

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

COMMERCE INTERNATIONAL

Tarifs, l'Europe de nouveau dans le viseur des États-Unis. Le président américain D. Trump a annoncé des tarifs douaniers additionnels pour huit pays (Allemagne, Danemark, Finlande, France, Norvège, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède) en l'absence d'un accord pour « l'acquisition totale et complète » du Groenland par les États-Unis. Ces droits de douane, qui s'ajouteraient à ceux préexistants (notamment 15% pour l'UE), seraient de 10% à partir du 1^{er} février et de 25% à compter du 1^{er} juin. Cela remettrait en cause les accords commerciaux signés en 2025 par le Royaume-Uni et l'UE avec les États-Unis. L'UE se tient prête à mettre en place des mesures de rétorsion. Elle pourraient inclure de nouveaux droits de douane et/ou l'usage – inédit – de l'« instrument anti-coercition » pouvant limiter l'accès américain au marché unique et des restrictions à l'exportation. Dans ces conditions, le jugement à venir de la Cour suprême américaine sur les tarifs réciproques revêt une importance supplémentaire pour les économies européennes. Par ailleurs, la Commission européenne a proposé la mise en place d'un prix plancher pour les véhicules électriques chinois vendus dans l'UE, afin d'intégrer les aides publiques chinoises. Cela pourrait conduire à la levée des droits de douane additionnels décidés en 2024 et des mesures chinoises de rétorsion (ex. spiritueux).

Nouveaux droits de douane sur les semiconducteurs mais accord États-Unis/Taiwan. Jusqu'ici exemptés, certains produits contenant des semiconducteurs (notamment de NVIDIA et AMD) seront soumis à des droits additionnels de 25% (hors puces importées utilisées aux États-Unis). Par ailleurs, un accord a été signé avec Taïwan : le tarif est revu à 15% (-5 pp, soit le même niveau que le Japon et la Corée), les tarifs sectoriels sont plafonnés à ce niveau, et certains produits sont exemptés (ex. : biens électroniques, médicaments génériques, ressources naturelles indisponibles aux États-Unis), en contrepartie notamment d'investissements sur le sol américain (USD 250 mds) dans les semiconducteurs, l'énergie, l'IA et l'innovation. Le Parlement taiwanais, contrôlé par l'opposition, doit encore approuver l'accord. Enfin, D. Trump a annoncé sur son réseau social de nouveaux droits de douane secondaires de 25% pour les pays commerçant avec l'Iran. Ces tarifs, non formalisés, concerneraient au premier chef la Chine et les Émirats arabes unis. À venir : délibération de la Cour suprême américaine sur les tarifs réciproques.

ÉCONOMIES AVANCÉES

ÉTATS-UNIS

La transmission des tarifs à l'inflation reste modérée et les données dures apportent des signaux positifs. En décembre, l'inflation CPI est stable en headline (+2,7% a/a) et en sous-jacent (+2,6% a/a). La stabilité (m/m) des prix des biens hors énergie indique que la transmission des tarifs douaniers au consommateur final reste modérée, mais les tensions inflationnistes subsistent sur l'alimentation et l'énergie. En novembre, les prix à la production augmentaient de +0,2% m/m (+0,1% en octobre après +0,6% en septembre) en raison de la composante énergétique (+4,6% m/m), et les ventes au détail montraient une consommation des ménages assez robuste : le résultat total croît à nouveau (+0,6% m/m, +0,7pp) grâce à l'automobile. En décembre, la production manufacturière rebondit (+0,2% m/m, -0,1pp) pour un 2^e mois consécutif, malgré le nouveau repli de l'automobile, tandis que les ventes de logements dans l'ancien atteignaient 4,35 millions (chiffre annualisé, +5,1% m/m), un plus haut depuis fin 2022. Le *Beige Book* de la Fed confirme l'amélioration de l'activité, mais aussi une divergence entre hauts et bas revenus, un niveau d'embauches faible et la persistance de pressions tarifaires moins faciles à absorber.

Par ailleurs, malgré la probabilité de marché d'une baisse de taux de 6% en janvier, J. Williams (Fed de New York) a estimé la politique monétaire actuelle « bien positionnée » après les baisses de taux du S2 2025. À venir : discours de D. Trump au WEF (mercredi), nouvelle estimation du PIB du T3 2025 (jeudi), inflation PCE de novembre (jeudi).

UNION EUROPÉENNE

Avancées dans le financement du réarmement. La Commission européenne (CE) a approuvé EUR 38 mds de financements (pour la Belgique, la Bulgarie, le Danemark, l'Espagne, la Croatie, Chypre, le Portugal, la Roumanie) dans le cadre du plan SAFE (réarmement). La CE a précisé les modalités du prêt en soutien à l'Ukraine : EUR 90 mds pour 2026–2027, dont EUR 60 mds d'assistance militaire et EUR 30 mds de soutien budgétaire, avec un premier versement au 2^e trimestre 2026.

ZONE EURO

Progression de la production industrielle de 0,7% m/m (+2,5% a/a) en novembre, portée par les biens d'équipement (+2,8% m/m) et l'énergie (+2,2% m/m). Le taux d'épargne des ménages a reculé de 15,4% au T2 à 15,1% du revenu disponible brut (RDB) au T3, ce qui reste élevé. Le ratio d'endettement des ménages est stable à 81,5% du RDB, tandis que celui des entreprises atteint son plus bas niveau depuis 2007 (66% du PIB en termes consolidés). À venir : compte courant de novembre (mardi), PMI (vendredi).

- Allemagne : Rebond de la croissance au T4 2025. La croissance a rebondi à 0,3% en 2025 (après deux années de contraction), portée par les dépenses publiques et la consommation des ménages et pénalisée par les exportations et l'investissement du secteur privé. La croissance pour le T4 2025 sera publiée le 30 janvier ; nous l'estimons à +0,3% t/t (sur la base des chiffres trimestriels publiés jusqu'au T3 et du chiffre annuel pour 2025), après une stagnation au T3. Elle aurait été soutenue par un rebond de la production industrielle (biens d'équipement) et de la construction (infrastructures). À venir : PMI (vendredi).

- France : Le gouvernement maintient sa cible de déficit à 5% du PIB et propose des concessions en faveur des ménages financées par l'impôt sur les bénéfices des grandes entreprises. Des dépenses additionnelles ont été annoncées (prime d'activité notamment) afin d'obtenir un accord de non-censure permettant d'adopter le budget au travers de l'article 49.3. La surtaxe de l'impôt sur les sociétés serait réhaussée à son niveau de 2025 (EUR 8 mds) afin de maintenir la cible de 5% de déficit public en 2026. En parallèle, la Banque de France a confirmé son estimation d'une croissance à 0,2% au 4^e trimestre, soutenue par l'industrie. À venir : climat des affaires Insee et PMI (vendredi).

- Italie : Amélioration de la production industrielle avec +1% 3m/3m en novembre (plus haut depuis juin 2022), soutenue par les équipements de communication et électriques.

ROYAUME-UNI

Accélération de la croissance du PIB en novembre (+0,3% m/m), soutenue par l'industrie (+1,1% m/m, rebond après la cyber-attaque subie par Jaguar Land Rover en septembre 2025). L'activité s'est contractée de 1,3% m/m dans la construction (reports liés à l'incertitude budgétaire). À venir : emploi de novembre (mardi), inflation (CPI et PPI) de décembre (mercredi), ventes au détail et PMI (vendredi).



[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)**JAPON**

Des élections générales anticipées le 8 février, en raison de la dissolution, par la Première ministre S. Takaichi, de la Chambre basse du Parlement, où son gouvernement ne dispose que d'une majorité relative. Ses promesses de campagne incluent une suspension de deux ans des taxes sur la consommation alimentaire. *À venir : Réunion de la Banque du Japon, inflation de décembre et PMI (vendredi).*

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

Une année record pour les investissements des non-résidents sur les marchés obligataires des principaux pays émergents. Selon les estimations de l'Institute for International Finance sur la base de son *tracker* mensuel, les flux nets d'investissements de portefeuille en actions et obligations des non-résidents, sur les places financières des principaux pays émergents, se sont élevés à USD 266 mds en 2025. Cela reste sensiblement moins que les records supérieurs à USD 300 mds enregistrés entre 2017 et 2021. Mais, hors Chine dont les flux sont redevenus négatifs (-USD 72 mds), le millésime 2025 est exceptionnel avec USD 339 mds d'investissements, actions et obligations confondues, et un record de 386 mds pour les seules obligations.

AFRIQUE

Vers une extension de l'AGOA. La Chambre des représentants étatsunienne a adopté une prolongation de 3 ans de la loi AGOA qui a expiré le 1^{er} octobre dernier. Cette extension permettra un accès au marché étasunien préférentiel pour un grand nombre d'exportations africaines jusqu'à fin 2028. Toutefois, elle ne devrait pas remplacer les tarifs douaniers réciproques. Le texte de loi doit être approuvé par le Sénat, qui pourrait modifier la liste des pays bénéficiaires. L'Afrique du Sud pourrait en sortir compte tenu des tensions persistantes avec les États-Unis.

AMÉRIQUE LATINE

Mexique : Apaisement temporaire des tensions avec les États-Unis. Le président Trump et la présidente Sheinbaum se sont entretenus le 12 janvier afin d'évoquer « la sécurité, les échanges commerciaux et les investissements ». Un appel spécifiquement dédié à la sécurité, abordant notamment les relations du Mexique avec Cuba, doit être organisé le 22 janvier prochain.

ASIE

- Chine : Sans surprise, la croissance économique a atteint la cible officielle de 5% en 2025. La faiblesse de la demande intérieure s'est accentuée en fin d'année, la performance du commerce extérieur est restée très solide. La croissance du PIB réel s'est établie à 4,5% en g.a. au T4 2025 (après 4,8% au T3) et à 1,2% t/t (après 1,1% au T3). La contraction de l'investissement s'est aggravée au T4 (-3,8% en valeur sur l'ensemble de 2025) et concerne à la fois l'immobilier, les infrastructures et le secteur manufacturier. Les ventes au détail ont marqué le pas sur les deux derniers mois de l'année et ont quasiment stagné en termes réels en décembre. De leur côté, les chiffres de commerce extérieur pour décembre confirment les tendances de l'année 2025 : i) croissance solide des exportations (+6,6% en g.a. en USD en décembre et +5,5% en 2025), avec une forte baisse des ventes vers les États-Unis et une forte hausse des ventes vers les autres régions du monde ; ii) faiblesse des importations (+5,7% en g.a. en décembre et 0% en 2025) ; iii) excédent commercial record : de USD 114 mds en décembre et USD 1190 mds sur l'ensemble de 2025, en hausse de 20% par rapport à 2024 (vs. l'excédent commercial de USD 419 mds en 2019).

Annonce de baisse de taux : en réponse au ralentissement des crédits à l'économie (+8,3% en g.a. fin 2025 contre +8,9% à la mi-2025), les autorités ont annoncé des réductions de taux d'intérêt de 25 pb sur les facilités de refinancement de la Banque centrale (permettant d'accorder des prêts à taux préférentiels à des secteurs ciblés tels que l'agriculture, la tech et les petites entreprises).

- Corée du Sud : Fin probable du cycle d'assouplissement monétaire. Le taux directeur a été maintenu à 2,5% pour la 5^e fois consécutive. La Banque centrale indique que la forte volatilité du taux de change, la hausse des prix immobiliers dans la métropole de Séoul (+12% en 2025, alors que la hausse est légèrement inférieure à 1,5% pour l'indice national) et la persistance de pressions inflationnistes (l'inflation est ressortie à 2,3% en g.a. en décembre, au-dessus de la cible de 2% pour le 4^e mois consécutif) sont les raisons du *statu quo*.

- Malaisie : Croissance solide au T4-2025. Selon les premières estimations, le PIB aurait accéléré de 5,7% en g.a. au T4-2025 portant la croissance sur l'ensemble de l'année à 4,9% (vs. 5,1% en 2024). Comme dans le reste de l'ASEAN, la croissance a beaucoup mieux résisté que prévu en raison notamment de la bonne tenue des exportations de produits électroniques et, surtout, des semi-conducteurs. La croissance en 2026 devrait ralentir entre 4% et 4,5% selon le gouvernement.

EUROPE ÉMERGENTE

- Pologne : Statu quo monétaire. Conformément aux attentes, la Banque centrale a maintenu son taux directeur inchangé à 4,00%. Le cycle d'assouplissement monétaire, débuté l'an dernier, pourrait bientôt se terminer. Deux baisses de 25 pb sont encore attendues dans les mois à venir (après -175 bp en cumul en 2025). En décembre, l'inflation (+2,4% en g.a.) s'est maintenue en dessous de la cible d'inflation de la Banque centrale (2,5% ±1 pt), ce qui procure une certaine flexibilité aux autorités monétaires.

- Europe centrale : Données d'inflation peu homogènes en décembre, tendance à la baisse dans les prochains mois. Les chiffres pour décembre montrent un reflux en Roumanie et en Hongrie, une légère accélération en Slovaquie et une relative stabilité en Pologne et en République tchèque (Slovaquie : +3,9% en g.a. en décembre, Pologne : 2,4%, Rép. tchèque : 2,1%, Hongrie : 3,3%, Roumanie : 9,7%). Dans l'ensemble, la tendance est à un reflux. Toutefois, en moyenne en 2025, les pays d'Europe centrale ont enregistré une légère remontée de l'inflation comparativement à 2024. Les raisons sont multiples : hausse du taux de TVA en Roumanie (juillet 2025) et en Slovaquie (janvier 2025), hausse des prix des biens alimentaires en début d'année en Rép. tchèque et en Hongrie. Point marquant, l'inflation de deux pays (Pologne et Hongrie) était conforme à l'objectif cible fin décembre 2025. La Rép. tchèque devrait atteindre cet objectif cette année aussi. En 2026, le reflux devrait se poursuivre.

MATIÈRES PREMIÈRES

La baisse temporaire du risque d'une action militaire américaine en Iran n'entraîne qu'un repli modéré des cours du pétrole. L'écart entre les cours US (WTI) et le Brent repart à la hausse (environ 4,5 USD/b) avec les espoirs d'une reprise rapide de la production vénézuélienne s'éloignant. Cet écart s'était fortement réduit (baisse du WTI) avec la capture du président Maduro.

Fort rebond du prix du gaz en Europe (TTF : +27% depuis le 8 janvier) qui retrouve ses niveaux de mi-2025 sur fond de baisse des températures en Europe, de stocks européens relativement bas et de risque sur l'approvisionnement turc en cas de rupture de production en Iran.

