

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond — Associé & CIO



STAGFLATION : NOUVEAU CHALLENGE POUR LA ZONE EURO

Croissance du PIB de zéro au S1? Retour en force des risques de stagflation. Chute du moral des ménages. Nouvelle menace inflationniste. Risques de trois hausses de taux en 2026. Faiblesse de l'euro. Le choc de taux pénalise tous les actifs financiers.

Points clés



- Tendence du T4 fortement remise en question au T1
- Révision des prévisions du PIB pour le S1 à zéro?
- Les indicateurs avancés annoncent une stagflation
- Le moral des ménages s'effondre
- Inflation : Retour du risque énergétique en 2026
- Nouvelle politique de la BCE : 3 hausses en 2026?
- Hausse des taux des obligations et des primes de risque
- La crise pétrolière pénalise l'euro face au dollar
- Le choc des taux pèse sur l'immobilier titrisé
- Les actions européennes réagissent à une possible stagflation

La tendance positive du T4 fortement remise en question au T1

L'élan de la reprise s'avère un peu moins robuste que prévu après révision, face à la dissipation des incertitudes politiques et au redressement progressif de la demande. Le PIB du T4 est désormais estimé à +0.2%, tandis que sur l'ensemble de l'année 2025, la progression s'est consolidée à +1.2%. L'économie de la zone euro a ainsi fini l'année sur une note positive, mais relativement modeste, comme nous l'anticipions, grâce à la détente continue des conditions de crédit et à la désinflation. La consommation privée (+0.4%) et les dépenses publiques (+0.5%) ont, au contraire des stocks, soutenu la croissance. Globalement, la zone euro faisait preuve d'une belle agilité dans le contexte des ajustements commerciaux, certainement grâce à un marché du travail resté proche du plein emploi permettant de maintenir les dépenses des ménages et l'investissement à un bon niveau. Le contexte de taux bas et de politique monétaire plus accommodante a aussi contribué à cette évolution positive. La reprise s'est donc ancrée, mais il restera à confirmer sa durabilité, notamment, du côté des exportations et en Allemagne. La résilience de la zone reposait notamment sur la solidité de la France (+0.2%), de l'Allemagne (+0.3%), de l'Italie (+0.3%) et de l'Espagne (+0.8%). L'Espagne (+0.8%) confirmait son statut actuel de locomotive avec une

progression robuste, soutenue par un secteur des services toujours florissant. Globalement, la confiance des ménages était liée à la baisse des prix de l'énergie et d'une inflation alors contenue. Ces nations affichaient une trajectoire clairement plus porteuse, mais à l'opposé de ce dynamisme, le cœur industriel traditionnel de l'Europe peinait encore à accélérer, questionnant la vitesse du rattrapage allemand. L'Allemagne enregistrait en effet une croissance de +0.3%, sortant de sa stagnation, mais sans réel rebond. Son modèle économique reste freiné par la transition énergétique coûteuse et par une demande chinoise qui, bien qu'en stabilisation, pèse sur sa compétitivité industrielle. Cette fragilité allemande contamine indirectement l'Italie, dont l'industrie manufacturière demeure très dépendante des commandes outre-Rhin. En définitive, ce quatrième trimestre 2025 ne témoignait pas d'une accélération réjouissante, mais plutôt d'une convergence lente vers une croissance plus homogène à bas régime. L'incertitude liée aux barrières douanières avait certainement pesé sur le moral au T3, mais ce facteur s'est estompé, favorisant une reprise des commandes industrielles au T4. Notons encore, sur ce point, que l'économie globale a plutôt bien résisté face au choc des prix et que elle pourrait désormais s'appuyer sur des fondamentaux domestiques et des échanges mondiaux en amélioration en début d'année. Cela dit, si les premières estimations de croissance laissent envisager une dynamique renforcée en début 2026, avec des attentes de progression de PIB de +0.3% au T1, l'éclatement de la crise au Moyen-Orient va aussi affecter la zone euro, très sensible à l'approvisionnement en énergie et du gaz de la région et altérer les perspectives.

