

Retrouvez notre scénario et nos prévisions

COMMERCE INTERNATIONAL

D. Trump a annoncé l'exemption immédiate de droits de douane sur 200 produits alimentaires (dont le bœuf, le café et les bananes) face à la hausse de l'inflation. Un accord a été passé entre les États-Unis et la Suisse : le tarif appliqué par les Américains sur les importations en provenance de Suisse (dont le PIB s'est contracté au T3) passe de 39% à 15%, en contrepartie d'une promesse d'investissements à hauteur de USD 200 mds aux États-Unis (pharmacie notamment), d'ici à la fin 2028 ; la date d'entrée en vigueur n'est pas connue.

ÉCONOMIES AVANCÉES

ÉTATS-UNIS

États-Unis : Fin du shutdown. Le Congrès a voté l'extension du financement du gouvernement fédéral jusqu'au 30 janvier, permettant la réouverture du gouvernement après 43 jours d'interruption, la plus longue de l'histoire. Nous évaluons l'impact du *shutdown* sur la croissance du T4 autour de 0,8% en rythme trimestriel annualisé. Le calendrier des publications des données économiques officielles n'est pas encore connu, mais les chiffres du taux d'inflation et du chômage du mois d'octobre pourraient ne jamais être compilés. Une baisse de taux éventuelle par la Fed en décembre devient un « *close call* » alors que quatre présidents de Fed régionales (Bostic, Collins, Kashkari et Musalem) ont ajouté leurs voix à celles qui avaient alerté sur une politique monétaire insuffisamment restrictive au vu de la trajectoire haussière de l'inflation. La probabilité d'une baisse de taux en décembre est passée de 96% avant la réunion des 28-29 octobre à 43% au 14 novembre. *À venir : enquêtes manufacturières (Empire : lundi, Philly Fed et Kansas : jeudi), situation de l'emploi de septembre (vendredi).*

ZONE EURO / UE

Zone euro/UE : après un contrecoup au T2, les exportations rebondissent en septembre (+4,7% m/m). La production industrielle a augmenté de 0,2% m/m en septembre. Le Parlement européen a décidé de réduire le champ d'application des directives CSRD (devoir de reporting) et CSDDD (devoir de vigilance) pour les entreprises européennes. Les seuils d'application ont été nettement relevés et l'obligation de disposer d'un plan de transition climatique supprimée. L'exonération de droits de douane sur les colis de valeur inférieure à 150 euros disparaît afin de limiter l'afflux des colis chinois (entrée en vigueur au 1^{er} trimestre 2026). *À venir : compte courant de septembre, coût du travail du T3, minutes de la BCE (mercredi), confiance des ménages de novembre (jeudi), PMI (vendredi).*

- Allemagne : Le comité des finances du Bundestag a finalisé le projet de budget 2026. Le texte sera soumis au vote final du Parlement du 25 au 28 novembre. D'après la version actuelle, la dette nette augmenterait de EUR 180 mds. En parallèle, le Conseil des cinq sages souligne que, d'ici à 2030, moins de la moitié des EUR 500 mds prévus pour les infrastructures correspondrait à de nouveaux investissements (les investissements inscrits au seul budget fédéral atteindraient EUR 58,3 mds en 2026 contre EUR 56,7 mds en 2024) et révisé sa prévision de croissance pour 2026 à +0,9 % (-0,1 pp par rapport à la prévision de mai). *À venir : PMI (vendredi).*

- France : Remontée modérée du taux de chômage au T3, à 7,7% (+0,3 pp en un an). La part des 15-29 ans, qui ne sont ni en emploi ni en formation, diminue à 12,5% (-0,2pp). La Banque de France estime que la croissance se serait « poursuivie sur un rythme modéré » au

mois d'octobre, grâce aux services. L'Assemblée nationale a adopté la suspension jusqu'en janvier 2028 de la réforme des retraites (coût budgétaire de EUR 100 millions en 2026 et EUR 1,4 md en 2027). Les marchés ont réagi favorablement, faisant primer la stabilité politique accrue à court terme. Le Haut Conseil des finances publiques a rendu son avis concernant l'exécution du budget 2025 : le ratio de dette publique aurait augmenté de 3 pp à 116% du PIB et le déficit devrait avoir atteint 5,4% du PIB (comme attendu), contre 5,8% en 2024 : la réduction du déficit est entièrement imputable à une augmentation des prélèvements obligatoires. *À venir : climat des affaires Insee et PMI (vendredi).*

- Italie : De bonnes nouvelles. La production industrielle a augmenté en septembre (+1,3% a/a ; plus haut depuis janvier 2023), portée par l'agroalimentaire et l'électronique, malgré un repli de la production automobile. Les exportations de biens ont rebondi fortement en septembre (+10,5% a/a), tant au sein de l'UE qu'en dehors, dont +34,7% vers les États-Unis. *À venir : solde courant de septembre (mercredi).*

ROYAUME-UNI

Panne de croissance au T3. Le PIB progresse de seulement 0,1% t/t et de 1,3% en a/a au T3, en partie du fait d'un long arrêt d'activité chez Jaguar Land Rover (cyberattaque). La consommation des ménages (+0,2% t/t) pourrait être fragilisée par la remontée du taux de chômage (5% en août, un plus haut depuis 2021), tandis que la progression des salaires hors bonus continue de ralentir (4,4% a/a en septembre). Les spéculations autour d'une hausse du taux d'imposition sur les revenus (qui ne devrait pas apparaître dans le budget 2026 annoncé le 26 novembre) ont créé de fortes tensions sur la livre sterling et les taux à 10 ans (+14 pb vendredi 14 novembre). *À venir : inflation d'octobre (mercredi), enquête du CBI dans l'industrie (jeudi), ventes au détail d'octobre, PMI (vendredi).*

JAPON

Première contraction du PIB (-0,4% t/t) au T3 depuis le T1 2024, pénalisé par un repli des exportations (-1,2% t/t) après une augmentation au T2 (*frontloading*). L'investissement non-résidentiel reste dynamique, mais la consommation des ménages ralentit et l'investissement résidentiel se replie. Relatif optimisme pour la Banque du Japon (BoJ) : son *Summary of Opinions* prévoit une croissance « modeste » mais « au-dessus du potentiel » en 2025 et 2026. La BoJ juge l'impact des tarifs douaniers significatif mais « moins important que prévu ». Ainsi, « les conditions pour une nouvelle étape dans la normalisation sont quasiment réunies » (en termes d'inflation), ce qui conduira à une hausse de taux de 25 pb en décembre selon notre prévision. *À venir : PMI (vendredi).*

STABLECOINS

Le Royaume-Uni propose un cadre plus contraignant que celui de MiCA ou le Genius Act. La Banque d'Angleterre a dévoilé ses propositions pour encadrer les émissions de *stablecoins* de paiement libellés en livre sterling. Le texte, soumis à consultation, imposerait notamment d'adosser ces émissions à des réserves d'actifs liquides constituées à hauteur de 40% de dépôts non rémunérés auprès de la BoE et, pour les 60% restants, de titres courts du Trésor britannique. Afin de contenir les effets néfastes de l'essor des *stablecoins* sur l'intermédiation du crédit, la BoE prévoit par ailleurs des limites de détention temporaires, par actif numérique, pour les particuliers (GBP 20 000) et les entreprises (GBP 10 millions, sauf exceptions).



[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

AFRIQUE ET MOYEN-ORIENT

Afrique du Sud : Le Trésor entérine la nouvelle cible d'inflation de 3% (+/-1%) de la Banque centrale dans son communiqué de politique budgétaire de mi-année. Malgré la révision à la baisse de la croissance (réelle et nominale) en 2025 et 2026, le cap de la consolidation budgétaire est maintenu : le Trésor prévoit un déficit budgétaire de 4,5% du PIB pour l'année budgétaire en cours (avril 2025-mars 2026) et de 3,6% du PIB l'année suivante. La dette du gouvernement national culminerait à 78% du PIB dès cette année budgétaire, puis ne décroîtrait que très lentement autour de 77% du PIB sur les trois prochaines années. Les marchés financiers ont réagi positivement au communiqué. Le taux de change s'est apprécié à 17,01 USD/ZAR le 13 novembre, un niveau jamais atteint depuis janvier 2023. Le rendement moyen sur les obligations du Trésor à 10 ans est tombé à son plus bas niveau depuis 2021. Pour la première fois depuis 2005, Standard & Poor's a revu à la hausse la note souveraine en devises de BB- à BB avec une perspective positive.

Arabie Saoudite : Stabilisation de l'inflation IPC à 2,2% a/a en septembre. La hausse des loyers s'est modérée à 5,7% contre plus de 10% en début d'année. L'annonce récente d'un gel des loyers résidentiels et commerciaux dans la capitale pour une durée de 5 ans pourrait permettre la poursuite de cette dynamique en dépit d'une urbanisation rapide alimentée par l'afflux d'expatriés. Hors loyers, l'inflation est restée faible, notamment pour les biens alimentaires (1,1% en g.a.) qui constituent le principal poste de l'IPC (22%).

AMÉRIQUE LATINE

Amérique latine : Vers une diminution des tarifs américains pour le secteur agricole. Le gouvernement américain a annoncé le 13 novembre travailler sur des accords-cadres avec l'Argentine, l'Équateur, le Guatemala et le Salvador. Les droits de douane appliqués à certains produits agricoles (ex. bœuf argentin, banane, café, cacao), dont la liste n'est pas finalisée, seraient réduits ou supprimés. Quant aux autres produits, les droits de douane réciproques applicables ne seraient pas modifiés (10% pour l'Argentine, le Salvador et le Guatemala, 15% pour l'Équateur).

Pérou : Taux directeur inchangé à 4,25%. Le taux d'inflation (1,3% en g.a. en octobre) et les anticipations d'inflation restent ancrés dans la cible de la Banque centrale (entre 1% et 3%) depuis plus d'un an. Le taux directeur de 4,25% (inchangé depuis septembre) est proche du taux neutre.

ASIE

ASEAN : La croissance résiste mieux que prévu. Au T3 2025, la croissance est demeurée robuste en Indonésie (+5% en g.a.) et a surpris à la hausse en Malaisie (+5,2% en g.a.) et au Vietnam (+8,2% en g.a.). Les exportations ont été beaucoup plus solides qu'anticipé et la demande intérieure est restée dynamique, en raison notamment de politiques budgétaires expansionnistes et d'un marché du travail robuste (en Malaisie). En revanche, la croissance a sensiblement ralenti aux Philippines (+4% en g.a.) et en Thaïlande (+1,2% en g.a.). La baisse des investissements et celle des recettes touristiques ont pesé sur la croissance thaïlandaise.

Chine : Le ralentissement continue en octobre. La croissance de la production industrielle est passée à +4,9% en g.a. (après +6,5% en septembre) et celle des services a également ralenti (+4,6%, après +5,6% en septembre). Il s'agit des rythmes de croissance les plus lents depuis plus d'un an. Du côté de la demande, la perte de vitesse concerne autant les exportations (en léger recul en valeur en octobre) que la demande intérieure. La croissance des ventes au détail est passée sous les 3% en octobre (contre +4,5% en g.a. sur les neuf premiers mois de 2025). Surtout, la contraction de l'investissement total s'est aggravée (-1,7% en g.a. en valeur sur les dix premiers mois de 2025). Elle s'explique par la baisse de l'investissement dans l'immobilier et la construction, et par le ralentissement de l'investissement dans les infrastructures publiques et le secteur manufacturier. Celui-ci souffre de la dégradation des perspectives d'exportation et probablement aussi des mesures anti-involution imposées par les autorités. La campagne anti-involution a sans doute également joué un rôle dans la légère réduction des pressions déflationnistes. En octobre, l'indice des prix à la consommation a de nouveau augmenté (+0,2% en g.a.) et l'inflation sous-jacente a continué d'accélérer légèrement (+1,2%).

Inde : Victoire du NDA aux élections régionales dans le Bihar. Le parti de coalition dirigé par Narendra Modi (National Democratic Alliance) a remporté avec une large majorité les élections régionales dans l'un des États les plus pauvres et les plus agricoles du pays. Cette victoire conforte la position du gouvernement et laisse à penser que N. Modi continuera de défendre le secteur agricole indien dans les négociations commerciales avec l'administration Trump.

EUROPE CENTRALE

Pologne : Surperformance dans la région. La croissance du PIB s'est établie à 0,8% t/t au T3 (+3,7% en g.a.). En 2025, le pays sera sans doute le plus performant dans la région, avec un acquis de croissance de 3,2% au T3 2025. Le détail des postes n'est pas encore connu mais tout porte à croire que la demande intérieure a été le principal soutien à la croissance.

MATIÈRES PREMIÈRES

L'AIE (Agence internationale de l'énergie) revoit légèrement à la hausse ses prévisions d'offre de pétrole pour 2026 (+0,2 mb/j à 108,7 mb/j), accroissant d'autant le surplus d'offre pour 2026 (4,2 mb/j contre 2,5 mb/j prévus en 2025). Par ailleurs, la variation des stocks mondiaux en septembre a été la plus forte enregistrée depuis juillet 2021. Cette tendance semble se confirmer en octobre, alimentée par la hausse des stocks flottants (*oil on water*) issus notamment de pays sous sanction. L'agence rappelle l'incertitude élevée affectant ses prévisions étant donné la persistance de la guerre commerciale et du risque géopolitique.

L'EIA (US Energy Information Administration) laisse quasiment inchangées ses prévisions de demande et de production de pétrole pour 2026 (respectivement 105,2 mb/j et 107,4 mb/j). Néanmoins, la prévision des prix du baril (Brent) pour 2026 est revue en hausse de 2,8 USD/b à 54,9 USD/b étant donné la hausse des stocks chinois et les nouvelles sanctions sur les exportations russes.

