

Perspectives

Hebdomadaire – N°25/255 – 19 septembre 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Des marchés financiers satisfaits par la baisse de taux de la Fed	2
☞ France : la Banque de France révisé à son tour sa prévision de croissance à la hausse pour 2025	3
☞ Italie : le marché immobilier se reprend, mais pas en faveur de la construction	4
☞ Espagne : réduction du déficit au premier semestre.....	5
☞ BoE : vers une pause de l'assouplissement monétaire ?	7
☞ Népal : dans Katmandou calciné, la sortie de crise semble un nouvel Everest à gravir	10
☞ Argentine : volatilité et incertitudes après la défaite électorale de Milei	12
☞ Turquie : le cycle d'assouplissement monétaire reprend	14

👉 Des marchés financiers satisfaits par la baisse de taux de la Fed

Les marchés financiers attendaient avec impatience la reprise de l'assouplissement monétaire de la Réserve fédérale américaine, la dernière baisse de taux datant de décembre dernier. C'est chose faite.

La Fed a réduit cette semaine son taux de référence d'un quart de point, le ramenant à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 4% et 4,25%. Cette décision est principalement motivée par la dégradation du marché du travail et la hausse du taux de chômage, notamment des minorités et des jeunes, soit les catégories les plus sensibles au retournement du cycle économique. Le rythme des créations d'emplois est dernièrement apparu comme insuffisant pour stabiliser le taux de chômage, justifiant de soutenir l'activité par une baisse des taux d'intérêt.

Les membres du conseil de la Fed ont également dévoilé leurs nouvelles projections macro-économiques. Les prévisions d'inflation et de chômage pour cette année sont inchangées et assez élevées, respectivement à 3% et 4,5%, tandis que la croissance du PIB a été légèrement révisée à la hausse à 1,6%, contre 1,4% en juin dernier. Cette dernière demeure néanmoins nettement inférieure à la croissance enregistrée en 2024 (2,8% en moyenne annuelle). Les projections pour l'année 2026 tablent sur une croissance en très modeste accélération (à +1,8%) accompagnée d'une inflation toujours supérieure à la cible (à +2,6%). Lors de la conférence de presse, Jerome Powell a indiqué que d'autres réductions de taux suivraient lors des réunions d'octobre et de novembre, sans pour autant dévoiler leur ampleur. Il a, de surcroît, souligné que la détérioration du marché du travail devenait une priorité pour les membres de la Fed qui resteront toutefois très attentifs à de nouvelles potentielles pressions inflationnistes. Cela plaide pour une attitude toujours plus dépendante des dernières données disponibles.

Par ailleurs, les nouvelles perspectives de taux des différents membres du FOMC, matérialisées par le « graphique à points » ont fait l'objet de nombreux questionnements. En cause, la présence d'un « outlier » situé sous les 3% en 2025, indiquant qu'un seul membre prévoyait deux autres baisses supplémentaires de taux de 50 points de base chacune d'ici la fin de l'année. Si les perspectives affichées sont anonymisées, le gouverneur Stephen Miran, fraîchement nommé par l'administration Trump et prenant ses fonctions la veille de la réunion de politique monétaire, pourrait bien être à l'origine de cette singularité, d'autant qu'il a été le seul à se prononcer pour une baisse des taux de 50 points de base cette semaine. Ancien conseiller économique à la Maison Blanche, il entend bien porter les injonctions du président Trump en matière de réduction du coût d'emprunt, en opposition avec le principe

d'indépendance de l'institution vis-à-vis de la sphère politique. Après la tentative infructueuse de limogeage de la gouverneure Lisa Cook, cette dernière nomination fait craindre des « interférences » plus prononcées, même si pour l'instant, ces effets restent très limités.

Les prochaines réunions de politique monétaire risquent de rester délicates : les tensions inflationnistes n'ont pas disparu et l'arbitrage entre soutien à la croissance de l'activité, d'une part, et lutte contre l'inflation, d'autre part, peut de nouveau constituer un dilemme.

L'excédent commercial de l'Union européenne vis-à-vis des États-Unis s'est tassé au mois de juillet à 10,7 milliards d'euros, contre 11,2 Mds € en juin (données CVS-CJO). Ce recul est à mettre au regard d'une moyenne mensuelle de 15,8 Mds € au deuxième trimestre et de 26,8 Mds € au premier trimestre, au moment où les importateurs américains stockaient les produits européens avant la hausse des droits de douane. La production industrielle en zone euro a augmenté de 0,3% sur un mois en juillet et les chiffres de juin ont été favorablement révisés à -0,6% contre -1,3% précédemment, signalant la poursuite du redressement du secteur. Par ailleurs, dans sa version finale, l'indice des prix à la consommation harmonisé du mois d'août a été révisé à 2%, contre 2,1% précédemment, soit finalement inchangé par rapport au mois de juillet. L'inflation sous-jacente, hors énergie et alimentation est inchangée à 2,3%, après 2,4% en juillet.

Outre-Manche, la *Bank of England* a maintenu son principal taux directeur à 4% conformément aux attentes, tout en annonçant vouloir réduire le rythme de son resserrement quantitatif (cf. article [BoE : vers une pause de l'assouplissement monétaire ?](#)).

Les marchés actions mondiaux ont favorablement accueilli la décision de réduction de taux de la Fed. L'Euro Stoxx 50 a enregistré une hausse de 1,2% sur la semaine et le S&P500 de 0,7%, portant à, respectivement, 11,5% et 12,8% les gains enregistrés depuis le début de l'année. Les actions émergentes ont poursuivi leur hausse qui atteint désormais 25% depuis le début de l'année. La baisse du taux des *Fed funds* ayant été largement anticipée, elle n'a pas été accompagnée d'un repli des taux obligataires souverains. À l'intérieur de la zone euro, la hiérarchie des *spreads* continue de se réorganiser à petits pas. La prime de risque française par rapport au Bund allemand a augmenté de 2 points de base (à 81 pdb), tandis que celle du souverain italien s'est réduite d'un point (à 80 pdb). La devise européenne a continué de s'apprécier face au dollar (+0,3%). Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord s'est stabilisé après une légère hausse en début de semaine.

Zone euro

France : la Banque de France révisé à son tour sa prévision de croissance à la hausse pour 2025

La Banque de France a publié lundi 15 septembre ses nouvelles prévisions macro-économiques. Par rapport à ses projections de juin, la prévision de croissance est réhaussée de 0,1 point en 2025, à 0,7%. En revanche, l'institution revoit légèrement en baisse sa prévision de croissance pour les années 2026 et 2027 (-0,1 point), à respectivement 0,9% et 1,1%. La prévision d'inflation est inchangée en 2025 et 2027, et légèrement abaissée en 2026 (-0,1 point). La prévision de taux de chômage est révisée à la baisse en 2025 et 2026 (-0,1 point), et celui-ci atteindrait donc un maximum local¹ de « seulement » 7,6% en 2026. Les salaires progresseraient sensiblement en termes réels sur l'ensemble de l'horizon de prévision.

Après l'Insee, qui a revu sa prévision de croissance en hausse de 0,2 point pour 2025 (à 0,8%) la semaine dernière, c'est au tour de la Banque de France. Dans ses projections intermédiaires de septembre, elle la revoit en hausse de 0,1 point par rapport à ses prévisions de juin, à 0,7%. Cette révision provient d'un acquis de croissance plus élevé qu'anticipé pour l'année 2025, à l'issue du deuxième trimestre (0,6%), et de la bonne tenue de l'activité au troisième trimestre (prévision de croissance de 0,3% t/t selon l'enquête mensuelle de conjoncture de début septembre). La prévision de croissance est, en revanche, révisée légèrement à la baisse sur la suite de l'horizon de prévision, à 0,9% en 2026 (-0,1 point) et 1,1% en 2027 (-0,1 point). Ces révisions sont liées à un contexte national plus incertain à la suite des récents développements politiques, et à des hypothèses plus défavorables sur l'environnement international (taux de change de l'euro et prix du pétrole plus élevés, moindre demande adressée).

En termes de composition de la croissance, la contribution de la demande intérieure hors stocks est révisée à la baisse en 2025 (-0,2 point, à 0,4 point), tout comme celle du commerce extérieur (-0,3 point, à -0,8 point), tandis que la contribution des variations de stocks est revue en nette hausse (+0,6 point, à 1,1 point). En 2026, les contributions à la croissance ne sont révisées qu'à la marge : légèrement plus faible pour la demande intérieure hors stocks (-0,1 point, à 0,8 point), et un peu plus élevée pour le commerce extérieur (+0,1 point, à 0,1 point). Enfin, en 2027, c'est une révision à la baisse de la contribution de la demande intérieure hors stocks (-0,1 point, à 1 point) qui explique en totalité la révision à la baisse de la croissance.

La prévision d'inflation de l'institution est inchangée pour 2025 et 2027, et légèrement abaissée pour

2026 (-0,1 point) du fait de l'appréciation de l'euro qui modèrerait la hausse des prix des biens manufacturés. Au sens de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), l'inflation s'élèverait ainsi à 1% en moyenne annuelle en 2025 (après 2,3% en 2024), 1,3% en 2026 et 1,8% en 2027, restant ainsi l'une des plus faibles de la zone euro. L'inflation sous-jacente, au sens de l'IPCH hors énergie et alimentation, diminuerait à 1,7% en 2025 (-0,2 pt par rapport aux prévisions de juin), après avoir atteint 2,3% l'an dernier. Elle s'établirait à 1,6% en 2026 (-0,1 point) et en 2027 (prévision inchangée). La progression des salaires (+2,2% en 2025 et +2,3% en 2026 et 2027 pour le salaire moyen par tête) resterait plus dynamique que celle des prix sur l'ensemble de l'horizon de prévision, ce qui se traduirait par des gains de pouvoir d'achat de l'ordre de 1% par an pour la masse salariale.

La Banque de France prévoit toujours une légère remontée du taux de chômage en 2025-2026, mais celle-ci serait toutefois moins marquée que ce qui était prévu en juin. Le taux de chômage au sens du Bureau international du travail atteindrait ainsi 7,5% pour la France entière en 2025 (-0,1 point) et 7,6% en 2026 (-0,1 point), avant de diminuer à 7,4% en 2027 (prévision inchangée).

Les hypothèses sous-jacentes à la prévision incluent l'accord commercial conclu entre les États-Unis et l'Union européenne le 27 juillet dernier. L'institution précise toutefois que le droit de douane moyen sur les exportations françaises à destination des États-Unis resterait proche de l'hypothèse qui avait déjà été retenue dans les projections de juin avec un taux de 12% (contre 2% pré-Trump II), car les exemptions pour certains secteurs (notamment l'aéronautique) compenseraient les hausses additionnelles pour les autres biens. D'un point de vue budgétaire, les hypothèses retenues restent les mêmes qu'en juin, avec un déficit public de 5,4% du PIB en 2025 (soit la cible du gouvernement), et un ajustement structurel primaire de 0,6% du PIB en 2026 et 0,4% en 2027. La Banque de France souligne toutefois qu'une moindre consolidation budgétaire ne se traduirait pas par une croissance plus élevée, car l'incertitude fiscale se traduirait par des comportements plus attentistes des entreprises et des ménages. Les risques sont orientés à la baisse sur la prévision de croissance après 2025, compte tenu du niveau élevé d'incertitude, en lien avec les derniers développements sur la scène nationale et internationale.

¹ Il s'agit du point où le taux de chômage est le plus élevé dans un intervalle de temps donné (ici sur la période 2022-2027). Le maximum global, point où le taux de chômage était le plus élevé

sur l'ensemble de l'historique, a, quant à lui, été atteint en 1997, à 10,6% de la population active.

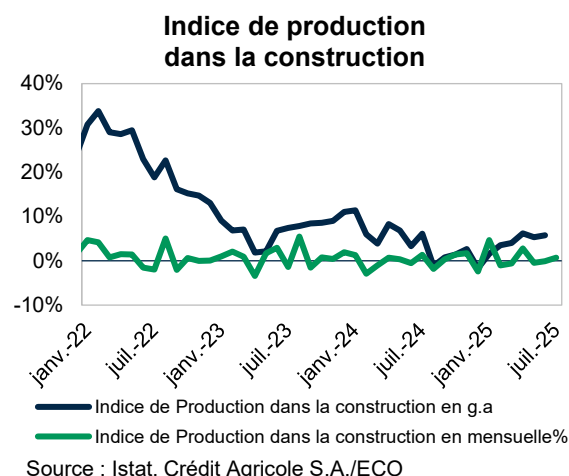
✓ **Notre opinion** – La nouvelle prévision de croissance de la Banque de France pour 2025 correspond à notre prévision. Celle pour l'année 2026 est en revanche plus faible que la nôtre (1,2%), et l'écart de 0,3 point correspond à la prise en compte, dans notre prévision, de l'effet attendu du « bazooka » allemand (grand plan d'investissement de 500 milliards d'euros sur douze ans et réforme du frein à l'endettement) sur la croissance française. Outre ce facteur de soutien, la hausse des dépenses en défense dans l'Union européenne devrait aussi bénéficier à la France, qui est assez bien positionnée dans cette industrie, même s'il faudra pour cela régler quelques problèmes capacitaires – l'impact pourrait donc être faible en 2026 et potentiellement plus élevé par la suite –.

Les hypothèses de la Banque de France sur les droits de douane sont théoriquement proches des nôtres, avec la prise en compte de l'accord de Turnberry. Pour autant, nos calculs nous amènent à des droits de douane moyens pondérés sensiblement plus élevés que les 12% retenus par l'institution dans ses prévisions de juin, de plus de 16% pour la France, ce qui est un peu étonnant. De toute façon, l'impact additionnel devrait rester assez faible pour la France, compte tenu du poids des exportations vers les États-Unis dans le PIB et de la structure de ces exportations, avec en particulier des exportations importantes de biens de luxe pour lesquels la demande est relativement inélastique au prix – en théorie, elle pourrait même augmenter de manière concomitante au prix dans le cas d'un « effet Veblen »², documenté pour ce genre de biens ostentatoires –.

👉 Italie : le marché immobilier se reprend, mais pas en faveur de la construction

Après le ralentissement de l'investissement dans la construction constaté dans les comptes nationaux au deuxième trimestre, l'essoufflement de la production confirme le diagnostic : le secteur de la construction entre dans une nouvelle phase, celle de la stagnation. En juillet, l'indice de production du secteur n'a progressé que de 0,7% par rapport au mois précédent, après une performance négative en juin, laissant un acquis de seulement 0,5% au troisième trimestre. Les forts rebonds de production de janvier et d'avril permettent, malgré des variations en dents de scie, de maintenir une croissance de 4,5% sur les sept premiers mois par rapport à la même période de l'année passée. En comparaison, l'année dernière, cette performance était supérieure à 6%.

Si la confiance dans le secteur a baissé au cours du dernier trimestre, en particulier dans le segment du logement, les enquêtes ne signalent pas encore de phase de contraction. En effet, les niveaux d'activité sont toujours en légère hausse et les carnets de commandes devraient permettre d'assurer plus de dix-sept mois d'activité (un mois de plus que le trimestre précédent). Les attentes futures sont cependant moins favorables, avec une inflexion des carnets de commandes constatée à trois mois.



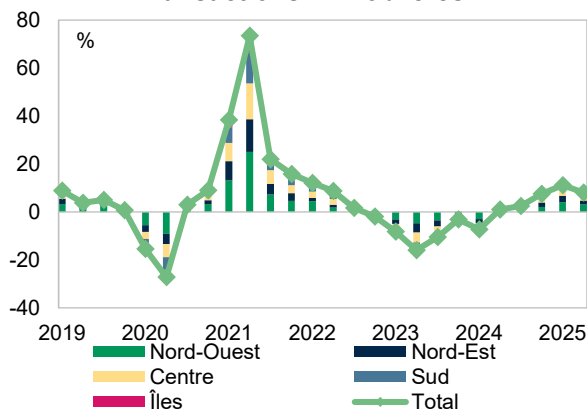
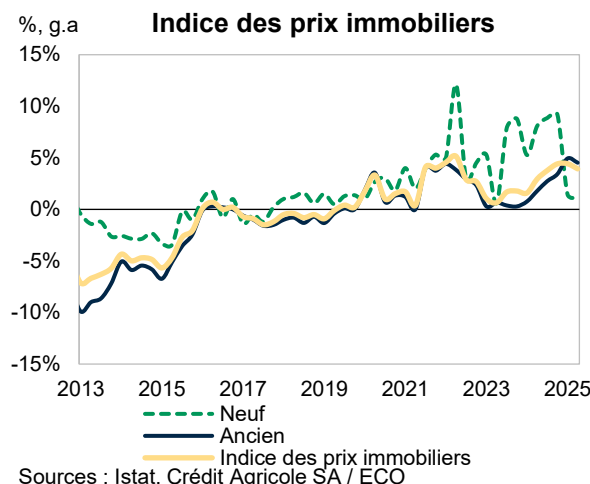
Si la construction marque le pas, le marché immobilier poursuit sa phase de récupération. Au deuxième trimestre, le nombre de transactions immobilières a augmenté de 8,1%, après une hausse de 11,2% au T1. L'acquis de croissance sur l'année s'élève donc à 4%, indiquant que le seuil des 750 000 transactions sera de nouveau franchi en 2025. Cette amélioration de la conjoncture immobilière reste peu favorable au marché du neuf, puisque les transactions dans ce segment se contractent de 7%, alors qu'elles avaient déjà légèrement baissé au T1 de 0,4%.

² Cet effet, du nom de l'économiste et sociologue Thorstein Veblen qui l'a mis en évidence au XIX^e siècle, est parfois aussi appelé « effet de snobisme ». Il concerne des biens qui sont justement désirés, parce qu'ils sont chers (le prix fait leur valeur, pas leur utilité) et dont la possession traduirait aux yeux de tous un rang social élevé. Dans le cas de ce type de biens, on observerait ainsi une hausse de la demande, lorsque leur prix augmente (et une baisse quand leur prix diminue). Par ailleurs, pour ces biens, la demande croîtrait plus vite que le revenu du consommateur (or, les mesures de baisse des impôts mises en œuvre par l'administration Trump profiteraient principalement aux plus riches, qui sont a priori aussi ceux qui consomment des biens de luxe).

La croissance des transactions reste soutenue dans les régions du Nord avec une hausse de 9,2%, suivie du Nord-est (+8,5%) et du centre (+7,7%). Les transactions dans les îles performant également ce trimestre, avec une hausse de 7,7%, tandis que les transactions dans le Sud se maintiennent à 6%.

Malgré cette reprise, l'indice des prix ralentit légèrement au T2, passant de 4,4% à 3,9%. Tirée depuis deux trimestres par le segment de l'ancien, la

baisse s'explique davantage par le net freinage des prix des logements neufs qui n'augmentent que de 1,1%. À l'exception du Nord-ouest (+3,4% contre +3,8%), la hausse des prix reflète par région, en miroir, celle des transactions, avec la plus forte hausse enregistrée dans le Nord-est (+5,4%), suivie du centre (+3,8%, contre +4,7% au trimestre précédent), et du Sud et des îles (+3,6%, contre +4,7%).

Transactions immobilières

Indice des prix immobiliers


☑ Notre opinion – En un mot, le secteur commence à essuyer les effets de la fin du Superbonus. Le dispositif, dont le total de déductions accumulées représente près de 127 milliards d'euros selon l'ENEA, arrive à son terme³. Réduit puis partiellement arrêté, le montant total des déductions pour 2025 ne représente que 3 milliards sur l'année. Pour ce qui est des travaux restant à réaliser, ces derniers représentent environ 4,6 milliards (96,2% ont été achevés). Au total, ce sont de plus de 500 000 chantiers de rénovation qui ont été financés via le dispositif, dont 27% concernent des copropriétés. Elles absorbent près de 65% des 127 milliards, avec un ticket moyen de travaux 600 000 euros. Enfin, 28 milliards ont permis la rénovation de près de 250 mille maisons individuelles. Si les effets du Superbonus ont été tels, c'est que le dispositif reste massif. Les interventions encouragées par le Superbonus ont donc touché près de 5% du parc résidentiel total (12 millions d'unités) et 7% des bâtiments en classe F et G.

👉 Espagne : réduction du déficit au premier semestre

Les données consolidées d'exécution budgétaire des administrations publiques jusqu'en juin 2025 indiquent une amélioration notable du solde budgétaire par rapport à la même période de l'année précédente. Le déficit public, excluant les dépenses des collectivités locales et les coûts extraordinaires liés à la DANA (*depresion aislada en niveles alto*, ou dépression isolée à niveau élevé en français, soit les inondations d'octobre 2024 à Valence), s'est établi à 27 milliards d'euros, soit 1,6% du PIB, en baisse de 0,3% par rapport à juin 2024. En incluant les dépenses exceptionnelles associées à la DANA, le déficit atteint 1,8% du PIB.

Cette amélioration résulte principalement d'une dynamique positive des recettes publiques. Les recettes consolidées ont augmenté de 6,9% en

glissement annuel jusqu'en juin, dépassant la croissance du PIB nominal de 5,4%. Les impôts indirects ont progressé de 7,1%, soutenus par la suppression totale des réductions fiscales sur les factures énergétiques et alimentaires. Les impôts directs et les cotisations sociales ont également enregistré des hausses solides, bien que légèrement inférieures à celles de l'année précédente, reflétant la bonne performance du marché du travail.

Les dépenses publiques consolidées des administrations publiques, hors dépenses exceptionnelles liées à la DANA, ont progressé de 5,4% en glissement annuel jusqu'en juin (+6,5% en les incluant), un rythme supérieur aux 4,8% enregistrés au premier semestre 2024. Les

³ Le programme dans sa forme Superbonus devrait définitivement prendre fin au 31 décembre 2025. Après une réduction progressive des avantages fiscaux avec 110% pour les frais engagés jusqu'au 31 décembre 2023, 70% pour les dépenses engagées en 2024, ce seuil passe à 65% pour les dépenses engagées en 2025 et ne prend en compte que les dépôts effectués avant le 15 octobre 2024 avec, à l'appui, un avis sur l'honneur de début des travaux.

prestations sociales se distinguent avec une hausse de 6,2% en glissement annuel, largement portée par les dépenses de retraite (+6,3%), sous l'effet de la revalorisation des pensions contributives de 2,8%, et de l'arrivée de nouveaux retraités. En revanche, la progression de la rémunération totale des fonctionnaires est restée plus modérée, à +3%.

Enfin, les dépenses d'intérêts ont augmenté de 1,5 Md€ au premier semestre 2025 par rapport à la

même période de 2024 (+8,4% en glissement annuel). Cette dynamique s'explique par le fait que, bien que les taux d'émission soient orientés à la baisse, ils demeurent supérieurs au coût moyen de la dette, influencé par les années de taux très bas avant la remontée de 2022 des taux directeurs, ce qui continuera d'exercer une pression haussière sur ce dernier pendant encore quelque temps.

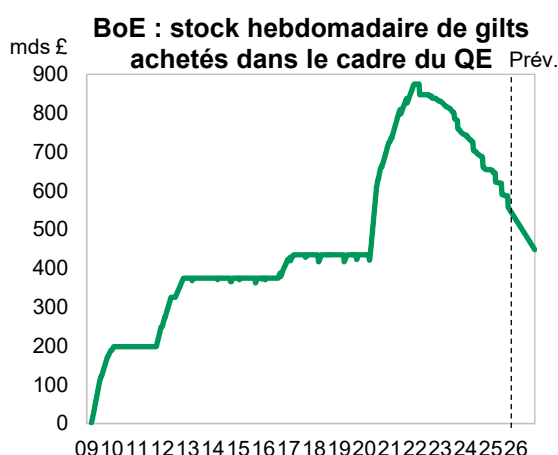
✓ Notre opinion – Ces résultats suggèrent que le déficit public pour l'ensemble de l'année 2025 devrait être inférieur à celui de 2024 (3,2% du PIB), et que l'objectif de 2,8% du PIB est réalisable. La dynamique positive des recettes et la suppression des réductions fiscales devraient compenser les hausses de dépenses liées aux pensions et à la défense.

Royaume-Uni

BoE : vers une pause de l'assouplissement monétaire ?

La banque centrale d'Angleterre (BoE) a laissé son taux directeur inchangé à 4% à la suite de sa réunion de politique monétaire de septembre, en ligne avec les anticipations. La décision a été prise à sept voix contre deux, les « colombes » Swati Dhingra et Alan Taylor ayant préféré une baisse de 25 points de base (pdb).

Également en ligne avec les anticipations, la BoE a décidé de diminuer le montant du programme d'assouplissement quantitatif (*quantitative tightening* ou QT) à 70 milliards de livres sterling pour les douze mois à venir (octobre 2025 à septembre 2026) contre 100 milliards pour les douze mois précédents, dans le cadre de son processus annuel de décision. Le stock de titres s'établirait donc à 488 milliards de livres sterling fin septembre 2026, contre 558 milliards en septembre 2025 et contre un plus haut de 895 milliards en 2022. Les titres arrivant à maturité étant de moindre ampleur au cours de l'année à venir, la décision implique néanmoins une hausse du montant de ventes de titres d'État (*gilts*) à 21 milliards de livres, contre 13 milliards en 2024-2025. Afin de diminuer les pressions sur les taux longs, la BoE va diminuer la proportion de ventes de titres à maturité longue au cours de l'année à venir (20% du total, soit environ 4 milliards de livres sterling). Plus concrètement, les ventes vont être distribuées comme ceci : 40% de titres courts, 40% de titres à maturité moyenne et 20% de titres longs.

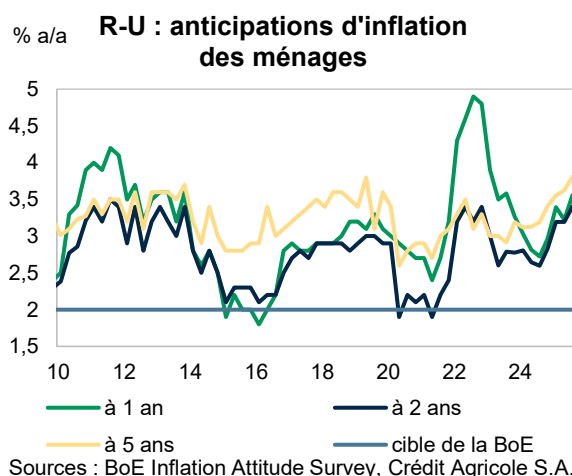


Sources : BoE, Crédit Agricole S.A.

Le taux directeur a été réduit pour la cinquième fois au mois d'août, de 25 pdb, suivant un processus d'assouplissement monétaire graduel à fréquence trimestrielle. Les données économiques au cours des trois derniers mois ont généralement surpris à la hausse, à la fois sur le front de la croissance et sur celui de l'inflation, conduisant la BoE à changer de tonalité au mois d'août. Elle souligne ses inquiétudes concernant la hausse des anticipations

d'inflation et les risques d'effets de second tour sur les prix et les salaires qui y sont liés. Cela a conduit les marchés à corriger fortement leurs anticipations de taux pour ne plus anticiper de baisses cette année, notamment lors de la réunion du 6 novembre prochain, lorsque la BoE publiera ses prochaines prévisions dans son rapport de politique monétaire.

La tonalité de la BoE lors de la réunion de septembre nous semble en ligne avec celle, prudente, de la réunion d'août. Dans ses « minutes » de la réunion de septembre, la BoE indique que « le MPC reste vigilant face au risque que l'augmentation temporaire de l'inflation puisse exercer une pression supplémentaire à la hausse sur les salaires et les prix, notamment à travers l'évolution d'éléments saillants, tels que les prix des produits alimentaires, alors que l'inflation totale devrait probablement rester au-dessus de l'objectif de 2% plus longtemps que prévu dans les prévisions de mai. Certains indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation ont également continué d'augmenter au cours des derniers mois, et le MPC s'est concentré sur l'ampleur avec laquelle cela pourrait entraîner de nouveaux effets de second tour. En général, les risques à la hausse concernant les pressions inflationnistes à moyen terme sont demeurés prépondérants dans l'évaluation du Comité. »



Concernant la conduite de la politique monétaire à venir, la BoE n'a pas opéré de changement de langage : « une approche progressive et prudente du retrait supplémentaire de la contrainte monétaire restait approprié ». Comme précédemment, « la politique monétaire n'était pas sur un chemin prédéfini » ; le moment et le rythme des futures baisses de taux dépendraient de l'ampleur avec laquelle les pressions désinflationnistes sous-jacentes continueraient de s'atténuer. Des baisses de taux devraient donc intervenir

dans le futur ; mais, fidèle à elle-même, la BoE garde toute sa flexibilité.

Les minutes de la réunion de septembre ont noté l'amélioration récente des enquêtes auprès des entreprises (notamment un PMI composite à 53,5 en août, suggérant une accélération de la croissance tirée par le secteur des services). Ce rebond du climat des affaires intervient après une première moitié de l'année qui a surpris largement à la hausse en termes de croissance (avec une hausse du PIB de 0,3% au T2 en variation trimestrielle contre 0,1% anticipé et après +0,7% au T1). La BoE anticipe désormais une croissance de la demande domestique de l'ordre de 0,25% par trimestre en moyenne au second semestre. Elle prévoit une croissance du PIB de 0,4% au troisième trimestre, en tenant compte du rebond des exportations après la signature de l'accord commercial américano-britannique (+20% sur le mois de juillet). **Ce sont certes des rythmes de croissance encore bas, mais l'économie n'est plus jugée en stagnation et il s'agit là d'un changement significatif de la part de la BoE.** Elle note tout de même que les risques domestiques et géopolitiques liés à l'activité économique demeurent. Bien que la croissance mondiale ait jusqu'à présent été résiliente, les risques liés à la politique commerciale de D. Trump demeureront, mais pourraient mettre plus de temps à se concrétiser.

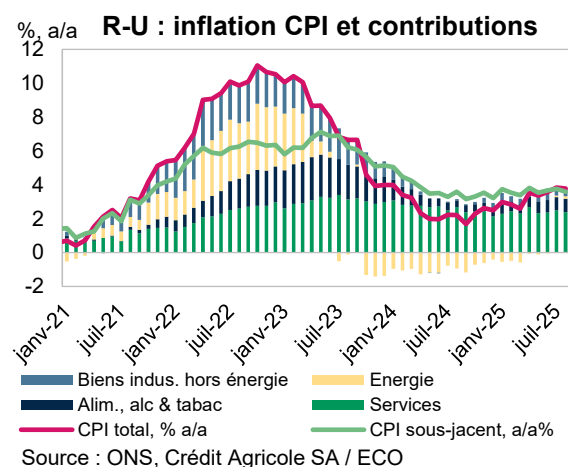
Le marché du travail a continué de se détendre, mais sans signes de détérioration marquée. Les postes vacants ont continué de baisser, mais moins vite que précédemment, et le ratio des postes vacants sur le nombre de chômeurs (la mesure privilégiée de détente du marché du travail) a poursuivi sa baisse sous le niveau d'équilibre estimé par la BoE. Le taux de chômage s'est stabilisé à 4,7%. La croissance des salaires dans le privé est toujours élevée, mais diminue comme prévu, à 4,7% en juillet contre 4,8% en juin. Les indicateurs sur les anticipations de salaires et de négociations salariales continuent d'indiquer une modération significative à venir de la croissance des salaires, vers 3,8% d'ici la fin de l'année. Malgré la modération de la croissance des salaires, la hausse des cotisations patronales repousse la baisse de la croissance des coûts de travail à l'année prochaine.

Après avoir surpris à la hausse au cours des quatre mois à fin juillet, l'inflation CPI (chiffres publiés cette semaine) est ressortie en ligne avec les anticipations à 3,8% au mois d'août, stable par rapport à juillet, un rythme toujours bien supérieur à la cible de 2%. Il est en outre supérieur au seuil de 3%, déclenchant l'échange

de lettres entre le gouverneur de la BoE et le chancelier de l'Échiquier. L'inflation sous-jacente baisse à 3,6%, contre 3,8% sur un an en juillet, également en ligne avec les prévisions du rapport de politique monétaire de la BoE du mois d'août. C'est surtout dû à l'inflation toujours soutenue dans les services (4,7% sur un an en août), elle-même liée à la croissance élevée des salaires et à la hausse des cotisations patronales et du salaire minimum en avril. En outre, l'énergie contribue désormais positivement au taux d'inflation en raison d'effets de base défavorables, mais aussi des hausses des prix administrés. L'inflation alimentaire accélère pour le cinquième mois consécutif, à 5,3%, et figure parmi les préoccupations de la BoE en termes de risque sur les anticipations d'inflation des ménages.

Au mois d'août, la BoE avait révisé à la hausse ses prévisions d'inflation (+30 pdb à 3,60% au T4-2025, +40 pdb à 2,5% au T4-2026) en raison d'une inflation effective plus forte que prévu, mais aussi à une inflation alimentaire anticipée plus soutenue. La BoE avait alors jugé que les risques haussiers autour des perspectives à moyen terme avaient augmenté légèrement par rapport à ses prévisions de mai. C'était en partie lié au risque d'effets de second tour sur les pressions inflationnistes domestiques.

L'inflation a atteint 3,5% au T2, contre 2,8% au T1, en raison de la hausse des prix administrés au mois d'avril (électricité, gaz, eau), d'une hausse des prix alimentaires et d'une inflation des services toujours élevée, en raison d'une croissance des salaires soutenue et de l'augmentation en avril des cotisations sociales patronales (*employer National Insurance Contributions*). **La BoE prévoit un pic de l'inflation CPI à près de 4% en septembre (en ligne avec nos prévisions), suivi par une baisse graduelle vers sa cible de 2%. En revanche, celle-ci ne serait atteinte que vers le milieu de 2027.**



☑ **Notre opinion** – *Il n'y avait pas vraiment de suspense concernant la réunion de politique monétaire de la BoE du mois de septembre, que ce soit pour le niveau du taux directeur ou pour le montant annuel des ventes d'actifs. Mais la communication de la BoE était importante pour les indications qu'elle donnait sur la trajectoire à venir des taux à court terme. Après la réunion d'août, lorsque la BoE a adopté une tonalité clairement plus hawkish, les marchés ont révisé à la hausse leurs anticipations de taux pour tabler sur une pause dans l'assouplissement monétaire, notamment lors de la prochaine réunion du 6 novembre.*

Il nous semble que la BoE n'est pas allée à l'encontre de ces anticipations, mais s'est gardée de fermer la porte à une éventuelle baisse de taux en novembre, en maintenant son guidage habituel, à savoir une « approche progressive et prudente » dans le retrait de la restriction monétaire. Cependant, la phrase-clé des minutes est celle où la BoE indique que les risques haussiers entourant les perspectives d'inflation à moyen terme restaient « prépondérants » dans l'analyse du comité. Avec des risques baissiers, liés à la détente en cours du marché du travail, jugés « non immédiats », les conditions économiques devraient permettre à la BoE de maintenir le statu quo sur les taux pendant cette période temporaire d'accélération de l'inflation. Nous allons changer notre scénario sur la BoE lors de notre prochaine publication trimestrielle du scénario global, pour décaler la prochaine baisse de taux au mois de février prochain. La BoE aura alors intégré dans ses prévisions les inévitables hausses d'impôts et de taxes à venir (budget de l'automne du 26 novembre) et l'inflation devrait avoir entamé une trajectoire descendante.

Pays émergents

Asie

Népal : dans Katmandou calciné, la sortie de crise semble un nouvel Everest à gravir

Un calme trompeur règne dans les rues de Kathmandou : rues désertes, magasins fermés, loin de l'agitation habituelle. L'armée a repris le contrôle de la capitale népalaise et instauré un couvre-feu drastique (les habitants ne sont autorisés qu'à sortir quelques heures par jour pour faire leurs courses), après plusieurs journées d'affrontements d'une rare violence dans ce petit pays montagneux de trente millions d'habitants.

Les manifestants ont tout brûlé : des voitures, des motos, mais aussi et surtout des bâtiments officiels. La Cour Suprême est partie en fumée, emportant des décennies d'archives judiciaires. Le Singha Durbar, centre du pouvoir abritant le bureau du Premier ministre et la majorité des ministères a connu le même sort. Idem pour le Parlement, assailli et envahi par la population.

Après la reprise de la ville par les militaires, une autre tâche les attend : retrouver les 13 500 détenus libérés par les manifestants. Pour l'instant, plus de 12 000 sont encore en cavale.

Comment expliquer cette explosion de violence ?

Les manifestations ont fait environ 70 morts et plus de mille blessés. La « protestation de la génération Z », organisée en ligne, visait d'abord à dénoncer la corruption et le népotisme régnant dans ce pays, où les enfants de la caste politique et militaire au pouvoir restent prioritaires pour accéder aux emplois et affichent un train de vie luxueux, totalement déconnecté du reste de la population.

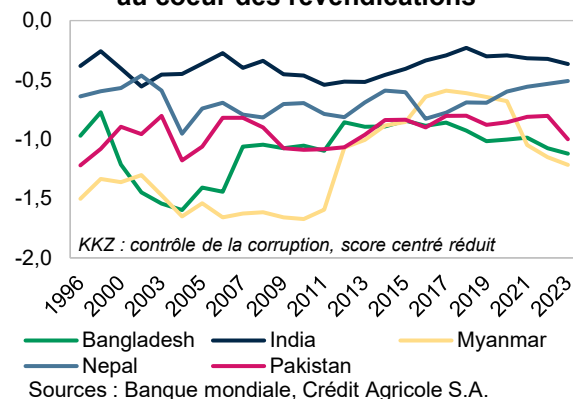
Les étudiants, en première ligne, souhaitent ainsi prendre exemple sur leurs homologues bangladais qui avaient entraîné la chute du régime de Sheikh Hassina en juillet 2024. Ces derniers manifestaient notamment contre le système de quotas utilisé dans la fonction publique en faveur des descendants des combattants de la guerre d'indépendance et des minorités religieuses. Autre source d'inspiration, le récent mouvement indonésien, dénonçant lui aussi la corruption des élites et les privilèges accordés aux députés.

Alors qu'ils s'organisaient sur internet et appelaient à manifester le 8 septembre, le gouvernement a bloqué l'accès aux réseaux sociaux, dont Instagram, Facebook et WhatsApp. Loin d'arrêter le mouvement, cette décision a un peu plus attisé la colère des jeunes et déclenché les manifestations. Malgré un climat au départ plutôt pacifique, tout a basculé lorsque le cortège a pris d'assaut le Parlement, conduisant la police à tirer

sur la foule et déclenchant une spirale de violence incontrôlable.

Acculé, le Premier ministre « KP » Sharma Oli, du Parti communiste du Népal, a présenté sa démission et été évacué par hélicoptère avec d'autres membres du gouvernement. Il a été remplacé par Sushila Karki, ancienne présidente de la Cour Suprême, dont le nom faisait consensus entre l'armée et les *leaders* étudiants. Cette dernière sera chargée de conduire le pays jusqu'aux élections législatives, prévues le 5 mars 2026. En attendant, le Parlement a été dissous, comme le souhaitent les étudiants à la tête du mouvement. Ces derniers ont également demandé une enquête sur la répression des manifestations, la création d'une commission d'investigation sur la fortune et les biens accumulés la classe politique, la fin de la corruption et des représentants de leur mouvement au sein des institutions.

La perception de la corruption au coeur des revendications

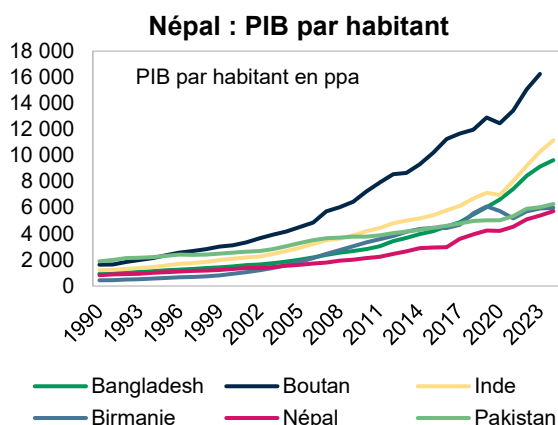


La chute du régime percute un pays déjà économiquement affaibli

Avec un PIB de 43 milliards de dollars, le Népal fait partie des pays les plus pauvres d'Asie. Enclavé, difficilement accessible en raison de barrières naturelles (Himalaya), le pays est très dépendant de son voisin indien, qui lui assure un accès à ses ports.

Dans ce pays essentiellement rural, l'agriculture continue d'employer environ 60% de la population et contribue à plus du tiers des exportations (soja, huile de palme, épices). Le reste des échanges se concentre dans le secteur textile (notamment les tapis) et quelques autres matières premières comme l'acier ou le bois. L'économie repose surtout sur les transferts massifs de la diaspora expatriée dans le Golfe, en Inde et en Malaisie (25% du PIB) qui permet de soutenir la consommation des ménages. On estime que

chaque jour, 2 000 Népalais quittent le pays, si bien que la population décline légèrement depuis 2022.



Sources : Banque mondiale, Crédit Agricole S.A./ECO

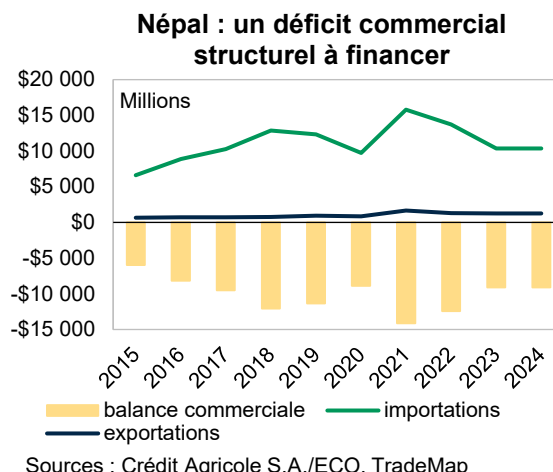
Très exposé au changement climatique, le pays s'interroge également sur le secteur du tourisme (7% du PIB), qui se concentre sur les activités de haute-montagne. La fonte des glaciers et le dérèglement du cycle de l'eau ont déjà provoqué des épisodes meurtriers d'inondations et de glissements de terrain, notamment en septembre 2024. Ces épisodes sont d'autant plus dramatiques qu'ils impactent directement le prix des denrées alimentaires, les marchandises transitant presque exclusivement par la route. Le Népal fait ainsi face à une inflation structurellement supérieure à 5%.

Marginalement intégré dans les échanges internationaux, et dépendant énergétiquement (les importations d'énergie représentent 22% des importations totales), le Népal doit composer avec un déficit commercial structurel, qu'il finance grâce à ses recettes touristiques et aux transferts des travailleurs à l'étranger qui alimentent des réserves confortables, supérieures à neuf mois d'importations. Un régime de change original, mais efficace, a permis pour l'instant de maintenir un cadre monétaire stable : la roupie népalaise est arrimée à la roupie indienne, mais le taux de change vis-à-vis des autres devises peut être déterminé par les banques commerciales, dans une bande de fluctuations.

Le pays a également conclu un nouvel accord avec le FMI en 2022 – le neuvième depuis son adhésion au Fonds en 1961 – et bénéficie d'une facilité élargie de crédit, un dispositif permettant aux pays à faibles revenus connaissant des difficultés prolongées de balance des paiements de recevoir une aide financière.

Ce programme prévoit un décaissement total de 370 millions de dollars, conditionné à des réformes structurelles. En mars 2025, le FMI soulignait l'avancée des réformes, notamment en matière de lutte contre la corruption – manifestement non perçue par la population – et autorisait le

décaissement d'une cinquième tranche de 42 millions de dollars.



Sur le plan budgétaire, le Népal demeure un pays plutôt vertueux, avec une dette inférieure à 50% du PIB, largement concessionnelle (Banque mondiale, Banque asiatique de développement notamment) et un déficit modéré de l'ordre de 2% du PIB. C'est ce qui explique que le pays soit noté BB- par l'agence Fitch depuis 2024, au même niveau que le Costa Rica, la Côte d'Ivoire ou la République dominicaine, malgré un niveau de développement et de richesse par habitant très inférieur.

La croissance aurait dû atteindre 4% cette année, portée par les investissements liés à la reconstruction et de nouvelles capacités hydro-électriques. Mais le climat d'incertitude engendré par les manifestations ainsi que les destructions de bâtiments officiels vont sûrement peser sur ces perspectives. L'instabilité politique n'est pas nouvelle, et l'on compte cinq gouvernements depuis 2022. Malgré cela, la classe politique peine à se renouveler et à faire émerger de nouvelles têtes, d'où la demande des manifestants pour une plus grande représentativité au sein des institutions.

Dernier sujet délicat, les relations avec l'Inde et la Chine

Traditionnellement plus proche de l'Inde, avec laquelle il partage l'hindouisme, le Népal s'est rapproché de la Chine, dont il a rejoint l'initiative des Routes de la Soie en 2017. Le Premier ministre déchu, Sharma Oli, *leader* du Parti communiste du Népal et proche de Pékin, revenait ainsi tout juste de Chine, où il avait participé au sommet de Tianjin, puis assisté au grand défilé militaire à Pékin pour célébrer les quatre-vingts ans de la victoire sur le Japon. La Chine était devenue depuis peu le premier investisseur étranger au Népal, quand l'Inde reste son premier partenaire commercial. Les deux puissances rivales partagent dans tous les cas la même inquiétude sur l'instabilité politique qui secoue la région, du Bangladesh à la Birmanie.

✓ **Notre opinion** – La révolte gronde partout en Asie, où la population exprime sa lassitude et son exaspération face à des élites politiques qui peinent à se renouveler et surtout à accepter de partager les gains de la croissance. Du Népal à l'Indonésie, en passant par le Bangladesh ou la Thaïlande, les revendications sont assez similaires : en finir avec la corruption qui gangrène la classe politique et la collusion permanente avec les milieux d'affaires, créer des emplois suffisants pour intégrer une jeunesse qui doit bien souvent choisir entre l'émigration économique et la révolte.

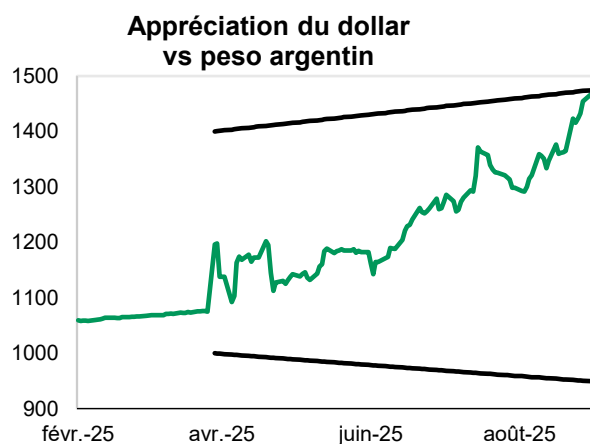
Mais l'exemple bangladais montre comme il est difficile de reconstruire un pays et un régime sur des cendres : un an après le renversement de Sheikh Hasina, les élections n'ont toujours pas eu lieu – elles doivent se tenir en février 2026. La tâche de Sushila Karki, qui devra composer avec l'armée, seule institution encore debout et capable de maintenir l'ordre et bien sûr les leaders du mouvement étudiant, tout en menant son pays aux élections, s'annonce donc très ardue.

Amérique latine

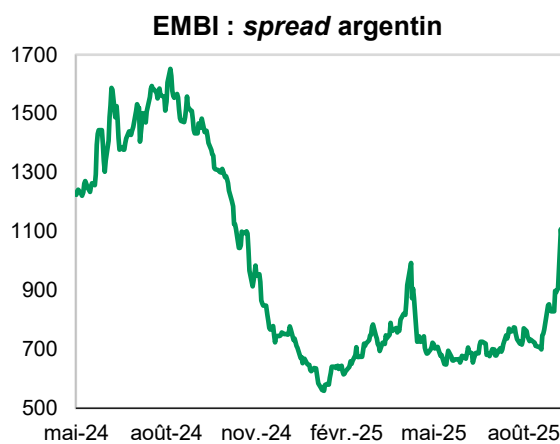
👉 Argentine : volatilité et incertitudes après la défaite électorale de Milei

Après l'échec du parti présidentiel aux élections du dimanche 7 septembre dans la province de Buenos Aires (PBA), les marchés argentins ont renoué avec une volatilité élevée. Les récents scandales de corruption touchant l'entourage de Milei, à un moment électoral crucial, avaient accentué les inquiétudes quant à un revers possible aux législatives d'octobre, d'une part, et un fléchissement du programme économique du gouvernement, d'autre part : deux échecs

potentiels aux yeux des marchés. L'échec électoral dans la PBA est venu alimenter leurs craintes : le *spread* argentin a bondi de plus de 500 points de base (pdb) en moins d'un mois, passant de près de 700 pdb à la mi-août à 1 231 le 16 septembre. Quant au peso, il s'est déprécié rapidement face au dollar, en hausse de 14% sur un mois au point de franchir la borne supérieure de la bande de fluctuations et d'obliger la Banque centrale (BCRA) à puiser dans ses réserves pour soutenir le peso.



Sources : LSEG, Crédit Agricole S.A./ECO



Sources : BCRP, Crédit Agricole S.A./ECO

Cette instabilité s'inscrit dans un contexte économique plus large et nettement moins favorable qu'anticipé d'où émergent une croissance révisée à la baisse, un affaiblissement de la balance commerciale et des pressions accrues pour augmenter les dépenses publiques. Plus habitué aux choix brutaux qu'aux arbitrages subtils, Milei devra trouver un équilibre entre la réponse aux attentes sociales et la préservation du calme des marchés : une tâche délicate à l'approche des

élections du 26 octobre, qui risquent de voir les pressions s'intensifier.

Stabilité fiscale et recul de l'inflation : les piliers du projet Milei

Le processus de désinflation se poursuit, avec une inflation annuelle tombée à 33% en août, son plus bas niveau depuis cinq ans. Ce recul n'est en rien « magique » mais s'explique essentiellement par la forte contraction de l'activité, des effets de base favorables et l'arrêt du financement monétaire du

déficit. La désinflation permet une timide reprise des salaires réels, marquée par de fortes disparités entre catégories de travailleurs et sans que les pertes enregistrées depuis 2023 soient effacées. L'inflation reste la variable économique centrale pour les électeurs et une priorité majeure pour le gouvernement avant les élections. Sur le plan monétaire, la fin des Lefi⁴ (*Letras Fiscales de Liquidez*) en juillet, titres de maturité à un jour utilisé comme outil de gestion de la liquidité interbancaire et de repère pour le taux directeur, a généré une forte volatilité des taux d'intérêt, de la masse monétaire et des marchés.

Pour Milei, « *l'ancrage fiscal et le surplus demeurent le seul chemin vers la prospérité et la solution définitive à la crise* », une position qui lui vaut le soutien du FMI, malgré la volatilité récente. Le gouvernement vise un excédent primaire de 1,5% du PIB en 2025, pour un surplus total de 0,3% : un objectif crédible, compte tenu des coupes dans les dépenses couplées à la relative résistance des recettes. Le maintien de tels résultats est désormais incertain.

Dans la foulée des élections dans la PBA, le ton a effectivement changé : la présentation du budget 2026, le premier de Milei⁵, ouvre la voie à une hausse « réelle » des dépenses sociales (retraites, universités, handicap). Bien que limitée et insuffisante pour retrouver les niveaux de 2023, cette augmentation (excédant la prévision d'inflation, trop optimiste) alourdit les dépenses et maintient, au mieux, les résultats attendus en 2025 : solde primaire à 1,5% du PIB, bien en-deçà de l'objectif du FMI de 2,2%, pour un surplus total de 0,3%. Au mieux, car les hypothèses macro-économiques apparaissent optimistes : le budget prévoit 5% de croissance, 10% d'inflation et un dollar à 1 423 pesos, alors que le consensus table

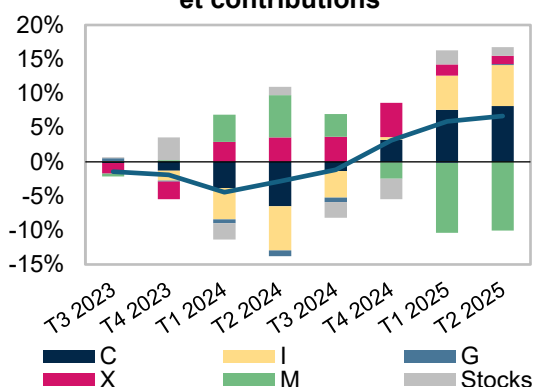
sur 3,2% de croissance, 18% d'inflation et qu'une appréciation du peso n'est pas d'actualité. En cas de défaite électorale, l'opposition péroniste pourrait accentuer la pression comme en témoigne, pour la première fois sous la présidence Milei, l'annulation en août par le Congrès d'un veto présidentiel concernant la revalorisation des retraites.

Des perspectives économiques moins optimistes qu'il y a un an : les limites du plan Milei

L'indicateur d'activité, la production industrielle et la confiance des ménages reculent depuis plusieurs mois. La croissance est attendue à 4,9% du PIB en 2025, contre 5,5% selon les prévisions de début d'année. Ce résultat repose surtout sur des effets de base favorables après les contractions de 2023 et 2024 : un rattrapage largement mécanique qui permet à l'activité de retrouver à peine son niveau de 2023. Les signaux d'essoufflement se multiplient (au deuxième trimestre, l'activité s'est repliée avec une croissance trimestrielle de -0,1%) et la reprise reste déséquilibrée.

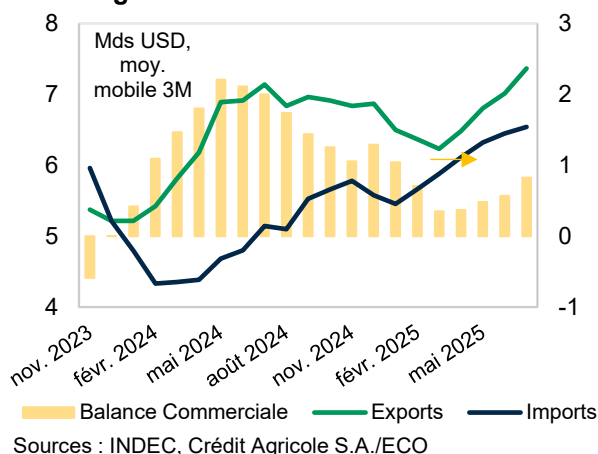
L'agriculture et les secteurs extractifs profitent de la dérégulation, surtout à l'exportation ; la finance et l'hôtellerie connaissent une dynamique positive. En revanche, l'industrie manufacturière et la construction restent nettement en retrait, affichant des reculs de 7% et 14% par rapport à 2023. Du côté de la demande, la croissance est tirée par la consommation privée et l'investissement, profitant surtout aux secteurs exportateurs. La demande externe a pesé négativement au premier semestre : si les exportations ont progressé de 4%, les importations ont bondi de plus de 30%, stimulées par le taux de change réel élevé et la suppression de taxes à l'importation. La tendance s'est toutefois atténuée au deuxième trimestre.

Argentine : croissance et contributions



Sources : BCRA, Crédit Agricole S.A./ECO

Argentine : balance commerciale



Sources : INDEC, Crédit Agricole S.A./ECO

⁴ Un article portera prochainement sur la politique monétaire argentine qui mérite qu'un focus entier lui soit dédié.

⁵ Le budget 2023 de Fernandez a été prolongé deux années de suite (2024-2025) et modifié par décrets, un fait inédit dans l'histoire argentine.

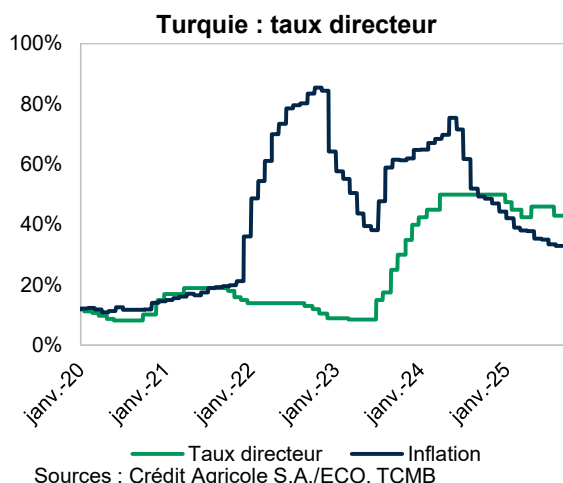
Sur le plan financier, « rapatrier les dollars » reste un objectif essentiel, mais les entrées liées à l'amnistie de 2024 s'essouffent. L'accumulation de réserves et l'amélioration de la position extérieure nette prévues par le FMI n'ont pas été atteintes. Dans sa première revue fin juillet, le Fonds a attribué ces écarts à des effets non anticipés avant l'annonce du programme. Les réserves brutes de la BCRA atteignent 33 milliards de dollars, et les seuls paiements en faveur du FMI et des créanciers multilatéraux à brève échéance (d'ici à la fin de l'année 2025 et en 2026) sont estimés à 13 milliards de dollars. Les interventions de la BCRA pour soutenir le peso accroissent la pression sur les réserves et risquent de saper la confiance des investisseurs.

La situation économique et politique reste très volatile. La reprise incomplète et les doutes sur la soutenabilité du surplus budgétaire alimentent l'incertitude. Milei, qui a jusque-là gouverné sans majorité grâce à l'appui ponctuel du PRO (*Propuesta Republicana*, parti de l'ancien président Macri) et à ses vetos, cherche désormais une « majorité constructive » pour poursuivre son projet. Milei adopte donc un ton plus mesuré et tente de bâtir des alliances à droite. Le rétablissement du ministère de l'Intérieur⁶ et certaines concessions budgétaires en sont des signaux. Usée par l'ajustement économique et social ainsi que par les scandales de corruption, l'opinion publique se montre nettement plus défavorable. L'instabilité des marchés devrait persister au moins jusqu'aux législatives du 26 octobre, dont l'issue sera déterminante.

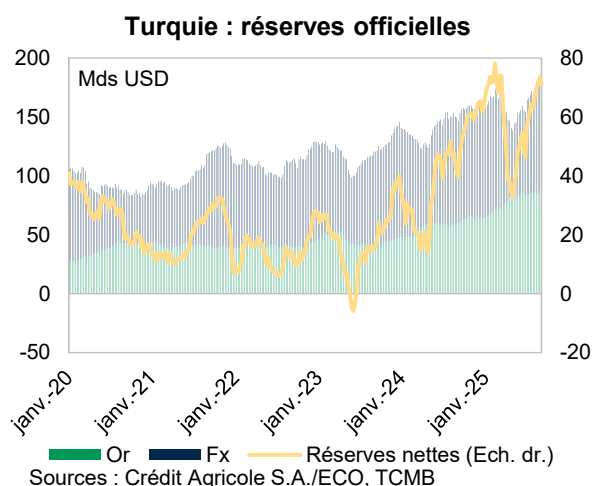
Europe centrale et orientale, Asie centrale

Turquie : le cycle d'assouplissement monétaire reprend

La Banque centrale turque (TCMB) a repris en juillet son cycle d'assouplissement monétaire. Celui-ci avait débuté en décembre 2024, après que le taux directeur turc (1 week repo) a atteint 50 % en mars de la même année. Depuis septembre 2024, la Banque centrale est parvenue à obtenir un taux d'intérêt réel positif et l'a depuis maintenu.

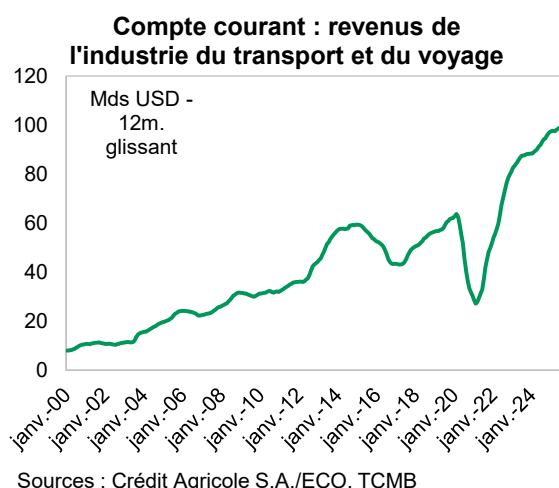


Néanmoins, l'arrestation en mars 2025 d'Ekrem Imamoğlu, le maire d'Istanbul et candidat présumé du principal parti d'opposition (CHP) à la prochaine présidentielle, était venu perturber ce cycle d'assouplissement naissant. Face au départ précipité de capitaux étrangers, la TCMB avait dû intervenir sur les marchés pour stabiliser la livre et avait rehaussé son taux directeur (+350 pdb – avril 2025).



La Banque centrale y avait laissé plus de 50 milliards de dollars de réserves. Début juillet, nous soulignons l'importance de la saison touristique pour permettre à l'institution de reconstituer ses réserves. C'est chose faite, grâce à une saison touristique une fois encore record du point de vue des recettes. L'industrie du transport et du voyage a apporté sur douze mois près de 100 milliards de dollars de recettes au compte courant turc (le surplus dans les services sur douze mois atteint 62 milliards de dollars fin juillet). Par conséquent, les réserves nettes atteignent début septembre des niveaux comparables à ce qu'ils étaient avant l'arrestation (autour de 70 milliards de dollars pour les réserves nettes).

⁶ Ministère chargé des relations entre les provinces et l'État.

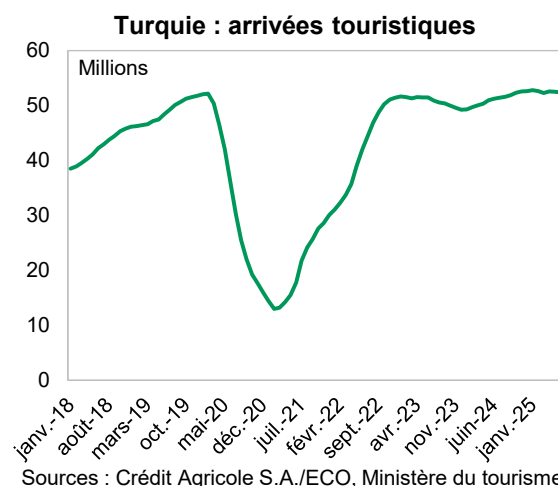


Depuis juillet, la TCMB a donc réduit son taux directeur à deux reprises : à l'occasion du comité monétaire de juillet, une première baisse de 300 points de base (pdb) a été décidée. Début septembre, la Banque centrale a procédé à une autre baisse, cette fois de 250 pdb, soit légèrement plus que ce que le marché anticipait (200 pdb selon le sondage *Bloomberg* des participants de marché). Le taux directeur a ainsi été porté à 40,5%. Le marché anticipait plus de prudence de la part de l'institution en raison d'une inflation persistante en août et dépassant le consensus de marché (33,0% en glissement annuel, et 2,0% en glissement mensuel).

Point marquant de ce comité de septembre : la TCMB ne mentionne plus explicitement l'utilisation de l'appréciation en termes réels de la livre comme outil de lutte contre l'inflation. Depuis l'été 2023, l'appréciation en termes réels de la livre a permis de limiter l'inflation importée et d'attirer des flux importants de *carry-trade*. Il est peu probable que le retrait de cette mention altère fondamentalement la gestion du taux de change par la Banque centrale. Néanmoins cela fait écho à des informations rapportées en juin par le journal *Bloomberg*, selon lesquelles la TCMB souhaiterait moins dépendre de ces flux volatiles qui l'ont forcé à utiliser 50 milliards de dollars de ses réserves au lendemain de l'arrestation du maire d'Istanbul. La Banque centrale pourrait ainsi se concentrer sur l'accumulation de réserves plus durables qui suppose moins d'interventions sur les marchés.

Par ailleurs, cette appréciation en termes réels est décriée par les exportateurs, surtout dans les secteurs sensibles aux prix comme le textile, qui

subissent une forte baisse de leur compétitivité depuis 2023. Pour le secteur du tourisme, le renchérissement des prix en devises constitue également un problème. Si les recettes continuent de croître, le nombre d'arrivées touristiques a légèrement fléchi cette année. De plus, le nombre de touristes en Turquie a rapidement retrouvé son niveau d'avant Covid – autour de 50 millions –, mais la dynamique pré-Covid n'a pu être relancée. Cela est d'autant plus vrai que la dynamique de prix n'est pas le seul problème pour le secteur : l'instabilité politique pourrait également être un frein à l'activité. Ainsi, les arrivées ont baissé de 13,1 % en mars par rapport à l'année précédente, la seconde plus forte baisse mensuelle depuis le Covid.



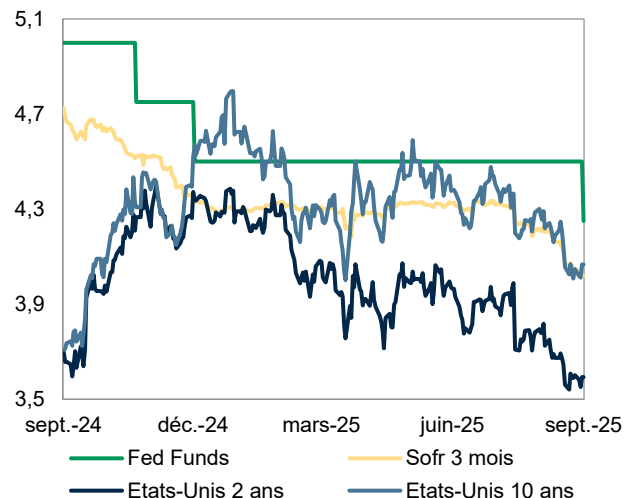
Enfin, la Banque centrale turque a été « aidée » dans sa mission par le report du procès concernant la présidence du CHP. En effet, l'instabilité politique turque ne se limite pas à la simple arrestation du maire d'Istanbul : de nombreuses figures de l'opposition, des médias ainsi que du monde des affaires ont fait l'objet de poursuites ces derniers mois. La justice conteste également la validité des élections internes du CHP aux niveaux local et national. Au niveau local, l'annulation de l'élection à la présidence de la branche stambouliote du CHP a été confirmée début septembre, entraînant une nouvelle secousse sur les marchés financiers. Bien que de moindre ampleur, elle aurait coûté 5 milliards de dollars en réserves à la Banque centrale. Un jugement similaire devait être rendu le 15 septembre, cette fois-ci au niveau national ; mais la décision a été reportée au 24 octobre, donnant à la Banque centrale un certain répit.

✓ Notre opinion – Si la Banque centrale turque reprend son cycle d'assouplissement monétaire, ce n'est pas parce que le risque politique a disparu en Turquie. Au contraire, il est là pour durer, avec des phases d'accélération et des phases d'atténuation imprévisibles que la Banque centrale et les investisseurs devront gérer. En n'ayant pas dévié de sa mission de lutte contre l'inflation dans sa gestion de crise, la TCMB a gagné en crédibilité. Maintenant qu'elle reprend son cycle d'assouplissement il ne faudra pas qu'elle la gaspille en donnant l'impression qu'elle « rattrape » du temps qu'elle aurait perdu.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

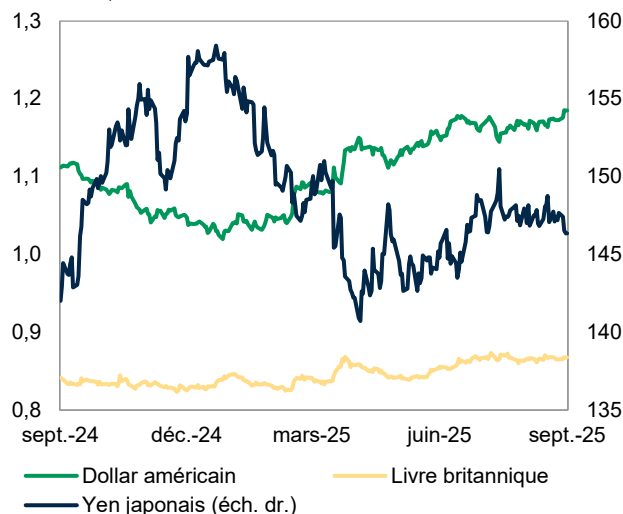
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

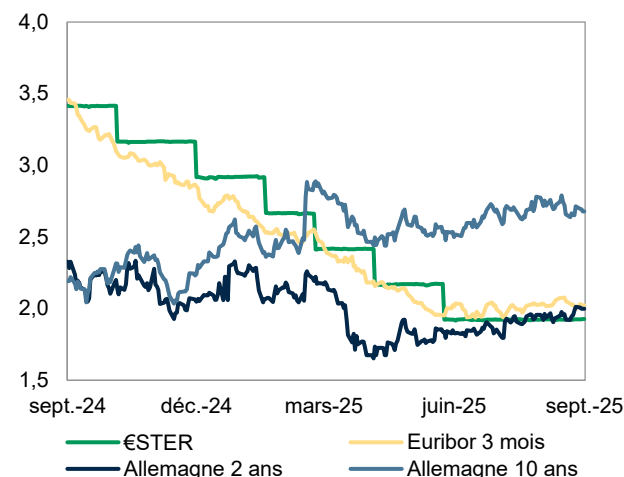
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

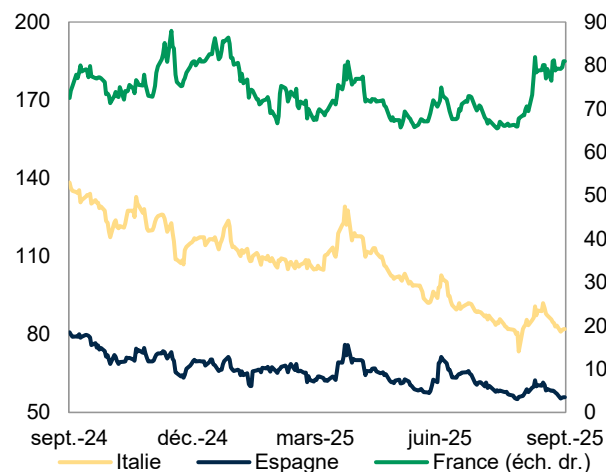
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

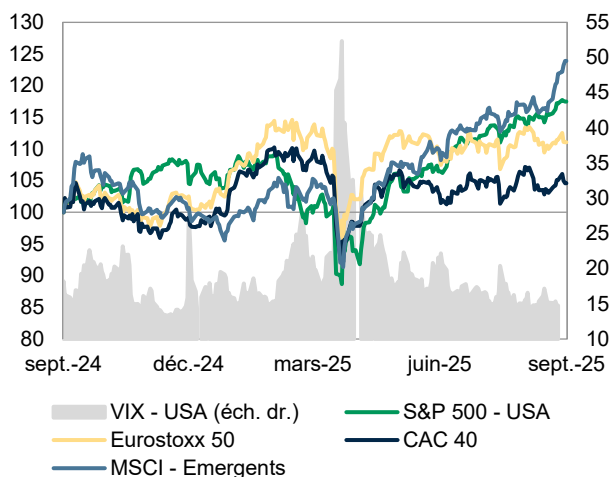
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

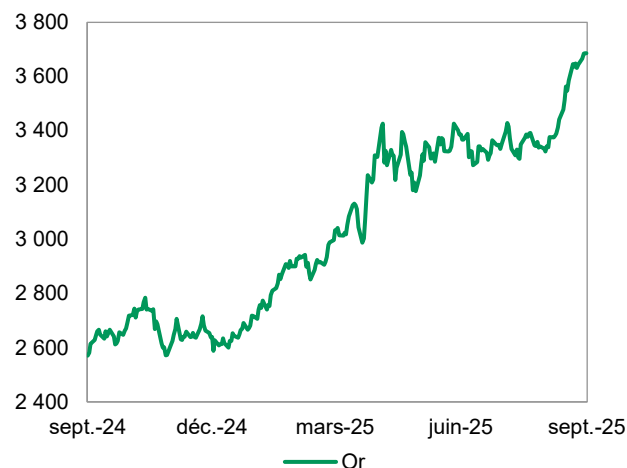
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

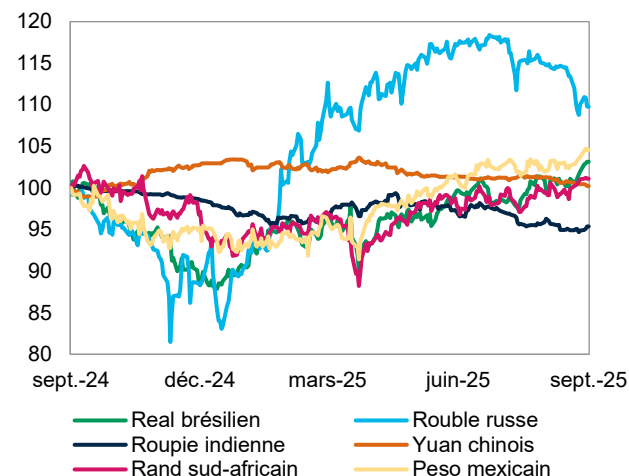
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

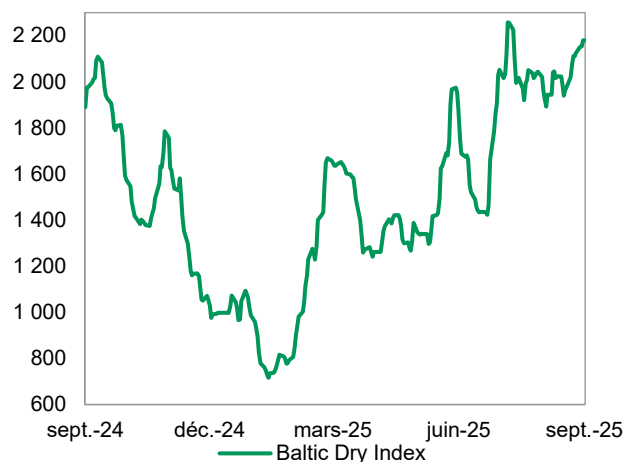
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

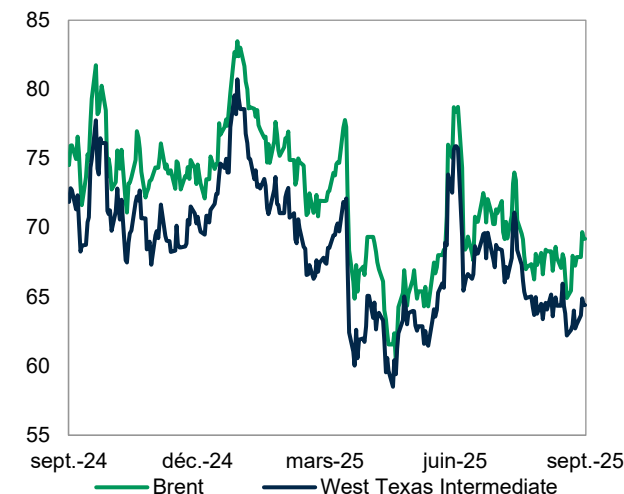
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

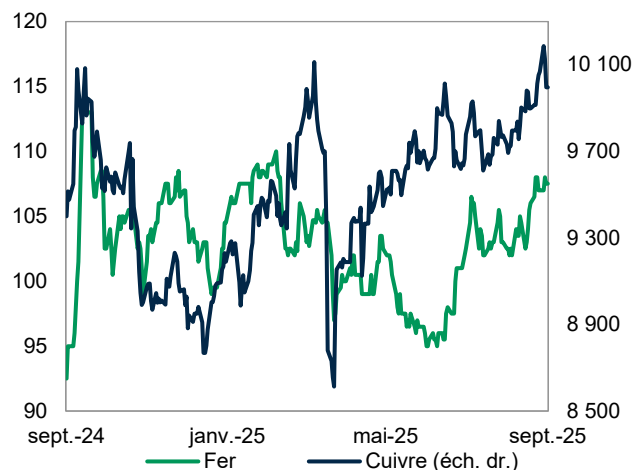
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

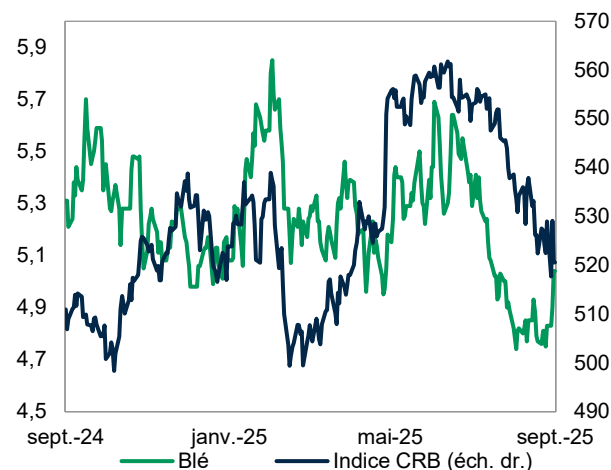
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

SRW Wheat (USD/boisseau) et CRB foodstuffs (USD/point)



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2025-2026 – Juin 2025

[Un contexte anxiogène, quelques résistances inédites](#)

Date	Titre	Thème
18/09/2025	<u>Indonésie – Les manifestations rappellent le danger d'une croissance sans développement</u>	Asie
18/09/2025	<u>France – Jusqu'ici tout va bien, ou comment la Banque de France et l'Insee nous invitent à relativiser</u>	France
18/09/2025	<u>Italie – Un bilan post-estival mitigé entre l'impact des tarifs et une consommation des ménages en panne</u>	Italie
17/09/2025	<u>États-Unis – Un impact lent des droits de douane sur les prix</u>	USA
12/09/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
12/09/2025	<u>L'intelligence artificielle en santé : miracle technologique ou menace éthique ?</u>	Santé
11/09/2025	<u>Inde – Trahi par Trump, Modi se tourne vers son rival chinois</u>	Asie
11/09/2025	<u>Zone euro – Conjoncture – Une croissance ralentie au T2 2025, mais meilleure qu'attendu</u>	Zone euro
11/09/2025	<u>Géo-économie – Sommet de Tianjin : que faut-il en retenir ?</u>	Géo-économie
09/09/2025	<u>France – Petit résumé des indicateurs économiques de l'été</u>	France
05/09/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

Rédacteurs en chef : Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

Zone euro : Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Alberto ALEDO,

Ticiano BRUNELLO, Marianne PICARD, Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

Europe centrale et orientale, Asie centrale, géo-économie :

Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QUENTRIC

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LBOUGRE (coordination scénario), Jorge APPARICIO-LOPEZ

Afrique du Nord, Moyen-Orient, Afrique sub-saharienne : Laure DE NERVO

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

Application Etudes ECO disponible sur l'**App store** & sur **Google Play**

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.