

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

## COMMERCE INTERNATIONAL

**La Cour suprême américaine examine la légalité de l'utilisation de l'*International Emergency Economic Powers Act (1977)* par D. Trump pour mettre en place les tarifs « réciproques » et ceux liés au fentanyl.** Cette question remet en cause le point de vue de l'administration actuelle selon lequel le libellé de l'IIEPA autoriserait les droits de douane généralisés, même s'il ne les mentionne pas explicitement, et la Constitution réserveraient au Congrès le pouvoir de taxation. La Cour suprême pourrait conclure que l'IIEPA autorise les droits de douane dans des circonstances plus limitées et exiger, ou non, de l'administration qu'elle rembourse les droits déjà payés. Sa décision est attendue avant la fin de l'année (sans certitude).

## ÉCONOMIES AVANCÉES

### ÉTATS-UNIS

**Possible fin du shutdown sur fond d'inquiétude face à la situation économique :** après un revers électoral des Républicains lors de plusieurs élections locales le 4 novembre, un premier pas a été fait par le Sénat vers la réouverture du Gouvernement fédéral. Reprise modérée des embauches : selon l'enquête ADP, 42 000 postes ont été créés dans le secteur privé en octobre, c'est le premier résultat positif depuis juillet. Néanmoins, d'autres indicateurs (également privés et sujets à caution) sont plus négatifs. Une enquête ISM à deux vitesses : l'ISM manufacturier recule légèrement (48,7, -0,4 pp) avec une contraction de la production (48,2, -2,8 pp), tandis que l'indice des services atteint un plus haut depuis février (52,4, +2,4 pp) grâce au bond de l'activité et des nouvelles commandes. La hausse des prix payés affiche des dynamiques opposées dans l'industrie (58, -3,9 pp) et les services (70, +0,6 pp), à un plus haut depuis octobre 2022. Le sentiment du consommateur (Université du Michigan) décroche en novembre à 50,2 (-3,3 points), au plus bas depuis juin 2022. **À venir : optimisme des petites entreprises NFIB d'octobre (mardi).**

### ZONE EURO / UE

**La reprise se confirme à quelques exceptions près.** Le PMI composite a atteint, en octobre, son plus haut niveau depuis mai 2023 (+1 point à 52,5). La dynamique dans les services (+1,7 pt à 53) reste meilleure que dans le secteur manufacturier (+0,2 pt à 50). Le taux d'utilisation des capacités de production est au plus haut en trois ans. À l'inverse, le PMI construction se replie (-2 pts à 44) et les ventes au détail reculent en septembre (-0,1% m/m), tandis que les immatriculations automobiles retrouvent des couleurs (+8,9% a/a en septembre). Les pressions inflationnistes restent contenues : -0,2% a/a sur les prix de production en septembre, tirés à la baisse par l'énergie. Le *wage tracker* de la BCE indique une poursuite de la modération des salaires à horizon des douze prochains mois (2,2% a/a pour le T3 2026). La Commission européenne (CE) a confirmé élaborer des plans visant à centraliser auprès de l'ESMA la supervision des principales infrastructures de marché transfrontalières. Enfin, l'UE a validé un objectif de réduction des émissions de CO<sub>2</sub> à horizon 2040 (-90% par rapport à 1990), avec quelques assouplissements. **À venir : production industrielle de septembre (jeudi), seconde estimation du PIB et estimation flash de l'emploi du T3 (vendredi), solde commercial de septembre (vendredi).**

### - Allemagne : amélioration en septembre

Après un mauvais mois d'août, la production industrielle a rebondi (+1,3% m/m) tout comme les exportations de biens (+1,4% m/m), toutes deux soutenues par un rebond dans l'automobile et des exportations vers les États-Unis. Le solde commercial s'établit à EUR 15,3 mds (-9,5% m/m), au plus bas de l'année en raison d'importations particulièrement soutenues, signe d'un redressement de la demande intérieure (+3,1% m/m, première hausse depuis juin). On note d'ailleurs un rebond des nouvelles immatriculations dans l'automobile (+8% a/a en octobre et déjà +10% au T3, après un repli de 5% au S1). Le PMI composite a augmenté passant de 52 en septembre à 53,9 en octobre (augmentation de 3,1 points m/m du PMI services).

### - Espagne : l'activité du secteur privé accélère de nouveau en octobre

Le PMI composite atteint un plus haut en 2025 (56 ; +2,2 points m/m), porté par le secteur des services (56,6 ; +2,3 points). Les anticipations sur les embauches retrouvent leurs plus hauts niveaux depuis mars. Côté manufacturier (52,1 ; +0,6 point), la production augmente en raison d'une hausse des nouvelles commandes. A contrario, les nouvelles commandes à l'exportation reculent.

### - France : augmentation de l'activité, tassement de l'emploi

La production manufacturière a de nouveau été soutenue en septembre (+0,9% m/m) par l'aéronautique, qui a également contribué, pour près de la moitié, à l'augmentation des exportations de biens en septembre (+13% a/a). Les livraisons d'Airbus sont restées élevées en octobre (78 avions, +26% a/a). En parallèle, les exportations de biens vers l'Allemagne ont rebondi (+10% a/a au T3, stables auparavant). Le PMI composite s'est replié de 48,1 en septembre à 47,7 en octobre, pénalisé par les services (moins que selon estimation flash qui était de 46,8). L'Insee estime que l'emploi salarié privé se serait détérioré de 60 000 postes t/t au T3 (+43k au T2), pénalisé par un repli de l'apprentissage (-10 000 unités a/a en juillet-août selon la Dares). Cette estimation pourrait être révisée car les données de septembre (mois où plus de la moitié des contrats d'apprentissage de l'année sont signés) ne sont pas disponibles. L'Assemblée nationale a adopté la partie recettes du projet de loi de financement de la sécurité sociale avec un manque à gagner de près de EUR 3 mds selon le rapport général. Avant que les discussions sur les dépenses ne débutent, les concessions promises par le gouvernement (EUR 4,5 mds : indexation des retraites et des minima sociaux, gel de la réforme des retraites), feraient passer le déficit projeté des comptes sociaux à EUR 25 mds en 2026 (17,5 mds dans le projet initial et 23 mds en 2025), et le déficit public global de 4,7% du PIB (projet initial du gouvernement) à près de 5% du PIB. **À venir : enquête de conjoncture de la Banque de France (mardi), taux de chômage au T3 (jeudi), créations d'entreprises en octobre (vendredi).**

### - Italie : le secteur privé retrouve de l'élan

Le PMI composite atteint un plus haut depuis mars 2024 à 53,1 (+1,4 point m/m), principalement soutenu par la forte accélération de l'activité dans les services (54,0 ; +1,5 pt) et une stabilisation dans le secteur manufacturier (49,9 ; +0,9 pt). Les nouvelles commandes progressent, notamment celles à l'exportation. **À venir : production industrielle de septembre (mercredi), balance commerciale de septembre (vendredi).**



[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

## ROYAUME-UNI

**La BoE maintient son taux directeur à 4% après un vote très serré (5-4).** Le ralentissement de la croissance des salaires et du prix des services en septembre n'a pas convaincu la majorité du comité, alors que les anticipations d'inflation (3,7% à 3 mois, 3,4% à 1 an selon l'enquête DMP) sont stables depuis trois mois. Nous anticipons toutefois une baisse du taux directeur en décembre. Les prix de l'immobilier croissent de 1,3% a/a en octobre (indice Halifax, plus haut depuis janvier). À venir : emploi de septembre (mardi), PIB du 3<sup>e</sup> trimestre, PIB de septembre (jeudi).

## JAPON

**L'indice des salaires réels reste en territoire négatif en septembre,** à -1,4% a/a (+0,3pp). La croissance des salaires contractuels programmés est stable à +1,9% a/a. Dans le même temps, les dépenses des ménages ralentissent à +1,8% a/a (-0,5pp). À venir : *Summary of Opinions de la dernière réunion de la BoJ (lundi)*.

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES

### ASIE

**Chine : Recul des exportations en octobre.** Les exportations de marchandises ont soudainement baissé en octobre (-1,1% en g.a. en USD courants, après +5,9% en g.a. sur les neuf premiers mois de 2025) et les importations ont augmenté de +1% (après -1% sur les neuf premiers mois). La baisse est due, sans surprise, à la contraction des exportations vers les États-Unis (-25,2% en g.a.) mais aussi à la baisse des exportations vers le Japon (-5,7%), la Corée du Sud (-13,1%) et la Malaisie (-10,1%). La croissance des exportations vers les autres pays de l'ASEAN et d'Asie est restée dynamique, tandis que les exportations chinoises vers l'Union européenne (+0,9%) et l'Amérique latine (+2,1%) ont quasiment stagné en g.a. En dehors du choc tarifaire américain, cette soudaine dégradation s'explique par la légère réappreciation du yuan depuis le mois de juin (de moins de 1% contre dollar, et 1,4% environ contre euro et en termes effectifs réels). On peut probablement aussi y voir les effets de mesures introduites par certains pays pour freiner les importations de biens chinois.

### EUROPE CENTRALE

**Pologne : La Banque centrale a baissé son taux directeur pour la cinquième fois cette année** (à 4,25%, soit -150 pb en cumul depuis mai). La poursuite du reflux de l'inflation lui procure une certaine marge de manœuvre. Elle a revu à la baisse ses prévisions d'inflation pour 2025 et 2026 (3,7% en 2025 et 2,9% en 2026, soit 0,2 point de moins qu'en juillet dernier pour les deux années). Elle a aussi révisé ses prévisions de croissance à la hausse pour 2026 (3,7%, soit +0,6 point). Le cycle d'assouplissement va sans doute continuer au moins jusqu'au T1 2026.

**République tchèque : la Banque centrale maintient un statu quo monétaire depuis mai** (taux directeur à 2,5%) et ne devrait pas changer de cap à court terme en raison de la montée des prix dans le secteur immobilier et de la persistance des pressions salariales.

**Turquie : Très légère décélération de l'inflation.** En octobre, le glissement mensuel de l'IPC est ressorti à 2,6% pour l'indice d'ensemble et 2,6% pour l'indice sous-jacent, contre 3,2% en septembre pour les deux indices. En glissement annuel, le taux d'inflation reste stable autour de 33% depuis août mais l'inflation sous-jacente a ralenti pour le 4<sup>e</sup> mois consécutif à 32,1% contre 36,5% en juin.

**UE : Le rapport annuel sur l'élargissement de l'Union** souligne des progrès pour l'Ukraine, la Moldavie, l'Albanie et surtout le Monténégro, pays le plus proche d'une adhésion qui pourrait intervenir en 2028.

### AMERIQUE LATINE

**Chili : Décélération de l'inflation.** Le taux d'inflation est ressorti à 3,4% en g.a. (après 4,4% en septembre), son plus bas niveau depuis avril 2021, malgré une demande intérieure vigoureuse, la récente hausse du salaire minimum et la dépréciation du peso.

**Mexique : Nouvelle baisse du taux directeur.** La Banque centrale mexicaine a baissé son taux directeur pour la huitième fois cette année de 25 pb (à 7,25% soit un cumul de 275 pb depuis janvier) lors de sa réunion du 6 novembre dernier. L'inflation a ralenti en octobre (à 3,6% en g.a. après 3,8% en septembre) mais reste supérieure à la cible. La Banque centrale indique avoir revu très légèrement à la baisse les prévisions d'inflation totale, tandis que les prévisions d'inflation sous-jacente ont été revues à la hausse. Elle a cependant réaffirmé son objectif d'une convergence de l'inflation vers 3% au T3 2026.

### AFRIQUE

**Angola : Maigre consolidation budgétaire prévue en 2026.** Le Budget 2026, présenté au Parlement, table sur un déficit budgétaire de 2,8% du PIB, contre une prévision à 3,3% du PIB pour 2025. Les hypothèses concernant les prix du pétrole (prix moyen du baril à 61 dollars et production moyenne de 1,05 mb/j) sont plus réalistes qu'en 2024, ce qui limitera les risques de dérapage budgétaire. Pour la première fois, les recettes non pétrolières (7,8% du PIB) devraient dépasser les recettes pétrolières (5,5% du PIB).

**Côte d'Ivoire : Le PIB réel (cvs) croît de 8,3% en g.a. au S1 2025.** La croissance est tirée par le secteur secondaire (+8,9%). Sur l'ensemble de 2025, la croissance économique devrait dépasser la prévision du gouvernement de 6,3%.

**Nigéria : Retour sur le marché euro-obligataire.** Le gouvernement a émis deux Eurobonds pour un total de USD 2,35 mds à un taux moyen de 8,9% et une maturité moyenne de 13,8 ans. L'émission a été souscrite de 453%, traduisant le fort appétit des investisseurs. Le Nigéria devient le sixième pays d'Afrique sub-saharienne à retourner sur le marché euro-obligataire en 2025.

