Retrouvez notre scénario et nos prévisions

ÉCONOMIES AVANCÉES

UNION EUROPÉENNE / ZONE EURO

Un climat des affaires résilient, des surprises à la hausse sur l'inflation. L'indice de confiance économique de la Commission européenne pour septembre a montré une reprise soutenue dans l'industrie (+1,2 m/m à -3,8, plus haut niveau depuis 3,5 ans) avec un net rebond des prévisions de production et d'emploi, et de nouveaux progrès dans les services (+0,5 m/m à 6,1). En revanche, la confiance des ménages, le climat dans la construction et l'indice composite se sont encore affaiblis. Ces enquêtes corroborent globalement les indices PMI avec un PMI manufacturier de septembre révisé à 52,9 (+0,2 point). Le taux de chômage est resté stable à un faible niveau (6,4%). L'inflation s'est établie à 3,8% en septembre (au-delà du consensus), tirée par l'énergie (18,8% a/a, +4,5 pp) et les services (3,2%, +0,2 pp). L'inflation des biens industriels hors énergie a légèrement reculé à 1,1% a/a, mais la tendance se raffermit : le taux annualisé sur trois mois atteint 2,5% (plus haut niveau depuis trois ans). Avant la publication de ces données, Christine Lagarde a plaidé en faveur d'une « réponse mesurée » et a souligné que la hausse des rendements obligataires apportait une partie de la modération nécessaire. Un resserrement s'opère également au niveau du coût d'emprunt pour les prêts hypothécaires qui augmente depuis cinq mois, atteignant 3,6% en août (+6 pb m/m), un niveau plus observé depuis septembre 2024. Le taux appliqué aux sociétés non financières est resté inchangé (3,8%).

À venir : minutes de la BCE (jeudi) et visite du commissaire européen au Commerce, M. Šefcovic, à Pékin (jeudi-vendredi)

Allemagne. **L'inflation atteint son plus haut niveau depuis trois ans.** L'inflation harmonisée a atteint 3,3% a/a en septembre (2,9% en août et 3,2% attendus), son plus haut niveau depuis décembre 2023, du fait des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente est stable à 2,4% et l'inflation des services s'est érodée à 2,7% (-0,1 pp). Le taux de chômage est resté stable en septembre à 6,4%.

À venir : nouvelles commandes à l'industrie d'août (mardi) et production industrielle (mercredi)

France. **Au cœur de la tempête obligataire.** Le projet de budget du gouvernement pour 2027, bien que visant un ajustement significatif (voir notre analyse détaillée), n'a pas freiné la hausse des taux des OAT. Le 10 ans a franchi la barre des 4,9% vendredi matin (un niveau plus atteint depuis 2002), et le *spread* OAT-Bund a atteint un pic de 151 pb (qui a coïncidé avec une déclaration du président de la Bundesbank, M. Nagel, selon laquelle les instruments de la BCE sont axés sur la transmission de la politique monétaire, et non sur un niveau du *spread*) avant de s'atténuer quelque peu, tout comme le repli des marchés obligataires mondiaux. Comme prévu, le projet de loi de finance vise un déficit de 5% du PIB (contre 5,4% en 2026), ce qui implique EUR 54 mds d'économies (grâce pour les deux tiers à une réduction des dépenses). Le Haut Conseil des Finances Publiques a salué l'effort de modération des dépenses mais souligné la nature optimiste des hypothèses économiques.

Dans le même temps, l'inflation a surpris à la hausse : l'inflation harmonisée a accéléré à 3,4% (consensus : 3,1%) a/a en septembre (2,6% en août), tirée par les prix de l'énergie (21,2%) et des produits alimentaires frais (+10% a/a, lié à la sécheresse estivale). L'inflation sous-jacente a atteint 1,6% a/a en septembre, contre 1,3% en août (inflation des services à 2,2% ; +0,3 pp m/m). La hausse des prix à la production dans l'industrie a atteint 6% a/a en août, contre 4,3% en juillet (+67% contre +50% pour les produits raffinés). La hausse des prix des carburants a également pesé sur la consommation des ménages (-0,5% m/m en août). Du côté positif, l'indice PMI manufacturier de septembre a été révisé à la hausse de 0,3 point, à 50,6.

Italie et Espagne. **Surprises à la hausse sur l'inflation, amélioration du climat des affaires.** En Italie, l'inflation harmonisée a atteint 4,1% (3,2% en août), tandis que l'inflation sous-jacente a augmenté à 1,7% (+0,2 pp). En Espagne, l'inflation s'est accélérée à 5% a/a (4,6% en août) et l'inflation sous-jacente a atteint 3,1% a/a (+0,2 pp). Le climat des affaires (ESI de la Commission européenne) s'est légèrement amélioré dans l'industrie et dans les services en Italie, et plus nettement en Espagne (où, contrairement au reste de l'Europe, la confiance des ménages s'est également redressée). Sur une note moins positive, le taux de chômage italien a augmenté de manière inattendue pour atteindre 6,2%.

ROYAUME-UNI

De nouvelles orientations politiques audacieuses et une révision à la hausse de la croissance. Le Premier ministre a brisé plusieurs tabous politiques dans son discours prononcé lors du congrès du Parti travailliste. Il a notamment remis en cause le Brexit et prôné l'abandon du « triple verrou » garantissant une revalorisation annuelle des retraites à la valeur la plus élevée entre le taux d'inflation, la hausse des salaires ou 2,5%. Ces propositions devraient être examinées par le prochain Parlement. Il s'est également engagé à démanteler l'héritage du thatchérisme dans les services publics. La croissance du PIB a été révisée à la hausse à 0,5% t/t au T2 (+0,1pp ; après 0,6% au T1) grâce aux performances meilleures que prévu dans le commerce et l'investissement. Les anticipations d'inflation du *Decision Maker Panel* de la Banque d'Angleterre ont atteint 3,9% pour les prix des entreprises et 3,3% pour l'IPC à un an.

ÉTATS-UNIS

Une croissance solide, mais des chiffres de l'emploi décevants. La croissance a été révisée à 2,2% en rythme annualisé au T2 (+0,7pp), portée par l'investissement et la consommation. L'ISM manufacturier de septembre s'est érodé (-0,1 point à 54,5) en raison d'une perte de dynamisme de la production. Toutefois, les nouvelles commandes se sont améliorées et l'emploi s'est maintenu à son plus haut niveau depuis quatre ans. L'emploi salarié non agricole a augmenté de 29 000 en septembre, en deçà des attentes, et les deux mois précédents ont été révisés à la baisse de 60 000 au total. Les créations d'emplois dans la santé (+23 000) et les loisirs/hôtellerie (+10 000) ont été contrebalancées par des pertes dans la fonction publique (-10 000). Le taux de chômage a augmenté de 0,1pp à 4,2% (en raison d'une hausse du taux d'activité). La hausse du salaire horaire dans le secteur privé a atteint son plus bas niveau depuis mi-2021, à 3% a/a. L'inflation des dépenses de consommation (PCE) a surpris à la baisse à août (3,4% contre 3,7% attendus), et l'inflation PCE sous-jacente est restée inchangée à 3%. Le taux d'épargne des ménages a fortement baissé (4,1% du revenu disponible en août, contre 4,6% en juillet), ce qui explique la résilience inattendue de la consommation (+0,6% en août, corrigée de l'inflation). Dans l'ensemble, cela suggère que la Fed continuera à relever ses taux d'intérêt mais sans se précipiter. Nous anticipons une prochaine hausse de 25 pb en décembre.

À venir : ISM des services de septembre (lundi), minutes du FOMC (mercredi).

Retrouvez notre scénario et nos prévisions

JAPON

Climat des affaires en plein boom. L'indice de l'enquête Tankan auprès des grands industriels a atteint +24 (+2 t/t) et les indices pour les entreprises petites et moyennes ont le plus augmenté (+14 ; +5 t/t et +23 ; +5 t/t), portés par la demande pour les semi-conducteurs et les biens d'équipements. La confiance dans le secteur des services s'est érodée (+35 ; -2 t/t pour les grandes entreprises). Les intentions d'investissement restent solides parmi les dirigeants des grandes entreprises et on voit des signes d'amélioration parmi les PME.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

Les PMI manufacturiers sont globalement en amélioration. L'indice a atteint 56,7 à Taïwan (son plus haut niveau depuis 2021) et 53,9 en Corée du Sud, soutenu par une forte demande mondiale de produits liés à l'IA. Les exportations coréennes ont enregistré une hausse record de 83,5% en glissement annuel (g.a.) en septembre (dont +263% en g.a. pour les puces), principalement tirée par les prix à l'exportation. L'indice PMI manufacturier s'est également amélioré et maintenu au-dessus de 50 en Inde, en Indonésie et en Thaïlande. Il a légèrement reculé au Vietnam (à 51,9). La Malaisie et les Philippines se sont démarquées avec des indices PMI passant légèrement en dessous de 50. Les indices PMI se sont également améliorés en Europe centrale. Ils sont plus mitigés en Amérique latine : le PMI a fortement chuté au Brésil (à 44,8, son plus bas niveau depuis début 2023), et s'est légèrement amélioré au Mexique (à 50) et en Colombie (à 54,6).

ASIE

Chine. Meilleures perspectives grâce aux nouvelles mesures de relance, PMI à la hausse. Le Conseil d'État a annoncé des mesures visant à relancer la demande intérieure, toujours atone, et atteindre l'objectif de croissance officiel fixé entre 4,5% et 5%. Ces mesures comprennent notamment 1/ l'extension de certaines facilités de crédit destinées à financer la technologie et l'innovation, l'agriculture et les PME, 2/ de nouvelles dépenses financées grâce au report des quotas d'émissions de dette des collectivités locales, et 3/ une légère subvention sur le paiement d'intérêts sur les prêts immobiliers aux ménages. Les indices PMI publiés fin septembre par le Bureau national des statistiques et RatingDog se sont légèrement améliorés, et indiquent désormais tous deux une expansion tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services.

EUROPE / MOYEN-ORIENT

Arabie saoudite. Le déficit budgétaire bondit en raison du coût de la guerre. Il est désormais prévu à USD 65,4 mds cette année (-4,9% du PIB) contre USD 44,3 mds (-3,3% du PIB) prévus dans le projet de loi de finances initial. Les recettes devraient être légèrement supérieures (+3,7%), les prix élevés du pétrole compensant largement la baisse du volume des exportations pétrolières. En revanche, les dépenses ont été revues à la hausse de 9,3%. Les nouvelles prévisions de croissance sont également pessimistes : le PIB devrait se contracter de -3,6% en raison du ralentissement de l'activité pétrolière, alors que le consensus table sur une croissance de +0,2%.

Pologne. Forte hausse de l'inflation en septembre. L'inflation s'est établie à 4,0% en g.a. en septembre (plus haut niveau depuis juin 2025) après 3,4% en août, sous l'effet de la hausse des prix à la pompe. Cette hausse a conduit le gouvernement à abaisser le taux de TVA sur les carburants à 8% (contre 23% auparavant) à partir d'octobre et jusqu'à la fin de l'année, ce qui devrait contribuer à atténuer les pressions inflationnistes. Dans l'ensemble, l'inflation ne devrait pas dépasser de manière significative l'objectif de la Banque centrale en moyenne en 2026. Celle-ci pourrait néanmoins envisager un relèvement des taux d'ici la fin de l'année.

Turquie. Un scandale financier aux répercussions macroéconomiques limitées. L'effondrement d'un système de Ponzi a touché environ 455 000 investisseurs particuliers, dont les actifs représenteraient environ 1% du PIB. La crise a été rapidement maîtrisée par les autorités afin d'éviter toute contagion financière. Deux établissements de crédit immobilier et 131 fonds impliqués dans le scandale ont été suspendus et repris par des banques publiques en vue d'une cession ordonnée et équitable de leurs actifs. Trois banques d'investissement et deux sociétés d'affacturage ont été transférées au fonds d'assurance des dépôts d'épargne. À ce jour, 217 personnes ont fait l'objet de poursuites judiciaires, dont 90 ont été placées en détention provisoire dans l'attente de leur procès. Depuis le 9 septembre, l'indice BIST-30 a perdu 10%, mais il reste 25% plus élevé qu'à la fin de 2025. Les investisseurs étrangers ont acheté des actions la semaine dernière au rythme le plus soutenu depuis trois mois. Les répercussions sur le taux de change, les taux d'intérêt domestiques et les écarts de rendement des obligations souveraines ont été négligeables, voire inexistantes. À ce stade, le risque de contagion au secteur bancaire est très faible, mais les pertes subies par les petits investisseurs pourraient avoir des répercussions sur la consommation en raison d'un effet de richesse négatif. Par ailleurs, l'indice PMI manufacturier a encore reculé en septembre pour s'établir à 47,9, signalant la poursuite de la contraction.

AMÉRIQUE LATINE

Brésil. Second tour serré de l'élection présidentielle, un héritage difficile en matière de politiques économiques. Le sénateur Flávio Bolsonaro et le président sortant Luiz Inácio Lula da Silva s'affronteront lors d'un second tour le 25 octobre prochain, aucun des deux n'ayant obtenu la majorité lors du scrutin général du 4 octobre (avec respectivement 47% et 45% des voix). Depuis le retour de la démocratie au Brésil en 1989, aucun candidat en retard au premier tour n'a remporté le second tour. Le prochain président héritera d'une économie en perte de vitesse et de politiques économiques compliquées à mener : il devra poursuivre l'assainissement budgétaire tout en normalisant la politique monétaire, dans un contexte de chocs d'offre (conditions météorologiques défavorables, El Niño, guerre au Moyen-Orient).

MATIÈRES PREMIÈRES

Énergie. Soulagement limité à l'exception de l'électricité. Les risques d'une nouvelle escalade semblent croître à très court terme dans le Golfe et en mer Rouge. Dans le même temps, le niveau record des exportations de pétrole du Golfe en septembre (supérieur à 80% du niveau d'avant-guerre grâce aux oléoducs de contournements et aux convois sous protection militaire) a suffi à stabiliser les prix à un niveau élevé, sans toutefois exercer de pression à la baisse significative et durable sur les cours du brut.

- Les cours du **pétrole brut** ont légèrement reculé au cours de la semaine, mais restent élevés (-3,5% en glissement hebdomadaire, à 101,6 USD/b lundi matin pour le Brent). L'écart avec les cours physiques du baril (Dated Brent) se creuse à nouveau (24,4 USD/b vendredi), signe de tensions persistantes sur le marché physique.

- **Le marché du diesel** a connu un léger mieux après la décision prise vendredi soir par le G7 de libérer 100 mb de stocks d'urgence de pétrole et de gazole, en privilégiant ce dernier. Cette opération devrait se dérouler dans les quatre prochains mois et empêcherait, selon certaines sources, les restrictions américaines à l'exportation. L'indice de référence européen a nettement chuté (-12% en glissement hebdomadaire, à 80 USD/b en g.a. lundi matin). Toutefois, la pression sur le marché pourrait bientôt s'accentuer, la plupart des raffineurs chinois ayant annoncé suspendre les exportations de carburants pour le mois d'octobre, le gouvernement donnant la priorité à la sécurité de l'approvisionnement national.

- **Les prix de gros de l'électricité dans l'UE** ont fortement augmenté en septembre, atteignant en moyenne 146 EUR/MWh, leur plus haut niveau depuis décembre 2022.