

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

ÉCONOMIES AVANCÉES

ÉTATS-UNIS

La Fed en mode « gestion des risques ». La Réserve fédérale a réduit de 25 pb sa cible de taux des Fed Funds qui passe à +4,0% - +4,25%. Seul le gouverneur S. Miran a voté en faveur d'une baisse de 50 pb. Cette décision résulte, selon le communiqué, de la « modification de la balance des risques », à savoir un marché du travail qui n'est désormais plus dépeint comme « solide » malgré un taux de chômage qui « reste faible », et autour duquel les « risques baissiers ont augmenté ». L'enseignement principal des dot plots (deux baisses supplémentaires à 3,6% fin 2025, une autre à 3,4% fin 2026) a trait à la division massive que cachent les résultats médians, avec 9 membres du FOMC sur 19 au-dessus de la médiane en 2025 et 17 hors médiane en 2026 (8 au-dessus, 9 en dessous). [Voir notre Eco Flash sur le sujet.](#)

Solidité des ventes au détail et de la production manufacturière en août. La croissance des ventes au détail est stable à +0,6% m/m (+0,2% attendu). La composante sous-jacente (hors automobile et essence) accélère (+0,7% m/m). La consommation de repas et boissons à l'extérieur (+0,7% mm, +0,8pp), thermomètre de la dépense discrétionnaire, et la vente en ligne (+2,0% m/m, +1,4pp) sont les moteurs de la hausse. La production manufacturière progresse de +0,2% m/m (+0,3pp, consensus : -0,2%). À l'inverse, les mises en chantier (-8,5% m/m) et les permis de construire reculent conjointement (-3,6% m/m). *À venir : révision du PIB du T2 (jeudi), inflation PCE (vendredi), ventes de logement (mercredi et jeudi), commandes de biens durables (jeudi).*

ZONE EURO / UE

L'activité industrielle se stabilise, certains secteurs repartent à la hausse. La production a rebondi de 0,3 % m/m en juillet, soutenue par les machines-équipements (+ 4,7 % m/m) et les équipements informatiques et électroniques (+ 5,5 % m/m). La production automobile (+ 0,5 % m/m) atteint son plus haut niveau depuis quinze mois. Les exportations de la zone euro se stabilisent en juillet et la décélération observée après le bond du T1 reste, à ce stade, limitée. Le *wage-tracker* de la BCE signale qu'une décélération des salaires est attendue d'ici à fin 2025 (+ 3,0 % a/a), mais que le rythme de la hausse devrait progressivement se stabiliser autour de 2,5 % a/a au printemps 2026. L'UE et l'Indonésie ont finalisé un accord commercial (*cf. ci-dessous*). **Les banques restent en bonne santé :** selon les dernières statistiques prudentielles et de surveillance publiées par la BCE, la rentabilité financière des plus grandes banques de la zone euro s'est maintenue au T2 2025 à un niveau historiquement élevé (environ 10% depuis le T1 2023) malgré la poursuite du repli, bien que modéré, de la marge nette d'intérêt (1,51% au T2 2025 contre 1,62% lors de son pic au T1 2024). Le coût du risque reste à un niveau historiquement faible et sans commune mesure avec les niveaux atteints lors de la pandémie de Covid-19 (0,46% au T2 2025 contre, en moyenne, 0,68% en 2020). Le principal ratio de solvabilité a poursuivi sa progression pour s'établir à un niveau inédit, très supérieur aux exigences réglementaires (16,11% au T2 2025 pour des exigences combinées de 11,2%). Enfin, le ratio de liquidité (LCR) est demeuré relativement stable autour de 160% pour une exigence minimale de 100%. *À venir : indice flash de la confiance des consommateurs de septembre (lundi), flash PMI de septembre (mardi), agrégats monétaires d'août (jeudi).*

Allemagne : Le Bundestag a adopté le budget de 2025, permettant la mise en œuvre du plan d'investissement public dès la fin de cette année en contrepartie d'une hausse de l'endettement. Les prix à la production ont reculé de 2,2 % a/a en août pour le 6^e mois consécutif, toujours tirés à la baisse par les prix de l'énergie. *À venir : enquête GfK, indices Ifo et PMI.*

France : Pas d'inquiétude pour la croissance au T3, malgré un climat des affaires de l'Insee resté stable à 96 en septembre (depuis mai, 100 en moyenne historique). Cet indicateur ne souligne pas une absence mais une mauvaise répartition de la croissance : les secteurs qui la soutiennent (aéronautique, électronique dans l'industrie, information et communication dans les services) maintiennent une bonne performance, tandis que ceux qui la pénalisent ne montrent pas de signes de rebond (automobile, commerce de détail). Deux améliorations modérées sont à noter : le bâtiment (+2 points en deux mois) et le commerce de gros (+4 points par rapport à mai). **Nouveau record des créations d'entreprises en août 2025,** à environ 103 000 unités (chiffres cvs), près de +8% par rapport à décembre 2024. Cette hausse est répartie entre l'essentiel des secteurs. **Les discussions budgétaires se prolongent.** S. Lecornu continue de consulter les différents partis politiques afin de définir le projet de son futur gouvernement, étape préalable à la nomination de ce dernier, puis à la présentation du projet de loi de finances 2026. *À venir : enquête PMI le 23 septembre, confiance des ménages le 25 septembre.*

Italie : Les exportations à destination des États-Unis restent dynamiques en juillet. Le surplus de la balance commerciale a crû de 16% a/a, porté par la dynamique des exportations de biens (+7,3%), principalement hors UE et notamment en direction des États-Unis (+24,1%). Par type de produits, les exportations ont principalement augmenté dans les équipements de transports hors véhicules à moteur (+45,6% a/a) et dans les produits pharmaceutiques (+28,5%).

Rehaussement des ratings souverains des pays d'Europe du Sud : S&P a relevé d'un cran la note souveraine de l'Espagne (de A à A+ ; perspective stable) en raison du renforcement de la position financière extérieure du pays. De son côté, Fitch a revu à la hausse les ratings souverains du Portugal et de l'Italie, les portant respectivement à A et BBB+ (perspectives stables); cela reflète les améliorations des finances publiques observées dans les deux pays.



ROYAUME-UNI

La BoE ralentit son resserrement quantitatif. La BoE a maintenu son taux directeur à 4% (7 votes favorables contre 2 en faveur d'une baisse de 25 pb). Elle a révisé à la baisse le rythme de baisse de son bilan à GBP 70 mds pour les douze mois à venir (octobre 2025-septembre 2026) contre GBP 100 mds les douze mois précédents. Le marché du travail montre des signes de stabilisation.

Stabilisation du chômage et de l'inflation : le taux de chômage se maintient à 4,7% en juillet (moyenne sur trois mois), tandis que le nombre de postes vacants remonte (+8 000 postes m/m) pour la première fois depuis avril 2022. Les destructions d'emplois salariés ralentissent (-0,4% a/a), tandis que les salaires de base continuent de croître mais à un rythme plus modéré (+4,7% a/a). L'inflation *headline* se stabilise en août à 3,8% a/a. Elle ralentit dans les services (+4,7% a/a) mais progresse dans les biens (+2,8% a/a) où elle atteint son niveau le plus haut depuis octobre 2023. L'inflation sous-jacente ralentit légèrement, à 3,6% (-0,1 pp). L'indicateur Gfk de confiance des ménages se détériore (-2 points à -19), mais les ventes au détail du mois d'août augmentent légèrement (+0,5% m/m, +0,7% a/a).

JAPON

La BoJ maintient son taux, mais le resserrement se profile. Le taux directeur est resté inchangé, à +0,5%, mais deux gouverneurs ont voté pour un relèvement immédiat à +0,75% (hausse attendue d'ici à la fin de l'année). La BoJ a initié par ailleurs un programme de vente des ETF (*exchange-traded funds*) à son actif. L'inflation diminue (headline comme sous-jacente) avec +2,7% a/a -0,4pp. La baisse des prix de l'énergie (-3,6% m/m sur fond de reprise du subventionnement) explique ce résultat, et le prix du riz diminue (-2,3% m/m). L'accélération mensuelle du prix des services (+0,5% m/m, +0,2pp, plus haut depuis août 2024) témoigne de la persistance des pressions inflationnistes. *À venir : PMI (mercredi).*

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

ASIE

Chine : Le secteur de la tech de nouveau au cœur des tensions avec les États-Unis. La Chine a interdit à ses entreprises d'acheter au fournisseur américain Nvidia certains nouveaux modèles de puces électroniques, destinées à l'IA et au seul marché chinois. Cette interdiction, instrument de pression à l'encontre de Washington, doit aussi encourager les investissements visant à poursuivre le rattrapage technologique et à l'auto-suffisance des entreprises chinoises.

Indonésie : Nouvelle baisse de taux. Dans un contexte de ralentissement de l'activité économique (les ventes automobiles ont encore fléchi en août), et en dépit d'une hausse de l'inflation depuis le début de l'année (la hausse des prix a atteint 2,3% en g.a. en août), la Banque centrale a baissé ses taux directeurs de 25 pb pour le troisième mois consécutif (à 4,75%). Elle a, par ailleurs, annoncé – à l'image du ministère des Finances – qu'elle maintiendrait un biais expansionniste. **Accord de libre-échange :** dans l'objectif de réduire la dépendance du pays à la Chine, les responsables indonésiens ont accéléré les négociations pour signer un accord de libre-échange avec l'UE. Un accord de principe a été obtenu cette semaine et devrait se conclure dans les prochains jours. Il devra encore être ratifié par tous les États membres de l'UE et pourrait prendre effet fin 2026 ou début 2027.

AMÉRIQUE LATINE

Argentine : Contraction de l'activité, pression sur le peso et revers du président Milei au Parlement. Le PIB en volume s'est légèrement contracté de 0,1%t/t au T2 2025. Principale cause : le net recul de la consommation des ménages (-1,1%) sur fond de dégradation du marché du travail. La Banque centrale a dû intervenir au cours de la semaine passée pour soutenir le peso, qui a franchi la borne basse de sa fourchette de fluctuation. Elle aurait utilisé pour cela environ USD 1 md de ses réserves de change (qui s'élevaient à USD 39,8 mds le 18/09). Les fortes tensions sur les taux interbancaires sont retombées, ces derniers étant revenus autour de 40%, contre plus de 70% durant l'été. Enfin, la Chambre des députés et le Sénat ont repoussé les vetos du Président Milei à l'augmentation de diverses dépenses dans le budget 2026.

MOYEN-ORIENT

Pays du Golfe : Assouplissement monétaire dans un contexte économique déjà porteur. En raison de l'ancrage de leur monnaie au dollar US, les banques centrales des six pays du Golfe ont immédiatement réagi à la décision de la Fed en baissant également leur taux directeur de 25 pb. Dans une région où l'inflation est contenue, cette impulsion monétaire va renforcer des dynamiques de crédits bancaires déjà solides au secteur privé, en particulier aux Émirats Arabes Unis (+9,1% en g.a) et en Arabie saoudite (+13,7%). Pour cette dernière, l'assouplissement monétaire devrait aider au financement du déficit budgétaire, qui devrait dépasser 5% du PIB cette année en raison de la baisse des recettes pétrolières et de la poursuite des grands chantiers d'infrastructure.

AFRIQUE

Afrique du Sud : statu quo monétaire. Après avoir annoncé cet été le changement de sa cible d'inflation, qui passe de 3-6% à 3%, la Banque centrale a choisi la semaine dernière de laisser son taux directeur inchangé à 7%. L'inflation a ralenti à 3,3% en août, mais devrait accélérer dans les prochains mois.

MATIÈRES PREMIÈRES

Pression accrue sur les exportations d'hydrocarbures russes. Les Européens pourraient décider d'un nouvel ensemble de mesures destiné à réduire les importations d'hydrocarbures russes. La proposition la plus significative est l'avancement d'un an (janvier au lieu de fin 2027) de l'arrêt des importations européennes de GNL russe (7% des importations européennes totales de gaz et 14% de celles de GNL). La hausse de l'offre mondiale de GNL (notamment américaine), attendue dès 2026, permettrait d'en amortir les conséquences sur l'approvisionnement européen en gaz. Le prix du gaz sur le marché européen (référence TTF) est en léger repli ce vendredi.

