

## INTERNATIONAL

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

**Nouvelle grille tarifaire annoncée par l'administration Trump début août** : le taux plancher de 10% reste appliqué aux pays affichant un déficit commercial bilatéral avec les États-Unis (**majorité de pays d'Amérique latine, d'Afrique et du Moyen-Orient**, Singapour). Le **Brésil** est l'exception majeure (droits de douane réciproques de 50% annoncés en juillet). Les pays dégagant un excédent commercial avec les US se voient imposer des tarifs douaniers de 15% à 50%, en fonction des accords négociés, des déséquilibres dans les échanges et des relations diplomatiques : 39% pour la Suisse (hors exportations d'or), 15% pour l'Union européenne, le Japon, la Corée du Sud, et à la Turquie, et 19%-20% aux principaux pays de l'**ASEAN** et Taiwan. L'**Inde** se voit imposer un tarif de 25% auquel pourrait s'ajouter 25% fin août si aucun accord n'est trouvé. L'**Afrique du Sud** reste à de 30%. Les trêves et négociations commerciales se poursuivent pour la Chine (tarif actuel de 30%) et le Mexique (25% pour les biens échangés hors US-MA). De nouveaux tarifs sectoriels restent attendus dans les semi-conducteurs et l'industrie pharmaceutique, tandis qu'une enquête sur le secteur de l'ameublement a été annoncée.

## ÉCONOMIES AVANCÉES

## ÉTATS-UNIS

**Reprise à venir des baisses de taux.** Dans son discours de Jackson Hole vendredi dernier, J. Powell a ouvert la porte à une baisse de taux mi-septembre ([voir notre Éditorial](#)). Les données suggèrent un rééquilibrage des risques vers la composante "emploi" du mandat dual de la Fed. Les créations d'emplois ont nettement surpris à la baisse en juillet (73k, consensus : 106k). Chiffre accompagné de révisions baissières significatives pour mai/juin (total de -258k), même si la pression baissière conjointe sur l'offre de travail permet au marché de rester globalement à l'équilibre, avec un taux de chômage de 4,2% correspondant aux estimations du plein-emploi. L'inflation sous-jacente (+3,1% a/a, +0,1pp) et les prix à la production (+3,3% a/a, +0,9pp) augmentent. Les derniers indicateurs macroéconomiques ne montrent pas de momentum positif. Les ISM de juillet sont en baisse (-1,5pp à 48,0 pour le manufacturier, -0,7pp à 50,1 pour les services), tout comme la production industrielle (-0,1% m/m).

## ZONE EURO / UE

**Les PMI offrent des perspectives de croissance encourageantes pour le S2 tirées par le secteur industriel.** L'indice composite a atteint son plus haut niveau depuis mai 2023 (51,1). L'indice manufacturier dépasse le seuil d'expansion pour la première fois en trois ans (50,5). Néanmoins, la confiance des consommateurs a reculé en août (flash) L'inflation est stable à 2,0% en juillet. La seconde estimation du PIB pour le T2 confirme la progression de 0,1% t/t. L'emploi dans la zone euro a également augmenté de 0,1%. L'activité industrielle recule en juin (-1,3% m/m et -0,3% t/t au T2), mais les ventes au détail ont rebondi de 0,3 % m/m, portant le taux annuel à son plus haut niveau depuis avril 2022. Les salaires négociés ont rebondi à 4,0% t/t au T2 (+2,5% t/t au T1). **Le stress test de la BCE/ABE**, dont les résultats ont été publiés le 1<sup>er</sup> août, **montre la résistance du secteur bancaire de la zone euro à un scénario de récession économique sévère.** Le ratio CET1 du système bancaire s'établirait à 12,0% à la fin de l'horizon de projection (3 ans) dans le scénario défavorable.

- **Allemagne : la croissance fléchit au deuxième trimestre, mais les indicateurs avancés annoncent une amélioration.** L'économie allemande s'est finalement contractée de 0,3% t/t au T2 2025. Le ralentissement résulte essentiellement d'une baisse des investissements et d'une contribution négative du commerce extérieur, tandis que les dépenses de consommation ont augmenté. La croissance sur un an s'établit malgré tout à +0,2% grâce à un T1 solide. **En juillet, l'inflation a atteint 2% a/a**, après 1,9% en juin. L'inflation sous-jacente est stable à 2,7%. L'indice PMI composite flash atteint 50,9 en août, tiré par la production manufacturière (52,6). Le PMI flash des services recule (50,1), tandis que le PMI manufacturier atteint 49,9, son plus haut en plus de trois ans. *Les indices Ifo pour août et les indices Gfk pour septembre seront publiés la semaine prochaine.*

- **France : du mieux en termes de production et de PMI, stabilisation du marché du travail et des défaillances d'entreprises.** La production manufacturière a augmenté de 3,5% m/m en juin, sous l'effet d'une hausse de la production aéronautique. L'emploi salarié est resté stable au T2 (après une baisse de 0,1% t/t au T1), tout comme le taux de chômage (7,5%). Le salaire mensuel de base a progressé de 2% a/a au T2 (contre 2,1% au T1). Le PMI composite a augmenté à 49,8 en août, contre 48,6 en juillet, en raison d'améliorations dans les services (de 48,5 à 49,7) et l'industrie (de 48,2 à 49,9). L'indice Insee du climat des affaires est resté stable à 96 en août malgré une amélioration dans la construction (de 96 à 98, rebond de l'activité dans le logement), sous le poids de l'indice du commerce de détail (en baisse de 99 à 92, avec des perspectives de ventes en repli) et de celui des services (de 96 à 95, détérioration dans l'hôtellerie-restauration). La somme sur 12 mois des défaillances d'entreprises s'est stabilisée en juin pour le 2<sup>e</sup> mois consécutif (léger repli des défaillances dans la construction et le commerce). Cependant, les défaillances de PME continuent de croître, de 20% a/a. **Le taux des nouveaux prêts à l'habitat est resté stable en juin 2025 pour le troisième mois consécutif (2,99%).** La production nouvelle hors renégociations (cvs) s'est établie à EUR 12,9 mds, son plus haut niveau depuis janvier 2023 (+33% en glissement annuel). Toutefois, les réservations de logements neufs ont reculé au deuxième trimestre 2025 pour renouer avec leur plus bas niveau historique du quatrième trimestre 2023.

- **Europe du Sud : de bonnes nouvelles.** En **Italie**, l'activité du secteur privé s'améliore en juillet (PMI composite à 51,5 ; +0,4 pt), portée par les services (52,3 ; +1,2 pt). Le secteur manufacturier reste en contraction, avec toutefois un PMI au plus haut depuis mars 2024 (49,8 ; +0,4 pt). Le taux de chômage diminue à 6,3% en juin (-0,2 pp m/m). L'inflation reste faible et ralentit en juillet (+1,7% ; -0,1 pp). La composante sous-jacente est stable à 2,0%. **En Espagne, le dynamisme persiste.** L'activité du secteur privé accélère en juillet (PMI composite au plus haut niveau en cinq mois à 54,7 ; +2,6 pts m/m). Le secteur manufacturier croît pour le troisième mois consécutif (51,9 ; +0,5 pt) et l'activité dans les services accélère (55,1 ; +3,2 pts). La forte demande touristique joue positivement sur l'activité et sur l'inflation (inflation dans les services à +3,6% en juillet ; +0,2 pp m/m). Cette dernière pousse la mesure harmonisée totale à la hausse (+2,7% a/a ; +0,4 pt). L'inflation sous-jacente se renchérit légèrement (+2,6% ; +0,1 pp m/m).

## ROYAUME-UNI

**L'activité rebondit, l'inflation aussi.** Le PIB du T2 a surpris positivement à +0,3% t/t, soutenu par les stocks et les dépenses publiques. En revanche, la consommation reste fragile (+0,1% t/t) et l'investissement des entreprises recule. L'indice PMI composite atteint 53 (+1,5 pt) en août, tiré par les services (+1,8 pt à 53,6) tandis que l'indice manufacturier recule (-0,7 pt à 47,3). L'enquête du CBI indique aussi une baisse de l'indice des nouvelles



commandes à la production en août. L'inflation est remontée à 3,8% a/a en juillet, plus haut en 18 mois avec une accélération dans les services (5% a/a). De plus, la croissance des salaires de base reste soutenue à +5%. En moyenne sur trois mois, le taux de chômage a atteint 4,7% en juin. L'emploi salarié a de nouveau reculé en juillet mais le rythme de baisse ralentit (-8 000). La reprise du marché immobilier montre des signes d'essoufflement, tandis que le PMI dans la construction a atteint en juillet un plus bas post-Covid à 44,3. L'indice Gfjk de la confiance des ménages s'améliore en août (+2 points à -17).

## JAPON

**Croissance robuste et pression obligataire. La croissance du PIB a atteint 0,3% au T2**, contre +0,1% (révisé) au T1. Le commerce extérieur apporte la principale contribution et la dynamique sous-jacente de la demande intérieure est positive. **L'inflation continue de dépasser la cible**. En juillet, tant la mesure habituelle que la nouvelle mesure de l'inflation sous-jacente restent élevées, respectivement à +3,1% (-0,2pp) et +3,4% (+0,1pp) a/a. L'inflation totale a baissé à +3,1% a/a (-0,2pp). En juillet, le PMI manufacturier augmente à 49,9 (+1,0pp), tandis que le PMI services a ralenti (52,7, -0,9pp). **La croissance des salaires était encore négative en juin**, même si le résultat de -0,8% a/a était le « meilleur » de 2025. **Les préoccupations budgétaires, l'inflation persistante et les anticipations de hausse des taux poussent les rendements obligataires à la hausse**. Au 22 août, le rendement à 30 ans s'établissait à 3,23%, son plus haut niveau depuis plusieurs décennies.

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES

- **Europe émergente : performances divergentes de la croissance et de l'inflation au T2** : La Pologne continue de surperformer avec une forte croissance (0,8% t/t et 3,4% a/a) tandis que l'inflation a fortement reflué en juillet (3,1% a/a) et est désormais dans la zone cible de la Banque centrale (2,5% ±1%). En Roumanie, le rebond du PIB (+1,2% t/t ; 0,3% a/a) doit être interprété avec prudence en attendant le détail des postes car les indicateurs conjoncturels se sont dégradés ; on observe un vif rebond des prix à la consommation en juillet (7,8% a/a vs. 5,7% en juin) en raison de la suppression du plafond sur les prix de l'énergie ; la hausse du taux de TVA depuis le 1<sup>er</sup> août devrait alimenter l'inflation à court terme. La Hongrie a renoué avec une croissance positive au T2 (0,4% t/t et 0,1% a/a). L'activité a ralenti en Slovaquie (+0,1% t/t et +0,4% a/a) et République tchèque (+0,2% t/t et 2,4% a/a). En Hongrie et Rép. tchèque, l'inflation a ralenti en juillet, tandis que **la Turquie voit une re-accélération de l'inflation** (+2,1% vs. 1,4% en juin) en ligne avec la dépréciation du change (-2% contre USD).

- **Chine : les indicateurs d'activité pour le mois de juillet signalent un ralentissement de la croissance**. Les exportations restent dynamiques (+7,2% en g.a.), mais la croissance industrielle a ralenti (+5,7% en g.a.). Les ventes au détail ont ralenti (+3,7% en g.a.), le secteur immobilier reste déprimé (ventes de logements en chute de -8,1% en g.a.), les principales composantes de l'investissement s'affaiblissent. L'assouplissement de la politique économique à l'issue de la réunion du Politburo de juillet est resté modeste (quelques nouvelles mesures de soutien aux ménages telles que des allocations pour les enfants et des aides au remboursement des intérêts sur les prêts à la consommation). **Nouvelle attention donnée aux pressions déflationnistes**. L'inflation IPC a atteint 0% en g.a. en juillet (vs. +0,1% en juin). Les autorités ont fait part de leur volonté de mieux réguler les pratiques concurrentielles (par exemple dans le secteur de la livraison à domicile) et contrôler l'augmentation des capacités de production (par ex. dans les secteurs de l'acier et du charbon).

- **Inde : statu quo monétaire au comité du 06/08**. La Banque centrale a fait état des risques sur l'activité liés aux tarifs US. La baisse de l'inflation s'est poursuivie (+1,6% y/y en juillet). L'inflation sous-jacente reste élevée mais a décéléré en juillet (+4,1% en g.a.), et les tensions baissières sur la roupie persistent en raison des sorties de capitaux. **Soutien budgétaire** : le gouvernement a annoncé le 15/08 vouloir baisser et simplifier les taux de TVA. Le nombre de taux passerait de 5 à seulement 3 (5%, 18% et 40%). Le secteur automobile (le taux de TVA baissera de 28% à 18%) et des biens de consommation durables (taux de 12% à 5%) devraient en bénéficier particulièrement. **Upgrade du souverain par S&P à BBB le 14 août**. S&P met en avant la forte croissance, les investissements dans les infrastructures et la consolidation des finances publiques.

- **ASEAN : les chiffres de croissance au T2 sont bons mais les indicateurs récents montrent une décélération**. **Indonésie** : croissance du PIB de +5,1% en g.a. vs. +4,9% au T2 tirée par une forte hausse des exportations, mais les indicateurs récents, en particulier dans l'industrie, sont moins bons. **Malaisie** : maintien de la croissance du PIB à +4,4% en g.a., soutenu par les investissements et la consommation des ménages ; la contribution des exportations nettes à la croissance a été négative (forte hausse des importations). **Thaïlande** : ralentissement de la croissance à +2,8% en g.a. (+3,2% au T1) et +0,6% q/q (+0,7 au T1) à cause d'une décélération dans l'agriculture alors que l'activité a accéléré dans l'industrie conjointement à la forte hausse des exportations au S1. La consommation des ménages a ralenti, les investissements restent modestes, le nombre de touristes a baissé en g.a. au H1 2025. **Détente des politiques monétaires**. En **Indonésie** : en dépit de la légère hausse de l'inflation (+2,4% en g.a. en juillet vs. +1,9% en juin), les taux ont été réduits en juillet et août (-25pb à chaque fois, -100pb depuis le début de l'année). En **Malaisie**, les taux ont été baissés (-25pb) en juillet et la désinflation se poursuit (+1,1% en juin). En **Thaïlande**, les taux ont également été réduits en juillet et août (-25pb) et la déflation persiste (-0,7% y/y en juillet, en territoire négatif pour le quatrième mois consécutif).

- **Amérique latine : croissance meilleure qu'attendu au T2, assouplissement monétaire prudent**. **Au Mexique, le PIB (estimation flash) a progressé de +1,2% en g.a.** mais les données mensuelles (PMI, exportations, production industrielle) n'indiquent pas une dynamique aussi solide. L'inflation a ralenti en juillet (+3,5% en g.a.), et la banque centrale a abaissé son taux directeur (-25pb à 7,75% le 7 août). Les transferts financiers continuent de baisser au Mexique, ce qui contraste avec une hausse marquée dans plusieurs pays d'Amérique centrale (possiblement due au fait que les travailleurs prévoient de ne plus pouvoir envoyer d'argent dans leur pays d'origine dans les mois qui viennent). Au Chili, la croissance a atteint +2,9% en g.a. au T2, principalement tirée par l'investissement ; la banque centrale a abaissé son taux directeur de 25bp à 7,75% le 29/07 (1<sup>ère</sup> baisse en 2025), l'inflation reste maîtrisée malgré une hausse en juillet. Au Brésil, en Colombie et au Pérou, les autorités ont maintenu leurs taux inchangés lors des derniers comités de politique monétaire.

- **Pays du Golfe : la croissance reste robuste**. En Arabie Saoudite, elle a atteint 3,9% au T2 (vs. 3,4% au T1), portée par le rebond de la production de pétrole et la bonne tenue des activités hors hydrocarbures (+4,7% au T2). Avec un taux de chômage historiquement bas et une inflation contenue à 2,1% en juillet, les perspectives demeurent solides. **Pour les EAU**, les PMI ont reculé en juillet mais restent élevés (52,9). Les bons chiffres du tourisme ou des exportations hors pétrole au S1 confirment la bonne résistance des EAU.

