

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

ÉCONOMIES AVANCÉES

ÉTATS-UNIS

Les consommateurs sont inquiets mais les prix à la production et l'investissement rassurent. Les ventes au détail ont ralenti en septembre à +0,2% m/m en valeur (-0,4pp), surtout les ventes hors automobile et essence (-0,5 pp, soit +0,1% m/m). La confiance des ménages (*Conference Board*) décroche en novembre (88,7, -6,8 points) et le pessimisme grandit (sur le climat des affaires et les revenus). En septembre, l'indice des prix à la production (+2,7% a/a) a été soutenu par l'énergie et l'alimentation, alors que les pressions sous-jacentes ont reculé (-0,3pp, soit +2,6% a/a). La croissance des commandes de biens durables a ralenti (+0,5% m/m, -2,5pp), mais celle (hors défense et transport) de biens d'équipement, indicateur avancé de l'investissement, se maintient à +0,9% m/m.

Un assouplissement réglementaire pour soutenir l'intermédiation du marché des Treasuries : Le 25 novembre, les régulateurs ont finalisé la règle qui assouplit la contrainte de levier des banques américaines d'importance systémique (G-SIB) et de leurs filiales de dépôts. L'exigence de levier de chacune des huit G-SIB sera comprise entre 3,5% et 4,25% (contre 5% actuellement), celle de leurs filiales de dépôts entre 3,5% et 4% (contre 6% actuellement). Les banques pourront se conformer à cette règle, par anticipation, dès le 1^{er} janvier 2026.

À venir : discours de J. Powell et M. Bowman (mardi), ISM manufacturier (lundi) et non-manufacturier (mercredi) de novembre, enquête ADP sur l'emploi privé de novembre et enquête JOLTS des emplois vacants de septembre (mercredi), production industrielle de septembre (mercredi), PCE de septembre (vendredi), indice de sentiment de l'Université du Michigan de décembre (vendredi).

ZONE EURO / UE

L'indice de sentiment économique (ESI) atteint son meilleur niveau depuis avril 2023 grâce aux services, au commerce et à la construction. La confiance des ménages est stable. Les ventes automobiles continuent de se redresser en octobre (+3,9 m/m ; +5,9% a/a), portées par l'électrique. Les anticipations médianes d'inflation des ménages à horizon d'un an remontent à 2,8 % en novembre mais sont stables à 3 ans (2,5%) et 5 ans (2,2%). D'après les minutes de la BCE, le Conseil n'exclut pas de nouveaux ajustements si les risques à la baisse se renforçaient ou en cas de déviation persistante de l'inflation sous la cible des 2%.

La Commission européenne a dévoilé sa nouvelle évaluation des plans budgétaires nationaux : la politique budgétaire resterait globalement neutre, en zone euro et dans l'UE, en 2025 et 2026. La procédure de déficit excessif de la Roumanie a été suspendue mais une autre est envisagée pour la Finlande. La Commission pointe une trajectoire de dépenses nettes excessive dans six pays (Croatie, Lituanie, Slovaquie, Espagne, Pays Bas et Malte). Le Parlement européen a voté le report de l'entrée en vigueur de la loi anti-déforestation (au 30 décembre 2026 pour les grandes entreprises, au 30 juin 2027 pour les PME) et introduit une clause de revoyure en avril 2026.

À venir : inflation de novembre et taux de chômage d'octobre (mardi), PMI composite de novembre et prix à la production d'octobre (mercredi), ventes au détail d'octobre (jeudi), 3e estimation du PIB pour le T3 (vendredi).

- **Allemagne : Rebond de l'investissement et de l'inflation et budget 2026 adopté.** Le PIB a stagné au T3 (soutien de la consommation publique et de l'investissement en machines et équipements, contraction des exportations et de la consommation des ménages). L'indice GfK de la confiance des ménages s'est redressé à -23,2 (+0,9 point m/m).

L'inflation harmonisée a atteint 2,6% a/a en novembre, son plus haut niveau depuis neuf mois, du fait des prix de l'énergie. L'inflation dans les services est stable et l'inflation sous-jacente recule à 2,7% (-0,1 pp m/m). Le budget fédéral 2026 a été adopté : les dépenses de base augmentent et plus de EUR 80 mds sont mobilisés grâce à des fonds spéciaux (défense, transition climatique, infrastructures). Le recours à l'emprunt net atteint le deuxième niveau le plus élevé de l'histoire. Une réforme globale des retraites est prévue pour 2026.

- **France : Reflux du taux d'épargne et du pouvoir d'achat des ménages, rebond des marges des entreprises.** Le taux d'épargne des ménages a diminué à 18,4% au T3, après un plus haut au T2 (18,7%), sur fond de repli du pouvoir d'achat des ménages (-0,3% t/t au T3, acquis de croissance à +0,6% pour 2025). Le taux de marge des entreprises non financières a rebondi à 31,5% au T3 contre 31,1% au T2. La croissance du PIB a été confirmée à 0,5% t/t au T3. L'emploi salarié s'est stabilisé au T3 (l'estimation flash sur l'emploi salarié privé est révisée à la hausse, tandis que l'emploi public a augmenté). La confiance des ménages s'est repliée à 89 en novembre (-1 point m/m). Si l'opportunité d'épargner atteint un nouveau record (+45), le solde d'opinion sur les perspectives d'évolution du niveau de vie et du chômage continue de s'améliorer. L'inflation a été stable en octobre et novembre à 0,8% a/a. **Après son passage au Sénat, le budget revient à l'Assemblée nationale** qui a jusqu'au 23 décembre à minuit pour l'adopter (il doit être promulgué avant le 31 décembre). En l'absence de budget pour 2026, le gouvernement aura jusqu'au 19 décembre pour faire adopter une loi spéciale qui prolongerait le budget 2025. La Commission européenne valide le projet de budget : la Commission anticipe un déficit public à 4,9% en 2026 et juge le budget qui lui a été soumis pour 2026 conforme aux engagements de la France et cohérent avec un retour à 3% du déficit public en 2029. À venir : commerce extérieur et production industrielle de septembre (vendredi).

- **Espagne : Conjoncture solide, inflation relativement élevée.** L'inflation harmonisée recule légèrement en novembre (-0,1 pp à 3,1%) mais s'est accentuée au cours des derniers mois (3m/3m annualisé à 4,7%). L'ESI s'améliore en novembre (105,9 ; +2 points m/m), soutenu par l'industrie et la construction.

- **Italie : Conjoncture en amélioration, recul de l'inflation.** L'inflation harmonisée recule de 1,3% à 1,1% en novembre, tandis que l'indice en 3m/3m annualisé fléchit à son plus bas niveau en 5 ans (-2,4% en cvs). La croissance du PIB du T3 est révisée à la hausse de 0,1 pp à 0,1% t/t (+0,6% a/a). L'ESI retrouve son plus haut niveau depuis avril 2023 (101,8 ; +1,1 point m/m), porté par les services et la poursuite du rebond dans l'industrie. À venir : taux de chômage d'octobre (mardi), PMI de novembre (mercredi), ventes au détail d'octobre (vendredi).

ROYAUME-UNI

Budget bien accueilli par les marchés, mais la crédibilité du plan de consolidation pose question. La marge budgétaire (*fiscal headroom*) a été relevée de GBP 9,9 mds à GBP 22,7 mds mais reste restreinte, tandis que la plupart des mesures de consolidation prendront effet à partir de 2027. Le gouvernement a annoncé le gel des seuils de l'impôt sur le revenu jusqu'en 2030 (contre 2028 auparavant) et l'imposition, au-delà de GBP 2000, des sommes placées par les salariés pour leur retraite via leur employeur. En contrepartie, la limite fixée à deux enfants pour bénéficier des prestations sociales sera supprimée. Le marché obligataire a réagi favorablement en raison d'un volume d'adjudications de dette moins important que prévu (GBP 303,7 mds contre GBP 308 mds) en 2026.



Retrouvez notre scénario et nos prévisions

À venir : crédit et agrégat monétaire d'octobre (lundi), indice des prix immobiliers de novembre de Nationwide (mardi) et Halifax (vendredi).

JAPON

La BoJ prépare une hausse de taux en décembre alors que les données dures sont dans le vert. Le gouverneur de la Banque du Japon a fait savoir que la BoJ « pèserait le pour et le contre » concernant l'opportunité d'une hausse de taux en décembre, et qu'elle « collectait activement de l'information sur la politique salariale des entreprises ». La production industrielle progresse à nouveau en octobre (+1,4% m/m), soutenue par l'automobile (+6,6% m/m) au plus haut depuis février. Les ventes au détail rebondissent (+1,6% m/m en octobre), après une baisse au T3. L'inflation sous-jacente de Tokyo, indicateur avancé du niveau national, surprend à la hausse et atteint +2,8% a/a (+0,1pp) en novembre, soutenue par les prix de l'alimentation transformée et de l'énergie.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

AFRIQUE/MOYEN-ORIENT

- **Nigéria : Statu quo monétaire.** Après une baisse de 50 pb en septembre, la Banque centrale a maintenu son taux directeur à 27%. L'inflation est en baisse continue sur les sept derniers mois, passant de 24,2% en g.a. en mars 2025 à 16% en octobre.

- **Sénégal : Le rebasage du PIB ne réduira pas significativement le ratio d'endettement public.** Ce rebasage a conduit à une révision à la hausse de 13,5% du PIB nominal pour l'année 2021 ; les données ne sont pas encore disponibles pour les années suivantes. Selon l'hypothèse d'un PIB nominal en hausse de 13,5% en 2024, le ratio de dette publique retomberait autour de 115% du PIB, contre 132% selon la dernière estimation du FMI. Un ratio qui demeure bien au-dessus du critère de convergence de 70% du PIB fixé par l'UEMOA.

AMÉRIQUE LATINE

- **Argentine : Rebond surprise de l'indice d'activité malgré l'instabilité financière.** En septembre, l'indice d'activité de l'INDEC (bon proxy du PIB) a progressé de 0,5% et celui du mois d'août a été révisé à la hausse (+0,7% m/m). Sur l'ensemble du trimestre, l'indice progresse de 0,5% alors que la production industrielle a diminué de 2,6% t/t et l'activité dans la construction s'est également contractée (-1% t/t). La publication du PIB du T3 mi-décembre devrait donc indiquer une forte contribution de l'agriculture et des services.

- **Brésil : Vote du budget compromis par les tensions avec le Congrès.** Quelques jours après la clôture de la COP30, le Congrès brésilien a voté l'annulation des veto du Président Lula concernant un projet de loi accélérant la procédure d'obtention des licences environnementales. Cette décision intensifie les tensions entre les pouvoirs exécutif et législatif. Cela pourrait compliquer l'adoption du projet de budget 2026. Ce revers politique contraste avec de récentes bonnes nouvelles sur le plan économique : l'inflation a retrouvé la fourchette cible en novembre, une première depuis janvier, et Washington a assoupli les droits de douane sur plusieurs produits agricoles brésiliens (40 % des exportations brésiliennes à destination des États-Unis restent assujetties à des tarifs douaniers de 50 %, selon le think-tank FGV).

ASIE

- **Asie du Sud-Est : Hausse des indices PMI.** Les PMI manufacturiers ont rebondi au mois de novembre (en dehors de ceux des Philippines). C'est en Indonésie que la hausse a été la plus marquée.

- **Chine : Les PMI de novembre signalent la poursuite du ralentissement.** L'indice PMI manufacturier officiel reste en zone de contraction

même s'il s'est très légèrement amélioré (49,2 en novembre contre 49 en octobre) ; le PMI manufacturier de RatingDog s'est détérioré et établi tout juste sous la barre des 50. La prolongation de la trêve entre Washington et Pékin et l'abaissement des droits de douane sur les biens chinois depuis fin octobre ont permis une légère hausse de la composante « nouvelles commandes à l'exportation » mais sans donner beaucoup d'élan à l'activité manufacturière. Dans les services, le PMI officiel est passé en zone de contraction (49,5 en novembre contre 50,2 en octobre).

- **Corée du Sud : Le taux directeur est maintenu à 2,5%.** La légère hausse de l'inflation (la Banque centrale a légèrement relevé sa prévision à 2,1% pour 2025 et à 2,0% pour 2026), la dépréciation du won face au dollar US depuis début juillet (de près de 9%) et les tensions persistantes sur le marché immobilier dans la région de Séoul expliquent le statu quo. La stabilité financière est la priorité de la Banque centrale. Par ailleurs, son communiqué indique que les bonnes performances des secteurs IT et semi-conducteurs ont permis de revoir à la hausse les prévisions de croissance, à 1% pour 2025 (0,9% auparavant) et 1,8% pour 2026 (1,6% auparavant). Le PMI manufacturier est resté stable en novembre (à 49,4).

- **Inde : Très forte accélération de la croissance entre juillet et septembre 2025** (T2 de l'année budgétaire 2025/2026). La croissance a, une nouvelle fois, surpris à la hausse (+8,2% en g.a.) mais l'analyse de ses composantes ne permet pas d'expliquer un tel rebond. Car comme le laissent entendre les indicateurs d'activité, toutes les composantes de la croissance ont ralenti et la contribution des exportations nettes a été négative pour le deuxième trimestre consécutif. Les écarts statistiques expliquent 50% de la croissance. En revanche, l'indice PMI manufacturier a reculé en novembre (de 59,2 à 56,6) notamment en raison d'une baisse des « nouvelles commandes à l'exportation », qui ont atteint un plus bas en 13 mois.

EUROPE ÉMERGENTE

- **Europe centrale : Indices PMI manufacturiers en hausse en Pologne, Rép. tchèque et Hongrie.** En novembre, le PMI manufacturier polonais a progressé pour le cinquième mois consécutif mais il reste en dessous de la barre de 50. En République tchèque, le PMI a légèrement rebondi après quatre mois consécutifs de baisse mais reste en dessous de 50. L'amélioration dans les deux pays s'explique par une augmentation des commandes à l'exportation. La Hongrie se démarque avec une expansion de l'indice qui se maintient au-dessus de 50 pour le troisième mois consécutif.

- **Turquie : Forte progression du PIB au T3 2025.** La croissance du PIB réel en données CVS-CJO est ressortie à +1,1% t/t au T3 2025 avec une contribution tant de la demande finale (+2pp) que de la demande extérieure nette (+1,5pp), les stocks ayant au contraire contribué très négativement. La croissance se rééquilibre néanmoins, l'investissement progressant plus sensiblement que la consommation des ménages (+4% contre 2,1%). De plus, les exportations ont continué de résister (+2,9%) alors que les importations ont diminué (-4,4%). Sur un an, la croissance du PIB ressort à 3,7%.

MATIÈRES PREMIÈRES

- **Prix du gaz sur le marché européen au plus bas depuis mai 2024.** Le cours du TTF, en baisse de 10% environ sur un mois, est passé sous les EUR 30 MWh. Cette baisse est alimentée par les efforts diplomatiques renouvelés concernant le conflit Russie-Ukraine et par une météo européenne relativement clémente.

- **Les pays membres de l'OPEP+ ont confirmé leur décision de faire une pause dans leur programme d'augmentation de la production** au premier trimestre 2026. Le prix du Brent était orienté à la hausse à l'ouverture des marchés (+1,8%). La décision était largement anticipée.

