

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

COMMERCE INTERNATIONAL

Les tarifs réciproques bientôt devant la Cour suprême. L'administration Trump conteste devant la Cour suprême la décision rendue par la Cour d'appel fédérale qui confirme l'illégalité des tarifs « réciproques » et ceux liés aux opioïdes. L'administration souhaite que la saisine soit traitée rapidement avec des auditions dès novembre. Par ailleurs, l'accord États-Unis/Japon, annoncé en juillet, a été formalisé par un décret exécutif de la Maison-Blanche. Il en rappelle les conditions tarifaires (15% sur les importations américaines en provenance du Japon, véhicules compris) et la promesse japonaise d'investir USD 550 mds aux États-Unis sous 45 jours (des investissements « sélectionnés par le gouvernement des États-Unis »).

La Commission européenne a officiellement proposé l'adoption de l'accord de libre-échange avec le Mercosur, ainsi qu'une modernisation de l'accord commercial passé avec le Mexique. Ce premier accord inclut une clause de sauvegarde pour réguler les importations de produits sensibles, notamment agroalimentaires. La Chine a, quant à elle, annoncé des tarifs temporaires pouvant aller jusqu'à 62% sur les importations de porc venant de l'UE.

ÉCONOMIES AVANCÉES

ÉTATS-UNIS

Le net refroidissement du marché du travail se confirme et ouvre la voie à une série de baisses de taux (*Cf. L'été maussade de l'emploi va pousser la Fed à agir*). Les créations d'emplois salariés ralentissent et surprennent à la baisse en août, à +22k contre +79k en juillet, tandis que le taux d'activité augmente pour la première fois depuis avril (62,3%, +0,1pp), portant le taux de chômage à +4,3% (+0,1pp). Les révisions de juin et juillet retirent un total de 21k emplois avec un solde négatif en juin. **Les indices ISM confirment la faiblesse de l'emploi et le risque d'une hausse de l'inflation.** L'ISM manufacturier s'améliore à 48,7 (+0,7pp) malgré la contraction de la production (47,8, -3,6pp). Les nouvelles commandes sont en expansion (51,4, +4,3pp) pour la première fois en 2025. L'ISM non manufacturier affiche un plus haut depuis février (52,0, +1,9pp) grâce à l'accélération de l'activité (55,0, +2,4pp) et des nouvelles commandes (56,0, +5,7pp). Les sous-enquêtes indiquent que les embauches se contractent et les prix payés augmentent. *À venir : inflation CPI (jeudi), moral des dirigeants de petites entreprises du NFIB (mardi), indice des prix à la production (mercredi), sentiment du consommateur de l'Université du Michigan (vendredi).*

ZONE EURO / UE

Baisse du chômage et rebond des flux de crédit. Le taux de chômage est retombé à 6,2 % en juillet, un plus bas historique déjà atteint en novembre 2024, porté par de nouvelles baisses en Italie (-0,2 pp à 6,0 %), au Portugal (-0,3 pp à 5,8 %) et en Grèce (-1,0 pp à 8,0 %). L'inflation reste maîtrisée mais elle est en hausse avec 2,1 % en août (2,0 % en juillet) selon d'Eurostat. Les prix à la production (hors construction) ont ralenti à 0,2 % a/a en juillet. L'indice de sentiment économique de la zone euro affiche un léger repli en août (-0,5 point à 95,2) et la confiance des ménages recule à son plus bas depuis avril. Les ventes au détail ont reculé de 0,5 % m/m en juillet mais continuent d'augmenter en g.a. (+2,2 %).

L'encours des crédits aux sociétés non financières (SNF) a augmenté de 2,5% en g.a. en juillet 2025 (contre +2,4% en juin), soutenu par la vigueur des flux de nouveaux crédits, dont ceux à l'investissement (en cumul annuel de respectivement +10,5% et +15,2% sur un an), alors que le coût moyen du crédit aux SNF se stabilisait (-0,05% en juillet 2025 à 3,43%). Les encours des crédits aux ménages ont crû également, surtout ceux des crédits à la consommation (+4,5% en g.a. vs. +2,2% pour l'habitat). La croissance des flux de nouveaux crédits à l'habitat est inédite depuis avril 2016 (en cumul annuel, +28,7% sur un an) alors que les taux sont demeurés stables à 3,3%.

À venir : réunion de politique monétaire et nouvelles projections macroéconomiques de la BCE (11 septembre).

Allemagne : Baisse ponctuelle des nouvelles commandes à l'industrie. Si l'indice PMI des services d'août a été révisé à la baisse (49,3 points, vs. 50,1 en 1^{ère} estimation et 50,6 en juillet), le PMI composite se maintient légèrement en zone d'expansion (50,5), tiré par la production manufacturière. Les nouvelles commandes à l'industrie ont reculé de -2,9 % m/m en juillet sous l'effet d'un repli marqué des commandes de matériels de transport ; la tendance depuis le début d'année est stable toutefois.

France : du mieux sur les exportations. Les exportations de biens ont augmenté de EUR 1,8 md en juillet a/a selon les douanes, après un repli de 2,3 mds au S1 et de 9,5 mds en 2024 (les exportations de services augmentent de façon plus constante selon la Banque de France, +9,4 mds a/a sur janvier-juillet 2025 et +25,6 a/a mds en 2024). Le rebond des exportations aéronautiques s'accélère (sur fond de rebond de la production). Les exportations vers l'Allemagne ont recommencé à progresser en juillet après près de deux ans de baisse. *À venir : vote de confiance le 8 septembre (en cas de vote négatif, le gouvernement tombera), production industrielle de juillet (9 septembre).*

JAPON

Croissance et salaires en hausse. La croissance du PIB du T2 est révisée à la hausse, à +0,5% t/t (+2,2% AR). C'est une nette accélération par rapport au T1 (+0,1% t/t), contre +0,3% t/t selon la première estimation grâce à une consommation privée meilleure que prévu (+0,4% t/t contre +0,2% initialement). La croissance nominale des salaires atteint +4,1% a/a en juillet, un plus haut depuis décembre 2024; ce développement pointe vers une nouvelle baisse de taux de la BoJ avant la fin de l'année. La croissance des salaires réels est positive (+0,5%, +1,3pp) pour la première fois en 2025. Shigeru Ishiba, Premier ministre depuis le 1^{er} octobre 2024 et président du parti libéral démocrate (LDP), a annoncé sa démission le dimanche 7 septembre. Sa décision devance un vote de confiance interne au LDP. Le prochain président du LDP et probable Premier ministre sera élu le 4 octobre. Ce regain d'instabilité a pesé sur le yen et les rendements obligataires à maturité longue à la réouverture des marchés.



ROYAUME-UNI

Activité en nette expansion dans les services mais les difficultés dans l'industrie subsistent. L'indice PMI composite a rebondi en août (+2 pt à 53,5), au plus haut depuis avril 2024, porté par les services (+2,4 pts à 54,2). Néanmoins, l'indice manufacturier recule (-1 pt à 47,0). Il est en zone de contraction depuis onze mois. Les nouvelles immatriculations de véhicules sont en recul de 2,0 % a/a en août, tout comme les ventes au détail (-0,5 % m/m en juillet). Selon la dernière enquête de la BoE auprès des directeurs financiers (*Decision Maker Panel survey*), les entreprises anticipent un niveau d'inflation et des salaires sur un plateau élevé pour 2026 (respectivement à 3,3 % et 3,6 %) et une croissance de l'emploi limitée (+0,2%). À venir : l'indice BRC des ventes au détail d'août (9 septembre), l'indice RICS pour l'immobilier d'août (12 septembre), le PIB mensuel, la production industrielle, le solde commercial de juillet (12 septembre).

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

Relative bonne tenue des indices PMI qui restent toutefois inférieurs à 50 dans la très grande majorité des pays émergents. Toutefois, en août, l'indice global et celui relatif aux perspectives d'évolution des carnets de commandes à l'exportation ne présentaient une détérioration par rapport au premier semestre que dans respectivement 30% et 40% des cas, sur un échantillon d'une quinzaine d'économies émergentes.

Europe centrale : en Hongrie, en République tchèque et en Pologne, l'activité manufacturière reste en berne. L'indice revient en zone de contraction en Hongrie (à 48,9 après 50,5 en juillet). En Pologne, il reste inférieur à 50 mais il s'améliore légèrement. De plus, plusieurs indicateurs conjoncturels (ventes au détail, confiance des ménages, intentions d'achats de biens durables) ont progressé.

Asie : Les PMI manufacturiers ont légèrement augmenté en août. Les résultats des enquêtes de confiance plaident en faveur d'un rebond de l'activité en Indonésie, aux Philippines et en Thaïlande. Au Vietnam, le PMI reste en zone d'expansion, mais il se détériore et la sous-composante « nouvelles commandes à l'exportation » se situe en dessous de 50. À Taiwan et en Corée du Sud, les PMI et la sous-composante « nouvelles commandes à l'exportation » signalent une dégradation de l'activité.

Dans les **pays du Golfe**, l'activité hors pétrole reste solide : les indices PMI pour le mois d'août sont en hausse et restent ancrés au-dessus de 50. Le Koweït fait figure d'exception : l'indice baisse légèrement par rapport à juillet mais, à 53, le signal demeure positif. Une demande domestique robuste continue de soutenir la croissance dans l'ensemble de la région.

En **Amérique latine**, les signaux restent contrastés pour les trois pays couverts. L'indice manufacturier a continué de progresser en Colombie (à 55,3 après 51,9 en juillet). Les nouvelles commandes et la composante « emploi » sont également orientées à la hausse. Au Mexique, l'indice manufacturier se redresse à peine (à 50,2) ; au Brésil il continue de se détériorer (à 47,7). La dégradation des composantes « emploi » des deux pays se poursuit.

CHINE

Ralentissement modéré des exportations en août. Les exportations de biens ont augmenté de 4,4% en g.a. en dollars courants, contre 7,2% en juillet. Les exportations vers les Etats-Unis ont chuté de 33% (après -22% en juillet). Cette baisse reste compensée par une hausse des ventes vers le reste du monde (ASEAN : +23% en g.a. en juillet ; UE : +10%). Les importations de biens n'ont augmenté que de 1,3% en g.a. L'excédent commercial sur les 12 derniers mois atteint un record de USD 1166 mds.

INDE

Réforme de la TVA en soutien à la croissance. À compter du 22 septembre, les biens taxés à 28% le seront à 18% et ceux à 12% ne seront plus taxés qu'à 5%. Une telle mesure permettra de soutenir la consommation des ménages et de compenser en partie l'impact de la hausse des tarifs douaniers américains sur la croissance économique. Voir [Inde : la politique budgétaire en soutien à la croissance](#).

POLOGNE

Poursuite de l'assouplissement monétaire. Conformément aux attentes, la Banque centrale a baissé son taux directeur de 25 pb à 4,75% lors de sa dernière réunion (diminution de 100 pb en cumul depuis mai dernier). Le retour de l'inflation à sa cible depuis juillet a sans doute pesé dans la décision des autorités monétaires. Un assouplissement prudent est tout de même attendu à court terme, en raison de la persistance des pressions salariales (+8,9% a/a en moyenne au T2). De même, une certaine volatilité sur le marché des changes n'est pas exclue en cas de veto présidentiel sur le budget pour 2026.

THAÏLANDE/INDONÉSIE

Tensions politiques. La Thaïlande a changé de gouvernement pour la troisième fois depuis l'été 2023. Après la destitution de Paetongtarn Shinawatra le 29 août dernier par la Cour constitutionnelle, des élections générales devraient se tenir début 2026. **En Indonésie, les manifestations pourraient fragiliser le gouvernement Prabowo.** Les tensions sociales des dernières semaines ont eu pour l'instant des répercussions limitées sur les marchés boursiers et la devise. Même si le gouvernement pourrait être contraint d'accroître les dépenses sociales pour répondre aux demandes des manifestants, les conséquences sur les finances publiques seraient limitées.

MATIÈRES PREMIÈRES

Les membres de l'OPEP+ annoncent la possibilité d'une augmentation de la production de pétrole de 1,37 mb/j en d'octobre. Ils poursuivraient ainsi leur politique de gain de part de marché. Cette annonce pourrait initier la mise sur le marché de 1,66 mb/j supplémentaires au cours des prochains trimestres, sous réserve de conditions de marché favorables. La hausse de la production devrait peser sur les prix au T4, mais l'écart entre le volume supplémentaire annoncé et ce qui sera réellement mis sur le marché risque d'en atténuer l'impact.

