Retrouvez notre scénario et nos prévisions

ÉCONOMIES AVANCÉES

UE/ZONE EURO

Bonne tenue des indicateurs. L'**activité des entreprises** en septembre, mesurée par l'indice PMI composite, a atteint son plus haut niveau depuis avril 2023 (53,1 ; +1,1 pt). Cette progression a été portée par la forte amélioration du PMI des services (53 ; +1,4 pt), tandis que le PMI manufacturier est resté stable en zone d'expansion (52,7). Les indices des prix des intrants et des prix de production ont fortement augmenté, en particulier les prix de production des services (à 56,1, leur plus haut niveau depuis février 2024), indiquant que le choc provenant des prix de l'énergie se propage à l'économie. Les **immatriculations de voitures neuves** ont progressé de 4,5% a/a en août et de 5,3% depuis le début de l'année dans l'UE. La part de marché des voitures électriques continue de progresser (27,7% des immatriculations neuves depuis le début de l'année). Sur une note moins positive, les **prêts bancaires** aux entreprises ont diminué de moitié en août par rapport à juillet. Sur le **front commercia**l, l'UE a adopté des mesures de sauvegarde provisoires (quotas et droits de douane) – une mesure rare – applicables à certains produits sidérurgiques, en réponse à la récente flambée des importations en provenance de Chine. L'UE est également parvenue à réaliser une « avancée substantielle » vers un nouvel accord commercial avec les Philippines. Dans le cadre de ses efforts visant à préserver le rôle de l'euro dans la finance basée sur les technologies de registres distribués (DLT), la BCE a lancé son projet « Pontes ». Il s'agit de la première étape vers la mise en place d'un euro numérique interbancaire. Pontes établit un lien entre le système de règlement interbancaire TARGET2, qui fonctionne en monnaie de banque centrale, et les DLT privées. La BCE a également annoncé son intention d'acheter un volume limité d'obligations d'État tokenisées *via* son bilan, afin d'acquérir une expertise pratique dans l'écosystème des actifs numériques.

À venir : indice de confiance économique de la Commission européenne pour septembre (mardi).

La course à la présidence de la BCE est lancée. Alors que les observateurs s'attendaient à ce que la présidente Lagarde annonce de façon officielle son départ anticipé (son mandat prend fin en octobre 2027), la nouvelle est venue d'Isabel Schnabel, membre du Conseil des gouverneurs de la BCE, qui souhaite quitter ses fonctions plus tôt que prévu, le 3 janvier 2027, pour occuper le poste de conseillère financière au FMI. L'Eurogroupe des ministres des Finances devrait désigner dans le même temps les différents successeurs : à la présidence, au siège du conseil d'administration laissé vacant par Mme Schnabel et au poste d'économiste en chef qui sera vacant en mai. La décision finale concernant la présidence reviendra aux dirigeants européens. Les considérations relatives à l'équilibre entre les pays et à la parité hommes-femmes seront centrales dans cette décision.

France. Retour de la croissance mais signaux mitigés. L'indice PMI composite préliminaire est revenu en territoire positif pour la première fois depuis novembre 2025, atteignant 51,2 en septembre après 48,5 en août. Cette amélioration est portée par les services, à 51,4 (+3,4 m/m), tandis que le PMI manufacturier a légèrement reculé à 50,3 (contre 51,1 en août). L'indice du climat des affaires de l'Insee a toutefois baissé à 96 en septembre, contre 98 en août (100 = moyenne à long terme). Il a été pénalisé par le climat dans les services et le commerce de détail et de gros, mais le climat des affaires est resté stable dans le secteur manufacturier (101) et la construction (96). Les deux enquêtes indiquent une intensification des pressions sur les prix de vente dans le secteur manufacturier. La confiance des ménages est restée stable pour le 3e mois consécutif, à 86 en septembre (moyenne sur 20 ans : 93). Le gouvernement a annoncé une augmentation des subventions aux carburants d'un montant de EUR 450 millions ; cette mesure ne devrait pas aggraver davantage le déficit budgétaire (estimé par le gouvernement à 5,4% du PIB en 2026).

À venir : inflation de septembre (mercredi) ; projet de loi de finances et PMI manufacturier définitif (jeudi).

Allemagne. L'activité et le moral des entreprises continuent de s'améliorer. L'indice PMI composite de septembre a dépassé les attentes en s'établissant à 53,8 (+2 m/m), son plus haut niveau depuis 11 mois. Cette progression s'explique par le retour à la croissance du secteur des services après cinq mois de contraction (52,9 ; +3,2 m/m). La croissance dans le secteur manufacturier s'est légèrement stabilisée mais reste solide ; l'indice de production s'est établi à 55,9 (-0,8 m/m). Les entreprises font état d'une augmentation de la production, de perspectives stables, d'une hausse de l'emploi dans les services et d'une stabilisation dans le secteur manufacturier. Les pressions sur les prix sont fortes et, dans la plupart des cas, en hausse. Par ailleurs, l'indice Ifo du climat des affaires de septembre a atteint son plus haut niveau depuis mai 2023 (89,9 ; +1,2 m/m). Les prévisions concernant l'évolution de l'activité pour les six prochains mois sont aussi à leur plus haut niveau depuis 11 mois, à 90,4 (+1,4 m/m). On constate une amélioration des indicateurs dans tous les secteurs. La confiance des ménages s'est toutefois encore détériorée. L'indice GfK a chuté à -30,6 en octobre (-3,8 m/m, son plus bas niveau depuis mai dernier) sous l'effet d'une baisse significative des anticipations de revenus. Néanmoins, le recul de la confiance des ménages a été atténué par une amélioration des prévisions économiques pour le 5e mois consécutif.

À venir : ventes au détail d'août, taux de chômage de septembre et inflation de septembre (mercredi).

ROYAUME-UNI

Une hausse des taux de plus en plus probable. C'est ce que le gouverneur de la Banque d'Angleterre et deux de ses adjoints ont laissé entendre (en raison de la persistance du choc sur les prix de l'énergie). La résilience de l'activité va dans le même sens : les PMI de septembre sont en expansion, y compris l'indice composite (malgré un léger recul à 51,7), tout comme l'indice des services (51,7 ; -0,8 m/m), alors que l'indice manufacturier s'est amélioré (à 52, +0,3 m/m), grâce à une demande résiliente en IA et en équipements de défense. L'optimisme des entreprises se maintient à son plus haut niveau depuis six mois et la confiance dans l'industrie manufacturière atteint un sommet depuis février grâce à la vigueur des investissements et des nouveaux projets. Ils compensent le léger recul de l'activité dans les services en raison de la situation géopolitique et des inquiétudes qu'elle soulève. La progression de l'indice GfK de la confiance des ménages a surpris à -13 en septembre (+1 m/m), son plus haut niveau depuis août 2024 grâce à l'amélioration de la situation financière des ménages et des perspectives économiques.

À venir : PIB définitif du 2e trimestre (jeudi) ; enquête de la BoE sur les anticipations de prix des entreprises (vendredi).

Retrouvez notre scénario et nos prévisions

ÉTATS-UNIS

Good news is bad news. Les indices PMI sont peu suivis aux États-Unis en raison de leur faible corrélation avec le PIB. Cette semaine, pourtant, ils sont en grande partie à l'origine d'une hausse des taux obligataires américains sur l'ensemble de la courbe, avec des évolutions de plus de 20 pb et une adjudication très décevante des obligations à 5 ans. Les déclarations *hawkish* de plusieurs responsables de la Fed (Barr, Williams, Paulson) ont également contribué à cette hausse. L'indice PMI composite *flash* de septembre a bondi à 58,4 (son plus haut niveau depuis cinq ans), contredisant les prévisions qui tablaient sur une baisse ; les indices PMI des services et de l'industrie manufacturière sont au plus haut depuis plusieurs années. Les chiffres des nouvelles commandes et de l'emploi, mais aussi les prix des intrants (dont la hausse accélère) ont fortement augmenté. Les commandes de biens d'équipement (indice sous-jacent hors défense et aéronautique) ont progressé de 1,6% en août, bien au-delà des prévisions, après un chiffre (révisé à la hausse) de +0,6% en juillet, prolongeant ainsi la dynamique de l'investissement en équipements des entreprises. Le taux américain à 30 ans a atteint 5,53%, son plus haut niveau depuis 2004, tandis que le taux à 10 ans a frôlé les 5,23%. Les taux hypothécaires à 30 ans s'établissent à 7%.

À venir : estimation définitive du PIB du 2e trimestre, inflation PCE d'août (mercredi) ; indice ISM manufacturier de septembre (jeudi) ; rapport sur l'emploi non agricole de septembre (vendredi).

ÉTATS-UNIS/CHINE

Simple prolongation de la trêve commerciale. À la veille du sommet Trump-Xi, les États-Unis et la Chine ont prolongé de deux mois la trêve commerciale (jusqu'au 10 janvier 2027). Cela révèle leur volonté d'éviter de nouvelles tensions commerciales et leur incapacité à se mettre d'accord durablement sur la plupart des sujets clés. Parmi les questions en suspens figurent les achats chinois de produits agricoles américains, l'approvisionnement en terres rares des États-Unis et la baisse des droits de douane entre les deux pays. À l'issue de ce sommet, au cours duquel l'intelligence artificielle et l'Iran ont également été abordés, les ministres du Commerce ont annoncé un accord sur la réduction des tarifs concernant USD 30 mds de biens non sensibles importés par chaque partie.

JAPON

Plus besoin de (plus de) reflation. C'est ce qu'ont déclaré vendredi 25 septembre deux ministres, dont celui des Finances, tandis que la Première ministre Takaichi faisait part, à New York, au président Trump de son inquiétude concernant la faiblesse du yen. Le yen s'est apprécié de 1,2% le jour même et s'est établi à 157 pour un dollar. Cela devrait laisser à la Banque du Japon (BoJ) davantage de latitude pour resserrer sa politique monétaire à un rythme adapté (nous prévoyons deux nouvelles hausses d'ici mars 2027). Son indicateur d'inflation sous-jacente – l'IPC hors produits alimentaires frais et facteurs exceptionnels – a progressé à 2,6% a/a en août (contre 2,3% en juillet), tandis que l'activité économique poursuit son expansion : le PMI composite a enregistré un 18e mois consécutif d'expansion en septembre, en léger recul à 52,5 (-1 m/m). La forte demande extérieure en semi-conducteurs, en intelligence artificielle et solutions de défense a compensé une demande intérieure moins dynamique, notamment dans les services. Les pressions sur les coûts s'atténuent mais restent élevées.

À venir : production industrielle et ventes au détail d'août (mercredi), enquête TANKAN (jeudi).

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

Un marché obligataire en effervescence. Les émissions de dette en devises fortes devraient enregistrer une nouvelle année record après une année 2025 déjà solide, malgré un contexte mondial de hausse des taux d'intérêt. USD190 mds ont été émis entre janvier et août, soit environ USD 30 mds de plus qu'au cours de la même période l'année dernière. Le Qatar et l'Arabie saoudite ont fait leur retour sur le marché ce mois-ci.

Des choix qui diffèrent entre banques centrales. Plusieurs banques centrales ont maintenu leur politique monétaire inchangée. C'est le cas en Hongrie (taux à 5,50% après trois baisses consécutives et avec une inflation de 1,3% en g.a. en août), en Indonésie (taux à 5,7% malgré une dépréciation de la roupie de -2% face au dollar US depuis début septembre), au Mexique (6,50%, pour la 3e fois consécutive) et au Maroc (taux inchangé à 2,25% malgré une inflation faible de 0,3% en moyenne depuis le début de l'année). En revanche, le taux a été relevé en Afrique du Sud (+25 pb pour la 2e fois depuis le début de la guerre en Iran, à 7,25%) malgré une inflation plus modérée que prévu en juillet (4,4% en g.a.), et abaissé au Nigéria (-350 pb à 23% ; l'inflation mesurée par l'IPC y est relativement stable depuis le début de l'année, à 15,5% en g.a. en moyenne).

Hongrie : Sur la voie de l'intégration européenne. La Banque centrale a annoncé que l'objectif d'inflation serait progressivement ramené à 2,5% à partir de 2028, contre 3% actuellement, en vue de l'adoption de l'euro à moyen terme. Parallèlement, la Commission européenne a proposé de débloquer EUR 4,2 mds de fonds européens (1,8% du PIB) au vu des progrès réalisés en matière de respect de l'État de droit ; cette décision reste soumise au vote du Conseil.

MATIÈRES PREMIÈRES

Pétrole brut : les prix ont légèrement augmenté au cours de la semaine passée (106,7 USD/b lundi 28 matin, +6,4% en glissement hebdomadaire), les négociations en cours n'ayant pas permis d'améliorer les perspectives du marché pétrolier. L'écart de prix avec le baril physique (*Dated Brent*) reste relativement important (18,7 USD/b vendredi 25). Sur une note plus positive, l'Arabie saoudite a remis en service son oléoduc Est-Ouest, qui devrait progressivement retrouver sa pleine capacité de transport (4 millions b/j).

Gasoil : des restrictions à l'exportation aux États-Unis ? Alors que les prix du gasoil frôlent des sommets historiques aux États-Unis (près de 6,5 USD/galon) à six semaines des élections de mi-mandat, l'administration Trump envisage d'interdire les exportations de gasoil. D'après les experts, une telle interdiction permettrait, de baisser, au mieux, brièvement les prix du diesel dans certaines régions des États-Unis ; son adoption n'est donc pas acquise. La plupart des dirigeants du secteur et des responsables européens se sont prononcés contre ces mesures (les États-Unis représentent 40% des importations de diesel de l'UE). Le président français Macron a appelé l'Europe à libérer les réserves stratégiques et à modifier les règlements afin d'augmenter les capacités de raffinage européennes à court terme. Compte tenu de son rôle essentiel pour l'ensemble de l'économie (agriculture, transports et certains secteurs industriels), le niveau élevé des prix du diesel a un impact stagflationniste particulièrement fort. Le cours du *diesel crack* américain a baissé de 10% en glissement hebdomadaire (à 98,2 USD/b) et l'indice de référence européen a également reculé (-0,2% en glissement hebdomadaire à 91,6 USD/b) grâce à des stocks suffisants.

L'indice de référence européen du gaz est stable cette semaine (à 73,8 EUR/MWh) grâce à une accélération de la reconstitution des stocks de l'UE (70,9% de la capacité totale pour un objectif de 80% d'ici fin octobre).