ÉDITORIAL

CINQ BONNES RAISONS D'ÊTRE POSITIFS AU SUJET DE L'EUROPE EN 2026 (ET AU-DELÀ)

L'Europe sort la tête de l'eau. Les chocs ne l'ont pas épargnée, notamment la guerre en Ukraine - son impact sur les prix de l'énergie est largement responsable de la stagnation allemande - et l'incertitude politique en France qui a affecté la croissance du PIB français en 2025. Autant de difficultés que l'Europe est en train de surmonter. Les indicateurs le montrent. La croissance a été solide en 2025, atteignant 1,5% en zone euro, et l'année 2026 devrait être positive au-delà de la résilience affichée en 2025 ; l'industrie est sortie de la récession, soutenue par le réarmement, l'aéronautique et l'IA ; les ménages témoignent d'intentions d'achats inédites depuis février 2022. Autant d'éléments qui aideront l'Europe à poursuivre la construction de son autonomie stratégique. Le contexte est favorable et elle est de plus en plus crédible aux yeux des investisseurs.

L'ALLEMAGNE ENFIN DE RETOUR

L'Allemagne devrait retrouver plus franchement le chemin de la croissance en 2026 pour la première fois depuis quatre ans (après un retour en territoire modérément positif en 2025 à +0,3%). Le coup porté par l'envolée du prix de l'énergie, à la suite du déclenchement de la guerre en Ukraine en février 2022, a été rude.

En outre, après l'annonce en mars 2025 de deux plans d'investissement massifs dans la défense et les infrastructures ferroviaires, les doutes sur leur mise en œuvre se sont accumulés. Les dépenses en infrastructure n'auraient ainsi pas progressé en 2025, en raison d'une mise en œuvre tardive, mais les crédits sont d'ores et déjà votés pour 2026, ce qui devrait permettre une montée en charge. Les dépenses publiques le reflètent et, signe positif, il en va de même de la production industrielle de biens d'équipement depuis le 4e trimestre 2025 (voir notre analyse sur le sujet). La reprise se diffuse avec dix secteurs industriels sur vingt-deux qui rebondissent, ou sont en expansion, d'après l'enquête IFO. Une proportion inédite depuis janvier 2022.

La croissance potentielle allemande devrait rebondir. En effet, l'Allemagne a entrepris de combler le retard d'investissement qui a contribué à obérer sa croissance potentielle pendant des années. Et elle le fait avec un taux d'utilisation des capacités de production bas (reflet des pertes de parts de marché dans l'industrie), capacités qui peuvent aujourd'hui être réorientées. Cela se traduit par une main d'œuvre disponible, comme en témoigne un taux de chômage qui, sans être élevé, a augmenté passant de 3% à son plus bas à 3,8% en novembre 2025.

La hausse de l'investissement est également permise par un endettement limité dont l'impact sur les taux d'intérêt reste relatif et gérable. Ainsi, la charge d'intérêt serait restée proche de 1% du PIB en 2025 et devrait rester contenue à 1,7% du PIB à la fin de la décennie selon nos prévisions. Compte tenu d'un point de départ favorable (des déséquilibres budgétaires modérés), le pays ne souffre pas de contraintes financières. Il n'a pas besoin de faire des économies immédiates pour augmenter ses dépenses là où il le souhaite.

Ce retour de l'Allemagne sur le devant de la scène s'accompagne d'une volonté de s'approvisionner davantage sur le marché intérieur, *a minima* en Europe, et donc un peu moins aux États-Unis (qui captaient jusqu'ici près de la moitié des dépenses d'investissement militaires de l'Allemagne).

UNE DYNAMIQUE EUROPÉENNE

L'Union européenne (UE) projette de s'approvisionner davantage sur son marché, notamment au travers de son programme SAFE finançant les capacités de production additionnelles dans la défense des pays de l'UE.

Cet élément devrait également offrir aux entreprises européennes un relais de croissance, le dynamisme du commerce intra-UE intervenant dans un contexte de diminution des exportations vers la Chine ou les États-Unis en 2025. La croissance des exportations allemandes vers l'Europe (de près de 4% en 2025 après deux années de baisse) constitue, dans ce contexte, un premier signe encourageant.

La nécessaire relance de la demande européenne passe par la réduction des dépendances critiques, notamment dans le domaine militaire, l'énergie (par l'électrification) ou les métaux rares. Toutefois, « Rome ne s'est pas faite en un jour » et il serait excessif, parce que l'autonomie stratégique n'est pas encore atteinte, de ne pas constater de progrès.

Le réarmement européen s'accélère : les dépenses militaires ont atteint 2,1% du PIB de l'UE en 2025 selon nos estimations (contre 1,9% en 2024) et représenteraient 2,5% du PIB en 2026 (selon nos prévisions). La dynamique allemande sera évidente, mais l'effort va également monter d'un cran ailleurs en 2026. Même l'Espagne, qui compte s'arrêter à 2% du PIB, devrait s'atteler en 2026 à se rapprocher de ce seuil. En France, l'année sera également marquée par une accélération de la croissance des dépenses militaires (+0,2 point de PIB, après +0,1 point en 2025).

Par ailleurs, l'Europe a d'ores et déjà lancé de nombreux projets visant à compléter son architecture financière et il est important de constater qu'ils progressent (notamment en matière de paiements, *voir notre analyse*). C'est une condition pour renforcer dans ce domaine aussi l'autonomie stratégique de l'UE, mais aussi attirer davantage de financements. L'UE devra également mieux tirer parti d'une épargne abondante, dont l'ampleur est une force pour l'Europe pour peu qu'elle soit mieux utilisée.

Dans ce contexte, la façon dont l'Europe est perçue à son importance. Or, cette perception s'améliore. La crise de la zone euro est loin derrière nous, les pays qui ont été affectés ont largement résorbé leurs déficits (publics et externes) et se sont désendettés (public et privé), et leur croissance est désormais supérieure à la moyenne européenne.

De plus, à la suite des pressions haussières sur les taux longs allemands (consécutives à l'annonce des plans d'investissement dès avril 2025), une majorité de pays ont bénéficié d'une réduction des *spreads*. Si pendant longtemps la France, pénalisée par l'incertitude politique, a fait exception, la réduction de l'écart s'applique aussi à elle depuis le rejet des motions de censure sur le budget. Cette convergence des taux longs en Europe renforce la solidité de la zone et facilite la mise en œuvre du mandat de la BCE, d'autant plus dans un contexte de remontée générale des taux d'intérêt.

ÉDITORIAL

LA FRANCE, TÊTE DE PONT DU VIRAGE VERS L'IA DE L'EUROPE

L'intelligence artificielle génère aux États-Unis une vague d'investissements d'une ampleur proche de celle qui a accompagné le développement d'Internet à la fin des années 1990, selon une analyse récente du FMI. L'Europe n'est pas restée inactive. Elle attire un nombre croissant de projets d'investissement et, dans ce domaine, le *leadership* européen pourrait bien se trouver en France, qui confirmerait ainsi son statut de premier récipiendaire européen d'investissements étrangers.

La France dispose depuis plusieurs années d'un écosystème favorable aux entreprises technologiques innovantes et aux services numériques. La création d'entreprises, en forte hausse depuis dix ans, a continué d'augmenter en 2025 (+5% a/a), tout comme l'investissement des entreprises françaises dans le numérique, qui fait de ce secteur le plus conséquent en Europe (voir notre analyse). La France produit également une électricité abondante, peu onéreuse et décarbonée ; un critère décisif pour attirer des centres de données, très consommateurs en électricité. Sans surprise, donc, c'est en France que les projets les plus importants d'Europe ont été annoncés, selon un rapport récent des Nations Unies.

Mais *leadership* ne signifie pas exclusivité. Au niveau européen, l'utilisation de l'IA apparaît mieux ancrée : si les États-Unis ou la Chine ont pris de l'avance en matière d'investissements dans l'IA, près de quatre Européens sur dix y ont déjà eu recours contre trois Américains sur dix et un peu moins de deux Chinois sur dix (selon un rapport de Microsoft).

Nombre d'entreprises européennes devraient franchir un cap en 2026. Et même si la statistique qui le démontre vient une nouvelle fois de France, difficile d'imaginer qu'elle soit cantonnée à l'Hexagone : pour la première fois dans l'histoire de l'enquête Insee sur l'investissement (qui a débuté en 2000), c'est la modernisation et la rationalisation qui prennent le pas sur le renouvellement dans les intentions d'investissement des entreprises industrielles.

Ainsi, l'idée reçue selon laquelle l'Europe est mature, vieillissante et manque de dynamisme pourrait bien être battue en brèche. Certes, la croissance de la population ralentit et son capital est largement construit, mais l'Europe s'apprête probablement à mettre fin à plusieurs années durant lesquelles son horizon se bornait à renouveler l'existant devenu obsolète.

LE PREMIER AVIONNEUR CIVIL MONDIAL EST EUROPÉEN ET SA PRODUCTION A FORTEMENT AUGMENTÉ

L'aéronautique est l'un des rares secteurs de l'économie européenne à avoir toujours bénéficié d'un carnet de commandes bien rempli post-Covid. Il est le dernier où les contraintes d'offre persistantes (chez les fournisseurs et en termes de pénuries de main d'œuvre) limitent la production. Cela est lié à la nature même de ce secteur qui se caractérise par une nette augmentation des activités de maintenance qui s'ajoutent à la construction d'appareils neufs civils et au développement du militaire.

Ainsi en France, si la production aéronautique a stagné entre fin 2023 et mai 2025 (près de 20% en deçà de son niveau pré-Covid), ce n'est plus le cas depuis juin dernier : la production a augmenté de 15% pour combler l'essentiel du retard. Dans les prochains mois, une nouvelle hausse est à attendre pour faire face à une montée en charge encore nécessaire afin de tenir les objectifs de livraison. Malgré la hausse observée en 2025, Airbus a en effet manqué son objectif de livraisons (820 avions initialement, contre 793 livrés).

RETOUR PRUDENT DU CONSOMMATEUR EUROPÉEN

Le ralentissement de la croissance de la consommation des ménages, qui a suivi le déclenchement de la crise inflationniste, est la principale cause de la moindre croissance observée en zone euro depuis quatre ans (voir notre analyse).

Si le rebond de la consommation n'a pas eu lieu alors que la croissance des salaires dépasse l'inflation depuis 2024, c'est parce que l'inquiétude autour du chômage a pris le relais. Cette crainte a alimenté celle d'une détérioration du niveau de vie général des Européens (alors même que la perception par les ménages de leur propre situation financière restait relativement inchangée).

Or, le taux de chômage n'a pas augmenté, surtout si on considère la zone euro où il reste proche des plus bas historiques. De plus, la hausse est restée modérée dans les pays où les craintes étaient le plus accrues (France, Allemagne). Cette résilience du marché du travail a entraîné une diminution des inquiétudes, qui s'est traduite par un rebond des intentions d'achats de biens durables à un plus haut depuis février 2022. Avec un pouvoir d'achat qui devrait s'améliorer (hausse du salaire minimum en Allemagne, baisses d'impôts sur les classes moyennes en Italie, consolidation budgétaire qui n'affecte pas les ménages en France), les conditions semblent donc réunies pour un rebond de la consommation en zone euro.

***

Malgré l'amélioration des fondamentaux de la croissance européenne, les risques baissiers restent significatifs. L'Europe demeure en effet dépendante en matière d'approvisionnements stratégiques (énergie, métaux rares) et d'infrastructures (numérique et militaire). Toutefois, une part importante des dynamiques nous semble relativement peu exposée à ces risques. L'Europe se construit dans les crises. Les réponses qu'elle apporte à celles qu'elle vient de vivre permettent d'être aujourd'hui raisonnablement optimiste sur sa capacité à avancer.

Stéphane Colliac