

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

## COMMERCE INTERNATIONAL

**Accord de libre-échange entre l'Union européenne et l'Inde** : il prévoit la réduction, voire la suppression, des droits de douane sur plus de 90% des exportations européennes (0,8% des exportations de biens) vers l'Inde, soit une économie de EUR 4 mds par an pour l'UE. Les taxes passeront progressivement à 10% dans l'automobile (dans la limite de 250 000 véhicules par an), les machines, la chimie et la pharmacie. L'accord doit aussi faciliter la mobilité des Indiens au sein de l'UE et intègre un volet défense et sécurité. 99,5% des biens indiens exportés (21,1% de ses exportations) vers l'UE sont concernés.

**Royaume-Uni - Chine** : Keir Starmer a annoncé la réduction de moitié (à 5%) des tarifs douaniers sur les whiskys britanniques et une exemption de visa (< 30 jours) pour les ressortissants chinois. Il a également exprimé son souhait de déposer un projet de loi visant à encadrer un rapprochement avec l'UE.

## ÉCONOMIES AVANCÉES

### ÉTATS-UNIS

**États-Unis** : la Fed interrompt ses baisses de taux, tandis que le président Trump choisit Kevin Warsh (ancien membre du Conseil des gouverneurs en 2006-11) comme prochain président à partir de mai 2026 ; le dollar se déprécie et la confiance des ménages se dégrade fortement. La nomination de K. Warsh devra être confirmée par le Sénat. La journée du 30 janvier s'est conclue sur les marchés par une appréciation du dollar (après une dépréciation jusqu'à 1,2 USD par euro jusqu'à jeudi) et un léger recul des actions américaines (signe que les marchés n'attendent pas particulièrement d'assouplissement de la politique de taux sous K. Warsh) ; les rendements obligataires de long terme ont diminué. Au préalable, la Fed avait maintenu sa cible des Fed Funds à 3,5% - 3,75% ([notre commentaire sur cette décision](#)). Le FOMC note des « signes de stabilisation » du taux de chômage et prend acte d'une croissance « solide » et de perspectives « nettement améliorées ». La confiance des ménages (Conference Board) atteint 84,5, soit -9,7 pts, un plus bas depuis 2014, lié notamment à la perception d'une détérioration nette du marché du travail. À venir : enquête emploi NFP de janvier (vendredi), ISM manufacturier (lundi) et non manufacturier (mercredi), enquêtes JOLTS de décembre (mardi), confiance des ménages Michigan (vendredi).

### ZONE EURO / UE

**Évolutions positives** : la croissance a atteint 0,3% t/t au T4 2025 (+1,5% en moyenne annuelle) comme au T3. L'indice de sentiment économique (ESI) atteint en janvier son meilleur niveau depuis trois ans (99,4 ; +2,2 pts m/m), avec une amélioration nette dans l'industrie (-6,8 ; +1,7 pt m/m), dans les services (7,2 ; +1,4 pt m/m) et de la confiance des ménages (-12,4 ; +0,8 pt m/m). Le taux de chômage retrouve son plus bas historique, à 6,2% (-0,1 pp m/m) en décembre. À venir : anticipations d'inflation des ménages de décembre (mardi), PMI composite et services et inflation, PPI de décembre (mercredi), ventes au détail de décembre et réunion de la BCE (jeudi).

**- Allemagne : rebond de la croissance et des intentions d'achat des ménages**. La croissance a atteint +0,3% t/t au T4 2025 (+0,4% a/a), tirée par la consommation. Les dépenses d'investissement réalisées en 2025 sont inférieures de EUR 28,8 mds à ce qui avait été prévu (déploiement partiel des dépenses en infrastructures). Le gouvernement a réduit sa prévision de croissance pour 2026 à 1,0%, (vs. 1,3% dans la projection d'automne 2025 et +0,6% pour la Bundesbank).

La confiance des ménages GfK s'améliore en janvier (+2,8 points m/m). Les intentions d'achat retrouvent leur meilleur niveau depuis mars 2022 (à -4, +3,5 points m/m). L'inflation harmonisée s'est inscrite à 2,1% en janvier (+0,1 pt m/m), l'inflation sous-jacente à 2,5% (+0,1 pt m/m). À venir : nouvelles commandes à l'industrie (jeudi), production industrielle et balance commerciale de décembre (vendredi).

**- France : croissance au beau fixe soutenue par les ménages (consommation et investissement) et les exportations**. La croissance du PIB a atteint 0,2% t/t au T4 2025 (+0,5% t/t au T3), et se renforce a/a avec 1,1% au T4 (après +0,9% au T3). Au T4, la dépense des ménages (consommation : +0,3% t/t, investissement : +1,1% t/t) et les exportations (+0,9% t/t après +3,2% au T3) sont ses principaux soutiens. La croissance annuelle a atteint 0,9% en 2025 et nous relevons notre prévision de croissance pour 2026 de 1,1 à 1,3%. La confiance des ménages est stable à 90 en janvier. La proportion des ménages souhaitant acquérir un bien immobilier dans les deux ans a augmenté à 10,5% en janvier (plus haut depuis juin 2022, +3 points en deux mois), annonçant une nouvelle hausse des mises en chantier de logements en 2026 (+7,1% en 2025). A contrario, les perspectives d'activité dans les travaux publics se sont contractées à -27 (-14 points t/t, plus bas depuis le T3 2015). En parallèle, les créations d'entreprises ont crû de 3,9% m/m en décembre et de près de 5% en 2025 a/a. L'emploi dans le secteur privé s'est érodé au T4 (-0,1% t/t) et termine 2025 relativement inchangé par rapport à fin 2024 (-0,2%). À venir : inflation en janvier (mardi), production industrielle de décembre (jeudi), balance commerciale et balance des paiements en décembre et 2025 (vendredi).

**- Italie : de bonnes surprises**. La croissance du PIB a augmenté au T4 2025 (+0,3% t/t contre +0,1% au T3), portant la croissance annuelle à 0,7%. L'ESI atteint un plus haut depuis avril 2023 (102,7 ; +1,3 pt m/m), soutenu par les services (8,8 ; +3,3 pts), l'industrie (-5,8 ; +0,6 pt) et la confiance des ménages (-15,4 ; +1,0 pt). Les intentions d'achats de biens importants s'améliorent (+4,2 pts m/m). Le PMI manufacturier se redresse en janvier (48,1 ; +0,2 pp m/m). À venir : PMI services et composite, et inflation (mercredi), ventes au détail de décembre (vendredi).

### JAPON

**Dégradation de la conjoncture fin 2025**. En décembre 2025, la production industrielle s'est érodée (-0,1% m/m) après le décrochage de novembre (-2,7% m/m) et les ventes au détail ont baissé (-2,0% m/m) pour la première fois depuis août. En janvier, l'inflation sous-jacente de Tokyo, indicateur avancé du résultat national, recule à +2,0% a/a (-0,3 pp, plus bas depuis fin 2024) grâce au reflux du prix de l'essence. À venir : Summary of Opinions de la BoJ (lundi), dépenses de consommation de décembre (vendredi).

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES

### AFRIQUE/MOYEN-ORIENT

**Arabie Saoudite** : l'activité économique reste solide. La croissance a atteint 4,9% en g.a. au T4, tirée par la hausse de 10,4% du PIB pétrolier. Hors hydrocarbures, l'activité reste soutenue (4,1% en g.a. contre 4,3% au T3). Sur l'ensemble de 2025, le PIB a progressé de 4,5%, soit sa croissance la plus rapide depuis 2022.

### AMÉRIQUE LATINE

**Argentine** : Surplus budgétaire et baisse du spread souverain. Le budget du gouvernement central a dégagé un excédent de 0,2% du PIB



[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

en 2025 (après -0,1% en 2024). Le solde primaire est excédentaire pour la 2<sup>e</sup> année consécutive (estimé à 1,4% du PIB, après 1,3% en 2024). L'appréciation par les marchés du risque souverain s'améliore, le CDS spread (source CMA) est proche de la barre des 500 points de base (contre 1000 pb début 2025).

**Brésil : le pivot monétaire approche.** Le 28 janvier, la Banque centrale du Brésil (BCB) a laissé inchangé son taux directeur, le Selic, à 15%, tout en indiquant qu'une première baisse pourrait intervenir en mars. Ce signal reflète un reflux plus marqué de l'inflation (y compris sous-jacente), porté par un affaiblissement de l'activité, le ralentissement du crédit et l'appréciation du real (+7% contre le dollar depuis début janvier). La BCB prépare son virage monétaire avec prudence : l'inflation dans les services persiste, et les anticipations d'inflation dépassent toujours l'objectif de 3% jusqu'en 2029. Par ailleurs, le marché du travail demeure résilient, les incertitudes géopolitiques ne faiblissent pas, des mesures de relance budgétaire en amont des élections d'octobre pourraient raviver la demande, et la qualité du crédit se dégrade (hausse de l'endettement des ménages et des créances douteuses).

**Chili : la Banque centrale a maintenu son taux directeur inchangé à 4,5%.** Les pressions inflationnistes diminuent et l'inflation se rapproche de la cible de 3% (3,5% en décembre). Le communiqué souligne une « combinaison de risques géopolitiques, budgétaires et financiers » pour justifier sa position prudente.

**Colombie : la Banque centrale a débuté un cycle de resserrement monétaire** en augmentant le taux directeur de 100 pb le 30 janvier, bien au-delà des attentes. Alors que la cible d'inflation est fixée à 3%, l'inflation est ressortie supérieure à 5% au cours des cinq derniers mois (5,1% en g.a. en décembre).

**ASIE**

**PMI manufacturiers : les indices sont solides en Inde et dans les pays de l'ASEAN.** Bien qu'en léger recul en Thaïlande (en raison des élections à venir) et au Vietnam, les PMI dans l'ASEAN sont restés bien orientés en janvier (52,8 en moyenne).

**Chine : dégradation des PMI en janvier.** Les PMI officiels des secteurs manufacturier et non manufacturier sont repassés sous la barre des 50, signalant un ralentissement généralisé en début d'année. Le PMI manufacturier publié par RatingDog délivre toutefois un message un peu plus positif (50,1 en décembre contre 50,3 en janvier).

**Hong Kong : poursuite de l'accélération de la croissance au T4 2025.** La croissance du PIB réel a été plus solide que prévu tout au long de 2025, atteignant +3,8% a/a au T4 (+1,0% t/t) et +3,5% sur l'ensemble de l'année. L'activité, y compris dans le secteur financier, a retrouvé des couleurs après une période difficile de reprise post-Covid. Le commerce extérieur a été stimulé par la forte progression des exportations asiatiques. La demande intérieure privée a été encouragée par l'assouplissement des conditions monétaires et des effets de richesse positifs dus au rebond du marché immobilier et à la forte hausse de l'indice Hang Seng (+28% entre fin 2024 et fin 2025 et +9% en janvier 2026).

**Taiwan : croissance en 2025 au plus haut depuis 15 ans.** La croissance a atteint +12,7% a/a au T4 (+5,5% t/t) et +8,6% sur l'ensemble de 2025. L'activité a été largement tirée par les exportations de puces et autres composants électroniques liés au boom de l'IA. Les exportations totales ont augmenté de +35% en dollars courants en 2025, contre +10% en 2024. Les États-Unis ont absorbé 31% du total (contre 23% en 2024).

**Inde : budget 2026/2027, faible consolidation des finances publiques.** Le gouvernement prévoit de réduire son déficit budgétaire de seule-

ment 0,1pp à 4,3% du PIB. Ses recettes resteront faibles (9,3% du PIB) et la charge d'intérêt sur sa dette restera très lourde (38,4% des recettes). Ses marges de manœuvre pour soutenir la croissance ou faire face à un choc sont faibles.

**Indonésie : forte baisse des indices boursiers en fin de semaine dernière** dues aux préoccupations de MSCI sur la capacité à investir facilement sur le marché boursier indonésien. En réponse, les autorités ont annoncé un relèvement du *free float* minimum de 7,5% à 15% afin d'améliorer la liquidité des actions et répondre aux critères d'un marché « *investissable* » selon les standards MSCI. Si cette dernière ne constatait pas d'amélioration suffisante, l'Indonésie pourrait être reclassée de marché émergent à « marché frontière ». Or, le pays dépend des investissements de portefeuille étrangers pour couvrir ses besoins de financement en devises. Cette annonce intervient dans un contexte de tensions sur les marchés financiers indonésiens en raison de la baisse des taux d'intérêt, des interrogations quant à l'indépendance de la banque centrale et des risques de dérapage des finances publiques.

**EUROPE ÉMERGENTE**

**PMI manufacturiers : en baisse en République tchèque, en Hongrie et en Roumanie.** En Hongrie et en République tchèque, l'indice est redescendu sous la barre de 50 en janvier. Les nouvelles commandes ont agi à la baisse en Roumanie et en République tchèque. En Pologne, la tendance reste à la hausse, avec une légère amélioration en janvier (6 hausses en 7 mois).

**Croissance : performance mixte en 2025.** La croissance du PIB a été solide en Pologne (+3,6% vs. 2024 : +3,0%) et en République tchèque (+2,5% vs. 2024 : +1,1%). En revanche, l'économie hongroise peine à rebondir (+0,3% vs. 2024 : +0,6%). En Pologne, la croissance en 2025 a été soutenue par la consommation des ménages (3,7% a/a) et l'investissement (4,2%). Les chiffres du T4 2025 ne sont pas encore connus. En République tchèque, la croissance a légèrement ralenti au T4 (0,5% t/t) ; elle a été portée par la consommation et la demande extérieure alors que l'investissement a agi à la baisse. En Hongrie, un rebond timide a été enregistré au T4 (+0,2% t/t ; T3 : +0,0%). La consommation des ménages résiste : les ventes au détail ont tenu bon en octobre et novembre. Ce devrait être également le cas en décembre à en juger par l'augmentation des immatriculations de véhicules neufs et l'amélioration des indices de confiance des ménages.

**MATIÈRES PREMIÈRES**

**Les cours du gaz américain (Henry Hub) sont en net repli** et ont pratiquement retrouvé leur niveau antérieur à l'épisode arctique. Sur le marché européen (TTF), les cours baissent en raison de prévisions météorologiques plus favorables, mais dans une moindre mesure qu'aux États-Unis. Le bas niveau des stocks et la persistance de tensions au Moyen-Orient continuent de soutenir le cours.

Les membres de l'OPEP+ se sont accordés pour prolonger la production de pétrole en mars.

**Les cours du cuivre à Londres continuent de battre des records** (le seuil de 14 000 USD/t a été atteint) sous l'effet d'importants mouvements spéculatifs.

**Les cours de l'or et l'argent chutent**, en lien avec l'appréciation du dollar et soutenus par la nomination de Kevin Warsh. Les deux métaux précieux enregistrent des baisses d'environ 12% et 30% (2 février) par rapport à leurs plus hauts historiques respectifs.

