

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

## ÉCONOMIES AVANCÉES

### ÉTATS-UNIS

#### Des signaux toujours contradictoires entre l'activité et l'emploi.

En novembre, l'emploi privé recule selon l'enquête ADP à -31k (3<sup>e</sup> mois de contraction sur quatre), le moins bon résultat depuis mars 2023. La composante « Emploi » de l'enquête ISM y fait écho (-2,0 points à 44 pour le manufacturier, +0,3 point à 48,9 i.e. zone de contraction pour les services). Toutefois, elle est positive en termes d'activité, de production manufacturière (51,4, +3,2 pp) et dans les services (54,5, +0,2 point). Au niveau agrégé, les indices évoluent modérément (-0,5 pp à 48,2 pour le manufacturier, +0,2pp à 52,6 pour le non-manufacturier).

**Moins de craintes concernant les prix.** L'ISM suggère, dans le même temps, un ralentissement de la hausse des prix payés. L'inflation PCE de septembre s'inscrit dans la lignée de l'inflation CPI, avec +0,1 pp sur le *headline* et -0,1 pp sur le sous-jacent (+2,8% a/a pour les deux), en parallèle d'un indice des prix à l'importation stable (hors droits de douane). En décembre, l'indice du sentiment du consommateur de l'Université du Michigan efface une large partie des pertes liées au « *shutdown* » de novembre (+2,3 points à 53,3, vs. 53,6 en octobre), avec un recul des anticipations d'inflation à 1 an (-0,4 pp à 4,1%) et 5-10 ans (-0,2 pp à 3,4%) qui atteignent un plus bas depuis février 2025.

**À venir : réunion du FOMC incluant le Summary of Economic Projections (mercredi), optimisme des petites entreprises NFIB de novembre et enquête JOLTS emplois vacants de septembre (mardi).**

### UE/ZONE EURO

#### Union européenne : Deux avancées structurelles

**- Adoption du plan REsourceEU visant à réduire la dépendance de l'UE aux matériaux critiques.** EUR 3 mds seront déployés pour des projets d'investissement en 2026, un centre d'achat conjoint de matériaux critiques et des capacités communes de stockage seront mis en place afin d'améliorer les capacités européennes de recyclage.

**- Union de l'épargne et des investissements (UEI) : la Commission européenne a présenté le 4 décembre un paquet de mesures** visant à renforcer l'intégration des marchés financiers de l'UE. L'ambition est de permettre aux principaux acteurs de marché d'opérer de manière plus fluide entre les États membres. La Commission propose notamment de confier à l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) la supervision directe des infrastructures de marché importantes et de tous les prestataires de services en actifs numériques. Ce paquet de mesures doit être approuvé par le Parlement et le Conseil européens.

#### Zone euro : Croissance révisée à la hausse et légère remontée de l'inflation.

La croissance du T3 a été réhaussée (+0,1 pp à 0,3% t/t) grâce à une révision en Italie (+0,1% t/t désormais) et en Autriche (+0,4% t/t). La demande intérieure s'est montrée solide (investissement (contribution de 0,2 pp), consommation publique (+0,1 pp) et privée (+0,1pp), stocks (+0,1 pp)), tandis que le solde extérieur a pesé (-0,2pp). Les ventes au détail ont été stables en octobre, tout comme le taux de chômage (à 6,4% et 14,8 % pour les moins de 25 ans). Le PMI composite de novembre a été révisé à la hausse (+0,3 point) à 52,8, son meilleur niveau en deux ans et demi. Le PMI construction a rebondi (+1,4 point à 45,4), soutenu par l'indice des nouvelles commandes (+2,3 points à 46,1, plus haut depuis février 2022). L'inflation harmonisée est légèrement remontée en novembre (+0,1 pp à 2,1 % a/a), en raison d'une hausse

dans les services (+0,1 pp à 3,5 %) et d'une baisse des prix de l'énergie moins prononcée (+0,4 pp à -0,5 %). Néanmoins, les prix à la production (hors construction) baissent davantage (-0,3 pp à -0,5 % a/a).

**- Allemagne : La reprise se confirme.** En octobre, les commandes industrielles progressent de +1,5 % m/m, portées par le marché intérieur (+9,9 %), tandis que l'export recule (-4,0 %). La moyenne mobile sur six mois reste stable mais confirme l'état relatif des forces : la dynamique intérieure se redresse, à l'inverse des commandes externes. Le PMI services de novembre est révisé à la hausse de 0,4 point à 53,1 (entraînant dans son sillage le PMI composite, à 52,4), mais recule par rapport à octobre (54,6). Le PMI construction rebondit sur un mois (+2,4 points à 45,2). *À venir : production industrielle d'octobre (lundi), balance commerciale d'octobre (mardi).*

**- Espagne : Activité toujours bien orientée.** Le PMI composite ralentit légèrement en novembre mais reste élevé (-0,9 point m/m à 55,1). Dans les services et l'industrie manufacturière, l'activité continue de croître, bien qu'à un rythme plus lent que le mois dernier. Toutefois, les entreprises restent optimistes quant à leur activité future.

**- France : Amélioration du climat des affaires et des exportations de biens.** Le PMI composite est en expansion (50,4) pour la première fois depuis 15 mois en novembre, en raison d'une révision à la hausse du PMI services de 50,8 à 51,4 (+3,4 points m/m, plus haut en 15 mois), tiré en novembre par la production et les nouvelles commandes. Le PMI manufacturier est confirmé à 47,8 (-1 point m/m), pénalisé par la production et les nouvelles commandes domestiques, mais soutenu par les nouvelles commandes à l'export. La production manufacturière s'est stabilisée à un bon niveau en octobre (+1,5% a/a), toujours portée par l'aéronautique, mais pénalisée par l'automobile. Les exportations de biens ont continué de progresser en octobre (EUR +3 mds a/a, notamment dans l'aéronautique). Le déficit sur les biens se replie de EUR 70 à 63 mds en cumul sur 10 mois d'après les douanes. Il se stabilise selon les données de la Banque de France (méthodologie différente), alors que l'excédent sur les services s'accroît de EUR 46,5 à 48 mds. Les immatriculations automobiles se sont stabilisées en novembre, après un gain moyen de 2,1% a/a lors des trois mois précédents. Du côté du budget, l'Assemblée nationale a adopté le volet recettes du budget de la sécurité sociale, ouvrant la voie à un vote sur l'ensemble du texte le 9 décembre, avant l'examen du budget de l'État.

**- Italie : L'activité du secteur privé à son plus haut depuis deux ans et demi.** Le PMI composite atteint 53,8 (+0,7 point m/m), soutenu par les services et l'activité dans le secteur manufacturier. Les entreprises restent optimistes quant à leur activité future malgré la faiblesse de la demande internationale. Les ventes au détail accélèrent (+1,3% a/a; +0,8 pp m/m). *À venir : production industrielle d'octobre (mercredi).*

### ROYAUME-UNI

**L'activité se détériore nettement dans la construction.** L'indice PMI plonge à 39,4 en novembre (-4,7 points m/m), avec la plus forte baisse des nouvelles commandes depuis mai 2020. Le ralentissement du marché immobilier se confirme également, les prix n'augmentant que de 0,7 % a/a (indice Halifax). Selon le *Decision Maker Panel*, les anticipations d'inflation à un an des entreprises sont stables à 3,4 % en novembre. Ces dernières prévoient une légère baisse de l'emploi (-0,2 % sur un an). Les ventes automobiles reculent de 1,6% a/a en novembre.



[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

**Un accord commercial avec les États-Unis entérine l'exemption de droits de douane sur les produits pharmaceutiques britanniques**, en contrepartie d'une hausse de 25 % du prix des nouveaux médicaments américains au Royaume-Uni. *À venir : ventes au détail de novembre (mardi), PIB, production industrielle et balance commerciale d'octobre (vendredi).*

**La Banque d'Angleterre a réduit ce qu'elle estime être le niveau adéquat de fonds propres Tier 1** des banques britanniques, le ramenant de 14% à 13% des actifs pondérés (équivalant à un ratio CET1 de 11%). Cette baisse, la première depuis 2015, intervient alors que les sept plus grandes banques ont réussi leurs derniers stress tests. Elle souhaiterait, par ailleurs, inciter les banques britanniques à réduire leurs cousins de fonds propres (capitaux en excès des exigences réglementaires) afin d'accroître leur soutien à l'économie.

#### JAPON

**Confiance des ménages et taux obligataires en hausse.** Selon le *Cabinet Office*, la confiance des ménages atteint, en novembre, un plus haut en 2025 (37,5, +1,7 point), une amélioration généralisée à l'intégralité des quatre sous-composantes. À la suite de l'annonce d'une prochaine hausse de taux de la BoJ, le taux à 10 ans a gagné 14 pb sur la semaine, ce qui le porte à 1,94% pour une hausse totale de 85 pb depuis le début de l'année.

### ÉCONOMIES ÉMERGENTES

#### AFRIQUE MOYEN-ORIENT

**Afrique subsaharienne : Vers une croissance robuste au T3.** En glissement annuel (g.a.), la croissance au T3 a accéléré en Afrique du Sud (+2%) et en Angola (+1,8%). Elle a été résiliente au Nigéria (+4%). En Afrique du Sud, l'investissement est reparti à la hausse après deux trimestres de contraction mais demeure inférieur à son niveau du T4 2024. L'activité du secteur pétrolier a fortement ralenti à 5,8% en g.a. (contre 20,4% au T2) au Nigéria et s'est contractée en Angola pour le 4e trimestre consécutif (-7,8% au T3).

**Arabie Saoudite : Budget 2026, entre ambition et prudence.** Après avoir dérapé à plus de 5% du PIB cette année, le déficit budgétaire est prévu à 3,3% en 2026. Si les recettes sont attendues en hausse de 5% grâce à la bonne dynamique de l'économie, l'essentiel de la consolidation résultera d'une rationalisation des dépenses (-1,7%), en particulier de l'investissement public (-5,8%). Ce poste reste néanmoins conséquent (USD 43 mds), malgré un contexte pétrolier défavorable.

#### AMÉRIQUE LATINE

**Amérique latine : Les indices PMI publiés début décembre signalent une dégradation des conditions dans le secteur manufacturier** au Chili, en Colombie et, surtout, au Mexique (de 49,5 à 47,3). Sauf en Colombie, les PMI restent en zone de contraction.

**Brésil : Poursuite du ralentissement de la croissance.** La croissance du PIB réel a continué de ralentir au T3 (à +1,8% en g.a. et +0,1% t/t). Le dynamisme des exportations (+3,3% t/t après +1% t/t au T2) et le rebond de l'investissement privé (+0,9% t/t après -1,5% t/t au T2) n'ont pas compensé le freinage marqué de la consommation des ménages (+0,1% t/t après +0,6% t/t). Le marché de l'emploi montre des signes de ralentissement, le revenu des ménages (en termes réels) ne progresse plus et les taux d'intérêt élevés pèsent sur la demande interne. Le PMI manufacturier de novembre ne s'est que légèrement amélioré (de 48,2 à 48,8). La Banque centrale pourrait entamer son cycle d'assouplissement au T1 2026.

#### ASIE

**Chine : Les exportations de marchandises ont rebondi en novembre après leur recul en octobre.** Elles retrouvent leur rythme de croissance moyen des neuf premiers mois de 2025 (soit +5,9% en g.a. en USD courants en novembre, après -1,1% en octobre). Les importations ont augmenté de +1,9% en g.a. et l'excédent commercial mensuel a de nouveau dépassé USD110 mds. La contraction des exportations vers les États-Unis s'est poursuivie (-28,6% en g.a.), la réduction des droits de douane américains sur les biens chinois depuis fin octobre n'ayant pas eu d'effet immédiat sur les échanges bilatéraux. Les exportations de la Chine vers le Japon (+4,3% en g.a.), l'Amérique latine (+14,9%) et l'Union européenne (+14,8%) ont rebondi après la dégradation du mois d'octobre. La croissance des exportations vers l'ASEAN est restée solide (+8,2% dont Vietnam : +25,8%) ; elle ralentit toutefois progressivement depuis septembre.

**Inde : La roupie a atteint un point bas face au dollar.** Elle a dépassé le seuil symbolique de INR 90 pour 1 USD et a enregistré la plus mauvaise performance parmi les devises asiatiques depuis début 2025 (-5,2%), malgré des interventions massives de la Banque centrale. Sous tension depuis plusieurs mois en raison des droits de douane américains, les pressions baissières se sont aggravées avec la visite du président Poutine en Inde, qui pourrait compliquer les négociations commerciales en cours avec les États-Unis. La nouvelle baisse des taux directeurs (-25 pb en décembre, portant l'assouplissement à 125 pb depuis le début de l'année, soit l'une des baisses les plus importantes avec celle de l'Indonésie), favorisée par la décélération de l'inflation (+0,3% en g.a. en octobre), devrait accentuer les pressions baissières sur la roupie.

#### EUROPE ÉMERGENTE

**Europe centrale : Amélioration de la croissance du PIB à 2,6% en g.a. au T3, après 2,3% en g.a. au T2.** La publication des comptes nationaux pour le 3e trimestre montre que la consommation a été le principal contributeur à la croissance, sauf en Roumanie. L'investissement s'est amélioré dans l'ensemble des pays sauf en Hongrie. La Pologne et la Roumanie se démarquent avec un vif rebond de l'investissement. En Pologne, la Banque centrale a baissé son taux directeur de 25 pb à 4,00% conformément aux attentes.

**Turquie : Ralentissement de l'inflation.** En novembre, l'indice d'ensemble des prix à la consommation a progressé de 0,9% sur un mois et l'indice sous-jacent de 1,2%, contre respectivement 2,6% et 2,4% en octobre. Sur un an, le taux d'inflation s'établit à 31,1% pour l'indice d'ensemble et de 31,6% pour l'indice sous-jacent. L'inflation s'est alignée sur le rythme de dépréciation du change. Ces évolutions pourraient inciter les autorités monétaires à poursuivre l'assouplissement malgré la vigueur de la consommation des ménages.

#### MATIÈRES PREMIÈRES

**Terres rares : La Chine assouplit son régime de licences d'exportation.** L'octroi de « licences générales » valables un an (au lieu de licences nécessaires à chaque livraison) devrait permettre une accélération des exportations chinoises de terres rares et des aimants associés, notamment à destination du secteur automobile.

**Cuivre : Les cours sont en forte hausse sur l'ensemble des marchés** (record historique à Londres) sur fond d'accélération des exportations vers les États-Unis (en anticipation de nouveaux droits de douane), de ruptures de production de certaines mines et d'annonce d'une réduction en 2026 de la production des raffineurs chinois en situation de surcapacité.

