

## PROTECTIONNISME/COMMERCE INTERNATIONAL

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

**Nouvelle salve américaine surprise.** D. Trump a annoncé, le 25 septembre, de nouveaux tarifs à compter du 1<sup>er</sup> octobre : 100% sur les médicaments « de marque » et/ou « brevetés » (sauf ouverture d'unités de production aux États-Unis), 50% et 30% pour les meubles de salle de bain et de cuisine respectivement, 25% sur les poids lourds. Les accords conclus par l'Union européenne et le Japon avec les États-Unis limitent à 15% les droits de douane sur ces produits. Voir notre [Focus commerce international du 29 septembre](#).

## ÉCONOMIES AVANCÉES

## ÉTATS-UNIS

**La croissance résiste, pas d'indice sur les prochaines décisions de la Fed.** La croissance du PIB pour le T2 est révisée de +0,5 pp à +3,8% en t/t annualisé (après -0,6% au T1), en raison de la consommation des ménages (+0,9pp à +2,5%) et l'investissement non-résidentiel (+1,6pp à +7,3%). En août, les commandes sous-jacentes de biens durables augmentent (+0,4% m/m, -0,7pp), et la dépense de consommation accélère (+0,6% m/m, +0,1pp). Les ventes de logements neufs, avec +20,5% m/m, atteignent un plus haut depuis près de 4 ans : 800k (annualisé). Les ventes de logements anciens sont relativement stables (4,1 millions, -0,1k, chiffre annualisé). **Le GDPNow de la Fed d'Atlanta suggère une croissance de 3,9% t/t annualisé au T3, contre +2,9% selon nos prévisions. Concernant la Fed,** nous anticipons deux baisses de taux de 25 pb, en octobre et en décembre. J. Powell maintient le scénario d'une hausse transitoire de l'inflation du fait des tarifs, mais indique que son board s'assurera que cette dernière ne « devienne pas un problème d'inflation », sans donner d'indice sur les futures décisions de taux. L'inflation, mesurée par le PCE, augmente à +2,7% a/a (+0,1pp, m/m à +0,3% +0,1pp) en août. Le core PCE est stable à +2,9% a/a et +0,2% m/m. *Le prochain rapport sur l'emploi (vendredi 3 octobre) sera particulièrement scruté. À venir également : risque de shutdown du gouvernement (jeudi) ; ISM manufacturier (mercredi) et non manufacturier (vendredi).*

## ZONE EURO / UE

**Les indices PMI sont globalement stables en septembre.** Le PMI composite (+0,2 point à 51,2) est en zone d'expansion en septembre pour le 9<sup>e</sup> mois d'affilée. Le PMI services est à son plus haut niveau en un an (+0,9 point à 51,4) et le PMI manufacturier (49,5, -1,2 point sur le mois) reste nettement supérieur à celui de décembre 2024 (45). La confiance des ménages évolue peu (+0,6 pt à -14,9 en septembre). Les anticipations médianes d'inflation des ménages pour les 12 prochains mois ont augmenté de 0,2pp m/m à 2,8% en août (plus haut niveau en trois mois). *À venir : Indice de sentiment économique (lundi), inflation flash (mercredi), taux de chômage (jeudi), PPI (vendredi).*

**Allemagne : Climat des affaires contrasté (voir notre [EcoFlash sur le repli de l'IFO en septembre](#)).** L'indice IFO recule à 87,7 en septembre (-1,2 point m/m) du fait des services. Ce repli ne remet pas en cause la reprise observée dans l'industrie (8 secteurs industriels sur 21 sont en reprise ou en expansion, contre 3 en décembre), mais celle-ci ne se diffuse pas aux autres secteurs. À rebours de l'IFO, le PMI composite poursuit son rebond en septembre (52,4, +1,9 pt m/m), porté par les services (52,5, +3,2 points m/m). Le PMI associé à la production manufacturière reste en zone d'expansion (52,2, -0,7 pt m/m). La diminution des nouvelles commandes pourrait affecter l'activité à venir. La confiance des ménages (indice GfK) rebondit en septembre (à -22,3, +1,2 m/m), mais reste plus détériorée qu'entre avril et juillet (-20,7 en moyenne). *À venir : inflation et chômage (septembre) et ventes au détail (août).*

**Espagne : Bonnes nouvelles.** Les prix à la production baissent en août (-1,5% a/a, plus bas niveau depuis octobre 2024), tirés vers le bas par l'énergie (-4,5%, contre +7,5% a/a en moyenne au cours des 9 derniers mois). La croissance du PIB au T2 est révisée à la hausse à +0,8% t/t (+0,1 pp). Après S&P le 12 septembre, Fitch et Moody's ont rehaussé le rating souverain de l'Espagne (de A- à A et de Baa1 à A3 respectivement). *À venir : inflation, ventes au détail (lundi), compte courant (mardi), PMI manufacturier (mercredi), chômage (jeudi), PMI composite et services (vendredi).*

**France : Attentisme dans le secteur privé, alors que les discussions budgétaires tardent à livrer leur verdict (voir [Économie française : 4 lignes de force et une faiblesse](#)).** Le PMI composite diminue à 48,4 en septembre (-1,4 point m/m), à 48,9 dans les services (-0,9 pt) et à 48,1 dans le secteur manufacturier (-2,3 pt), ramenant ces indicateurs à leur niveau de juillet. La faible demande a pesé, mais industrie et services continuent de créer des emplois. La confiance des ménages est stable à 87 en septembre (13 points en deçà de sa moyenne historique). Le solde d'opinion concernant l'opportunité de faire des achats importants se contracte de 4 pts m/m à -31, même si l'intention d'achat de biens immobiliers poursuit son rebond (9,5% des ménages, +0,5 pt m/m, +2,5 pts sur 3 mois). **Alors que le terme se rapproche, des premiers éléments de cadrage budgétaire :** un projet de loi de finances devra être déposé au Parlement d'ici au 13 octobre. Le Premier ministre a annoncé viser un déficit budgétaire de 4,7% du PIB en 2026 (contre 4,6% pour son prédécesseur et 5,4% en 2025). Sans précisions, il a annoncé EUR 6 mds d'économies sur les dépenses de l'État, une hausse limitée à 6 mds pour les retraites et à 5 mds pour la santé. Le détail pourrait être dévoilé après l'annonce du gouvernement, voire lors du débat budgétaire à l'Assemblée. *À venir : annonce du gouvernement, inflation de septembre et construction de logements d'août (mardi), production industrielle d'août (vendredi).*

## ROYAUME-UNI

**Recul des PMI** dont le PMI manufacturier à 46,2 (-0,8 point, plus bas sur quatre mois). L'indice de la production sous-tend la baisse (45,4, -3,9 points). Le PMI services revient à son niveau de juillet après une forte hausse en août (51,9 en septembre, -2,3 pt). Le PMI composite atteint 51,0 (-2,5pp). Le sentiment concernant les ventes au détail (CBI) se redresse à -29 (contre -32 précédemment). Le gouverneur de la BoE a fait savoir que davantage d'assouplissement monétaire était possible (nous anticipons 2 baisses de taux de 25 pb, l'une au T4 2025 et l'autre au T1 2026).

## JAPON

**Ralentissement de la production en septembre.** Le PMI composite se replie à 51,1 (-0,9pp) en septembre (47,3, -2,5pp pour la production manufacturière ; 53, -0,1pp pour les services). Le PMI manufacturier souligne une contraction des embauches, la première depuis novembre 2024. *À venir : production industrielle, ventes au détail et Summary of Opinions de la BoJ (mardi), Tankan du T3 (mercredi), élection à la tête du LDP (samedi).*



## ÉCONOMIES ÉMERGENTES

## ASIE

**Chine : Les profits des entreprises industrielles ont rebondi en août**, de +20,4% en g.a. après trois mois de baisse. Sur la période janvier-août 2025, les profits affichent une légère hausse de +0,9% en g.a. Ce rebond s'explique en partie par des effets de base (les profits avaient chuté de -17,8% en g.a. en août 2024 après quatre mois de hausse). On peut aussi y voir les premiers effets des mesures anti-involution, qui visent à lutter contre la concurrence « désordonnée » et la déflation.

**Thaïlande : Perspective négative sur la note du souverain.** Fitch a mis en perspective négative la note du souverain (de BBB+) en raison des risques sur la croissance et de l'incertitude politique. Même si les tarifs douaniers américains imposés à la Thaïlande sont proches de ceux des autres pays d'Asie, les exportations ont ralenti en août (+5,8% en g.a. vs. +14,4% sur les sept premiers mois de 2025). Les perspectives de croissance sont orientées à la baisse tandis que la dette publique continue d'augmenter (+3 points de PIB sur les douze derniers mois). Elle a atteint 59,4% du PIB en août (vs. 33,7% en 2019).

## EUROPE

**Rép. tchèque et Hongrie : Statu quo monétaire.** La Banque centrale tchèque a maintenu son taux directeur inchangé à 3,50% pour le 4<sup>e</sup> mois consécutif après deux baisses (50 pb en cumul) en début d'année. En Hongrie, le taux directeur, inchangé à 6,50% depuis septembre 2024, est le plus élevé d'Europe centrale. Dans les deux pays, la prudence reste de mise même si l'inflation a ralenti au cours des trois derniers mois (Rép. tchèque : +2,5% a/a en août ; Hongrie : +4,3%) et les devises respectives se sont appréciées depuis le début de l'année contre le dollar et l'euro. Ces éléments sont à nuancer face à la persistance des pressions salariales, la progression du crédit et la hausse des prix immobiliers, en particulier en Rép. tchèque. En Hongrie, une résurgence de l'inflation est possible après les élections législatives prévues en avril 2026, et le retour à sa cible n'est pas attendu avant 2027.

**Pologne et Hongrie : Remontée du taux de chômage.** En Pologne, le taux de chômage, à 5,5% en août, s'est détérioré pour le troisième mois consécutif. Il est désormais à son plus haut niveau depuis février 2023. Toutefois, le marché du travail reste globalement bien orienté avec une forte progression du salaire réel. En Hongrie, le taux de chômage s'est légèrement dégradé en août.

## AMÉRIQUE LATINE

**Argentine : Soutien financier potentiel des États-Unis et mesures pour soutenir la liquidité en dollar.** Le secrétaire américain au Trésor, Scott Bessent, s'est engagé vis-à-vis du président Milei à envisager « toutes les options de stabilisation » de la liquidité en dollar du pays. Ces options incluent, sans s'y limiter, une ligne de swap de devises ou des rachats directs de dette de l'État argentin libellée en dollars sur les ressources du fonds de stabilisation des changes du Trésor américain. Par ailleurs, le gouvernement argentin a annoncé la suspension temporaire des taxes à l'exportation sur de nombreuses cultures clés du pays afin d'inciter les exportateurs à rapatrier plus vite leurs dollars. À la suite de ces annonces, le peso s'est réapprécié à 1329 (au-delà de sa borne basse).

**Brésil : La règle budgétaire assouplie pour compenser les effets des tarifs américains.** Le Sénat a approuvé un projet de loi excluant BRL 9,5 mds (EUR 1,5 md) de dépenses des objectifs budgétaires pour 2025 et 2026. Cette exonération vise à accommoder les mesures déployées pour compenser les droits de douane de 50% imposés en août par les États-Unis sur de nombreux produits brésiliens. Plutôt que d'opter pour des représailles, le Brésil a privilégié des mesures locales autour de trois axes : des lignes de crédit, des garanties à l'exportation pour les PME et un engagement d'achat de stocks de denrées périssables. Les marchés ont à peine réagi à ces annonces, le dispositif de soutien *Brazil Soberano*, à l'origine des mesures, ayant déjà été présenté courant août.

**Mexique : L'assouplissement monétaire se poursuit.** La Banque centrale a baissé son taux directeur de 25 pb (à 7,5%, son plus bas niveau depuis trois ans) le 25 septembre. L'assouplissement pourrait se poursuivre, et le communiqué évoque l'appréciation du peso (plus de 10% contre USD depuis fin janvier), le ralentissement de la croissance (confirmé par la baisse des ventes au détail et de l'indice mensuel d'activité) et la forte incertitude de la politique commerciale américaine. La Banque centrale a confirmé son objectif de convergence de l'inflation vers 3% au T3 2026. Celle-ci a accéléré en août, à 3,6% en g.a., après trois mois de recul. L'inflation sous-jacente, en revanche, est restée relativement stable autour de 4,2% en g.a.

**Pérou et Chili : Projet commun de développement de l'exploitation de cuivre.** Dans le cadre de la convention minière PERUMIN 37 qui s'est tenue la semaine dernière, les ministres de l'Énergie chilien et péruvien ont annoncé un vaste projet de coopération visant à fournir 51% des besoins mondiaux de cuivre d'ici 15 ans. Les détails ne sont pas encore connus, mais l'objectif affiché est de faire monter en gamme les industries des deux pays, en proposant une proportion croissante de produits à haute valeur ajoutée, notamment pour les constructeurs automobiles.

## AFRIQUE

**Maroc : La Banque centrale laisse son taux directeur inchangé à 2,25%.** L'inflation est maîtrisée (1,1% en moyenne depuis début 2025) et l'activité solide. Les incertitudes mondiales ont fait pencher la balance en faveur du statu quo. Les réformes se poursuivent avec un passage au ciblage de l'inflation prévu pour début 2027. En revanche, la flexibilisation du régime de change ne semble plus à l'ordre du jour, le gouverneur estimant que l'ensemble du tissu économique n'est pas prêt à faire face à une volatilité accrue de la monnaie. **S&P place le rating souverain du Royaume en catégorie « investment grade » (à BBB-).** La résilience de l'économie face aux chocs, les mutations sectorielles et la crédibilité de la politique d'assainissement budgétaire sont les principales raisons du relèvement de la note.

**Nigéria : La croissance du PIB poursuit son accélération.** Mesurée sur 4 trimestres, elle atteint 3,8% au T2 2025 (+0,2pp comparé au T1). Elle est notamment tirée par le secteur des hydrocarbures (+7,4% sur la même période). La Banque centrale a baissé son taux directeur pour la première fois en cinq ans (-50pb à 27%). L'inflation a reculé à 20,1% en g.a. en août, contre 21,8% en juillet.

**République démocratique du Congo : L'embargo sur ses exportations de cobalt remplacé par des quotas.** L'embargo, en vigueur depuis février, a permis au prix du minerai de rebondir de 60%, à USD 35 000 la tonne. Les autorités congolaises ont fixé le quota d'exportation à 96 600 tonnes pour 2026, espérant stabiliser les prix autour des niveaux actuels.

