Retrouvez notre scénario et nos prévisions

## ÉCONOMIES AVANCÉES

### UNION EUROPÉENNE

**Sa posture commerciale plus ferme porte ses fruits.** L'UE et la Chine ont convenu de limiter le niveau des exportations de voitures hybrides vers l'UE à la moitié (ou moins) de celui initialement prévu pour les quatre prochaines années. Ces exportations continueraient donc d'augmenter mais à un rythme plus modéré. La Chine a accepté de supprimer ses droits de douane sur EUR 4 milliards de produits exportés par l'UE et de faciliter l'accès aux terres rares et aux aimants chinois dans le cadre d'un dispositif d'octroi de licences accéléré. Ces annonces ont été faites à l'issue de la visite à Pékin du commissaire européen au Commerce, Maroš Šefcovic, qui faisait suite à une escalade des tensions commerciales. Par ailleurs, la France et l'Allemagne ont publié un document informel conjoint intitulé *Renforcer la résilience européenne, remédier aux déséquilibres macroéconomiques mondiaux et aux pratiques de distorsion du marché*, appelant à :

(i) élargir les outils dont dispose la Commission européenne (CE) pour lutter contre les pratiques commerciales déloyales (y compris les taux de change sous-évalués) ou les hausses brutales d'importations ;

(ii) modifier les procédures afin de faciliter leur utilisation (la majorité qualifiée serait désormais nécessaire pour les bloquer, mais plus pour les approuver).

Ces mesures seront examinées lors du prochain Conseil de l'UE (15-16 octobre). La Commission a également dévoilé de nouvelles mesures concernant les matières premières critiques, dont 46 projets stratégiques d'extraction, de traitement ou de recyclage répartis entre 16 États membres. L'objectif est de réduire la dépendance de l'UE vis-à-vis de la Chine pour les métaux critiques.

### ZONE EURO

**Les pressions sur les prix s'accroissent mais l'activité tient bon.** La hausse des prix à la production s'est accélérée à 8,3% a/a[1] en août (5,8% en juillet), tirée par l'énergie, les biens d'équipement et les biens intermédiaires (+6,8%), tandis que la déflation se poursuit pour les biens de consommation non durables (-0,8%). La forte corrélation entre les prix à la production et l'IPCH laisse entrevoir des risques à la hausse pour l'inflation des prix à la consommation. Du côté de l'activité, les PMI définitifs de septembre ont confirmé les PMI *flash* (composite solide à 53,1 et manufacturier stable à 52,7). Le PMI de la construction s'est amélioré mais reste bas (43,4 ; +0,4 m/m[2]). Les ventes au détail ont progressé de 0,1% m/m en août.

#### Allemagne

**Révision à la hausse des prévisions officielles de croissance malgré des données mitigées.** Le gouvernement a relevé sa prévision de croissance du PIB pour 2026 de 0,5% à 1,3% (rythme le plus soutenu depuis 2017) en raison de la vigueur des exportations et des dépenses publiques. Les prévisions pour 2027 ont également été relevées de 0,9% à 1,1%. La production industrielle a surpris à la hausse en août (+2,3% a/a contre -1,7% en juillet, son plus haut niveau depuis mars 2025), soutenue par la construction, notamment les travaux publics (+10,5% ; plus haut niveau depuis novembre 2021). En revanche, la production manufacturière a reculé de -0,2% (après +3,3% en juillet), pénalisée par les équipements de transport (production à son plus bas depuis avril 2022). De même, les nouvelles commandes à l'industrie ont atteint leur plus bas niveau depuis un an en août (-10,6% m/m), pénalisées par un effet de base. La croissance des exportations reste solide : +4,4% depuis le début de l'année malgré un recul de 0,8% m/m en août. Les exportations vers la zone euro continuent de progresser (+6,3% a/a depuis le début de l'année), celles vers les États-Unis sont revenues en territoire positif (+1,1%) et la baisse continue vers la Chine (-12,9%). L'excédent commercial a atteint EUR 19,5 milliards en août (+4% a/a depuis le début de l'année, malgré une baisse de 9,8% m/m).

#### France

**Légère détente des *spreads* alors que les discussions budgétaires s'engagent.** L'écart entre les taux français et allemand à 10 ans s'est resserré à 136 pb[3] le 9 octobre (baisse du taux français). Alors que la commission des finances de l'Assemblée nationale a entamé l'examen du budget 2027, le gouvernement a réaffirmé son intention de tenir l'objectif de déficit de 5% du PIB et de faire adopter le budget dans les délais. Cette adoption interviendrait probablement sans vote (mais pas avant le 10 décembre, compte tenu des délais légaux). Les débats devraient donc être heurtés (avec de multiples motions de censure déposées mais probablement rejetées) et marqués par un manque de soutien aux mesures impopulaires, au détriment de la discipline budgétaire. Parallèlement, le Rassemblement National a présenté sa stratégie budgétaire, qui comprend un budget alternatif pour 2027 et une trajectoire d'assainissement budgétaire jusqu'en 2032. Elle suppose l'adoption par référendum d'une « règle d'or » inscrite dans la Constitution, imposant un déficit inférieur d'au moins 0,5 pp au seuil permettant de stabiliser la dette (environ 3% du PIB), tant que le ratio de la dette publique dépasserait 60% du PIB. Cette règle d'or exigerait un ajustement budgétaire de 0,5 pp par an si le déficit budgétaire dépassait de plus de 1 pp le déficit stabilisateur. Les mesures d'ajustement proposées manquent de précision (surestimation des économies, sous-estimation des coûts). Elles reposent sur des hypothèses de croissance trop optimistes (au moins 1,7% par an au cours des trois prochaines années, un rythme que la France n'a atteint que quatre fois depuis 2008 et qui dépasse le potentiel de croissance de la France, environ 1%). Cela dit, l'objectif de rigueur budgétaire est notable. Les autres candidats devraient faire de même.

**L'activité se maintient nonobstant une faiblesse dans l'industrie.** Les immatriculations de véhicules neufs ont progressé de 11% a/a en septembre, confirmant une nette accélération au 3e trimestre (+9,4% a/a) entièrement due aux véhicules électriques (+112% a/a), dont la part dans les immatriculations a atteint un niveau record (38% au 3e trimestre, 41% en septembre). La croissance des exportations s'est poursuivie en août, tant dans les services (+5,2% a/a depuis le début de l'année) que dans les biens (+5,6% a/a depuis le début de l'année). La production manufacturière n'a affiché qu'un rebond modéré en août (+0,3% m/m, après des baisses cumulées de 2,8% au cours des trois mois précédents), freinée par des contraintes d'offre qui ont limité la production de 31,5% des entreprises au 3e trimestre (+5 pp[4] par rapport au premier semestre). La production industrielle a reculé (-0,3% m/m), avec une production d'électricité (-2,4% m/m) pénalisée par la vague de chaleur. La croissance du crédit reste dynamique. Les financements bancaires et de marché en faveur des sociétés non financières ont connu une croissance soutenue en août (+4%). Les nouveaux prêts au logement ont légèrement rebondi en août (EUR12,2 milliards) après une baisse en juillet, tandis que les taux d'intérêt ont continué de progresser. Le crédit à la consommation est resté vigoureux.

*À venir : enquête de conjoncture de la Banque de France (lundi), créations d'entreprises en septembre (vendredi).*

1 Année sur année
2 Mois sur mois
3 Point de base
4 Point de pourcentage

Retrouvez notre scénario et nos prévisions

### ÉTATS-UNIS

**Légère décélération dans les services et nouvelles hausses de taux en perspective.** L'ISM non manufacturier a reculé à 54,9 en septembre (-0,5 m/m) avec la baisse de 5,2 points m/m de la composante « activité des entreprises » (à 56,5, ce qui reste solide). L'emploi a progressé et les pressions sur l'offre se sont intensifiées pour la première fois depuis juin, tandis que la composante des prix a atteint son plus haut niveau depuis 2022 (74, +1,4 m/m). En parallèle, les *minutes* du FOMC de septembre confirment une Fed plus ferme alors que l'IA pèse de plus en plus sur l'inflation (chiffres publiés et anticipations). Le gouverneur Waller et le président de la Fed de Saint-Louis, M. Musalem, ont évoqué la nécessité de nouvelles hausses de taux tout en restant flexibles en termes de calendrier. D'après une enquête de la Fed de New York, les anticipations d'inflation des mcnages atteignent 3,9%. Nous continuons de tabler sur deux hausses supplémentaires des taux directeurs (la prochaine en décembre). *À venir : IPC de septembre (mercredi), prix à la production et ventes au détail de septembre (jeudi), production industrielle de septembre (vendredi).*

### JAPON

**La croissance solide des salaires ne stimule pas les dépenses des ménages.** La croissance des salaires a ralenti à 3,8% a/a en août (-0,5pp), les primes ayant marqué le pas (stables a/a). La croissance des salaires réels (1,5% a/a) se prolonge depuis début 2026, les mesures du soutien à l'énergie ayant permis de contenir l'inflation. Malgré cela, les dépenses réelles des ménages se contractent depuis neuf mois (-3,1% a/a en août).

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES

Selon l'IIF, les flux de portefeuille des non-résidents vers les marchés émergents sont devenus négatifs en septembre. Ils se sont établis à USD -26,3 mds après USD 11,4 mds en août, ce qui constitue la première sortie nette depuis juin, tandis que les rendements réels sur les titres et le dollar américains ont grimpé en raison de la politique plus restrictive de la Fed. Les sorties de capitaux sur les marchés actions ont atteint USD -19,2 mds, tirées par les ventes importantes d'actions coréennes, tandis que les flux sur les marchés obligataires sont devenus négatifs (USD -7,0 mds) du fait de la baisse de la demande de devises fortes et de l'élargissement des *spreads* de crédit sur les marchés émergents à la fin du mois de septembre. De nouvelles hausses de taux décidées par les banques centrales des pays avancés pourraient ajouter des vents contraires. Toutefois, les marchés émergents devraient résister tant que la croissance mondiale se maintiendra.

### ASIE

**Chine. Défense de la politique de change.** Parallèlement à la visite à Pékin, la semaine dernière, du commissaire européen au Commerce et à la Sécurité économique, la Banque populaire de Chine a publié un communiqué officiel inhabituellement long dans lequel elle rejette les allégations d'une sous-évaluation du yuan et défend sa gestion du taux de change. Elle y affirme qu'elle applique un « régime de change flottant » par rapport à un panier de devises. Elle a, en outre, fait valoir que les excédents commerciaux de la Chine résultaient d'une compétitivité industrielle croissante plutôt que d'une sous-évaluation de la monnaie, et que les ajustements de taux de change ne résoudront pas les déséquilibres structurels mondiaux. Elle a néanmoins laissé le yuan atteindre son plus haut niveau depuis quatre ans face au panier CFETS, portant ainsi sa hausse depuis le début de l'année à 5,7%. La PBOC a fixé le taux de référence USD/CNY à 6,7330, son plus haut niveau depuis 2023.

**Inde. Resserrement monétaire.** La Banque centrale (RBI) a relevé son taux repo de 25 pb à 5,5%, la première hausse depuis février 2023 et a opté pour un « resserrement calibré » de sa politique face à la montée des pressions inflationnistes. La RBI a pris de nouvelles mesures pour stabiliser la roupie, notamment l'injection de dollars US directement aux compagnies pétrolières d'État et un durcissement des restrictions sur les dérivés de change.

### EUROPE / MOYEN-ORIENT

**Europe centrale. Orientation prudente de la politique monétaire dans un contexte de légère remontée de l'inflation.** Les banques centrales de Pologne et de Roumanie ont maintenu leurs taux directeurs inchangés, respectivement à 3,75% et 6,5%. L'inflation s'est accélérée en septembre avec une hausse légère en République tchèque et en Hongrie (à respectivement 2,5% et 1,6% a/a) et une hausse plus marquée en Pologne (4% a/a). L'inflation dépasse désormais la cible officielle en République tchèque et en Pologne mais les plafonds fixés sur les prix des carburants devraient permettre de contenir la dynamique inflationniste.

**Golfe. Les indices PMI de septembre laissent entrevoir une reprise solide mais inégale du secteur non pétrolier.** Les PMI de l'Arabie saoudite et des Émirats arabes unis se sont établis à 55,3, portés principalement par les commandes à l'exportation (aux Émirats arabes unis) et la demande intérieure (en Arabie saoudite). À l'inverse, l'indice PMI du Qatar a de nouveau reculé (à 46,7), tout comme celui du Koweït qui a également baissé mais reste en zone d'expansion (à 52,4).

**Turquie. La production manufacturière s'est contractée de 1,6% m/m en août**, soit la plus forte baisse mensuelle depuis le début de l'année. En glissement annuel, elle a reculé de 2,3%. La demande intérieure et les exportations semblent avoir contribué négativement à ce résultat décevant. Sur une note positive, en septembre, l'inflation mesurée par l'IPC (1,9% m/m, 27,9% a/a) a ralenti davantage que le marché ne l'avait prévu et les exportations ont rebondi.

### AMÉRIQUE LATINE

**Les pressions inflationnistes sont légèrement en hausse dans toute la région.** Au Brésil, l'inflation globale mesurée par l'IPC s'est accélérée à 4,6% a/a, contre 4,2% en août (au-dessus de l'objectif de 4,5% fixé par la Banque centrale), reflétant en partie la fin d'une réduction temporaire des tarifs de l'électricité en août. Au Mexique, l'inflation a augmenté à 3,5% en septembre contre 3,3% en août. En Colombie, elle a atteint 6,3%, en légère hausse par rapport aux 6,2% enregistrés en août. L'inflation est restée élevée au Chili mais s'est stabilisée à 4,1%. Au Pérou, elle a également légèrement augmenté (4,2% contre 4,1%) ; la Banque centrale a maintenu son taux directeur inchangé à 4,25% pour le treizième mois consécutif.

## MATIÈRES PREMIÈRES

**Énergie : soulagement limité.** La poursuite des incidents dans le golfe d'Ormuz et l'escalade du conflit opposant les Houthis à une coalition menée par l'Arabie saoudite ont entraîné une fluctuation des cours du Brent autour des 100 dollars le baril. En outre, la situation sécuritaire complexe a propulsé le coût du transport maritime à des niveaux records et le prix du baril physique a retrouvé ceux observés début avril. Vendredi 9 octobre en fin de journée, le président Trump a annoncé avoir passé un accord avec le président russe Poutine visant à mettre sur les marchés mondiaux 4,8 millions de tonnes de gazole (environ 8 jours de consommation européenne) si les conditions dans les raffineries le permettent, dont 300 000 tonnes immédiatement. La Maison Blanche a également annoncé la suspension des sanctions sur les exportations russes de gazole jusqu'en avril 2027. Les experts en énergie s'attendent à un impact minime sur les prix.

Les prix du gaz en Europe (TTF) ont augmenté de 11,5% sur la semaine pour atteindre 82€/MWh. Les stocks de gaz de l'UE ont atteint 73,6% de leur capacité totale le 11 octobre (l'objectif officiel étant 80% à la fin du mois d'octobre).

**L'inflation alimentaire a fortement augmenté en septembre.** L'indice des prix alimentaires de la FAO a progressé de 5,8% a/a, contre seulement 3% en août. Cette hausse a été tirée par les prix des céréales (+17 % a/a) et du sucre (+15%).