2026

En 2026, les mesures du [budget de l’automne 2025](#) 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 vie⁶. Ces dépenses supplémentaires seront financées par un alourdissement plus tardif de la fiscalité et par 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.

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

Les investissements publics vont croître de manière solide les prochains trimestres. L’OBR prévoit une hausse de 7,8% en moyenne annuelle en 2026 et de 5,4% en 2027. En effet, le gouvernement a

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|--|------|------|------|------|
| PIB (a/a, %) | 1.1 | 1.4 | 1.2 | 1.4 |
| Demande intérieure hors stocks (contribution au PIB, pp) | 1.5 | 1.8 | 1.6 | 2.2 |
| Variation des stocks (contribution au PIB, pp) | 0.1 | 0.0 | -0.1 | 0.0 |
| Exportations nettes (contribution au PIB, pp) | -0.5 | -0.5 | -0.3 | -0.8 |
| Consommation des ménages (a/a, %) | -0.1 | 0.8 | 1.2 | 1.3 |
| Investissement (a/a, %) | 1.7 | 3.5 | 3.1 | 3.3 |
| Inflation (a/a, %) | 2.5 | 3.4 | 2.1 | 2.0 |
| Taux de chômage (%) | 4.3 | 4.9 | 4.9 | 4.9 |
| Solde budgétaire (% du PIB) | -6.1 | -4.8 | -4.0 | -3.6 |

Sources : ONS, BoE, Crédit Agricole SA

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

⁶ 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.



confirmé 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.

La consommation des ménages devrait profiter d'une forte baisse de l'inflation en 2026 et d'une croissance des salaires toujours élevée

L'inflation totale devrait se replier sensiblement dans les prochains mois, 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 les factures d'électricité des ménages. Il a également 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 permettre d'abaisser l'inflation des prix à la consommation (indice CPI) de 0,5 point de pourcentage (pp) au deuxième trimestre 2026 et de 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. Nous tablons désormais sur une inflation CPI inférieure à l'objectif dès le deuxième trimestre 2026 (à 1,9% en moyenne sur le trimestre)⁷ contre 3,8% au troisième trimestre 2025. La baisse de l'inflation totale provenant essentiellement des prix de l'énergie,

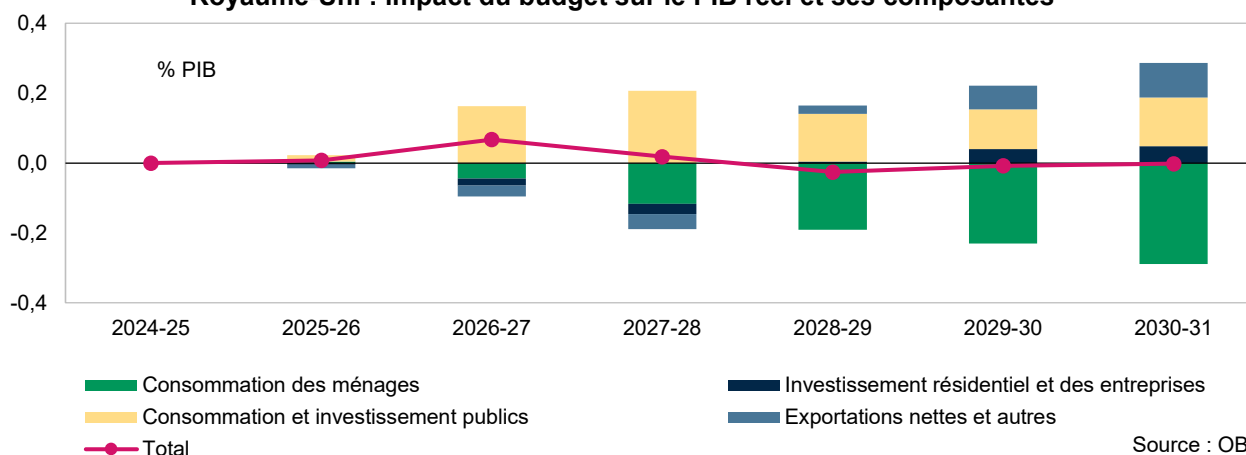
l'inflation sous-jacente reste supérieure à la cible pendant la majeure partie de notre période de prévision.

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 que la croissance des revenus réels implique. Les ménages continueront probablement d'épargner une partie de leur revenu disponible en prévision de hausses d'impôts annoncées par le gouvernement dans son budget de l'automne. Nous anticipons 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 productif demeure contraint par la faiblesse des marges

L'investissement des entreprises s'est contracté au deuxième trimestre 2025, grevé par la compression des marges, consécutive à la hausse des cotisations patronales mise en place en avril 2025. Il s'est redressé au troisième trimestre et devrait rester sur une dynamique positive 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*

Royaume-Uni : impact du budget sur le PIB réel et ses composantes



Source : OBR

⁷ Nos prévisions d'inflation ont été établies avant les chiffres du CPI du mois de novembre (publiés le 17 décembre), qui ont surpris à la baisse. Nos prévisions sont donc assorties de risques baissiers.



living wage) en avril 2026 (de 4,1%), alors que la croissance de la productivité reste faible. Ces politiques publiques pèsent sur la croissance des bénéfices, en totale contradiction avec la stratégie du gouvernement qui vise à encourager l'investissement privé.

Faiblesse des anticipations des exportations

Enfin, les exportations nettes restent le principal frein à la croissance dans notre scénario en 2026 et 2027. La croissance des exportations resterait freinée par les droits de douane américains et une demande mondiale faible, tandis que la croissance des importations serait légèrement dopée par l'effet positif du budget de l'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.

Banque d'Angleterre : le taux directeur s'approche de son niveau neutre

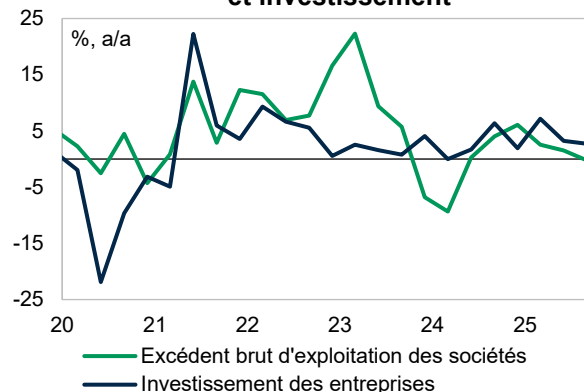
La Banque d'Angleterre (BoE) a décidé de marquer une pause dans son cycle d'assouplissement monétaire en novembre et a laissé son taux directeur inchangé à 4%. Une courte majorité du *Monetary Policy Committee* – MPC – (5 contre 4) s'est inquiétée du risque de hausse des anticipations d'inflation des 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. Lors de sa réunion du 18 décembre, **le MPC a repris son cycle d'assouplissement monétaire, votant 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% sur un an en novembre, excède toujours l'objectif de 2% mais vers lequel elle est désormais censée converger plus rapidement à court terme.

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, ce qui 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.

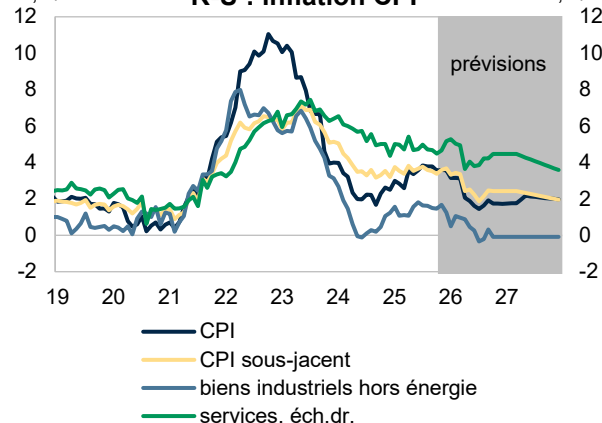
Les conditions sur le marché du travail ont continué de se détériorer. Le taux de chômage a atteint 5,1% sur les trois mois à fin octobre 2025, un niveau supérieur aux anticipations. La croissance des salaires dans le secteur privé a ralenti à 3,9%, contre 4,8% au T2 2025. Le nombre de postes à pourvoir s'est stabilisé sur les trois derniers mois, mais s'inscrit en baisse de 9,6% en septembre-novembre par rapport à leur niveau d'il y a un an. Le nombre 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 (contre 1,8 il y a un an), son niveau le plus élevé depuis le premier trimestre 2021. Les licenciements ont augmenté de 50% sur les trois mois à fin octobre par rapport aux trois mois à fin juillet, atteignant également un plus haut

R-U : profitabilité des entreprises et investissement



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

R-U : inflation CPI



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.



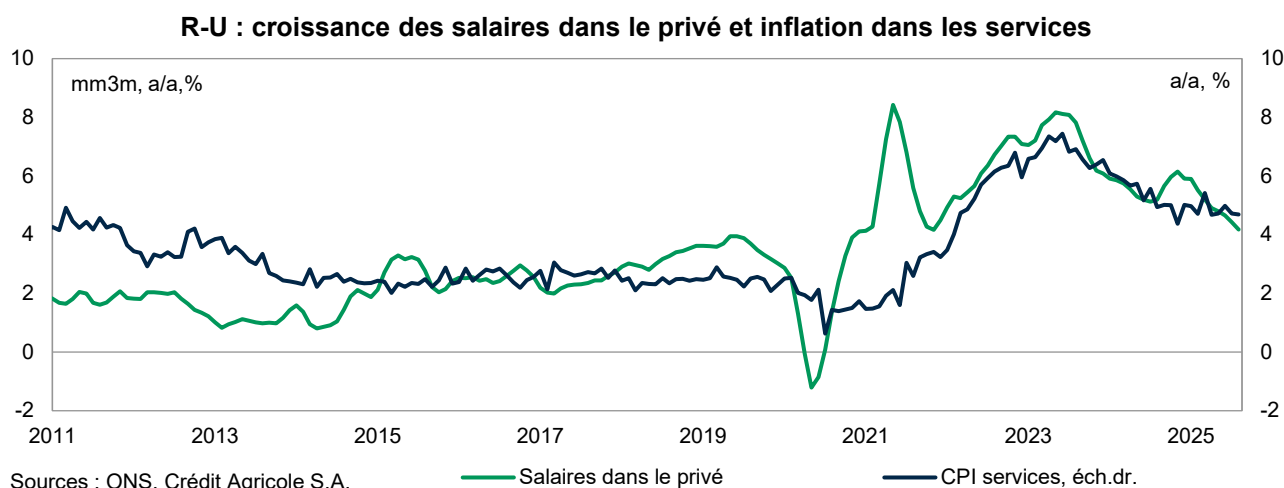
depuis début 2021. Les entreprises réduisent les emplois en raison de la hausse des coûts salariaux liée à l'augmentation des cotisations patronales adoptée en avril 2025. Une tendance exacerbée par l'incertitude liée au budget de l'automne 2025, comme en témoigne le fort recul de l'emploi dans les enquêtes 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 en dessous de 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.

Notre scénario retient une baisse supplémentaire des taux de 25 pnb 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 de l'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. 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) 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.

*Prévisions arrêtées le 12/12/2025
Article achevé de rédiger le 05/01/2026*





PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES & FINANCIÈRES

Scénario macro-économique européen

Scénario macro-économique et financier international

Comptes publics

SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE ZONE EURO

Croissance du PIB

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2025 | | | | 2026 | | | | 2027 | | | |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|
| | | | | | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 |
| Zone euro | 0,8 | 1,4 | 1,2 | 1,3 | 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 | -0,5 | 0,3 | 0,9 | 1,5 | 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 | 1,1 | 0,8 | 1,2 | 1,2 | 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 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,8 | 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 | 3,5 | 2,8 | 2,2 | 1,9 | 0,6 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Pays-Bas | 1,1 | 1,7 | 1,5 | 1,6 | 0,3 | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Belgique | 1,1 | 1,0 | 1,1 | 1,1 | 0,4 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Irlande | 2,6 | 13,3 | 2,4 | 4,0 | 7,4 | 0,3 | -0,3 | -0,5 | 1,1 | 1,2 | 1,2 | 0,8 | 0,8 | 1,1 | 1,1 | 1,1 |
| Portugal | 2,1 | 1,9 | 2,0 | 1,7 | -0,3 | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 0,3 | 0,4 | 0,3 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,2 |
| Grèce | 2,1 | 2,0 | 2,0 | 1,5 | 0,3 | 0,4 | 0,6 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Finlande | 0,4 | 0,2 | 1,1 | 1,2 | 0,0 | -0,2 | -0,3 | 0,6 | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Luxembourg | 0,3 | 0,6 | 1,9 | 1,8 | 0,7 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Autriche | -0,8 | 0,5 | 0,9 | 1,1 | 0,2 | -0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,2 |
| Slovénie | 1,7 | 0,9 | 2,3 | 1,7 | -0,6 | 0,9 | 0,8 | 0,5 | 0,4 | 0,6 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Malte | 6,8 | 3,4 | 3,7 | 3,2 | 0,2 | 0,6 | 1,3 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 |

SCÉNARIO 2026-2027 | PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Zone euro

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2024 | | | | 2025 | | | | 2026 | | | | 2027 | | | |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|
| | | | | | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 |
| PIB volume (a/a, t/t, %) | 0,8 | 1,4 | 1,2 | 1,3 | 0,3 | 0,2 | 0,4 | 0,4 | 0,6 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Demande intérieure hors stocks (contribution au PIB, pp) | 0,7 | 1,6 | 1,3 | 1,4 | -0,1 | -0,2 | 0,7 | 0,5 | 0,7 | -0,2 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Consommation des ménages (a/a, t/t, %) | 1,2 | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 0,5 | 0,2 | 0,6 | 0,5 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Consommation publique (a/a, t/t, %) | 2,2 | 1,7 | 1,5 | 1,2 | 0,1 | 0,9 | 0,5 | 0,6 | 0,0 | 0,4 | 0,7 | 0,3 | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Investissement (a/a, t/t, %) | -2,1 | 2,6 | 1,7 | 2,3 | -2,0 | -2,5 | 1,6 | 0,7 | 2,6 | -1,7 | 0,9 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,5 | 0,6 | 0,6 |
| Variation de stocks (contribution au PIB, pp) | -0,2 | 0,4 | 0,1 | 0,0 | -0,1 | 0,2 | 0,6 | -0,1 | -0,2 | 0,5 | 0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Exportations nettes (contribution au PIB, pp) | 0,4 | -0,5 | -0,3 | 0,0 | 0,4 | 0,3 | -0,9 | 0,0 | 0,1 | -0,2 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Exportations (a/a, t/t, %) | 0,5 | 2,1 | 1,1 | 1,6 | 0,2 | 1,6 | -1,4 | 0,1 | 2,3 | -0,4 | 0,7 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Importations (a/a, t/t, %) | -0,2 | 3,5 | 1,8 | 1,7 | -0,8 | 1,2 | 0,4 | 0,1 | 2,3 | 0,0 | 1,3 | 0,2 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,5 |
| Inflation (a/a, %) | 2,4 | 2,1 | 1,8 | 1,8 | 2,6 | 2,5 | 2,2 | 2,2 | 2,3 | 2,0 | 2,1 | 2,1 | 1,8 | 2,0 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,7 | 1,8 | 1,8 |
| Inflation sous-jacente (a/a, %) | 2,8 | 2,4 | 2,0 | 1,8 | 3,1 | 2,8 | 2,8 | 2,7 | 2,6 | 2,4 | 2,3 | 2,4 | 2,2 | 2,1 | 2,0 | 1,8 | 1,9 | 1,8 | 1,8 | 1,8 |
| Taux de chômage (%) | 6,4 | 6,3 | 6,2 | 6,1 | 6,6 | 6,4 | 6,3 | 6,3 | 6,3 | 6,4 | 6,3 | 6,3 | 6,3 | 6,2 | 6,2 | 6,1 | 6,2 | 6,1 | 6,1 | 6,1 |
| Solde courant (% du PIB) | 1,6 | 2,4 | 1,6 | 1,8 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Solde budgétaire (% du PIB) | -3,1 | -3,0 | -3,1 | -3,1 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Dette publique (% du PIB) | 87,2 | 87,7 | 88,5 | 88,9 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |

France

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2024 | | | | 2025 | | | | 2026 | | | | 2027 | | | |
|---|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|
| | | | | | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 |
| PIB volume, cvs-cjo (a/a, t/t, %) | 1,1 | 0,8 | 1,2 | 1,2 | 0,1 | 0,2 | 0,4 | 0,0 | 0,1 | 0,3 | 0,5 | 0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Demande intérieure hors stocks (contribution au PIB, pp) | 0,6 | 0,5 | 1,0 | 1,1 | 0,0 | 0,1 | 0,4 | 0,2 | -0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Consommation des ménages (a/a, t/t, %) | 1,0 | 0,3 | 0,9 | 1,0 | 0,2 | 0,0 | 0,9 | 0,0 | -0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Consommation publique (a/a, t/t, %) | 1,4 | 1,5 | 1,1 | 0,6 | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,4 | 0,2 | 0,5 | 0,5 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Investissement total (a/a, t/t, %) | -1,3 | -0,2 | 1,1 | 1,7 | -0,6 | 0,3 | -0,9 | 0,2 | -0,1 | 0,0 | 0,5 | 0,1 | 0,3 | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Variations de stocks (contribution au PIB, pp) | -0,8 | 0,9 | -0,3 | 0,0 | -0,2 | -0,4 | 0,8 | -0,4 | 0,8 | 0,6 | -0,4 | -0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Exportations nettes (contribution au PIB, pp) | 1,3 | -0,6 | 0,4 | 0,1 | 0,3 | 0,4 | -0,8 | 0,2 | -0,6 | -0,4 | 0,6 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Exportations (a/a, t/t, %) | 2,4 | 1,3 | 3,2 | 1,9 | 0,5 | 1,6 | -1,7 | 1,5 | -1,4 | 0,3 | 3,2 | 1,1 | 0,2 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Importations (a/a, t/t, %) | -1,3 | 3,1 | 2,0 | 1,5 | -0,6 | 0,4 | 0,4 | 0,8 | 0,2 | 1,5 | 1,3 | 0,4 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Inflation IPC (a/a, %) | 2,0 | 0,9 | 1,0 | 1,3 | 2,8 | 2,2 | 1,7 | 1,3 | 1,1 | 0,8 | 1,0 | 0,9 | 0,8 | 1,0 | 1,1 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 |
| Inflation harmonisée IPCH (a/a, %) | 2,3 | 0,9 | 1,2 | 1,5 | 3,0 | 2,5 | 2,1 | 1,7 | 1,2 | 0,8 | 0,9 | 0,8 | 0,9 | 1,2 | 1,2 | 1,4 | 1,5 | 1,4 | 1,5 | 1,5 |
| Inflation sous-jacente harmonisée (a/a, %) IPCH hors alimentation, alcool et tabac | 2,3 | 1,6 | 1,3 | 1,5 | 2,5 | 2,4 | 2,3 | 2,1 | 1,9 | 1,6 | 1,6 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 1,5 | 1,5 | 1,4 | 1,5 | 1,5 |
| Taux de chômage, France hors Mayotte (%) | 7,4 | 7,6 | 7,7 | 7,6 | 7,5 | 7,3 | 7,4 | 7,3 | 7,5 | 7,6 | 7,7 | 7,8 | 7,8 | 7,8 | 7,8 | 7,7 | 7,7 | 7,7 | 7,6 | 7,5 |
| Taux de chômage, France métropolitaine (%) | 7,2 | 7,4 | 7,5 | 7,4 | 7,3 | 7,1 | 7,2 | 7,1 | 7,3 | 7,4 | 7,5 | 7,6 | 7,6 | 7,6 | 7,6 | 7,5 | 7,5 | 7,5 | 7,5 | 7,4 |
| Solde budgétaire (% du PIB) | -5,8 | -5,5 | -5,2 | -4,9 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Dette publique (% du PIB) | 113,2 | 116,7 | 118,6 | 120,2 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |

Italie

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2024 | | | | 2025 | | | | 2026 | | | | 2027 | | | |
|--|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|------|------|-----|-----|
| | | | | | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 |
| PIB (a/a, t/t, %) | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,8 | 0,1 | 0,2 | 0,0 | 0,2 | 0,3 | -0,1 | 0,1 | -0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,3 |
| Demande intérieure (contribution au PIB, pp) | 0,5 | 1,2 | 0,5 | 0,7 | 0,4 | 0,0 | -0,2 | 0,7 | 0,3 | 0,4 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,3 |
| Consommation des ménages (a/a, t/t, %) | 0,6 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,2 | 0,0 | 0,2 | 0,4 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,3 |
| Consommation publique (a/a, t/t, %) | 1,0 | 0,3 | 0,4 | 0,4 | -0,4 | 0,6 | 0,0 | 0,4 | -0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,2 |
| Investissement (a/a, t/t, %) | 0,0 | 3,1 | 0,0 | 0,4 | -0,7 | -0,5 | -1,3 | 1,9 | 1,0 | 1,5 | 0,6 | -0,1 | -0,3 | -0,4 | -0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,4 | 0,2 |
| Variation des stocks (contribution au PIB, pp) | -0,1 | -0,2 | 0,1 | 0,0 | -0,2 | 0,8 | 0,7 | -0,4 | -0,3 | 0,1 | -0,6 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | -0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,0 |
| Exportations nettes (contribution au PIB, pp) | 0,1 | -0,5 | -0,1 | 0,1 | -0,1 | -0,6 | -0,5 | -0,1 | 0,4 | -0,7 | 0,5 | -0,2 | 0,1 | -0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 |
| Exportations (a/a, t/t, %) | -0,6 | 1,2 | 0,1 | 1,1 | -0,7 | -1,4 | -0,4 | -0,3 | 2,2 | -1,7 | 2,6 | -0,8 | 0,4 | -0,5 | -0,5 | 0,3 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Importations (a/a, t/t, %) | -1,1 | 3,0 | 0,6 | 1,0 | -0,4 | 0,7 | 1,4 | 0,2 | 1,1 | 0,4 | 1,2 | -0,2 | 0,2 | -0,2 | -0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,5 | 0,5 |
| Inflation (a/a, %) | 1,1 | 1,7 | 1,2 | 1,3 | 1,0 | 0,9 | 1,2 | 1,3 | 1,8 | 1,8 | 1,7 | 1,2 | 0,9 | 1,3 | 1,1 | 1,4 | 1,2 | 1,3 | 1,4 | 1,3 |
| Inflation sous-jacente (a/a, %) | 2,3 | 1,8 | 1,5 | 1,3 | 2,6 | 2,2 | 2,3 | 2,2 | 1,9 | 1,9 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,6 | 1,5 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 |
| Taux de chômage (%) | 6,6 | 6,2 | 6,3 | 6,5 | 7,1 | 6,7 | 6,3 | 6,2 | 6,3 | 6,3 | 6,1 | 6,1 | 6,2 | 6,3 | 6,4 | 6,4 | 6,5 | 6,5 | 6,5 | 6,5 |
| Solde courant (% du PIB) | 1,1 | 1,0 | 1,1 | 1,2 | 0,4 | 1,6 | 1,7 | 0,6 | -0,4 | 1,9 | 1,3 | 1,1 | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 1,0 | 1,1 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| Solde budgétaire (% du PIB) | -3,4 | -3,0 | -2,8 | -2,8 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Dette publique (% du PIB) | 134,9 | 136,2 | 138,3 | 138,2 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |

Espagne

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2024 | | | | 2025 | | | | 2026 | | | | 2027 | | | |
|--|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|
| | | | | | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 |
| PIB (a/a, t/t, %) | 3,5 | 2,8 | 2,2 | 1,9 | 1,1 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,6 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Demande intérieure (contribution au PIB, pp) | 3,0 | 3,4 | 2,6 | 1,8 | 0,7 | 0,8 | 0,9 | 1,2 | 0,6 | 0,6 | 1,3 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Consommation des ménages (a/a, t/t, %) | 3,1 | 3,3 | 2,6 | 1,8 | 0,5 | 1,2 | 1,2 | 0,9 | 0,4 | 0,8 | 1,1 | 0,7 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Consommation publique (a/a, t/t, %) | 2,9 | 1,8 | 1,6 | 1,2 | 0,6 | 0,0 | 1,6 | 0,1 | 0,2 | 0,0 | 1,3 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Investissement (a/a, t/t, %) | 3,6 | 5,9 | 4,0 | 2,5 | 1,5 | 0,5 | -0,6 | 3,6 | 1,4 | 0,8 | 2,1 | 1,0 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,6 |
| Variation des stocks (contribution au PIB, pp) | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | -0,2 | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Exportations nettes (contribution au PIB, pp) | 0,2 | -0,7 | -0,4 | 0,1 | 0,3 | 0,0 | -0,2 | -0,4 | 0,2 | -0,1 | -0,7 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Exportations (a/a, t/t, %) | 3,2 | 3,7 | 1,8 | 2,2 | 2,2 | 0,6 | 0,3 | 0,1 | 2,4 | 1,4 | -0,6 | 0,4 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,8 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,4 |
| Importations (a/a, t/t, %) | 2,9 | 6,2 | 3,2 | 2,0 | 1,3 | 0,6 | 1,2 | 1,2 | 2,1 | 2,0 | 1,3 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Inflation (a/a, %) | 2,9 | 2,7 | 2,3 | 1,8 | 3,2 | 3,6 | 2,3 | 2,4 | 2,7 | 2,2 | 2,8 | 3,0 | 2,5 | 2,5 | 2,3 | 2,0 | 2,0 | 2,0 | 1,8 | 1,5 |
| Inflation sous-jacente (a/a, %) | 2,9 | 2,6 | 2,5 | 2,0 | 5,0 | 3,9 | 4,2 | 3,6 | 3,2 | 2,9 | 2,8 | 2,5 | 2,3 | 2,7 | 2,7 | 2,6 | 2,5 | 2,1 | 2,0 | 2,0 |
| Taux de chômage (%) | 11,4 | 10,6 | 9,8 | 9,4 | 11,8 | 11,6 | 11,3 | 10,8 | 10,8 | 10,6 | 10,5 | 10,3 | 10,1 | 9,9 | 9,7 | 9,6 | 9,5 | 9,4 | 9,3 | 9,2 |
| Solde courant (% du PIB) | 3,2 | 2,4 | 1,7 | 1,5 | 3,3 | 3,4 | 3,8 | 2,3 | 2,4 | 3,5 | 1,7 | 1,9 | 1,9 | 1,7 | 1,7 | 1,6 | 1,6 | 1,5 | 1,5 | 1,5 |
| Solde budgétaire (% du PIB) | -3,2 | -2,8 | -2,7 | -2,7 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Dette publique (% du PIB) | 101,6 | 100,3 | 99,0 | 99,1 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |

Royaume-Uni

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

* Contributions à la croissance du PIB

** Fin de période

Sources : ONS, BoE, Crédit Agricole SA / ECO

SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE INTERNATIONAL

| | PIB (a/a, %) | | | Inflation* (a/a, %) | | | Balance courante (% du PIB) | | |
|------------------------|--------------|------|------|---------------------|------|------|-----------------------------|------|------|
| | 2025 | 2026 | 2027 | 2025 | 2026 | 2027 | 2025 | 2026 | 2027 |
| Etats-Unis | 1,9 | 2,1 | 2,0 | 2,8 | 2,8 | 2,4 | -3,8 | -3,5 | -3,4 |
| Japon | 1,1 | 1,0 | 1,7 | 3,0 | 1,6 | 1,6 | 2,0 | 2,0 | 3,0 |
| Zone euro | 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 |
| Autres pays développés | | | | | | | | | |
| 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 |
| Asie | 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 |
| Amérique latine | 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 |
| Europe émergente | 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 |
| Afrique, Moyen-Orient | 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 |
| Total | 3,1 | 3,0 | 3,0 | 3,5 | 3,1 | 3,0 | 0,7 | 0,4 | 0,3 |
| Pays industrialisés | 1,6 | 1,6 | 1,7 | 2,6 | 2,3 | 2,0 | -0,6 | -0,7 | -0,6 |
| Pays émergents | 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 |

COMPTES PUBLICS

| | Solde budgétaire (% du PIB) | | | Dettes publiques (% 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 23 janvier 2026



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

Comité de rédaction :

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

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

Maquette & Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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

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

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

