MONDE
SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE 2025-2026

Trimestriel – Octobre 2025

ECO
ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

En espérant un soupçon de stabilité…

Dans un environnement international toujours aussi anxiogène, les incertitudes demeurent, nombreuses et multiformes. Néanmoins, en espérant déjà que celles qui émanent de la politique économique américaine se calment (et qu'*a minima* les droits de douane se stabilisent), le cap du scénario est maintenu. Il se caractérise notamment par un ralentissement sans récession aux États-Unis, suivi d'une accélération en 2026, une poursuite de la reprise dans la zone euro grâce au soutien de l'investissement et, alors que la Chine en proie à « l'involution » voit ses performances de croissance s'éroder, un « univers émergent » qui continue de faire preuve d'une résistance inédite.

Aux **États-Unis**, le premier semestre a été agité en termes tant de sentiment que de croissance : après s'être laissé bercer par les succès promis par l'« exception américaine » et les privilèges offerts par le statut du dollar, les investisseurs ont signifié leur désamour à l'issue du fracassant « *Liberation Day* » ; du point de vue économique, en anticipation de droits de douane agressifs, les importations ont bondi au premier trimestre, avant de nettement se replier : elles ont pesé sur la croissance avant de lui apporter leur soutien. Après s'être contracté de 0,6% au premier trimestre (en variation trimestrielle annualisée), le PIB a ainsi progressé de 3,8% au deuxième.

Et pourtant, les grandes lignes de notre scénario américain, calé sur le calendrier prévisible des décisions économiques radicales de l'administration Trump, n'ont pas changé : ralentissement cette année (hausse agressive des droits de douane, politique anti-immigration, inflation), puis léger rebond l'année prochaine (soutien apporté par le « *One Big Beautiful Bill Act* », déréglementation). Notre scénario table ainsi sur une croissance annuelle moyenne de 1,7% en 2025, en baisse sensible par rapport aux 2,8% enregistrés en 2024, avant une accélération à 2% en 2026. La décélération en cours s'accompagne d'une fragilisation du marché du travail. Si le rythme des créations d'emplois ralentit, les licenciements restent modérés, comme le sont encore les pressions haussières sur le taux de chômage. Ce dernier pourrait atteindre un pic d'environ 4,5% d'ici la fin de l'année.

Malgré l'ajustement encore limité du marché du travail, l'attention s'est récemment concentrée sur la vulnérabilité croissante de l'emploi, au point d'éclipser les préoccupations relatives à l'inflation. Or, les droits de douane, à leur point d'impact maximal, ajouteraient près de 80 points de base à la hausse des prix sur un an. L'impulsion serait largement temporaire, mais pourrait entraîner l'inflation globale et sous-jacente vers 3,2% fin 2025. La hausse des prix excéderait encore sensiblement l'objectif de 2% fin 2026 : nos prévisions situent l'inflation sous-jacente et totale vers respectivement, 2,9% et 2,7%. Il est donc audacieux de supposer que la Fed négligera le volet inflation de son mandat au profit du seul volet emploi.

Du côté de la **zone euro**, malgré la frilosité de la consommation et un environnement extérieur plus défavorable, la reprise se poursuit. En écho au comportement américain, à une croissance soutenue (2,4% en variation trimestrielle annualisée), alimentée par un rebond des exportations au premier trimestre, a succédé un net refroidissement laissant tout de même la croissance en territoire positif (0,4%) et offrant un acquis confortable. Même si le contrecoup (finalement moins violent qu'on ne pouvait le redouter) des droits de douane continue de légèrement peser sur le troisième trimestre, la croissance déjà engrangée permet désormais de tabler sur une progression du PIB de 1,3% en 2025, un rythme sur lequel elle se maintiendrait en 2026.

> ***En espérant que les incertitudes qui émanent de la politique économique américaine se calment (et qu'a minima, les droits de douane se stabilisent), le cap du scénario est maintenu.***

La résistance passée tient à la demande intérieure : elle s'est certes affaiblie, mais affiche un rythme légèrement supérieur à sa tendance de long terme et l'investissement, en particulier, a bien résisté à l'incertitude. Quant au scénario de maintien de la croissance sur son rythme potentiel, il se fonde, avant tout, sur l'investissement, porté à la fois par les fonds européens, les dépenses en défense et le plan de relance allemand. En revanche, l'impact de l'accord commercial de Turnberry, conclu cet été entre l'UE et les États-Unis, serait marginalement négatif et soustrairait 0,1 point de pourcentage à la croissance en 2026 par rapport à notre précédent scénario.

Dans un contexte pourtant voué à les fragiliser, les économies du « **bloc émergent** » continuent de bien résister. Elles profitent de la désaffection à l'égard du dollar qui allège les pressions sur leurs devises et leurs taux d'intérêt (locaux et en dollar), de la désinflation et de la bonne tenue de leur marché du travail. Leur croissance pourrait ainsi approcher 3,9% en 2025 et 2026 : une belle performance qui ne doit pas conduire à mésestimer (voire oublier) les fragilités. Ces économies restent exposées à un potentiel choc de marché, sont confrontées à un repli tendanciel de leur croissance moyenne et vont devoir s'adapter à un nouvel environnement concurrentiel tout en composant avec la trajectoire chinoise. Les risques liés au phénomène « d'involution » débordent de la seule Chine et alimentent la crainte d'une déflation exportée en Asie.

En **Chine**, en effet, la faiblesse persistante de la consommation, la correction prolongée du marché immobilier et les surcapacités dans divers secteurs (acier, véhicules électriques, solaire ou électronique) continuent d'alimenter les pressions déflationnistes, particulièrement visibles sur les prix à la production qui pourraient baisser de 2,6% en 2025. Ce phénomène, nommé « involution », est maintenant officiellement « dénoncé » par les autorités, qui souhaitent freiner la concurrence excessive *via* les prix et s'attaquer aux surcapacités. La « campagne anti-involution » a eu pour premier impact de réduire la baisse des prix à la production, sans effet de relance majeure de la demande. Même si les mesures de soutien s'intensifient, nombre d'entre elles relèvent de réformes structurelles et leur impact positif sur l'inflation ne se fera pas sentir immédiatement. L'inflation devrait ainsi rester quasi inexistante à 0,1% en 2025, avant de se hisser vers 0,6% en 2026. En raison de la hausse des droits de douane américains, de la faiblesse persistante de la demande intérieure et malgré divers amortisseurs (réorientation des exportations chinoises, résilience de la demande mondiale, soutien apporté par le *policy-mix*), la croissance poursuivrait son tassement : de 5% en 2024 à 4,8% en 2025 et 4,4% en 2026.

Du côté de la politique **monétaire**, l'heure n'est pas à la détente. Aux États-Unis, la résistance de l'inflation risque de faire déchanter les tenants d'un assouplissement monétaire rapide et massif. Dans la zone euro, l'inflation vers la cible et la reprise même modeste plaident en faveur d'un *statu quo,* suivi d'un resserrement quoiqu'encore lointain. Soucieuse d'éviter les effets de second tour, la Banque d'Angleterre pourrait différer sa prochaine baisse de taux. Quant au Japon, si elles s'éloignent, les hausses de taux restent à l'ordre du jour.

Plus précisément, aux États-Unis, notre scénario table sur une nouvelle baisse avant la fin de l'année, abaissant la borne supérieure de la fourchette du taux des *Fed Funds* à 4%, niveau sur lequel la Fed se « mettrait sur pause » tout au long de 2026. Un scénario assez éloigné de celui du marché (il anticipe 110 points de base de baisse d'ici la fin 2026) et qui considère, notamment, que les contrôles et les contrepoids semblent suffisants pour permettre à la Fed de résister à la pression de l'administration Trump. Quant à la BCE, elle a, au mois de juin dernier, baissé ses taux de dépôt et de refinancement à, respectivement, 2% et 2,15%, des niveaux auxquels elle les maintiendrait avant de les relever légèrement, lorsque l'amélioration économique fera peser un risque de pressions inflationnistes. Cette hausse n'interviendrait qu'à l'issue de la reprise et, par conséquent, pas avant la fin de 2026 au plus tôt.

Les **taux d'intérêt** subiraient des pressions haussières modérées. Aux États-Unis, la possible résurgence des préoccupations inflationnistes et les espoirs déçus d'assouplissement monétaire massif pourraient se traduire par une légère hausse des taux d'intérêt couplée à un aplatissement de la courbe. Favorisé par une croissance européenne résistant mieux qu'anticipé, puis soutenu par l'expansion budgétaire en Allemagne, ce mouvement se propagerait à la zone euro.

Dans notre scénario américain, le taux des bons du Trésor à deux ans, qui dispose d'une marge de progression, atteindrait 3,70% fin 2025. Toujours fin 2025, le rendement à dix ans des *US Treasuries* se situerait à 4,30%, mais le taux à trente ans (4,85%) peinerait à franchir la « barre psychologique » de 5%, grâce à la demande des fonds de pension. Le taux allemand à dix ans (Bund) atteindrait 2,80%. La réorganisation de la hiérarchie entre souverains de la zone euro se poursuivrait avec un *spread* contre le Bund de 50 points de base pour l'Espagne, d'une part, et de 75 points de base pour la France et l'Italie, d'autre part.

Enfin, lesté par une vague de désamour dans le sillage du fracassant « *Liberation Day* », ainsi que par des anticipations d'assouplissement monétaire certainement exagérées, le **dollar** a souffert. Alors que les entrées de capitaux au profit des États-Unis ne se sont pas taries et que l'assouplissement risque d'être moindre qu'anticipé, le dollar pourrait « retrouver son sourire ». Il faudra toutefois s'armer de patience avant de voir l'euro se déprécier : notre scénario retient un cours de l'euro par rapport au dollar proche des sommets récents fin 2025 (1,17), avant une baisse en 2026 (vers 1,10 en fin d'année).

Catherine LEBOUGRE

Focus Géopolitique – Trump accélère le scénario de fragmentation

La fragmentation accélérée est bien la tendance de fond du scénario géopolitique mondial. Malgré son importance, ce phénomène n'est pas *pricé* par le marché, tant il est difficile – voire impossible – de mesurer la prime de risque afférente au risque géopolitique. La fragmentation géopolitique imprègne cependant de plus en plus les anticipations, surtout celles des investisseurs directs, même à bas bruit.

Cette fragmentation a plusieurs dimensions. Elle s'entend évidemment sous l'angle des flux commerciaux et d'investissements, dont les rythmes du découplage progressif des États-Unis et de la Chine, d'une part, et du développement des flux Sud-Sud, d'autre part, sont deux des indicateurs-clés. La fragmentation géopolitique renvoie aussi, très concrètement, au risque de morcèlement des espaces normatifs et juridiques, de moins en moins unifiés par un Occident en perte de *soft power* et de capacité à imposer ses normes – ou à convaincre de les adopter. Mais la fragmentation géopolitique revêt aussi une dimension diplomatique très importante, à travers le comportement de plus en plus opportuniste de nombreux États. Ce comportement affaiblit la notion d'alliance, par ailleurs minée par la politique de Trump.

Le grand gagnant de la fragmentation : la géopolitique réaliste

C'est particulièrement visible au sein du G20. Désormais, de nombreux pays cherchent des partenaires « à la carte », selon le sujet et le moment. Cette plasticité des relations internationales est le pendant d'une « géopolitique réaliste », à laquelle les pays du Sud global sont de plus en plus favorables, et qui donne la priorité à l'intérêt national. On peut ainsi être en conflit avec un État sur un sujet, mais collaborer sur un autre. En revanche, cette diplomatie du pragmatisme, qui conduit à une stratégie de « multi-alignement », se marie mal avec la géopolitique des Droits de l'Homme. Cette dernière implique des alliances, certes fondées sur des intérêts communs, mais aussi sur des valeurs partagées. Le terme de « *like minded countries* », que les *executive orders* de Joe Biden avaient déjà popularisés, se retrouve donc dans de nombreux documents stratégiques, recouvrant pudiquement les compromis de valeurs que la géopolitique réaliste impose.

Le sommet annuel de l'Organisation de coopération de Shanghai (OCS), qui s'est tenu à Tianjin dans le nord de la Chine, a été une illustration de cette recomposition complexe de l'ordre mondial. À travers une mise en scène soigneusement orchestrée, l'OCS s'est transformée en vitrine de communication politique pour l'axe sino-russe, et ce n'est pas rien, car les opinions publiques vont jouer un rôle majeur dans l'orientation du scénario géopolitique. Pékin et Moscou ont parfaitement compris cet enjeu et multiplié les symboles, sur fond d'adoption du russe et du mandarin comme langues de travail. Leur stratégie visait quatre publics : les opinions internationales, les sociétés d'Asie centrale, les populations russe et chinoise (dont on oublie trop souvent que l'opinion publique y existe aussi) et bien sûr, un Occident en plein doute, invité à constater que l'ère de l'hégémonie américaine s'achève.

L'accord gazier sino-russe a été une pièce maîtresse de cette mise en scène. Moscou et Pékin ont signé un *memorandum* pour la construction du gazoduc *Power of Siberia 2*, qui pourrait transporter jusqu'à 50 milliards de mètres cubes par an *via* la Mongolie, d'ici à 2030. Il y avait de quoi mettre le président mongol sur la photo ! S'y ajoutent une extension du premier gazoduc sibérien et des volumes accrus depuis Sakhaline. Les prix et conditions demeurent incertains, le calendrier lointain, mais l'effet politique est là : la Russie s'affirme comme fournisseur pivot de la Chine ; Pékin sécurise ses approvisionnements ; et la Chine montre sa capacité à redessiner les routes énergétiques hors d'Europe.

Mais à Tianjin, comme lors du sommet des BRICS à Kazan, le discours se construit sans appel direct aux blocs ou à l'affrontement contre l'Occident. Russie et Chine cherchent des leviers d'influence et l'ONU en est un. Ainsi, la demande de réforme des institutions internationales sur la base d'une reconnaissance de la diversité des régimes politiques devient un discours bien plus audible que la géopolitique des Droits de l'Homme – surtout dans un monde où la majorité des régimes sont désormais « hybrides ». L'OCS, comme les BRICS, réclame un retour à l'esprit de la charte originelle de l'ONU… et en tire une légitimité. Dans cette optique, le déplacement d'António Guterres à Tianjin n'est pas neutre.

Une OPA de smart power[1]

Depuis longtemps, Pékin veut « faire la norme » en orientant les standards technologiques, financiers, numériques et institutionnels du futur. Non par rupture, mais par déplacement progressif du centre de gravité normatif mondial. Elle s'opère en douceur, mais c'est bien, littéralement, d'une OPA de « *smart power* » qu'il s'agit. Il s'agit aussi, pour la Chine, de transformer son rôle de pourvoyeur de projets en rôle d'arbitre global. Plusieurs annonces de l'OCS sont venues étayer cette ambition : création d'une nouvelle banque de développement, d'une plateforme énergie et climat et d'un centre de coopération sur l'intelligence artificielle. Pékin ouvre aussi à l'Asie centrale son satellite BeiDou-2, alternative au GPS.

[1] Concept de relations internationales qui désigne la capacité d'un acteur à combiner efficacement différentes formes de puissance, la contrainte et la séduction, la force et l'attraction. Terme popularisé par Joseph Nye et Richard Armitage.

Ces initiatives ont d'autant plus de relief qu'elles s'opposent aux coupes drastiques de l'Agence américaine pour le développement international, USAID (83% des projets annulés). Selon une étude parue dans The Lancet, ces coupes pourraient entraîner 14 millions de morts évitables d'ici 2030. On mesure mieux, à l'aune de ces chiffres, l'autoroute qui s'est ouverte pour l'attelage sino-russe en matière d'influence. De fait, la Chine est intervenue rapidement en Asie, avec de nouveaux financements au Cambodge et au Népal, ciblant la santé infantile, la nutrition et l'assainissement. Pékin veut se positionner en financeur stable, offrant des ressources opérationnelles, là où ONG occidentales et État américain se retranchent. Reste à savoir si cela effacera, en termes d'image, les effets de réputation délétère du « piège de la dette » chinois.

Attention aux effets secondaires du vide stratégique

L'effet Trump va donc aller bien au-delà du choc des tarifs et plusieurs généraux américains ont alerté sur ce risque de « vide stratégique ». Ce risque est d'autant plus élevé que la Chine déploie son influence sur quatre axes : le *soft power* (renforcement des aides ciblées sur la santé et l'éducation), les instituts et les normes (création de banques/plateformes alternatives), la présence régionale (Asie du Sud, Afrique, Asie centrale et Amérique latine) et le verrouillage technologique (infrastructures souveraines du type BeiDou).

Par ailleurs, la guerre à Gaza a donné à ce discours de réforme des institutions internationales une résonance nouvelle. Gaza est devenue ce que les militaires appellent une « arène de bataille cognitive » et l'accusation de « double standard » est bien plus qu'un slogan. C'est l'un des moteurs du scénario géopolitique. C'est, par exemple, l'une des explications des signaux de rapprochement de la Malaisie avec Moscou (voyage du Premier ministre et du sultan, première historique depuis 1967).

Des alliances aux plateformes ?

L'OCS, tout comme les BRICS, est donc devenue à Tianjin un espace de visibilité et de coordination ; mais ce n'est pas une alliance militaire, car des tensions importantes persistent entre les membres. New Delhi a, par exemple, bloqué l'adhésion de l'Azerbaïdjan, trop liée à Islamabad. Or, c'est précisément cette souplesse qui fait de l'OCS une plateforme attractive : chacun a l'impression de pouvoir y poursuivre ses intérêts. Évidemment, cela limite le caractère opérationnel de ces sommets, mais il faut leur reconnaître une efficacité diplomatique croissante, au moment où la diplomatie occidentale semble, au contraire, noyée dans l'impasse ukrainienne et asphyxiée par l'effet Trump.

Enfin, le triangle RIC (Russie, Inde, Chine) a retrouvé une forme de centralité stratégique à Tianjin : Moscou, fragilisée par la guerre, dépend de Pékin économiquement, mais cherche à s'équilibrer politiquement en cultivant sa relation historique avec New Delhi. La relation indo-russe va donc bien au-delà de l'opportunisme économique : elle est un axe de rééquilibrage face à la Chine. Quant à la poignée de main sino-indienne, elle a pris du relief dans le contexte des droits de douane américains. Trump ne joue que le rôle d'accélérateur : ce rapprochement se préparait, les BRICS de Kazan ayant déjà permis aux présidents de se rencontrer (plateforme diplomatique efficace, donc…). Un accord de patrouille sur la ligne de contact frontalière du nord avait été conclu, facilitant la reprise ultérieure des vols directs entre les deux pays.

La relation sino-indienne est un point central d'orientation du scénario géopolitique mondial.

En fait, les signaux de rapprochement sino-indien sont nombreux, mais les dossiers conflictuels demeurent – présence du Dalaï-Lama en Inde, rapprochement de l'Inde avec Taïwan, inquiétudes hydriques face au barrage chinois du Yarlung Tsangpo au Tibet, rivalité dans l'océan Indien et, bien sûr, l'alliance chinoise avec le Pakistan. La relation sino-indienne reste faite de rapprochements ciblés et de différends structurels. Mais l'Inde cherche à matérialiser en gains économiques son statut de pays pivot géopolitique, car la relation sino-indienne est devenue un point central d'orientation du scénario géopolitique mondial.

Les affrontements indo-pakistanais ne font pas bouger les marchés, mais ils sont un « thermomètre » important de la recomposition géopolitique : Islamabad aligne avions J10, drones et système de défense HQ-9, conçus par la Chine. En miroir, l'Inde pousse son arsenal codéveloppé avec la Russie, comme le missile Brahmos. Ce jeu croisé montre la réalité : la Chine est présente dans les rapports de force du sous-continent, et c'est aussi la matérialité des flux d'armes qui redessine les équilibres. L'accord de défense que Pékin a conclu avec les Maldives, arrière-cour de l'Inde, s'inscrit dans cette ligne. De même que le tout récent accord entre Arabie et Pakistan, qui ouvre un parapluie nucléaire à Ryadh.

La politique de multi alignement indien n'implique cependant pas de tourner le dos à Washington. New Delhi a signé une série d'accords militaires et technologiques en 2016 qui la rapprochent structurellement des États-Unis. En 2023, le partenariat iCET (initiative sur les Technologies Critiques et Émergentes) a resserré la coopération dans les semi-conducteurs, l'intelligence artificielle, et la recherche avancée. À cela s'ajoute le rôle de la diaspora indienne aux États-Unis – plus de 5 millions de personnes – qui renforce un lien sociétal profond. Surtout, l'Inde reste l'un des maillons-clé du *containment* occidental de la Chine. D'ailleurs, le stop de Modi au Japon, avant d'aller en Chine, rappelle que la question chinoise n'est pas que du ressort des grandes puissances. Tokyo, en particulier, va aussi jouer un rôle important dans la recomposition géopolitique. La Grande Fragmentation est désormais un jeu à multiples acteurs.

Tania SOLLOGOUB

PAYS DÉVELOPPÉS
En espérant un soupçon de stabilité…

États-Unis – Une croissance modérée en 2025, avant une possible reprise en 2026

Zone euro – Un stress de résilience

Royaume-Uni – Nouvelle austérité budgétaire en perspective

Japon – Une seule issue : une reprise robuste de la demande intérieure

En espérant un soupçon de stabilité…

Nombreuses et multiformes, les incertitudes demeurent. Néanmoins, en espérant déjà que celles qui émanent de la politique économique américaine se calment (et qu'*a minima*, les droits de douane se stabilisent), le cap du scénario est maintenu. Il se caractérise notamment par un ralentissement sans récession aux États-Unis, suivi d'une accélération en 2026 et une poursuite de la reprise lente dans la zone euro, grâce au soutien de l'investissement.

ÉTATS-UNIS : UNE CROISSANCE MODÉRÉE EN 2025, AVANT UNE POSSIBLE REPRISE EN 2026

À l'issue des soubresauts qui ont entouré le scénario économique aux États-Unis durant la majeure partie du premier semestre 2025, ces trois derniers mois ont été un peu plus stables. Résistant à toute l'agitation observée plus tôt dans l'année, nous avons maintenu le cap de notre scénario et continué de tabler sur un net ralentissement en 2025, mais sans récession, avant un léger rebond en 2026.

Notre scénario table une croissance annuelle moyenne du PIB de 1,7% en 2025, en baisse sensible par rapport aux 2,8% enregistrés en 2024**, avant une accélération à 2,0% en 2026.** La croissance prévue en 2025 a légèrement été revue à la hausse par rapport à notre prévision antérieure de 1,5% : nous restons cependant proches du point médian de la fourchette dans laquelle nos prévisions ont oscillé tout au long de l'année.

Notre scénario a toujours été calé sur le calendrier prévisible des décisions économiques de l'administration Trump, beaucoup plus radicale que la plupart des administrations précédentes. De plus, ces changements de politique, du commerce à l'immigration, en passant par la politique budgétaire, pour ne citer que quelques-uns des changements emblématiques, s'accompagnent de nombreuses incertitudes.

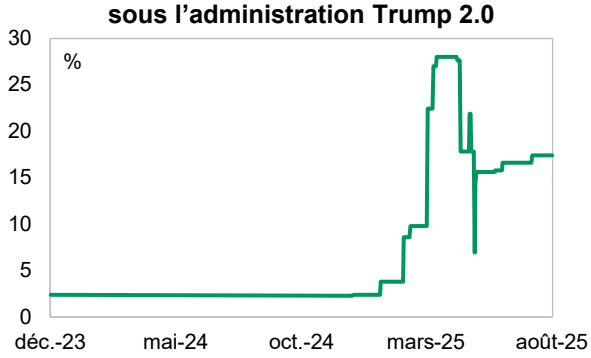
L'enchaînement des changements de politique nous semble déterminant et continue de dicter le *tempo* : ralentissement cette année, puis léger rebond l'année prochaine. Les tournants en termes de politique commerciale et migratoire, nourris par la hausse agressive des droits de douane et la répression aux frontières, vont peser sur la croissance en 2025. En revanche, le soutien budgétaire apporté par le projet de loi « *One Big Beautiful Bill Act* » ainsi que les avancées sur le front de la déréglementation pourraient donner un coup de fouet à la croissance en 2026. La fin de l'incertitude serait également d'un grand secours, même si les contestations en cours devant la justice n'y sont pas favorables.

Dans l'ensemble, l'économie est devenue beaucoup moins sensible aux taux d'intérêt qu'elle ne l'était au cours des dernières décennies.

« Toutes choses politiques égales par ailleurs », les fondamentaux économiques devraient rester sains : un atout pour amortir le choc de la politique commerciale, en particulier. Dans l'ensemble, l'économie est devenue beaucoup moins sensible aux taux d'intérêt qu'elle ne l'était au cours des dernières décennies, de larges pans de l'économie ayant été à même de sécuriser durablement des financements à de faibles taux fixes. Cela offre une certaine protection contre un assouplissement éventuellement lent et modéré (à ce stade) de la part de la Fed.

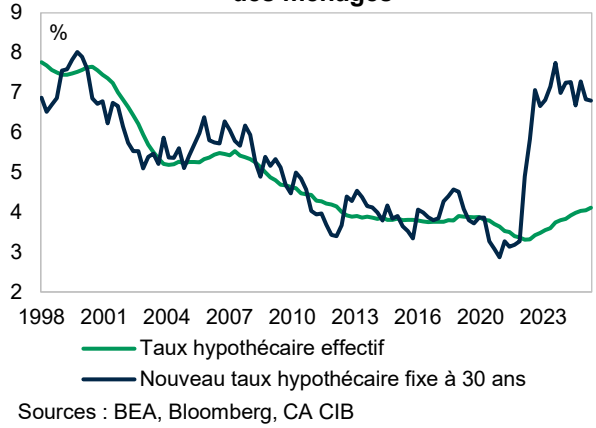
La santé financière, notamment patrimoniale, des ménages demeure très satisfaisante, avec une valeur nette globale en hausse de plus de 50 000 milliards de dollars par rapport à la période pré-Covid. Il s'agit certes de chiffres agrégés et tout le monde ne dispose pas d'un « matelas » aussi confortable. Avant les perturbations liées aux changements de politiques, les poches de faiblesse semblaient toutefois plutôt se concentrer dans le

USA : le taux effectif moyen des droits de douane augmente nettement sous l'administration Trump 2.0



Sources : USITC, Yale Budget Lab, CA CIB

USA : prêts immobiliers à taux fixe des ménages



Sources : BEA, Bloomberg, CA CIB

segment des ménages à faible revenu et des petites entreprises, mais sans être susceptibles d'affecter l'ensemble de l'économie.

Globalement solide en début d'année, le marché du travail est désormais plus fragile. Le ralentissement a été particulièrement marqué dans les chiffres de l'emploi hors secteur agricole, avec des révisions à la baisse massives et des indicateurs récemment en demi-teinte qui ont fait reculer la moyenne mobile sur trois mois sous les 30 000 en août.

Ce ralentissement est probablement dû, au moins partiellement, à la politique migratoire, sachant qu'avec une immigration nette, sans doute nulle ou presque, le rythme des créations d'emplois a fortement ralenti et pourrait être inférieur à 50 000 à ce stade. D'où, certainement, l'absence de progression significative du taux de chômage qui augmente légèrement à 4,3% à peine.

Cependant, si les embauches restent faibles, il en va de même des licenciements. Notre scénario table sur un nouveau ralentissement qui devrait porter le taux de chômage à un pic d'environ 4,5% d'ici la fin de l'année : dans l'ensemble, il ne s'agit donc que d'un léger essoufflement. Force est cependant d'admettre que le ralentissement des embauches signale des risques baissiers plus importants : le marché du travail devient plus vulnérable aux éventuels chocs car les embauches risquent de se révéler insuffisantes pour compenser une reprise des licenciements susceptibles de se concrétiser.

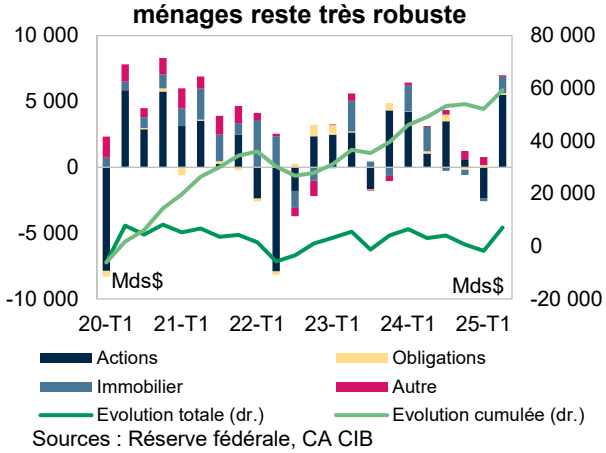
Malgré le ralentissement attendu de la croissance cette année, la panoplie de mesures politiques nous semble encourager l'inflation et conforte l'idée d'une réaccélération de l'inflation au cours des mois à venir. Nous avons revu nos prévisions d'inflation (IPC) sur un an en raison des droits de douane qui, à leur point d'impact maximal, ajouteraient près de 80 points de base (pdb). L'impact serait largement temporaire.

Plus précisément, l'inflation globale et l'inflation sous-jacente devraient atteindre près de 3,2% fin 2025, les effets des droits de douane se matérialisant assez lentement au second semestre 2025. Elles devraient ensuite se maintenir dans une fourchette basse de 3% jusqu'au premier semestre 2026, avant de reculer progressivement au second semestre 2026. Ce recul porterait néanmoins l'indice global à 2,7% et l'indice sous-jacent à près de 2,9% d'ici la fin de 2026 : l'inflation excéderait sensiblement l'objectif de 2% jusqu'à la fin de notre horizon prévisionnel.

Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	1,7%	2,0%
Inflation	2,8%	2,9%

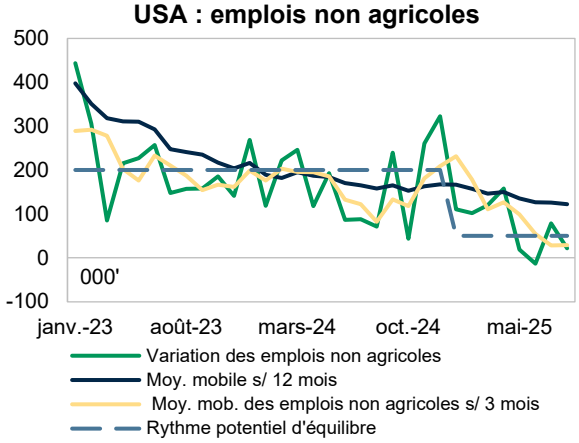
Nicholas VAN NESS

USA : la santé financière des ménages reste très robuste



Sources : Réserve fédérale, CA CIB

USA : emplois non agricoles



Sources : BLS, Bloomberg, CA CIB

ZONE EURO : UN STRESS DE RÉSILIENCE

Malgré la frilosité de la consommation et un environnement extérieur plus défavorable, la reprise de la zone euro se poursuit. L'investissement serait le moteur de l'accélération de la croissance, porté par les fonds européens, les dépenses en défense et la dépense publique allemande.

La demande intérieure retrouve sa croissance tendancielle

Après une croissance soutenue du PIB au premier trimestre 2025 (+0,6%sur le trimestre), alimentée par un rebond des exportations en prévision des hausses de droits de douane, **un revers est survenu au deuxième trimestre ; la croissance est néanmoins restée légèrement positive** (+0,1%) et **supérieure à nos prévisions de juin** (-0,3%). En écho à leur forte hausse au premier trimestre (notamment pour les produits pharmaceutiques irlandais), nous anticipions une baisse plus marquée des exportations vers les États-Unis. La correction du deuxième trimestre a bel et bien eu lieu : si cette correction n'est que partielle, elle réduit le risque d'un ajustement brutal au troisième trimestre. Portée par la révision à la hausse de la croissance au quatrième trimestre 2024 et un premier trimestre 2025 dynamique, la croissance du PIB au deuxième trimestre, modeste mais positive, permet d'engranger un acquis de 1,2% pour la croissance moyenne de l'année 2025. Cet acquis est plus élevé que celui de notre dernière prévision de juin (0,8%) et justifie la révision à la hausse de la croissance de la zone euro prévue pour 2025. **Notre scénario table désormais sur une croissance du PIB de 1,3% en 2025 et 2026.**

Hors perturbations liées aux données irlandaises sur l'investissement en propriété intellectuelle, **au deuxième trimestre, la croissance de la demande intérieure s'est affaiblie**, tout en se maintenant sur un rythme légèrement supérieur à sa tendance de long terme. En intégrant les données irlandaises, la demande intérieure s'est repliée.

La consommation des ménages a continué de croître à un rythme modeste (+0,1%, au même rythme qu'au T1), **tandis que la consommation publique était en accélération** (+0,5%, après +0,1%).

L'investissement résiste à l'incertitude

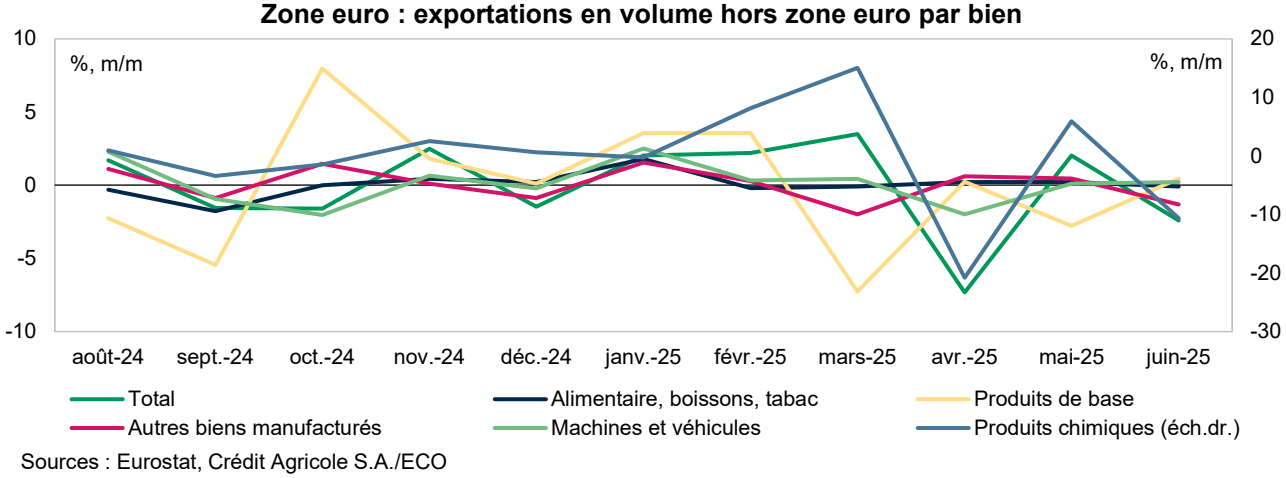
L'investissement a connu une baisse significative (-1,8%) au deuxième trimestre, mais cette diminution s'explique principalement par la chute importante des investissements en Irlande (-37%), qui a amputé la croissance de l'investissement dans la zone euro de 2,1 points de pourcentage (pp). Ce repli est lié à l'ajustement à la baisse (-55,6%) de l'investissement en droits de la propriété intellectuelle après sa forte remontée au premier trimestre (+128,7%). En éliminant cet « effet irlandais », la formation brute de capital fixe (FBCF) a augmenté de 0,3% dans la zone euro.

L'accélération de la demande intérieure soutiendrait l'activité dans un contexte de faiblesse de la demande étrangère.

Si l'investissement en logement a reculé au deuxième trimestre (-0,1%), sa baisse tend néanmoins à ralentir depuis un an ; *a contrario*, l'accumulation de capital dans le bâtiment affiche une croissance sur un an toujours positive, mais en voie d'affaiblissement.

La formation brute de capital fixe en machines et équipements s'est, en revanche, vigoureusement redressée (+1,5% sur le trimestre) sous l'effet d'une croissance rapide en Italie (2%) et en Espagne (2,8%), tandis qu'elle a baissé en France (-0,2%) et augmenté plus faiblement en Allemagne (+0,2%). Quant à **l'investissement en biens de transport**, après la forte remontée du premier trimestre, il **a reculé dans la zone euro** (-1,4%) lesté par un repli puissant en Allemagne (-7,2%).

Zone euro : exportations en volume hors zone euro par bien



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

Beaucoup de bruit autour de la demande étrangère

Au deuxième trimestre, **la contribution de la demande étrangère a été très légèrement négative** (-0,2 point de pourcentage), résultat d'une baisse des exportations (-0,5%) et d'une stabilité des importations. Ces évolutions ne corrigent que partiellement la forte remontée, à la fois, des exportations et des importations (+2,2%), enregistrée au premier trimestre. En excluant « l'effet irlandais »[2], le contrecoup subi par les exportations est plus limité, avec une stabilité des flux, mais la remontée des importations est plus marquée (1%). Hors Irlande, la contribution de la demande étrangère à la croissance du PIB de la zone aurait été plus négative.

Ces mouvements sur les importations se reflètent aussi dans une forte contribution positive des variations de stocks (0,5%), sans laquelle la croissance du trimestre aurait été négative, en ligne ainsi avec notre prévision de juin (-0,3%). Ce soutien du stockage à la croissance intervient après deux trimestres consécutifs de contribution négative.

La soutenabilité de la reprise industrielle estivale reste à prouver

Le contrecoup de la hausse des droits de douane s'annonce moins violent qu'initialement prévu, même si une partie doit probablement encore se déployer au cours du troisième trimestre. En effet, après l'anticipation des ventes irlandaises de produits pharmaceutiques aux États-Unis au cours du premier trimestre, la correction au deuxième trimestre a bien eu lieu et réduit le risque d'un ajustement violent au troisième trimestre. Cette dynamique a été commune aux grandes économies de la zone euro où de fortes hausses des volumes d'exportations vers l'extérieur de l'Union européenne ont été enregistrées, surtout en mars, avec des ajustements abrupts dès les mois d'avril et mai.

Des signaux positifs nous sont relayés par les indicateurs publiés au cours de l'été. L'activité manufacturière a poursuivi sa croissance au troisième trimestre, la production industrielle étant restée soutenue jusqu'en juillet et l'indice PMI de la production manufacturière étant supérieur à 50 pour le septième mois consécutif en septembre. La soutenabilité de cette amorce de reprise industrielle reste cruciale pour les perspectives à court terme, dans un contexte de ralentissement de la dynamique dans les services privés.

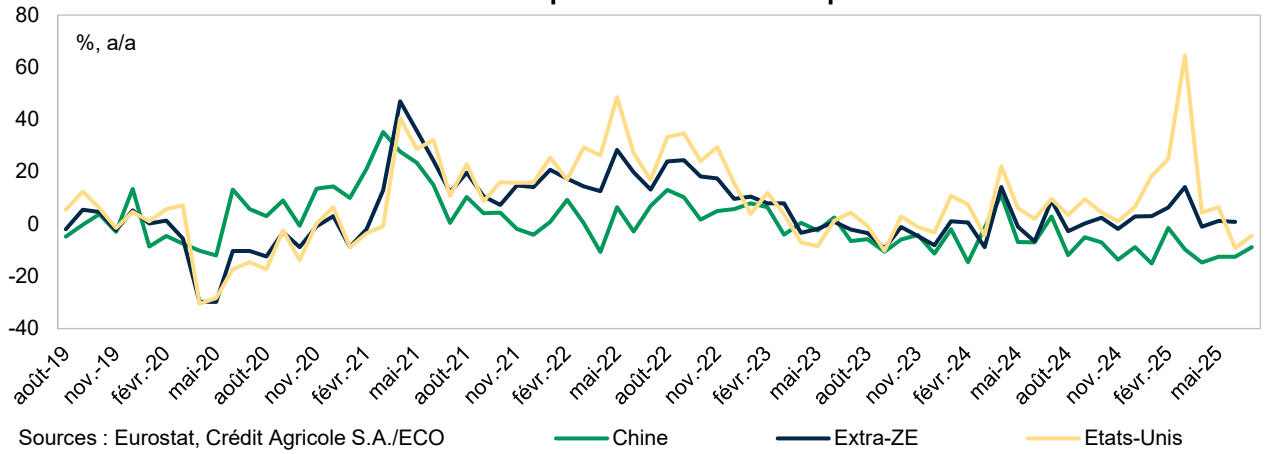
Le coût de Turnberry et le long terme

Si l'on peut supposer que le contrecoup des ventes anticipées à l'étranger a en grande partie déjà eu lieu et n'affecte plus que marginalement notre prévision à court terme, à moyen terme, **c'est l'impact de l'accord commercial de Turnberry, conclu cet été entre l'UE et les États-Unis, qui va se déployer.** L'impact serait légèrement négatif et abaisserait notre prévision de juin de 0,1 pp en 2026.

Un scénario porté par l'investissement

La hausse de la demande intérieure pourrait soutenir l'activité manufacturière dans un contexte de baisse des exportations. La fin du déstockage *post*-pandémique, les besoins d'investissement liés à l'électrification, la transition écologique et les dépenses de défense justifient une accélération de l'investissement (+2,2% en 2025 et +1,9% en 2026) et une croissance du PIB qui se maintient au rythme potentiel à l'horizon de notre prévision. Avec un peu plus d'information sur les plans des États, nous anticipons une contribution positive de 0,1 pp des dépenses additionnelles de défense à la croissance de la zone euro en 2026.

Zone euro : exportations en volume par destination



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

[2] Le commerce extérieur irlandais en volume a été encore plus volatil qu'à l'accoutumée. Au premier trimestre, en glissement annuel, les exportations et les importations ont crû de, respectivement, 19,1% et 16,5%. En revanche, au deuxième trimestre, les exportations n'ont progressé que de 3,1% alors que les importations se repliaient de 0,6%.

Frilosité de la consommation et test de résilience pour le marché du travail

L'emploi a progressé au rythme de 0,9% sur un an au deuxième trimestre, moins rapidement que le PIB (+1,5% sur un an). Les créations d'emplois ont été très dynamiques en Espagne et en France (respectivement au rythme de 2,4% et 1,5% sur un an), moins vigoureuses en Italie (+0,8%) et nulles en Allemagne**. Le taux de chômage s'est stabilisé à 6,4% de la population active dans la zone euro, mais il est reparti à la baisse au mois de juillet.** Si le taux de chômage a poursuivi sa baisse au deuxième trimestre en Espagne (s'établissant à 10,5%), il a, en revanche, augmenté en Allemagne, en France et en Italie où il se situe respectivement à 3,7%, 7,5% et 6,7%.

Les premières frictions sont donc visibles sur le marché du travail dans la zone euro, notamment en Allemagne et en Italie, en raison de la faiblesse de la croissance. Cependant, le processus de réduction des capacités excédentaires se poursuit avec une baisse du halo autour du chômage, même si on assiste à un rebond de l'emploi à temps partiel subi.

L'affaiblissement de la dynamique de l'emploi pèse sur la confiance des ménages et justifie notre scénario de croissance modérée de la consommation privée (+1,2% en 2025 et +1,1% en 2026). Cette prudence se justifie par des gains de pouvoir d'achat de plus en plus faibles et concentrés sur les plus hauts revenus ainsi que par un taux d'épargne stable et toujours élevé.

Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	1,3%	1,3%
Inflation	2,2%	1,8%

Paola MONPERRUS-VERONI

ROYAUME-UNI : NOUVELLE AUSTÉRITÉ BUDGÉTAIRE EN PERSPECTIVE

De bonnes surprises

Après une très forte hausse au premier trimestre 2025 (+0,7% en variation trimestrielle), la croissance du PIB réel a de nouveau dépassé les anticipations au deuxième trimestre 2025, progressant de 0,3% en variation trimestrielle (contre +0,1% anticipé). À première vue, le Royaume-Uni a été le pays le plus performant du G7 au premier semestre 2025. Toutefois, dans le détail, les chiffres sont moins réjouissants, le gouvernement (consommation publique et investissement) étant le principal moteur de la croissance, tandis que la consommation des ménages ralentit fortement au deuxième trimestre (+0,1% en variation trimestrielle) et que l'investissement des entreprises se contracte (-1,1%).

Pour le troisième trimestre, notre scénario table sur une hausse du PIB de 0,3%, identique donc à celle du trimestre précédent. L'activité est restée stable en juillet, après avoir crû de 0,4% en variation mensuelle en juin, ce qui laisse un acquis légèrement positif pour le trimestre. La croissance est tirée par le secteur des services, tandis que la production industrielle se contracte. Toutefois, les exportations ont rebondi en juillet après l'entrée en vigueur de l'accord commercial avec les États-Unis le 30 juin, les exportations de biens vers les États-Unis s'inscrivant en hausse de 20% sur un mois, tout en restant inférieures à leur niveau d'avant la hausse des -tarifs douaniers. Par ailleurs, le climat des affaires et le moral des consommateurs se redressent sur l'ensemble du troisième trimestre, grâce à la diminution de l'incertitude liée aux droits de douane.

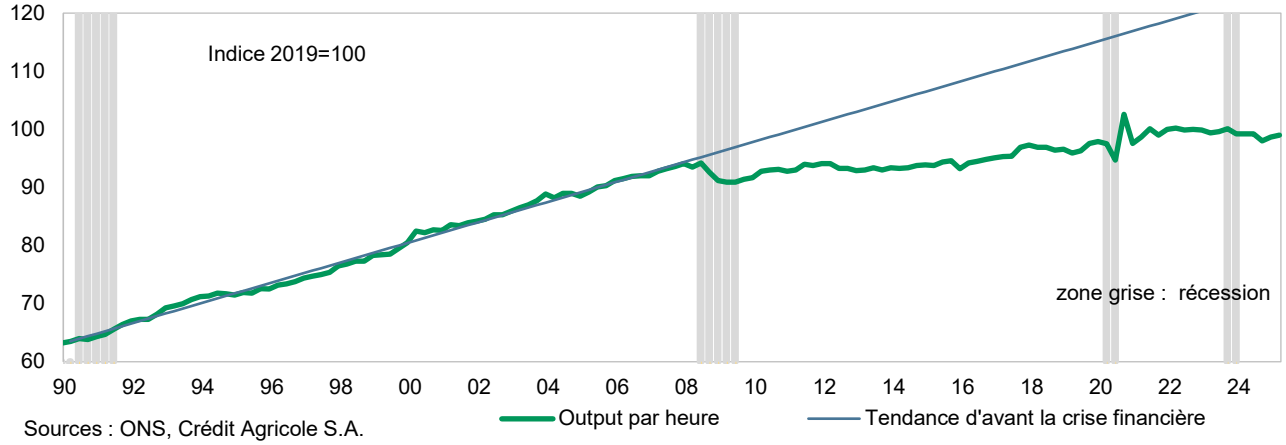
L'horizon s'assombrit

La fin d'année pourrait néanmoins se révéler moins dynamique (0,1% en variation trimestrielle au T4 2025), **compte tenu d'un contexte domestique plus difficile**. En effet, les politiques monétaire et budgétaire seront plus restrictives que prévu il y a trois mois. En raison d'une inflation persistante, la BoE devrait mettre son assouplissement monétaire sur pause jusqu'en 2026, en maintenant son taux directeur à 4% jusqu'à la fin de l'année, tout en poursuivant son resserrement quantitatif à un rythme légèrement inférieur. **Le gouvernement devrait annoncer de nouvelles hausses d'impôts lors de son budget d'automne (cf. *infra*), au risque de saper à nouveau la confiance fragile des entreprises et des consommateurs.**

Les fondamentaux de la consommation des ménages sont donc plus dégradés en perspective. La croissance du revenu disponible réel devrait fortement ralentir, en raison de la hausse prévue des impôts, de la modération de la croissance des salaires et d'une inflation toujours supérieure à l'objectif. La détente du marché du travail devrait se poursuivre, le taux de chômage devant grimper à 4,9%, sous l'effet de la hausse de l'offre de main-d'œuvre et de la baisse de la demande. **Les ménages devront donc puiser de plus en plus dans leur épargne accumulée ou diminuer leur taux d'épargne pour maintenir leurs dépenses.** Nous anticipons une croissance positive, quoique faible, de la consommation des ménages, soutenue par une baisse du taux d'épargne par rapport à des niveaux très élevés. **L'investissement des entreprises devrait également rester faible**, compte tenu de l'incertitude mondiale, de la faible rentabilité des entreprises et d'une politique monétaire restrictive.

Les exportations nettes resteront de loin le principal frein à la croissance, le Royaume-Uni étant désormais confronté à des droits de douane américains moyens de 9%, contre 1% avant l'élection de Donald Trump 2.0. Même si ces droits sont nettement inférieurs aux droits de douane moyens américains infligés au reste du monde (16%), ils impliquent une détérioration de la compétitivité des exportations britanniques par rapport aux biens produits aux États-Unis ou par rapport aux importations en provenance de pays soumis à des droits de douane moins élevés (Mexique, Canada). Le ralentissement en cours de l'économie américaine et l'affaiblissement de la demande mondiale ne feront qu'amplifier l'effet négatif des droits de douane sur le volume total des exportations britanniques.

Royaume-Uni : la faiblesse de la productivité est un problème majeur



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

Nos prévisions de croissance restent donc entourées de risques baissiers, en raison de l'environnement commercial mondial toujours incertain et des perspectives budgétaires nationales difficiles.

Le ralentissement en cours de l'économie américaine et l'affaiblissement de la demande mondiale ne feront qu'amplifier l'effet négatif des droits de douane sur le volume total des exportations britanniques.

Un nouveau budget douloureux à l'automne, plus risqué pour le marché des Gilts

La chancelière de l'Échiquier, Rachel Reeves, présentera le budget de l'automne le 26 novembre prochain. **Le gouvernement doit composer avec la dégradation des perspectives budgétaires par rapport à la déclaration du printemps.** Les recettes du secteur public sont plus faibles que prévu. L'inflation a surpris à la hausse et les taux des Gilts ont grimpé, alourdissant le service de la dette. Le gouvernement a dû faire machine arrière sur son projet de réduction des aides sociales aux personnes handicapées et des subventions hivernales pour les combustibles, lesquelles coûtent environ 5 milliards de livres sterling par an. En outre, l'*Office for Budget Responsability* (OBR) devrait revoir à la baisse ses prévisions de croissance à moyen terme, pour tenir compte des droits de douane américains annoncés après la déclaration du printemps.

En mars dernier, l'OBR estimait que la règle budgétaire (à savoir combler le déficit budgétaire courant d'ici 2029/2030) serait satisfaite en estimant la marge d'erreur à 9,9 milliards de livres sterling. Cette marge a déjà disparu et le Royaume-Uni s'est, de plus, engagé au sein de l'OTAN à augmenter ses dépenses militaires à 5% du PIB d'ici 2035. Enfin, si l'OBR revoit à la baisse ses prévisions optimistes de croissance de la productivité, le déficit budgétaire pourrait encore s'aggraver.

Dans ce contexte, la chancelière devrait annoncer une série de hausses d'impôts de 20 à 40 milliards de livres sterling (soit 0,7 à 1,4% du PIB), afin de restaurer ou – idéalement – d'accroître la marge de manœuvre budgétaire par rapport à sa règle de retour à l'équilibre des finances publiques.

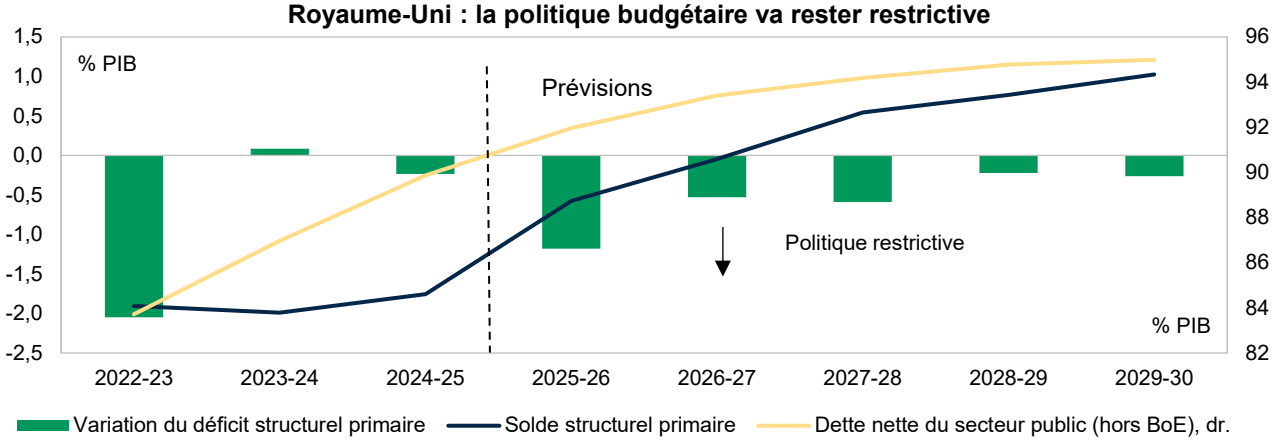
Le gouvernement dispose de peu de leviers sachant qu'il s'est engagé à ne pas augmenter l'impôt sur le revenu, les cotisations d'assurance maladie des employés, la TVA et l'impôt sur les sociétés, soit 75% de l'assiette fiscale. Une solution serait de proroger le gel du barème de l'impôt sur le revenu au-delà de l'exercice 2028. Il pourrait également modifier diverses taxes (sur l'alcool, le tabac, les jeux d'argent) et relever la fiscalité sur l'immobilier et les banques.

Le gouvernement pourrait également renoncer à son engagement de ne pas augmenter la pression fiscale. Compte tenu du contexte politique défavorable, Rachel Reeves pourrait, en outre, réviser sa stratégie et renoncer à la rigueur budgétaire en autorisant une augmentation du recours à la dette publique. Toutefois, cette stratégie est très risquée, car susceptible de déstabiliser de nouveau le marché des *Gilts*.

Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	1,5%	1,1%
Inflation	3,4%	2,5%

Slavena NAZAROVA

Royaume-Uni : la politique budgétaire va rester restrictive



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

JAPON : UNE SEULE ISSUE, UNE REPRISE ROBUSTE DE LA DEMANDE INTÉRIEURE

La faiblesse du yen, une aubaine pour atténuer l'impact des droits de douane de Trump

Après la constitution massive de stocks chez les producteurs et les exportateurs en prévision des droits de douane de Trump, un contrecoup est à craindre à partir du troisième trimestre. Les entreprises ont répondu en baissant significativement leurs prix à l'exportation. Pour autant, le volume des exportations devrait reculer avec la hausse des prix à venir. Si les précommandes de PC se poursuivent, compte tenu de l'incertitude accrue engendrée par les droits de douane de Donald Trump et des risques de ralentissement de l'économie mondiale, **les craintes de voir les bénéfices des entreprises s'orienter à la baisse pourraient peser sur les investissements en capital**. En réponse à la ruée sur les achats avant l'entrée en vigueur des amendements du *Building Standards Act* et de l'*Energy Conservation Act* au mois d'avril, les mises en chantier de logements ont été en chute libre. **La croissance du PIB réel du troisième trimestre devrait passer en territoire négatif.**

À moins de relancer la demande intérieure, tous les efforts visant à réduire l'excédent commercial avec les États-Unis seront vains.

Jusqu'alors problématique, la faiblesse du yen s'est transformée en véritable atout, en contribuant à atténuer les effets des droits de douane imposés par Donald Trump. Afin de faire face à ces nouveaux droits de douane, le gouvernement, en collaboration avec la Banque du Japon (BoJ), va probablement chercher à réduire la dépendance vis-à-vis de la demande extérieure et relancer la demande intérieure. Le même revirement s'était produit durant l'épisode ayant mis fin à l'appréciation excessive du yen consécutive aux accords du Plaza en 1985. **À moins de relancer la demande intérieure, tous les efforts visant à réduire l'excédent commercial avec les États-Unis seront vains, faisant toujours planer la menace d'une nouvelle hausse des droits de douane américains ou d'un second accord du Plaza avec, à la clé, une forte appréciation du yen**. Les discussions devraient porter sur une nouvelle forme de discipline budgétaire qui permettrait d'accroître la demande intérieure, grâce à la politique budgétaire et à l'augmentation des dépenses de défense.

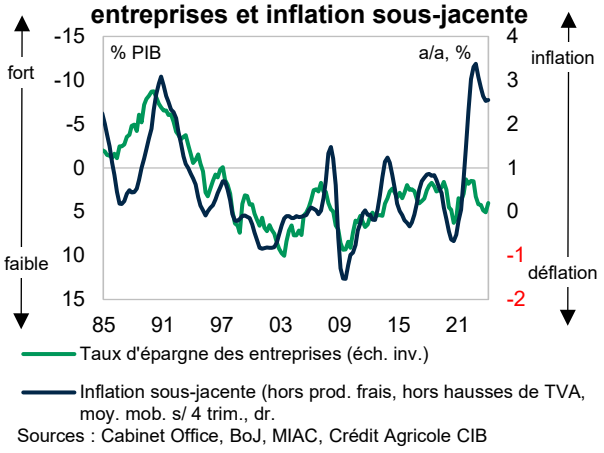
Une transition attendue vers une politique budgétaire agressive

Quels que soient les résultats des élections présidentielles du PLD, la politique actuelle, qui a pour priorité de consolider le budget, **devrait laisser place à une politique budgétaire agressive.** Outre les mesures économiques de grande ampleur attendues lors de la session extraordinaire de la Diète à l'automne prochain, le budget de l'État pour l'exercice 2026 devrait être plus expansionniste, avec notamment des baisses d'impôt et une augmentation des investissements publics. Seule différence : si le prochain Premier ministre est partisan d'une politique budgétaire agressive, il devra vraisemblablement l'accompagner d'une politique économique de soutien « tous azimuts ». Cela devrait encore retarder toute nouvelle hausse des taux directeurs de la BoJ. Un resserrement monétaire supposerait que l'économie mondiale ne s'effondre pas, que les mesures économiques portent leurs fruits et que le PIB réel renoue avec une trajectoire de croissance positive à partir du quatrième trimestre. **La prochaine hausse des taux devrait intervenir au plus tôt en janvier 2026.**

Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	1,0%	0,6%
Inflation (hors alimentation & énergie)	2,9%	1,6%

Par ailleurs, sous l'effet de l'augmentation des investissements publics et privés, le taux d'investissement en capital (hors immobilier) franchirait la barre des 17%. Le taux d'épargne des entreprises retomberait en territoire négatif, contribuant ainsi à alléger les pressions déflationnistes structurelles et permettant à l'économie japonaise d'espérer s'extirper de son marasme persistant.

Japon : taux d'épargne des entreprises et inflation sous-jacente



Sources : Cabinet Office, BoJ, MIAC, Crédit Agricole CIB

Takuji AIDA – Ken MATSUMOTO

PAYS ÉMERGENTS
Résilience et vigilance

Panorama – Résilience et vigilance

Chine – Défis et avancées

Brésil – Enfin disposé à ralentir

Russie – La marge de manœuvre se réduit

Inde – L'or noir de la discorde

Résilience et vigilance

Résilience et vigilance : c'est ce que nous révèle la photographie des émergents. Résilience grâce au socle d'emplois, à la désinflation et à la solidité bancaire. Vigilance face à trois menaces : la « normalisation » commerciale quand les effets d'anticipation des tarifs s'éteindront, l'érosion tendancielle de la croissance comparée aux décennies passées et la trajectoire chinoise. Dans ce contexte, la stratégie des pays émergents pour s'adapter aux tarifs sera cruciale.

Avec 3,9% de croissance prévue en 2025 et 2026, les pays émergents, observés en bloc, semblent résilients. Leur trajectoire de croissance est toujours supérieure à celle des pays avancés et cette dynamique reste portée par l'Asie. Au regard de l'énorme bouleversement que sont les tarifs américains, la bonne performance de 2025 interpelle.

Plusieurs facteurs ont amorti le choc. Tout d'abord, le calendrier étalé des négociations bilatérales. Paradoxalement, cela a même eu un effet positif au premier trimestre, avec une accélération des livraisons : un *frontloading* qui a soutenu les comptes externes de pays comme le Mexique, par exemple. Les exportations vietnamiennes vers les États-Unis ont aussi bondi de 26% sur huit mois. Par ailleurs, les exceptions tarifaires représenteraient tout de même, selon Standard & Poor's, un tiers des exportations des pays émergents vers les États-Unis. Enfin, dans les deux grands pays ciblés par des taux prohibitifs pour des raisons politiques – Brésil et Inde – la part des échanges rapportée au PIB reste faible. L'impact des tarifs risque d'être sensible sectoriellement (textile indien) sans franchement handicaper le taux de croissance global.

Résilience des marchés du travail et désinflation

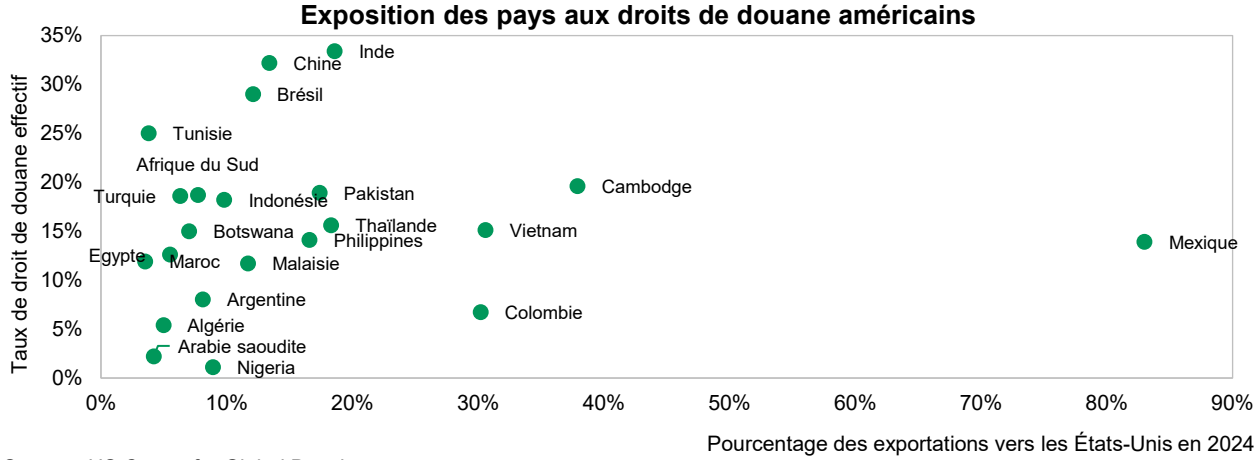
À ces amortisseurs, s'ajoutent des facteurs de résilience propres aux émergents, en particulier **un marché du travail solide, avec un taux de chômage global qui se situe autour de 5%, selon l'OIT**. Le Mexique affiche même un taux record à la baisse de 2,7% en juin ; le Brésil est à un plus bas historique de 5,8% et la Pologne est à 5,4%. Ce quasi plein emploi, couplé à la désinflation (l'Asie émergente devrait afficher 2% d'inflation en 2025, selon la Banque asiatique de développement), porte le pouvoir d'achat dans de nombreux pays. En Amérique latine, les salaires réels ont, en outre, bénéficié des programmes de soutien à la consommation menés par des gouvernements de gauche. Le Chili est la seule exception régionale, où le chômage est plus élevé qu'avant la pandémie.

En Asie hors Chine, la désinflation bénéficie de l'appréciation des devises face au dollar mais aussi de la stabilité, voire de la baisse de certaines matières premières, notamment énergétiques. Dans deux pays, la Thaïlande et l'Indonésie, elle s'explique également par une faiblesse de la demande intérieure. Sous réserve de ne pas être contrariées par la politique de la Fed, de nombreuses banques centrales ont donc encore de la marge pour baisser leurs taux. Quelques exceptions, cependant et, en Amérique latine, comme il se doit : le Brésil mais aussi la Colombie, où l'inflation reste assez élevée, avec des taux réels parmi les plus élevés au monde.

Au regard de l'énorme bouleversement que sont les tarifs américains, la bonne performance des émergents en 2025 interpelle.

La Hongrie et la Roumanie continuent aussi de faire face à une inflation forte et mènent des politiques monétaires restrictives – bien qu'en Hongrie, la situation pré-électorale pourrait inciter à de nouvelles mesures de soutien du pouvoir d'achat. L'Europe centrale est surtout en attente des effets du plan de relance allemand, qui tarde à se matérialiser, mais qui pourrait irriguer certaines chaînes de valeur,

Exposition des pays aux droits de douane américains



Source : US Center for Global Development

en particulier dans les secteurs ferroviaires et électriques.

Dans les pays du Golfe, l'impact d'un pétrole plus bas reste une variable-clé pour la croissance mais il n'est pas uniforme : Bahreïn est très vulnérable, les Émirats, le Qatar et le Koweït y sont moins sensibles. Quant à l'Arabie saoudite, elle compense une partie de l'effet prix par un effet volume. Surtout, elle a de la marge de manœuvre budgétaire pour faire face à une période de prix plus bas. La dynamique de croissance n'est pas menacée à court terme, car le stock de projets en cours la soutiendra encore sur deux ou trois ans.

Enfin, le diagnostic sur les pays émergents est également rassurant côté financier : selon Standard & Poor's, près de 85% des perspectives de notation des banques émergentes sont stables. Cela limite les risques systémiques à l'heure où les dettes publiques augmentent. Au total, les investisseurs continuent donc de percevoir l'univers émergent comme un bloc résilient à court terme ; il ne faudrait pas qu'ils mésestiment (ou oublient) que ces pays seraient les premiers fragilisés en cas de choc de marché.

Vigilance à plus long terme

Le tableau est moins solide à long terme : la croissance des émergents s'érode progressivement et le risque augmente, à bas bruit, sur les économies les plus fragiles, en particulier celles qui couplent dette élevée et déficit externe. Surtout, l'Organisation mondiale du commerce prévoit que le commerce global ralentira à 1,8% en 2026, contre 2,5% en 2025, du fait de la levée progressive des exemptions et du résultat des enquêtes lancées au printemps (section 232) qui visent la pharmacie et les semi-conducteurs. Ces investigations risquent d'aboutir à un recalibrage de droits plus larges, avec un potentiel effet de contagion sectorielle. Un ralentissement du commerce international fragiliserait les niveaux de production industrielle, particulièrement en Asie, entraînant des destructions d'emplois importantes.

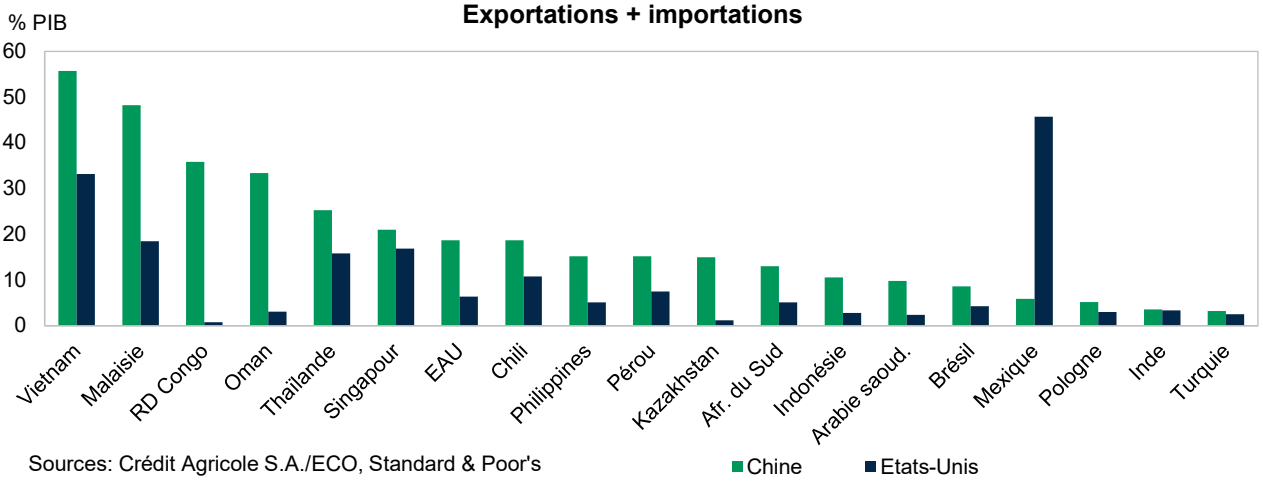
Un panorama auquel s'ajoute **la question chinoise.** L'indice des prix à la consommation, qui était en territoire négatif cet été, alimente la crainte d'une déflation exportée en Asie. Le phénomène « d'involution » déborde de l'économie chinoise : les surcapacités dans l'acier, les véhicules électriques, le solaire ou l'électronique, conduisent à une concurrence par les volumes et les prix : cette dynamique exerce une pression sur les marges de toute la région. Si les pays de l'ASEAN profitent du déplacement de certaines usines (stratégie de Chine + 1), ils subissent aussi l'érosion des prix et la contraction de la demande chinoise. Dans la région, Pékin est à la fois le problème et la solution.

Les fractures sociales de l'été asiatique

Enfin, **les tensions sociales de l'été rappellent qu'un taux de croissance du PIB ne suffit pas à évaluer un pays**. En Indonésie, les travailleurs et les étudiants ont défilé ensemble pour dénoncer des privilèges parlementaires. En Malaisie, c'est le coût de la vie qui a mis des milliers de citoyens dans la rue pour réclamer la démission du Premier ministre. Aux Philippines, la corruption liée aux projets de lutte contre les inondations a déclenché un grand mouvement d'indignation nationale. Toutes ces contestations viennent du cœur urbain, des classes moyennes éduquées, jadis moteur de la stabilité. Mais aujourd'hui, les salaires réels stagnent, le coût du logement et de l'énergie augmente et les perspectives d'ascension sociale se brouillent.

L'écart s'agrandit donc entre la solidité macro-économique et le sentiment d'injustice sociale, nourri par les privilèges des élites, la corruption et l'érosion du pouvoir d'achat. L'économie tient, mais le contrat social se fissure. Ce qui nourrit la tension n'est pas l'inflation officielle mais le prix « visible », celui de l'essence à la pompe, le ticket de transport, le kilo de riz : ces produits symboles agissent comme des thermomètres politiques. Enfin, la génération Z, hyperconnectée, radicalise le phénomène. En Indonésie comme en Malaisie, les *hashtags* viraux ont fédéré des mobilisations en quelques jours. Aux Philippines, la colère se propage *via* Tik Tok.

Exportations + importations



Sources: Crédit Agricole S.A./ECO, Standard & Poor's

Les stratégies d'adaptation ? Négocier, diversifier, contourner

Dans ce contexte de plus en plus fragile, la capacité d'adaptation aux tarifs douaniers – politiques industrielles ciblées, montée en gamme des chaînes de valeur ou diversification des débouchés – **va devenir un critère déterminant.** En réalité, le choc Trump n'est pas tant celui d'une contraction rapide du PIB, que celui d'une recomposition progressive des flux, des chaînes de valeur et d'une montée des coûts de conformité sur les règles d'origine.

L'Asie est la zone où les modèles de croissance, plus ouverts, sont en première ligne des tarifs. Pour l'instant, la différence entre les taux des droits de douane entre pays reste suffisamment faible (entre 15 et 20% globalement, hors Inde) pour ne pas provoquer de nouveaux arbitrages par les investisseurs. Les secteurs les plus à risque sont ceux dont l'élasticité prix est la plus forte, comme le textile ou la petite électronique, plus aisément délocalisables. La menace est donc claire pour les pays les moins avancés : rester coincés dans une chaîne à faible valeur ajoutée, vulnérables à la concurrence et aux prix compressés.

Plus généralement, la logique de « *deal* » consiste à céder sur des ouvertures de marché pour préserver des filières vitales, ainsi qu'à promettre des achats et des investissements sur le sol américain. C'est la stratégie de la Corée du Sud, qui cherche à diminuer les droits sur l'automobile. Le Vietnam, menacé par les droits à 40% sur les transbordements, va devoir démontrer sa capacité à s'extraire de sa dépendance aux intrants chinois. La Malaisie, qui a attiré des investissements directs records au premier semestre, veut rester un pôle d'attraction des stratégies de « Chine +1 ». Quant aux exportations de produits sensibles de l'Indonésie, elles seront taxées à 19% au lieu de 32%, en échange d'une ouverture du marché domestique aux entreprises américaines.

Si tous ces accords n'effacent pas la pression américaine, ils offrent un répit vital, dont il faut espérer qu'il sera rapidement mis à profit pour diversifier les économies et réduire les dépendances. En Amérique latine, le Brésil accélère ses investissements dans la souveraineté numérique et les filières vertes *via* son plan « *Nova Industria Brasil* ». D'autres misent sur l'infrastructure. Les pays du Golfe multiplient les projets en Afrique : 2,5 milliards de dollars en 2025 par DP World. Le Kazakhstan et l'Ouzbékistan accélèrent les projets ferroviaires avec la Chine, tandis que l'Azerbaïdjan développe le port d'Alat pour capter le fret du *Middle Corridor*, qui relie la Chine à l'Europe.

Désormais, la différence entre gagnants et perdants se jouera sur la capacité d'adaptation des pays et leur stabilité institutionnelle. Dans une mondialisation plus politisée et plus fragmentée, le talent n'est plus de produire à bas coût, mais de négocier vite, de diversifier ses partenaires et de bâtir des amortisseurs financiers et logistiques.

Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	4,0%	3,9%
Inflation	4,4%	3,6%

Tania SOLLOGOUB

CHINE : DÉFIS ET AVANCÉES

Légère décélération de la croissance due aux droits de douane

Nous prévoyons un nouveau ralentissement de la croissance en Chine au quatrième trimestre 2025 et en 2026, en raison de la faiblesse persistante de la demande intérieure, de la hausse des droits de douane américains, de la normalisation des exportations et des subventions budgétaires antérieures. La résilience de la demande mondiale, la diversification des exportations chinoises et la poursuite d'un *policy-mix* souple et ciblé devraient cependant contribuer à amortir le ralentissement de la croissance chinoise.

Nous prévoyons un ralentissement de la croissance du PIB réel, qui passerait de 5,0% en 2024 à 4,8% en 2025 et 4,4% en 2026. La croissance du PIB nominal devrait légèrement reculer, passant de 4,2% en 2024 à 3,9% en 2025, avant de rebondir à 4,6% en 2026.

Légère reflation grâce à un assouplissement ciblé et à la lutte contre l'involution

Les pressions déflationnistes se prolongent en Chine, en raison de la faiblesse persistante de la demande des consommateurs, de la correction prolongée du marché immobilier et de la surcapacité dans divers secteurs. Ce phénomène, nommé « involution », est maintenant officiellement « dénoncé » par les autorités, qui souhaitent freiner la concurrence excessive *via* les prix et s'attaquer aux surcapacités. La « campagne anti-involution » a eu pour premier impact de réduire la déflation des prix à la production, sans effet de relance majeure de la demande. Nous prévoyons une intensification des mesures politiques dans les mois à venir. Toutefois, comme l'accent a été mis sur des mesures axées sur le marché et des réformes structurelles, il faudra du temps avant que leur impact positif global sur l'inflation se fasse sentir, tandis qu'elles pourraient avoir un effet négatif à court terme sur l'investissement, l'offre de crédit et, dans une moindre mesure, la production industrielle.

L'inflation devrait rester quasi-inexistante à 0,1% en 2025, puis remonter légèrement à 0,6% en 2026, grâce à un soutien modéré à la demande, tandis que la déflation des prix à la production devrait se réduire progressivement pour passer de -2,6% en 2025 à -0,4% en 2026. Le déflateur du PIB pourrait enfin redevenir positif à la mi-2026, pour s'établir en moyenne à 0,2%, contre -0,9% en 2025.

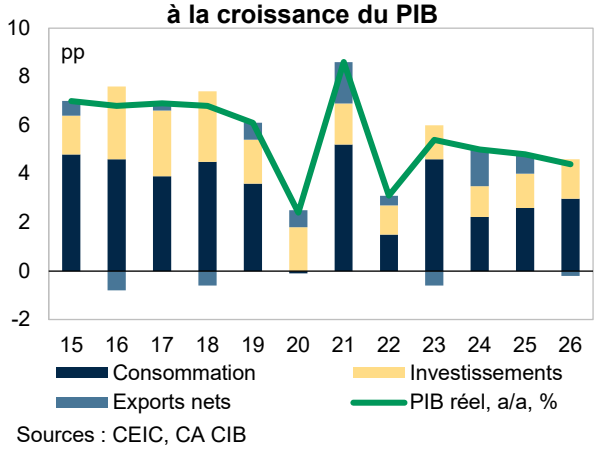
Incertitude tarifaire après l'expiration de la trêve commerciale

La date limite de la trêve commerciale entre les États-Unis et la Chine a été reportée au 10 novembre, les droits de douane américains moyens sur la Chine s'élevant actuellement à environ 41% (avec 30 points de pourcentage supplémentaires en 2025). Les États-Unis et la Chine ont récemment intensifié leurs discussions à haut niveau : un signal positif suggérant une amélioration de leur relation.

Les États-Unis et la Chine ont récemment intensifié leurs discussions à haut niveau : un signal positif suggérant une amélioration de leur relation.

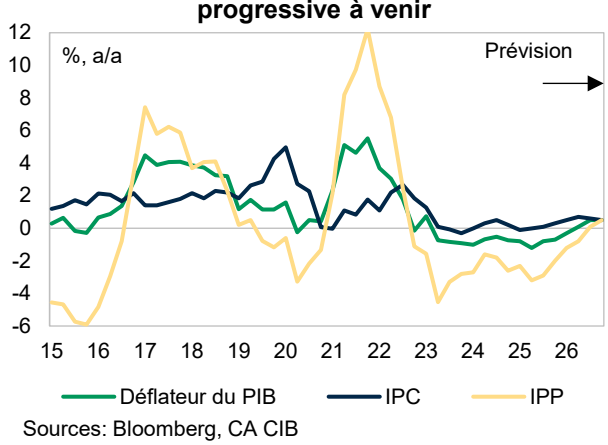
Si les deux parties ont tout intérêt à conclure un accord, les sujets de dissension restent nombreux (terres rares, technologies, accès aux marchés chinois, fentanyl). Les États-Unis souhaiteraient, de plus, augmenter leurs exportations vers la Chine (agriculture, produits énergétiques, avions), alors même que l'Accord Phase-1 signé en 2020 n'a absolument pas eu les effets escomptés. Il est donc possible que les droits de douane américains sur la Chine soient réduits, mais le calendrier et les taux terminaux restent très incertains.

Chine : contributions à la croissance du PIB



Sources : CEIC, CA CIB

Chine : une probable reflation progressive à venir



Sources: Bloomberg, CA CIB

Relance budgétaire probablement maîtrisée

Le ralentissement continu de la croissance devrait entraîner un nouvel assouplissement de la politique budgétaire, même si la probabilité d'une relance budgétaire majeure d'ici à la fin de l'année reste faible. Nous prévoyons un assouplissement budgétaire ciblé et mesuré dans les mois à venir, notamment sous la forme de subventions sociales, d'aides accrues à la consommation, d'un meilleur soutien budgétaire et quasi budgétaire aux projets stratégiques nationaux et à l'immobilier, ainsi que d'une intensification des efforts pour lutter contre la dette implicite des collectivités locales. Si l'endettement du gouvernement central reste maîtrisé, la Chine doit néanmoins utiliser sa marge de manœuvre budgétaire avec prudence, afin de préserver la viabilité budgétaire à long terme.

La PBoC devrait poursuivre son assouplissement en se concentrant sur des domaines ciblés

La banque centrale (PBoC) va poursuivre sa politique d'assouplissement, aidée par les baisses de taux de la Fed américaine. **L'assouplissement pourrait se concentrer sur l'extension du soutien au crédit à des domaines ciblés**, tels que la consommation, l'innovation technologique, les services et le marché immobilier. La PBoC dispose d'une marge de manœuvre modérée pour réduire davantage ses taux directeurs (y compris une baisse de 10 points de base au quatrième trimestre 2025). Mais elle sera attentive au *timing* et veillera à ne pas alimenter une reprise trop rapide du marché boursier.

Perspectives favorables pour le yuan malgré des fondamentaux mitigés

La faiblesse du dollar américain a récemment entraîné le taux de change dollar/yuan à son niveau le plus bas en 2025. L'appréciation du yuan a également été soutenue par la reprise du marché actions *onshore* et l'optimisme entourant les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine. La PBoC a montré davantage de signes de tolérance à l'égard de la flexibilité du yuan. Selon nous, l'amélioration du marché actions *onshore* pourrait soutenir les flux de portefeuille et soutenir la demande de yuan. Ce dernier serait aussi aidé par l'assouplissement monétaire américain et la réduction du *spread* entre les taux directeurs de la Fed et de la PBoC. L'affaiblissement du dollar américain et la saisonnalité, généralement positive en fin d'année, devraient enfin également contribuer à soutenir cette légère appréciation du yuan.

Hausse des taux après correction

Depuis juillet, les marchés ont modifié leurs arbitrages en se détournant des obligations (meilleures transactions en 2024) pour réinvestir sur le marché actions. Ce dernier profite des anticipations de redémarrage graduel de l'inflation – grâce aux politiques anti-involution –, même si le rétablissement de la TVA et les inquiétudes liées aux réformes fiscales incitent les investisseurs à une certaine prudence. La probable baisse des taux directeurs de la PBoC et la reprise des transactions sur les obligations d'État chinoises au quatrième trimestre devraient contribuer à stabiliser la partie courte de la courbe des taux. Le rendement des obligations d'État chinoises à dix ans (ancienne émission) pourrait atteindre 1,85%, avant de reculer à nouveau au quatrième trimestre, en l'absence de mesures de relance budgétaire majeures.

Risques à surveiller

Les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine et l'impact des droits de douane seront les principaux facteurs de risque à surveiller. La Chine dispose encore d'une marge de manœuvre politique modeste pour procéder à d'éventuels ajustements si nécessaire.

Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	4,8%	4,4%
Inflation	0,1%	0,6%

Xiaojia ZHI

BRÉSIL : ENFIN, DISPOSÉ À RALENTIR

L'économie semble, enfin, disposée à ralentir

Après trois années de croissance réelle à environ 3%, l'économie brésilienne ralentit, en raison d'une politique monétaire restrictive et d'une politique budgétaire moins expansionniste. L'inflation a commencé à décélérer, mais excède toujours et l'objectif (3,0%) et la borne supérieure de la bande cible (4,5%). Nous anticipons donc que la banque centrale brésilienne (BCB) maintiendra le taux Selic à 15% jusqu'à la fin de 2025.

L'inflation demeure au-dessus de l'objectif (3,0%) et de la borne supérieure de la bande cible (4,5%).

L'économie s'est montrée légèrement plus résiliente que nous ne l'attendions en début d'année. Nous avons relevé nos prévisions de croissance à 2,3% pour cette année (contre 1,9%) et légèrement augmenté notre prévision d'inflation de fin d'année à 5% (contre 4,8%). Malgré le ralentissement économique, le compte courant restera déficitaire : un déficit qu'expliquent, outre les facteurs structurels, une demande intérieure encore robuste et donc une décélération lente des importations, les droits de douane américains et la révision à la baisse par la BCB des estimations de revenus provenant des bénéfices réinvestis.

Atténuation des risques budgétaires

Le gouvernement devrait respecter les paramètres de la règle budgétaire cette année (déficit primaire de 0,6% du PIB après prise en compte des exceptions et de la bande de tolérance autorisée). Les comptes publics sont soutenus par des recettes extraordinaires et la résolution du différend avec le Congrès concernant la taxe sur les transactions financières (IOF), largement confirmée par la Cour suprême.

Le gouvernement a présenté le budget 2026. En l'état actuel, atteindre la limite inférieure de l'objectif de 0,4% du PIB (après prise en compte des exemptions et de la bande de tolérance inférieure) **semble réalisable.** Une perspective louable que ne doit toutefois pas faire oublier que le gouvernement continue de s'appuyer sur une forte proportion de recettes extraordinaires et de mesures nécessitant l'approbation du Congrès, tandis que les rigidités structurelles des dépenses persistent.

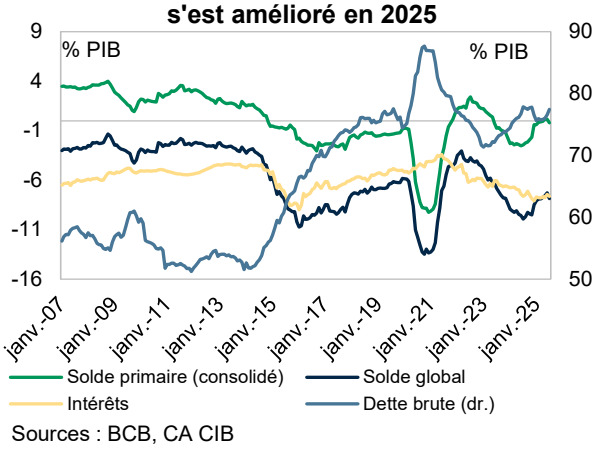
L'amélioration récente de l'exécution des comptes publics et les efforts du gouvernement pour atteindre les objectifs budgétaires primaires réduisent les risques budgétaires à court terme. Par ailleurs, le real offre le portage réel le plus élevé parmi les devises des marchés émergents et le portage nominal le plus élevé parmi les pays aux fondamentaux comparables. Dans ce contexte, il devrait se montrer résistant à court terme : nous avons révisé à la hausse nos prévisions et anticipons le dollar par rapport au real à 5,50 fin 2025 et à 5,70 fin 2026. Se projeter dans cet horizon est d'autant plus délicat que les considérations politiques risquent de dominer en raison des élections générales d'octobre 2026.

Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	2,3%	1,7%
Inflation	5,0%	4,3%

Impact limité des droits de douane américains

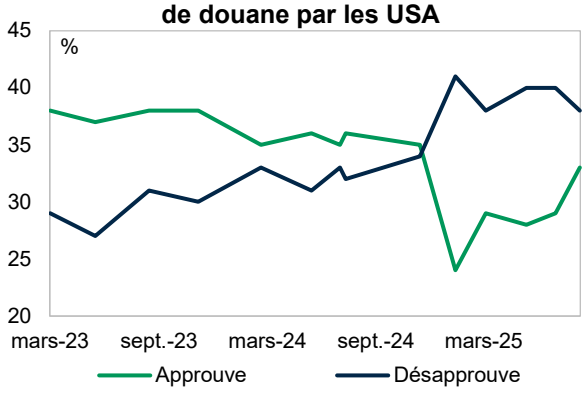
Faisant explicitement référence au procès de l'ancien président Bolsonaro devant la Cour Suprême pour tentative de coup d'État, **l'administration américaine a récemment imposé un droit de douane supplémentaire de 40% sur les importations en provenance du Brésil**. Cette surtaxe s'ajoute aux droits de douane existants de 10%, portant le taux nominal à 50%, l'un des plus élevés imposés par les États-Unis à un partenaire commercial. L'administration américaine a ensuite introduit des exemptions au taux le plus élevé qui couvrent environ 45% des

Brésil : le solde budgétaire primaire s'est amélioré en 2025



Sources : BCB, CA CIB

Brésil : popularité présidentielle en hausse suite à l'imposition des droits de douane par les USA



Sources : Datafohla, CA CIB

exportations brésiliennes, ce qui a abaissé le taux effectif pondéré à environ 30%. Étant donné l'ouverture limitée du Brésil au commerce international et sa faible exposition aux États-Unis (environ 12% des exportations), l'impact économique devrait être « absorbable », de l'ordre de 0,2% du PIB. Enfin, **sur le plan politique, la position intransigeante de l'administration américaine s'est traduite par un renforcement de la popularité du président Lula.**

Olga **YANGOL**

RUSSIE : LA MARGE DE MANŒUVRE SE RÉDUIT

Le ralentissement de la croissance se confirme

La croissance économique a connu un ralentissement constant en 2025. Cela contraste fortement avec les solides performances enregistrées depuis le début de la guerre en Ukraine. Après avoir progressé de 4,1% et 4,3% en 2023 et 2024, le PIB a augmenté respectivement de 1,4% et 1,1% aux premier et deuxième trimestres, et de seulement 0,4% en glissement annuel en juillet. Le ralentissement a été généralisé, la demande des consommateurs et la production industrielle ayant toutes deux perdu beaucoup de leur dynamisme.

La marge de manœuvre financière du gouvernement n'est pas épuisée, mais elle se réduit nettement.

La baisse des prix mondiaux du pétrole et du gaz n'a pas aidé. De plus, à la suite des sanctions, la Russie a réorienté ses exportations d'hydrocarbures hors d'Europe vers d'autres destinations, notamment la Chine et l'Inde, mais à des prix plus bas.

Plus généralement, **la transformation de l'économie en une économie de guerre a eu un effet stimulant important sur la croissance économique en 2023 et 2024, mais l'essentiel de cet effet s'est désormais dissipé**.

Effet d'éviction

En outre, **l'économie de guerre évince les autres secteurs**, que ce soit sur le marché de l'emploi (le taux de chômage reste historiquement bas, à 2,2%) ou en matière de dépenses publiques et d'investissements.

Baisse des taux d'intérêt

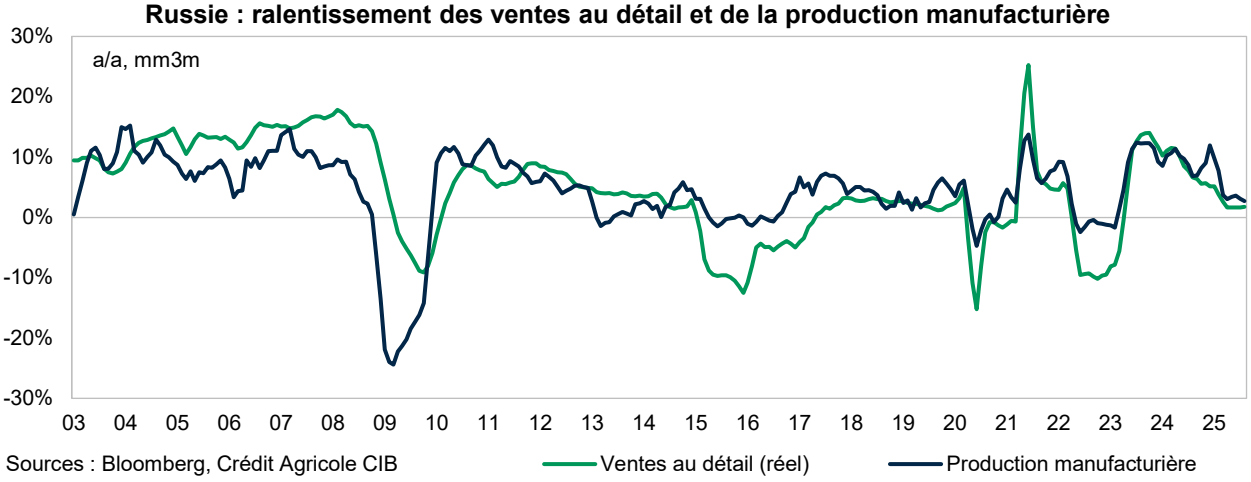
En réaction au ralentissement économique, la banque centrale a commencé à assouplir sa politique monétaire. Elle a abaissé son taux directeur de 400 points de base depuis juin, pour le ramener à 17%. Cependant, la dernière baisse a été considérée comme restrictive par le marché : seulement -100 points de base, au lieu des -200 points de base attendus par le marché. La Banque centrale russe est en fait contrainte par la persistance des pressions inflationnistes. **L'inflation s'est modérée mais reste relativement élevée, à 8,1% en août.** L'inflation séquentielle était faible au deuxième trimestre, mais elle s'est redressée depuis juillet. La dépréciation du rouble, depuis juillet également, alimente également la réticence de la Banque centrale russe à assouplir plus rapidement sa politique monétaire.

Réduction de la marge de manœuvre financière

La marge de manœuvre budgétaire du gouvernement s'est réduite. Le déficit public s'est fortement creusé. Il a atteint 3 900 milliards de roubles en août, excédant le déficit enregistré en 2024 sur l'ensemble de l'année. Les dépenses militaires élevées et la baisse des recettes fiscales provenant des exportations d'hydrocarbures représentent un défi pour le gouvernement. Le ratio de la dette publique reste toutefois assez faible.

La marge de manœuvre financière du gouvernement n'est donc pas épuisée, mais elle se réduit indéniablement. En conséquence, le gouvernement prévoit de faire passer le taux de TVA de 20% à 22%,

Russie : ralentissement des ventes au détail et de la production manufacturière



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

malgré l'engagement pris par Poutine de ne pas augmenter les impôts avant 2030. La réduction de la marge de manœuvre du gouvernement se traduira par une pression accrue sur la population. Cela risque de finir par éroder le soutien à la guerre. Néanmoins, pour l'instant, le taux d'approbation du président et du gouvernement reste très élevé : cela suggère que **la marge de manœuvre politique reste importante**.

Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	1,0%	1,4%
Inflation	8,7%	6,0%

Sébastien BARBÉ

INDE : L'OR NOIR DE LA DISCORDE

En imposant à l'Inde des droits de douane de 50%, Donald Trump a porté un coup direct à Narendra Modi, qui se targuait d'entretenir d'excellentes relations avec le président américain et de pouvoir obtenir rapidement un accord commercial. L'impact sur la croissance devrait rester modéré : l'Inde demeure un pays protectionniste – c'est bien cela qui déplaît à Donald Trump – et ses exportations vers les États-Unis ne représentent que 2,2% du PIB. Ce que l'échec de Narendra Modi révèle cependant est plus profond.

L'éternel blocage agricole

L'Inde avait été l'un des premiers pays à chercher à négocier avec les États-Unis, et des discussions à très haut niveau avaient été lancées dès février. « Négociateur beaucoup plus coriace » qu'anticipé, d'après Donald Trump, le pays figure effectivement parmi les pays d'Asie appliquant les droits de douane les plus élevés. **Un point de blocage récurrent dans les négociations est celui du secteur agricole.** Ce dernier revêt, en effet, une importance toute particulière sur le plan économique, mais aussi politique.

Dans un pays où le taux d'urbanisation demeure inférieur à 50%, l'agriculture assure encore le revenu principal de plus de la moitié de la population. Les autorités indiennes craignent ainsi que les petites exploitations familiales indiennes ne fassent pas le poids face aux multinationales agricoles étrangères.

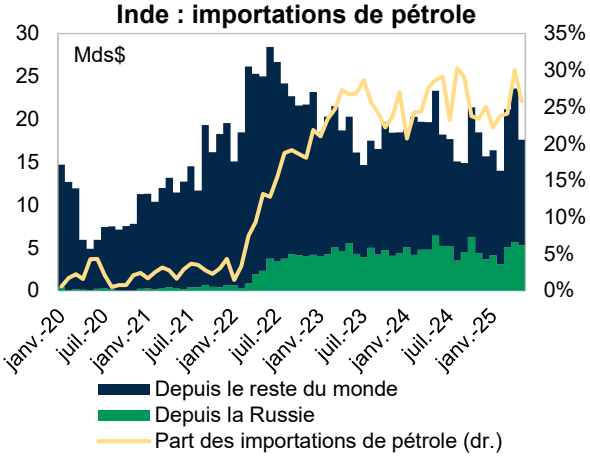
Les capacités de mobilisation des agriculteurs indiens sont très importantes, comme ils l'ont montré à plusieurs reprises lors des mouvements de protestation contre les réformes de prix planchers des céréales. De plus, l'alimentation compte pour plus de 45% du panier des prix à la consommation et l'évolution des prix agricoles est donc surveillée de très près. Ainsi, si l'inflation a reflué ces derniers mois et devrait atteindre 3,6% en 2025, dans la bande de fluctuations de la banque centrale, c'est essentiellement parce que les prix alimentaires sont en baisse, grâce aux bonnes récoltes de l'année.

L'agriculture assure le revenu principal de plus de la moitié de la population.

La difficile émergence du secteur manufacturier

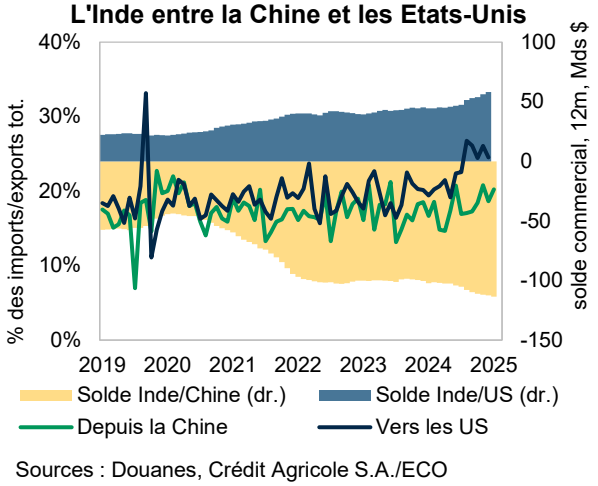
Les droits de douane imposés à l'économie indienne ne devraient pas, directement, peser fortement sur la croissance en 2025 ; mais certains secteurs y seront plus sensibles, à commencer par celui du textile (45 millions d'emplois). Le risque est surtout de voir les investisseurs se détourner de l'Inde et lui préférer des pays moins visés par les tarifs douaniers, comme le Vietnam (20% de droits de douane). Se pose donc toujours le problème du modèle de croissance indien et de sa capacité à créer des emplois suffisants pour intégrer les entrants sur le marché du travail, notamment *via* le secteur manufacturier. Alors que l'Inde a entrepris d'importants

Inde : importations de pétrole



Sources : Global Tracker, Crédit Agricole S.A./ECO

L'Inde entre la Chine et les Etats-Unis



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

efforts d'investissements publics dans les infrastructures afin de développer la connectivité du pays, un changement dans la stratégie des entreprises des principaux secteurs exportateurs (textile et appareils électriques en particulier) serait un contrecoup difficile à gérer.

Le pari incertain du multi-alignement

Les droits de douane imposés par les États-Unis se décomposent, pour moitié, en droits « réciproques » en raison de l'excédent commercial bilatéral indien (49 milliards de dollars) **et, pour l'autre moitié, en droits de douane imposés en raison des achats de pétrole brut opérés par l'Inde.** Ce pétrole étant – pour partie – raffiné, puis réexporté (notamment vers les pays européens), les États-Unis accusent l'Inde « d'alimenter la machine de guerre russe ». Mais l'Inde, très dépendante énergétiquement, n'a aucune intention de se passer du pétrole russe. Au contraire, invité au Sommet de Tianjin, Narendra Modi a mis en scène son entente avec Xi Jinping et Vladimir Poutine.

Les relations de l'Inde avec la Chine sont complexes et déséquilibrées, la première enregistrant un déficit commercial supérieur à 100 milliards de dollars envers la seconde. L'Inde se veut donc acteur du « Sud Global », dont elle ne laissera pas la Chine s'emparer seule, mais doit impérativement préserver ses relations commerciales avec l'Occident, États-Unis en tête, qui sont ses clients et investisseurs principaux. **Bien qu'il s'estime trahi par son « ami » Trump, Narendra Modi espère toujours parvenir à un accord qui lui soit plus favorable.** Dans le cas contraire, et si l'Inde devait rester particulièrement discriminée, c'est toute la stratégie de multi-alignement promue par Modi qui serait remise en question.

Et le reste ?

Les tarifs interviennent dans une conjoncture peu porteuse : la croissance a ralenti ces derniers mois et cela se lit sur les indicateurs d'activité (production industrielle et ventes). La banque centrale, profitant d'un contexte d'inflation plus favorable, a baissé son taux directeur en juin (à 5,5%) et pourrait procéder à une nouvelle baisse de 25 points de base avant la fin de l'année, afin de soutenir un peu plus l'activité. Le mot d'ordre est à l'incertitude, ce qui n'est jamais le climat le plus porteur.

Moyenne annuelle	2025	2026
PIB	6,3%	6,7%
Inflation	3,6%	4,7%

Sophie WIEVIORKA

SECTEURS D'ACTIVITÉ

Pétrole – Stabilité avant une possible hausse des cours du pétrole

Gaz – Fin de la pénurie en 2026

Automobile – « *China inside* »

Métaux – Les États-Unis à l'heure des conséquences

Conteneurs – Changement de cap

Pétrole – Stabilité avant une possible hausse des cours du pétrole

L'augmentation de la production de l'OPEP+ n'a pas déstabilisé les cours du pétrole. Sous l'impulsion de l'Arabie saoudite, la production de l'OPEP+ devrait continuer de croître à court terme. Cependant, les sous-investissements dont est victime le secteur de l'exploration et de la production pétrolière pourraient alimenter une prochaine hausse des prix du pétrole.

Malgré les craintes d'un excédent de production après les annonces successives par l'OPEP+ de relever sa production de pétrole, les prix du pétrole ne se sont pas « écroulés ». Ils sont même restés relativement stables autour de 68 dollars par baril en moyenne depuis mai. Plusieurs éléments semblent pouvoir expliquer cette stabilité, à première vue étonnante.

La production de L'OPEP+ a moins augmenté qu'annoncé entre avril et août 2025. La production du cartel a augmenté de 1,2 million de barils par jour, soit environ un demi-million de moins que prévu. Les craintes d'une crise majeure au Moyen-Orient et la baisse de production de pétrole au Royaume-Uni et en Norvège, au mois de juin, ont contribué à soutenir les cours.

Les cours actuels du pétrole n'encourageront pas les producteurs américains à investir dans de nouveaux forages.

La production de pétrole brut américain s'est aussi montrée relativement stable. Selon l'agence de l'énergie américaine (EIA), cette dernière est stable entre 13,3 et 13,5 millions de barils depuis le mois de mai. Les activités de forage ne reprennent toujours pas aux États-Unis. Les producteurs continuent de puiser dans leurs stocks de puits déjà forés mais pas encore mis en production, pour maintenir leur production à moindre coût. Le stock de ces puits forés est au plus bas depuis qu'il est suivi par l'EIA.

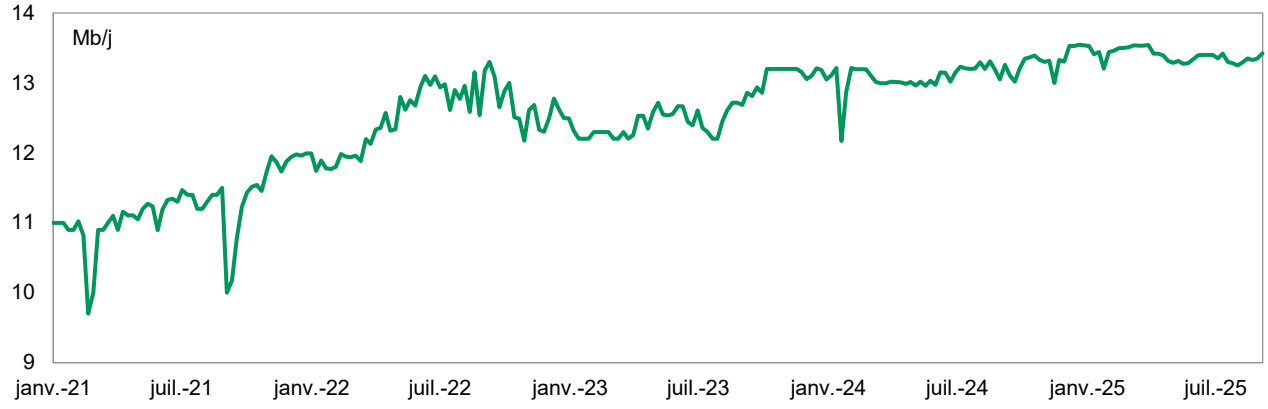
L'excédent de la production de pétrole a certainement permis aux pays de l'OCDE de maintenir leurs stocks de pétrole brut. Généralement, au printemps et en été, les stocks de pétrole brut baissent, car les raffineries produisent au maximum pour constituer les stocks de carburants nécessaires à la « *driving season* » de l'été.

La Chine a elle-même augmenté ses importations de pétrole et ses activités de raffinage d'un million de barils par jour sur juin et juillet par rapport à l'année dernière. Éventuellement motivée par la crise au Moyen-Orient, où la fermeture du détroit d'Ormuz l'aurait particulièrement affectée, la Chine aurait profité de la relative faiblesse des cours du pétrole pour constituer des stocks supplémentaires de produits pétroliers.

Notre scénario se base sur des perspectives de croissance faible de la demande, inférieure à un million de barils par jour en 2025 et 2026. Les cours actuels du pétrole n'encourageront pas les producteurs américains à investir dans de nouveaux forages. Certains ont même annoncé des réductions importantes de personnel. Si la production américaine de pétrole devait rester stable, la production de l'OPEP+, et tout particulièrement celle de l'Arabie saoudite, devrait continuer d'augmenter.

La production du royaume wahhabite est susceptible d'atteindre les 10 millions de barils par jour avant la fin 2025, contre 9,7 en août dernier. Les prix du pétrole pourraient baisser légèrement sur la fin de l'année 2025 et au début de 2026 et descendre sous les

USA : production de pétrole brut après impact SPR



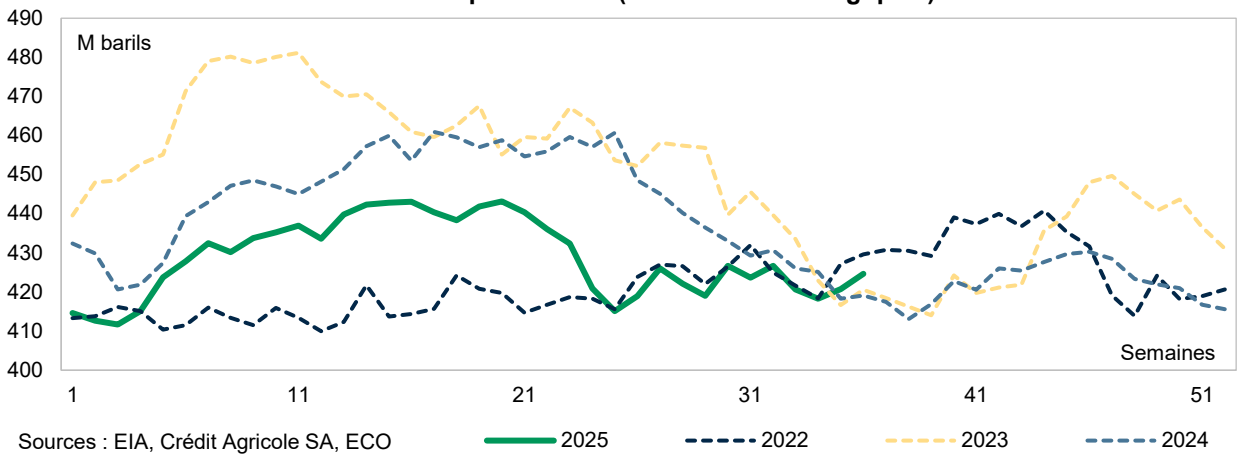
Sources : EIA, Crédit Agricole S.A. / ECO

65 dollars par baril. Le faible niveau des stocks limitera la baisse des cours du pétrole. Cependant, le sous-investissement qui frappe notamment les États-Unis pourrait favoriser un nouveau déséquilibre du marché, marqué cette fois par un déficit d'offre. **Notre scénario table sur l'émergence d'un déficit d'offre dès la fin 2026, avec une légère remontée des cours du pétrole.**

	Prix moyen du pétrole par baril
T4 2025	63 $
2025	69 $

Stéphane FERDRIN

USA : stocks de pétrole brut (hors stocks stratégiques)



Sources : EIA, Crédit Agricole SA, ECO

Gaz – Fin de la pénurie en 2026

Grâce, une fois de plus, à l'effacement des acheteurs asiatiques sur le marché du gaz naturel liquéfié (GNL), l'Union européenne est parvenue à remplir ses stocks, qui atteignent un niveau globalement satisfaisant avant l'hiver. Les nouvelles capacités de liquéfaction prévues en 2026 permettront au marché de poursuivre sa détente et à l'Europe de mettre un terme à ses approvisionnements en GNL russe.

Malgré la perte des 13 milliards de m³ de gaz russe traversant l'Ukraine et des stocks de gaz naturel faibles à la fin de l'hiver (à un niveau inférieur à la moyenne et à celui de l'année dernière), le marché du gaz naturel n'a pas connu de panique. Les cours sont restés stables, grâce à des importations de GNL et des injections dans les stocks maîtrisées. Les importations de GNL sont restées supérieures aux 10 milliards de m³ par mois. Une certaine flexibilité octroyée par l'Union européenne aux acteurs sur le taux de remplissage des stocks de gaz naturel a permis de lisser les injections.

Les stocks sont aujourd'hui inférieurs à ceux de l'année dernière ; mais ils devraient atteindre les 90% règlementaires au 1er novembre, si les injections continuent de se poursuivre au rythme actuel. Le taux de remplissage des stocks n'est pas homogène selon les pays européens. Si les pays avec d'importantes capacités de regazéification comme la France ont déjà atteint les 90% de taux de remplissage de leurs stocks, ce n'est pas le cas de pays plus enclavés comme la Hongrie ou la Slovaquie, qui dépendaient des flux de gaz en provenance de Russie et qui ont cessé depuis le 1er janvier 2025.

Les gros acheteurs de GNL asiatiques (Japon, Chine et Inde) se sont à nouveau effacés et ont réduit leurs importations de GNL, permettant ainsi à l'Europe d'augmenter ses achats de GNL sans provoquer une forte augmentation du prix du gaz naturel cet été. À l'inverse, la Chine continue d'augmenter sa production domestique et ses importations de gaz par gazoduc en provenance de Russie.

En 2026, le marché du gaz naturel devrait voir son offre croître significativement grâce, notamment, à de nouvelles capacités de liquéfaction aux États-Unis et au Qatar. Cette augmentation de l'offre pousse vraisemblablement les États-Unis à faire pression sur l'Union européenne pour mettre un terme définitif à ses importations de GNL russe dès 2026 et non en 2027 comme l'UE l'avait prévu.

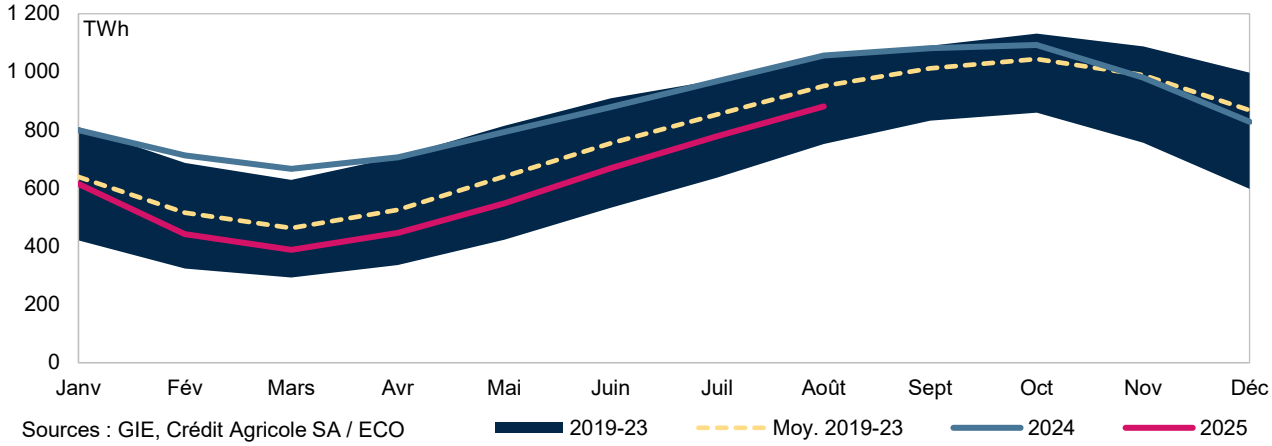
Le taux de remplissage des stocks n'est pas homogène selon les pays européens.

Les nouvelles capacités devraient pouvoir compenser les 14 milliards de m³ par an de GNL russe (12% environ des importations totales de GNL de l'UE) **que l'Union européenne continue d'importer.** Céder aux exigences américaines sur le GNL est sans doute un moindre mal par rapport à l'autre demande américaine : celle d'instaurer des sanctions sur les pays importateurs de pétrole russe, dont l'Inde fait partie. L'Inde a, en effet, augmenté ses importations de pétrole russe, mais a aussi accru ses exportations de produits pétroliers, assurant ainsi l'équilibre du marché pétrolier.

	Importations de GNL de l'UE
T2 2025	35,8 milliards m³

Stéphane FERDRIN

UE : stockage souterrain de gaz naturel



Sources : GIE, Crédit Agricole SA / ECO

Automobile – « *China inside* »

Une amélioration est notable sur les droits de douane, mais l'impact de la transition vers l'électrique reste à venir.

Le règlement d'accords bilatéraux entre les États-Unis, l'UE, le Japon et la Corée améliore la visibilité

Le secteur automobile mondial a été fortement perturbé par la réforme des droits de douane. Les droits de douane négociés avec l'Europe, le Japon et la Corée sont désormais fixés depuis le 1er août 2025 à 15%, contre un taux effectif de 25% au deuxième trimestre 2025, ce qui constitue une amélioration. En revanche, les droits de douane sur les composants importés du Mexique et du Canada restent sauf exception (pièces d'origine américaine à plus de 40%, selon l'accord USCMA – *United States-Mexico-Canada Agreement*) à 25%, ce qui contribue à maintenir les incertitudes.

Si les perturbations massives et les hausses de coûts significatives sur les composants n'ont pas eu l'effet escompté sur la production automobile du premier semestre 2025, qui s'est révélée nettement plus élevée que prévu, **la dégradation des marges a néanmoins été supérieure aux attentes,** car les constructeurs ont refusé d'augmenter leurs prix au deuxième trimestre 2025. C'est la raison pour laquelle les consommateurs ont anticipé leurs achats de manière agressive, et ce en prévision des répercussions attendues des droits de douane sur les prix de détail au second semestre.

Ainsi, sur un échantillon composé des sept premiers constructeurs nord-américains et européens (BMW, Ford, GM, Mercedes, Renault, Stellantis et Volkswagen), le recul des marges atteint 41% au premier semestre pour une baisse de revenus de 4,8% seulement.

… Les incertitudes restent significatives

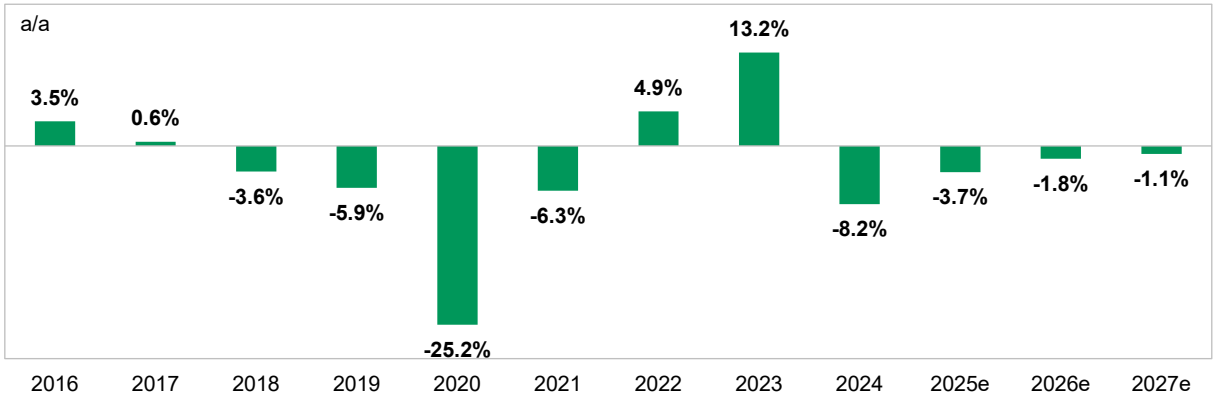
Le pouvoir d'achat des consommateurs européens reste insuffisant par rapport aux produits haut de gamme disponibles sur le marché actuellement. Après un premier semestre en baisse de 3,8% en variation annuelle, la production automobile européenne devrait se stabiliser au niveau actuel sur l'ensemble de l'année 2025, affichant ainsi un recul annuel de 3,7%.

Après une année en baisse de 6% en variation annuelle en 2024, **les ventes de véhicules électriques des cinq plus grands pays d'Europe sont reparties à la hausse début 2025** (30% sur un an) pour atteindre une part de marché de 15%. Cependant, elles restent en recul d'environ 2% sur les huit premiers mois en France.

La moyenne européenne reste encore assez loin du taux de pénétration de 25% nécessaire pour satisfaire aux exigences de la réglementation européenne en 2027.

Les ventes de véhicules électriques ont été meilleures que prévu en Espagne, en Allemagne et au Royaume-Uni, avec des taux de pénétration moyens de 17,3% en Espagne, 15,8% en Allemagne et 22,5% au Royaume-Uni. Le taux de pénétration se replie en France et se situe à 19%. La moyenne européenne reste encore assez loin du taux de pénétration de 25% nécessaire pour satisfaire aux exigences de la réglementation européenne en 2027. Seul BMW a atteint cet objectif à ce jour. L'écart par rapport à l'objectif est en moyenne encore de plus de 10% pour l'ensemble des constructeurs, de près de 17% pour Stellantis.

Europe de l'Ouest : évolution de la production automobile



Source : Crédit Agricole S.A./ECO

Nous maintenons notre prévision de stabilisation des ventes de véhicules électriques en 2026-2027. La production totale devrait rester en recul de 1,8% et 1,1% en glissement annuel en Europe, même si, sur 2026-2027, les véhicules électriques devraient connaître une accélération d'environ 36%, selon BNEF.

L'assouplissement des sanctions imposées aux constructeurs automobiles permettra de soutenir la production de moteurs thermiques à court terme. De plus, dans l'environnement actuel, certains constructeurs remettent sur le marché des motorisations hybrides et essence plutôt que des véhicules électriques, car cela leur est favorable sur le plan des marges. Le paysage politique est devenu moins encourageant, favorisant surtout les véhicules électriques d'entrée de gamme.

À terme, en effet, les constructeurs automobiles européens devront aussi faire face à des taux de croissance annuels faibles dans la zone nord-américaine (-2% en 2025 et -3,2% en 2026), **ce qui s'ajoute au recul rapide de leurs parts de marché en Chine** qui sont passées de 34% à 17% en dix-huit mois. Ces deux régions du monde étaient traditionnellement très rentables pour les constructeurs européens.

L'avenir du secteur automobile reste lié à l'adoption des véhicules électriques et suppose l'adoption d'un business model *autour des batteries asiatiques*

La transition vers l'électrique sera longue et mouvementée et les constructeurs automobiles ne sont encore qu'aux prémices de cette difficile transition, dont le rythme reste incertain, compte tenu de l'évolution des incitations, des subventions gouvernementales et des technologies. **Les constructeurs automobiles ont besoin d'une production à grande échelle pour absorber les coûts de développement des véhicules électriques.**

Une adoption plus lente risque donc de nuire aux bénéfices et à la solvabilité des entreprises. Des modèles plus abordables, notamment pour le grand public, soutiendront la croissance des volumes de véhicules électriques, mais pas celle des marges.

	Taux de pénétration des véhicules électriques sur batteries en Europe
Janvier-juillet 2025	15%

À long terme, tôt ou tard, la demande de véhicules électriques prévaudra, car les technologies des véhicules électriques sont plus simples, modulaires et donc meilleur marché. Cette disruption est fondamentale et même si, à court terme, les constructeurs qui restent sur le thermique sont plus rentables, leur retard technologique leur sera préjudiciable. L'enjeu reste toutefois l'accès aux dernières technologies en matière de batteries, un domaine où les fabricants chinois ont clairement l'ascendant.

Véronique VIGNER

Métaux – Les États-Unis à l'heure des conséquences

Terres rares : l'urgence de la défense

Les restrictions d'exportations chinoises, entrées en vigueur en avril 2025, **s'inscrivent dans une stratégie durable et structurante pour Pékin de contrôle des biens à double usage.** Cette doctrine se matérialise dans la liste des terres rares soumises à restriction, qui comprend davantage d'éléments stratégiques pour les technologies de haute performance, essentiellement militaires, que pour la chaîne de valeur des aimants de *commodité*. La réaction américaine s'est traduite par une intervention directe du Département de la Défense (DoD) dans le capital de MP Materials, unique producteur intégré de terres rares aux États-Unis.

La production canadienne d'aluminium, historiquement destinée au marché américain structurellement sous-capacitaire, se redirige vers l'Europe.

Ce soutien contribue à deux objectifs majeurs : garantir la viabilité financière de l'entreprise dans un contexte où elle doit cesser ses exportations vers la Chine – qui absorbait jusqu'à présent l'essentiel de sa production – **et accélérer le développement de capacités de séparation pour les terres rares indispensables à l'industrie de défense**, lesquelles ne sont produites actuellement que sur le sol américain. En parallèle, **la sécurisation de ressources étrangères devient prégnante**. Toutefois, les géographies véritablement crédibles demeurent rares, à l'exception notable du Brésil, qui saura sans doute susciter les convoitises.

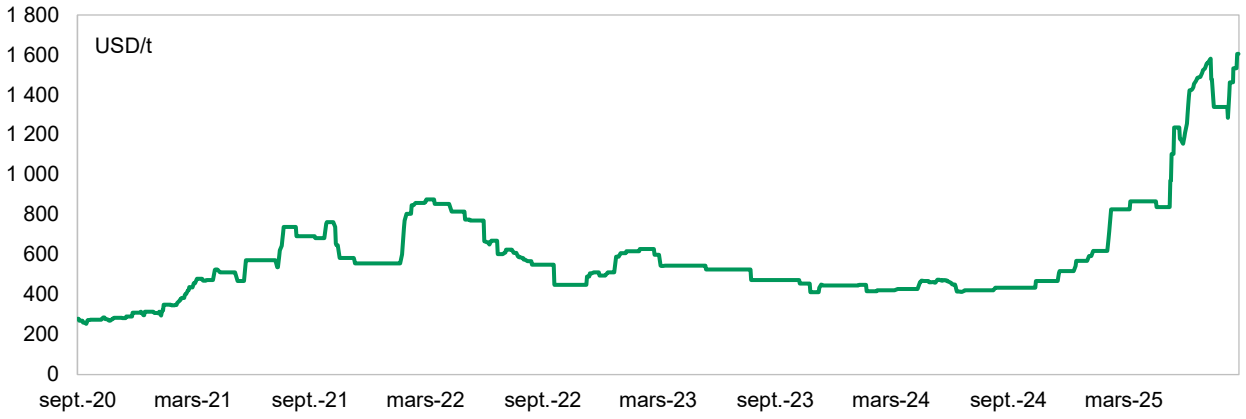
Aluminium : de tariffs en Scylla

En août 2025, les États-Unis ont procédé à une extension de leurs droits de douane, désormais applicables à plusieurs centaines de produits dérivés de l'aluminium et de l'acier. Cette mesure continue de bouleverser la configuration du marché et engendre, par ricochet, des effets de contagion sur d'autres régions.

La production canadienne, historiquement destinée au marché américain structurellement sous-capacitaire, se redirige vers l'Europe, tandis que les fonderies américaines captent le gisement de déchets recyclables, grand oublié de la politique douanière, contrariant pour l'instant les approvisionnements du vieux-continent. Une réponse politique européenne n'est pas à exclure et amplifierait le choc de l'offre. En effet, **les États-Unis resteront vraisemblablement sous-capacitaires à moyen terme, l'incertitude sur la pérennité des droits de douane et les prix de l'énergie entravant les investissements.** En outre, la pression à la hausse sur les prix domestiques ne pourra être que partiellement répercutée en aval, sans risquer la destruction de la demande. Dans ce contexte, un retour sur le marché de l'aluminium russe pourrait bien être le *deus ex machina*.

Guillaume STECHMANN

Aluminium : US Midwest Premium



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

Conteneurs – Changement de cap

Le transport maritime de conteneurs a jusqu'ici bien résisté à la guerre commerciale, qui redessine le commerce mondial au profit des pays émergents. Mais les trafics commencent à ressentir les effets des barrières tarifaires.

Malgré le virage protectionniste américain, les grands ports mondiaux enregistrent une croissance inespérée de plus de 4% au premier semestre, après une année 2024 déjà favorable. Dans un environnement de forte volatilité des volumes transpacifiques en réaction aux annonces tarifaires, **le stockage par anticipation a fait progresser les importations conteneurisées des ports américains de 3% sur huit mois**. La Chine reste de loin le premier fournisseur des États-Unis, mais a perdu du terrain face à l'ASEAN et à l'Inde, illustrant la recomposition en cours des chaînes d'approvisionnement.

Bien qu'elles reculent aux États-Unis, les exportations chinoises accélèrent vers les régions émergentes. Elles bondissent en particulier vers l'Afrique sub-saharienne, favorisée par la déviation persistante, le long de ses côtes, des routes Asie-Europe sur fond de reprise des attaques en mer Rouge. L'opérateur *leader* MSC a redéployé ses plus grands navires depuis la route Asie-Europe du Nord vers celles desservant l'Afrique et la Méditerranée *via* l'Inde, soutenant par ailleurs les échanges Sud-Sud. Les importations européennes depuis l'Asie ont en outre profité de l'euro fort, tandis que les exportations en sens inverse ont diminué.

Le dynamisme des exportations chinoises vers l'ASEAN alimente les soupçons de contournement des *tariffs* *via* des pays comme le Vietnam, qui se voit imposer des droits de 40% sur les transbordements.

Après un bref sursaut à mi-année, les taux de fret au départ d'Asie refluent désormais et se rapprochent des niveaux du bas de cycle de 2023, signalant une décélération de la demande. Les opérateurs risquent d'enregistrer des pertes s'ils ne parviennent pas à enrayer la tendance baissière en limitant l'offre, alors même que les commandes de porte-conteneurs pulvérisent tous les records.

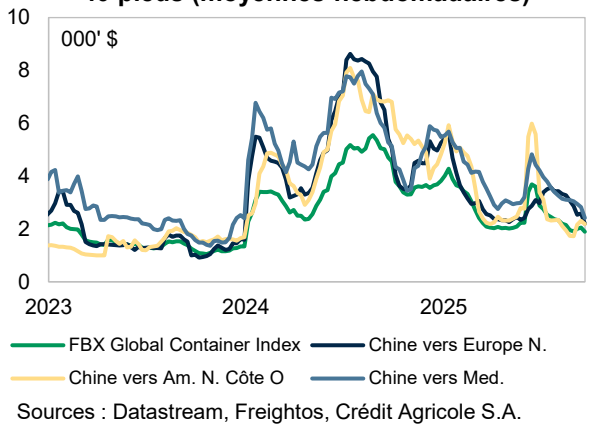
Le plein effet retardé des droits réciproques et l'ajout de nouvelles barrières commerciales assombrissent les perspectives de trafic pour 2026. Le niveau définitif de ces droits a été acté début août pour la plupart des pays, les négociations se poursuivant avec la Chine. Pour autant, Trump utilise à nouveau l'arme tarifaire pour contraindre désormais ses « partenaires » à s'aligner sur ses vues géopolitiques et idéologiques, comme le montrent les droits supplémentaires imposés à l'Inde et au Brésil. L'Union européenne, malgré l'accord conclu en juillet, se retrouve elle-même exposée au titre de sa régulation des acteurs numériques. De plus, de nouvelles barrières risquent de se dresser en dehors des États-Unis, à l'image des droits imposés par le Mexique sur une partie de ses importations en provenance de Chine.

Trump utilise à nouveau l'arme tarifaire pour contraindre ses « partenaires » à s'aligner sur ses vues géopolitiques et idéologiques.

Le secteur maritime n'est pas épargné : les prochains droits d'escale visant les navires de construction chinoise entraînent leur redéploiement vers d'autres régions. Trump cherche également à contrer les efforts de décarbonisation du secteur en menaçant de représailles les pays qui soutiendraient, en octobre prochain, un accord international historique de taxation des émissions maritimes.

Au total, les trafics mondiaux de conteneurs devraient progresser d'environ 3% cette année grâce aux effets d'anticipations tarifaires et à l'offensive commerciale chinoise. La croissance devrait nettement marquer le pas l'an prochain sous le plein effet des pressions protectionnistes.

Prix du transport d'un conteneur 40 pieds (moyennes hebdomadaires)



Sources : Datastream, Freightos, Crédit Agricole S.A.

Bertrand GAVAUDAN

MARCHÉS

Politique monétaire – L'heure n'est pas à la détente

Taux d'intérêt – Pressions haussières modérées

Taux de change – En attendant que le dollar ne retrouve le sourire

Politique monétaire – L'heure n'est pas à la détente

Aux États-Unis, la résistance de l'inflation risque de faire déchanter les tenants d'un assouplissement monétaire rapide et massif. Dans la zone euro, inflation vers la cible et reprise même modeste plaident en faveur d'un *statu quo,* suivi d'un resserrement quoiqu'encore lointain. Soucieuse d'éviter les effets de second tour, la Banque d'Angleterre pourrait différer sa prochaine baisse de taux. Quant au Japon, si les hausses de taux s'éloignent, elles restent à l'ordre du jour.

RÉSERVE FÉDÉRALE : LA DÉTENTE MENACÉE PAR L'INFLATION PERSISTANTE

Après neuf mois sur pause, la Fed a procédé à sa première baisse de taux de 25 points de base (pdb), lors du FOMC de septembre. Tout n'est cependant pas réglé pour autant. Le dernier *dot plot* montre, en effet, des divisions claires au sein du Comité et, bien que nous anticipions un léger assouplissement supplémentaire, les anticipations du marché nous semblent toujours bien trop optimistes.

Plus précisément, notre scénario table sur une nouvelle baisse avant la fin de l'année, abaissant la borne supérieure à 4,00%, niveau sur lequel la Fed se « mettrait en pause » durablement, tout au long de 2026. Aujourd'hui, notre scénario central est le suivant : il envisage une baisse supplémentaire en décembre 2025, tout en considérant qu'une baisse en octobre ne constituerait pas une surprise. Le contexte penche en faveur de taux plus faibles et pourrait effectivement justifier une baisse de la Fed en octobre puis en décembre. Même en se montrant un peu plus souple que notre scénario ne l'envisage en 2025, la Fed pourrait finir par modérer son assouplissement en 2026, là où le marché anticipe quatre à cinq baisses supplémentaires d'ici fin 2026.

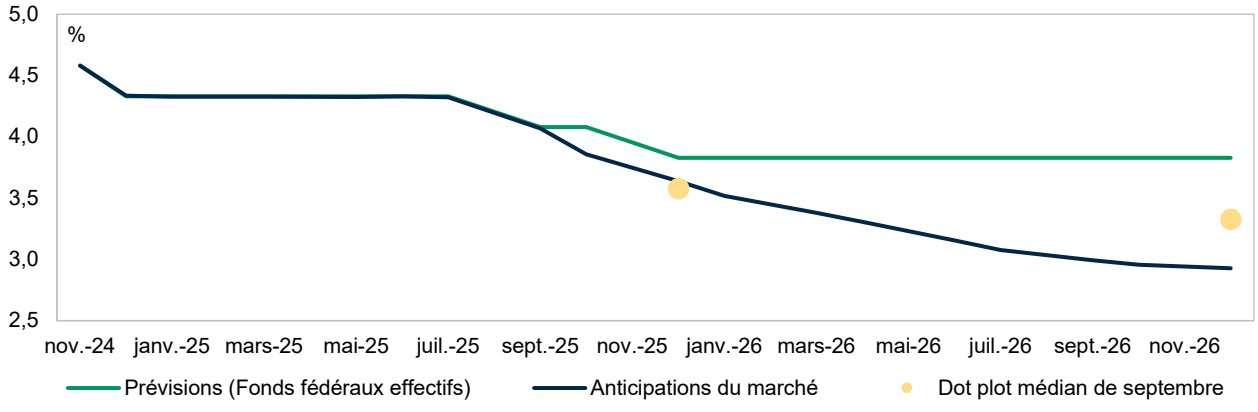
À court terme, force est d'admettre que le volet emploi du mandat a pris le dessus, le risque grandissant de ralentissement du marché du travail justifiant un recalibrage du taux directeur. Il nous semble, néanmoins, que certains minimisent un peu trop le volet inflation du mandat. L'inflation sous-jacente en glissement annuel a atteint en août un niveau similaire à celui de février (soit 3,11%) : la désinflation a donc largement calé cette année, malgré un impact relativement limité, à ce stade, des droits de douane. Le volet inflation du mandat finira donc par revenir au premier plan et limitera l'ampleur des mesures d'assouplissement prises par la Fed.

> ***Les contrôles et les contrepoids nous semblent toujours suffisants pour permettre à la Fed de tenir bon face à la pression de l'administration Trump.***

Les menaces planant sur l'indépendance de la Fed et les questions qu'elles suscitent compliquent la donne. Si l'administration Trump va probablement continuer à tout faire pour peser sur les décisions de politique monétaire, les contrôles et les contrepoids nous semblent toujours suffisants pour permettre à la Fed de tenir bon face à la pression de l'administration Trump. **Pour autant, la détermination de l'administration et la diversité de ses attaques indiquent clairement une montée des risques**.

Nicholas VAN NESS

Fed : nos prévisions restent plus *hawkish* que le marché



Sources : Bloomberg, Federal Reserve, Crédit Agricole CIB

BCE : STABILISATION DES TAUX, RÉDUCTION DU BILAN

La normalisation de l'inflation – qui devrait converger vers 2%, puis rester marginalement sous cette cible au cours des deux prochaines années – ainsi que la reprise attendue de la croissance en zone euro devraient confirmer la BCE dans son **choix de conserver son degré d'accommodation monétaire inchangé**.

La BCE a baissé ses taux jusqu'à 2% au mois de juin de cette année et a depuis indiqué qu'elle considérait son taux « à la bonne place » pour faire face aux incertitudes à venir. Cette communication a conduit les marchés financiers à re-*pricer* les trajectoires de taux. À ce jour, les taux de *swaps* n'anticipent plus de baisse.

Il existe, certes, un risque résiduel de baisse de taux, dans la mesure où l'inflation sera sous la cible en 2027. Dans ce contexte, même une légère détérioration des perspectives économiques pourrait inciter la Banque centrale à se montrer marginalement plus accommodante. Mais, **il s'agit davantage d'un risque, limité à une baisse, qui entoure notre scénario central**.

Notre scénario suppose ainsi que le prochain changement de taux devrait être une hausse, lorsque la reprise économique se sera matérialisée et que l'amélioration des conditions économiques fera peser des pressions inflationnistes sur la zone euro. Cette hausse n'interviendrait qu'à l'issue de cette reprise et, par conséquent, **pas avant la fin de 2026 au plus tôt**.

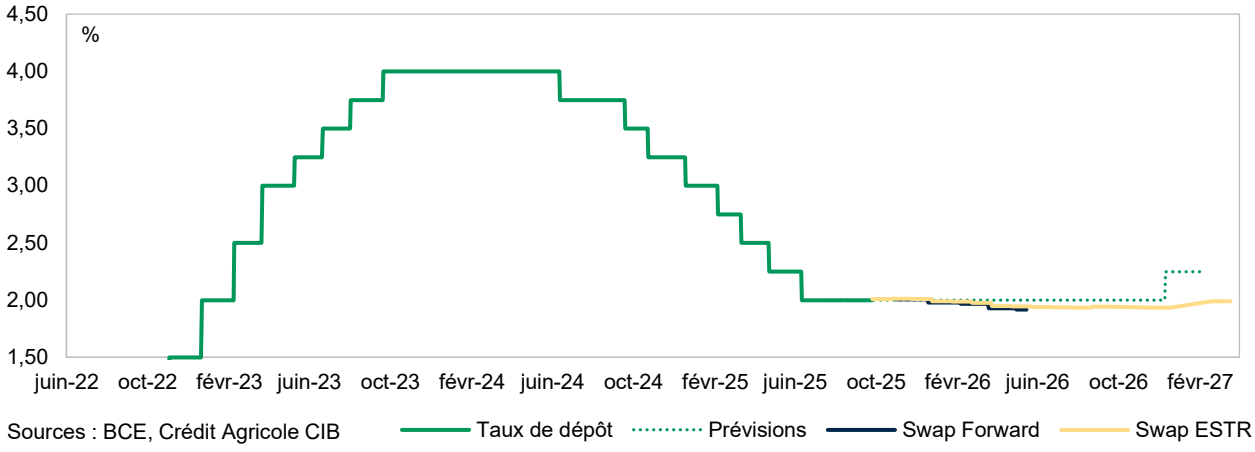
En parallèle de ses décisions sur les taux, la BCE poursuit la réduction de son bilan, dans le cadre de son resserrement quantitatif.

En parallèle de ses décisions sur les taux, la BCE poursuit la réduction de son bilan, dans le cadre de son resserrement quantitatif. Elle ne vend pas de titres mais, depuis 2024, elle ne réinvestit plus les obligations figurant à l'actif de son bilan qui arrivent à maturité. Par conséquent, son bilan se réduit de l'ordre de 40 milliards d'euros par mois.

La réduction de ses actifs entraîne une réduction de la liquidité bancaire (au côté passif du bilan de la BCE). Cette liquidité reste très excédentaire, à plus de 2 600 milliards d'euros. Cependant, la baisse continue du bilan de la BCE entraîne une réduction de cette liquidité (qui dépassait les 4 500 milliards d'euros en 2022). Dans les prochaines années – à partir de 2027 –, la liquidité bancaire se fera trop rare, forçant les établissements de crédit à la reconstituer, en empruntant directement auprès de la BCE.

Louis HARREAU

BCE : stabilisation des taux après une longue baisse



Sources : BCE, Crédit Agricole CIB

BANQUE D'ANGLETERRE : PROCHAINE BAISSE DE TAUX REPORTÉE À 2026

La Banque centrale d'Angleterre (BoE) a abaissé son taux directeur de 25 points de base (pdb) par trimestre depuis l'été dernier, le réduisant à 4%. Notre scénario retient toujours deux baisses de taux supplémentaires au cours de ce cycle pour atteindre un taux final de 3,50%, mais repousse la prochaine baisse de taux du mois de novembre à février. En effet, du fait de l'accélération actuelle de l'inflation, la BoE s'inquiète du risque de spirale inflationniste entre prix et salaires (i.e. effets de second tour). Lors de sa réunion de septembre, la BoE a maintenu sa vigilance, en notant que « les risques de nouvelles pressions inflationnistes à moyen terme restaient importants pour l'analyse du Comité ».

L'indice des prix à la consommation a surpris à la hausse ces derniers mois. Il a atteint 3,8% en variation sur un an en juillet, avant de se stabiliser en août, en raison d'une inflation sous-jacente toujours élevée et du renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires. Nous prévoyons désormais un pic de l'inflation à 4% sur un an en septembre, conforme aux prévisions de la BoE, soit le double de son objectif de 2%. Nous anticipons toujours une baisse relativement rapide de l'inflation à 3,6% au quatrième trimestre 2025, avant de retrouver un niveau plus modéré de 2,3% au quatrième trimestre 2026. En effet, de forts effets de base vont comprimer l'inflation à partir du printemps 2026. Il s'agit, d'une part, des hausses d'avril 2025 des prix réglementés de l'énergie et de l'eau payés par les ménages et, d'autre part, des effets liés à la hausse des cotisations d'assurance nationale des employeurs et du salaire minimal national (mis en place en avril 2025) ; ces deux facteurs de hausse des prix « disparaîtront » du glissement annuel.

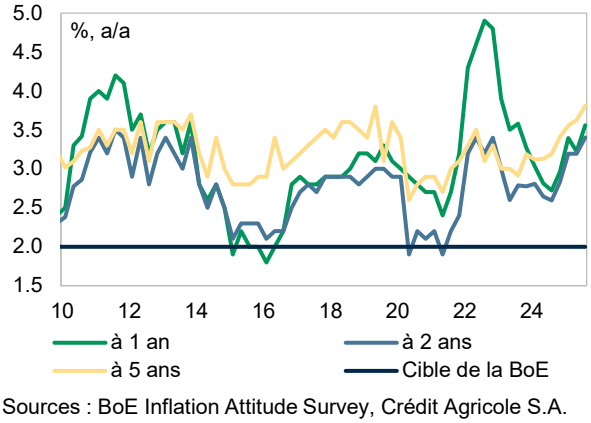
Le marché du travail a continué de se détendre au cours des trois derniers mois. Le nombre de postes vacants a chuté de 45% par rapport au pic de mai 2022. Le taux de chômage progresse d'un plus bas de 3,6% à 4,7%. Les chiffres de l'emploi restent difficiles à interpréter en raison de problèmes statistiques liés à un faible taux de réponse à l'enquête sur la population active. Alors que les données de l'enquête font état d'une croissance régulière de l'emploi (+1,9% en glissement annuel en juillet), le nombre de salariés est en baisse (-0,4% en glissement annuel). Les enquêtes auprès des entreprises expliquent ces pertes d'emploi comme partiellement imputables aux fortes hausses du salaire minimal national et des cotisations d'assurance nationale pour les employeurs.

Du fait de l'accélération actuelle de l'inflation, la BoE s'inquiète du risque de spirale inflationniste entre prix et salaires.

Simultanément, l'offre de main-d'œuvre s'améliore : le taux de participation (pour les plus de seize ans) ayant augmenté à 63,9% au deuxième trimestre 2025, en hausse de plus d'un point de pourcentage par rapport à son plus bas observé début 2024. Compte tenu de cette tendance à la hausse de l'offre de main-d'œuvre et de la perspective d'une faible croissance du PIB à court terme, le taux de chômage pourrait augmenter et culminer à 4,9% d'ici la fin de l'année. Cette détérioration du marché du travail devrait s'accompagner d'un ralentissement de la croissance des salaires, ce qui devrait faire refluer l'inflation dans les services et l'inflation sous-jacente. De plus, notre scénario table sur un impact légèrement désinflationniste des droits de douane, compte tenu de la baisse des prix du pétrole et de leurs effets globalement négatifs sur l'inflation importée. **Cela devrait permettre à la BoE de reprendre son cycle d'assouplissement monétaire l'année prochaine.**

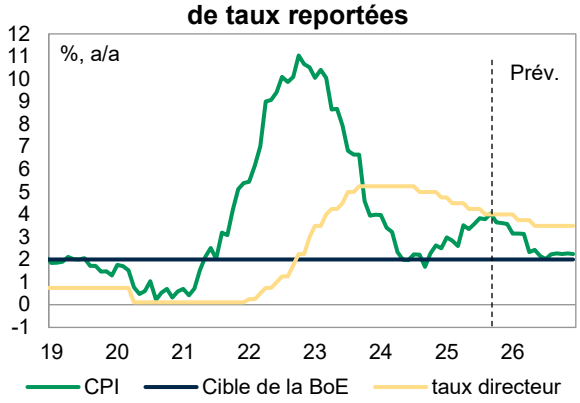
Slavena NAZAROVA

R-U : anticipations d'inflation des ménages



Sources : BoE Inflation Attitude Survey, Crédit Agricole S.A.

R-U : hausse temporaire de l'inflation et baisses de taux reportées



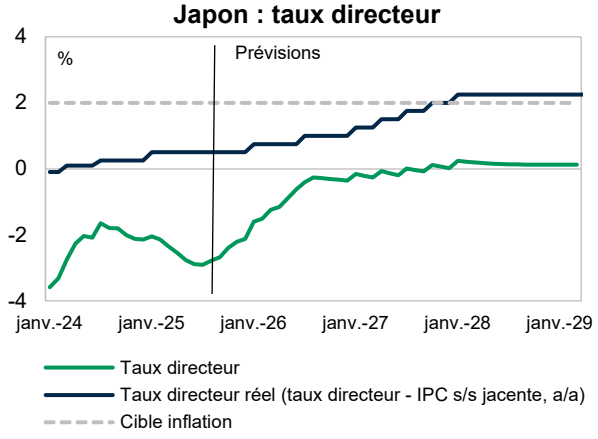
Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

BANQUE DU JAPON : LA PERSPECTIVE DE HAUSSES DE TAUX TEND À S'ÉLOIGNER

Nous anticipons la reprise des hausses des taux à compter de janvier 2026 au plus tôt. Toujours prudente, la Banque du Japon (BoJ) indique que le rythme de la croissance « devrait ralentir » en partie en raison de l'impact des droits de douane de Donald Trump. L'indice de production industrielle et l'indice des prévisions du ministère de l'Économie, du Commerce et de l'Industrie « fluctuent de manière indécise », en raison d'une baisse de la demande causée par le ralentissement économique mondial et la constitution massive de stocks chez les producteurs en prévision des droits de douane imposés par Donald Trump. Mais, certains redoutent un contrecoup une fois les droits de douane imposés.

La BoJ, qui ne veut pas renoncer aux hausses de taux qu'elle qualifie de normalisation financière, semble manier l'expression « baisse des taux » avec beaucoup de précaution. En réalité, elle envisage à la fois une hausse des taux et une baisse des taux comme prochaine mesure. « Nous devons calibrer la politique sur la position la plus neutre possible face aux risques haussiers et baissiers » a en outre déclaré le vice-gouverneur, Shinichi Uchida. Aujourd'hui, notre scénario central est le suivant : pas de recul marqué de la demande ni intérieure ni extérieure, pas de récession profonde de l'économie et reprise des hausses de taux au plus tôt à compter de janvier 2026. Si les responsables de la BoJ continuent de faire allusion à la poursuite des hausses de taux, c'est – selon nous – pour empêcher que les conférences de presse régulières du gouverneur Kazuo Ueda, durant lesquelles aucune hausse des taux n'a été annoncée, ne soient interprétées comme une volonté de détente.

Japon : taux directeur



Sources : BoJ, MIAC, Crédit agricole CIB

La BoJ a légèrement relevé ses prévisions de croissance du PIB réel pour l'exercice 2025, de 0,5% à 0,6%. Si la croissance du PIB réel à partir du deuxième trimestre est de 0,1% (0,4% en rythme annualisé), le taux de croissance du PIB réel pour l'exercice 2025 serait de 0,6%. Les prévisions de la BoJ supposent une croissance faible inférieure au taux de croissance potentiel d'environ 0,5%. Si la croissance du PIB réel au deuxième trimestre 2025 tombe en territoire négatif, une reprise en territoire positif au troisième trimestre 2025, qui serait publiée en novembre, serait alors nécessaire. Les premières hausses de taux pourraient reprendre en janvier 2026. Si les droits de douane réciproques de l'administration Trump entraînent une baisse des exportations et de la production et exercent des pressions baissières sur la demande intérieure, avec le risque d'une croissance négative du PIB réel au troisième trimestre 2025, une croissance positive au quatrième trimestre 2025 devrait être confirmée en février 2026. Dans ce cas, les hausses de taux reprendraient en avril 2026. En cas d'effondrement de la demande intérieure et de dégradation du PIB réel au T4 2025, le risque serait grand de voir l'inflation nettement ralentir en 2026 et de chuter significativement en dessous de l'objectif d'inflation de 2% fixé par la BoJ, ce qui déclencherait une baisse des taux.

Toute nouvelle orientation de politique économique du gouvernement aurait un impact significatif sur la politique monétaire de la BoJ.

Le gouvernement PLD-Komeito a subi une défaite cuisante lors des élections à la Chambre haute entraînant la démission de l'administration Ishiba. À moins qu'il ne passe de sa politique précédente de priorité à la consolidation budgétaire à une politique fiscale agressive, afin d'atténuer les difficultés auxquelles sont confrontés les gens, le gouvernement LDP-Komeito ne pourra pas se maintenir. L'adoption d'une politique budgétaire agressive passerait par la poursuite d'une politique monétaire accommodante, condition préalable à la stabilisation du marché des obligations d'État, ce qui empêcherait la BoJ de reprendre ses hausses de taux dans un avenir proche. Le gouvernement devrait prendre des mesures économiques d'envergure lors de la session extraordinaire de la Diète à l'automne prochain.

À l'heure où le gouvernement tente de stimuler l'économie, il serait malvenu pour la BoJ de relever ses taux. Aux termes de son règlement, la BoJ « sachant que le contrôle monétaire est une composante de la politique économique globale, s'attache à maintenir des relations étroites avec le gouvernement et veille à un échange suffisant de points de vue, de sorte que son contrôle monétaire et la position de base de la politique économique du gouvernement soient mutuellement compatibles ». Naturellement, toute nouvelle orientation de politique économique du gouvernement aurait un impact significatif sur la politique monétaire de la BoJ.

Afin d'atténuer l'impact des droits de douane imposés par Donald Trump, la dépréciation du yen, jusqu'alors problématique, devient une véritable manne financière. Si la nouvelle administration entend soutenir la demande grâce à une politique budgétaire agressive, la BoJ devrait repousser plus encore toute hausse de taux.

Ken MATSUMOTO – Takuji AIDA

Taux d'intérêt – Pressions haussières modérées

Aux États-Unis, possible résurgence des préoccupations inflationnistes et espoirs déçus d'assouplissement monétaire massif pourraient se traduire par une légère hausse des taux d'intérêt, couplée à un aplatissement de la courbe. Favorisé par une croissance européenne résistant mieux qu'anticipé, puis soutenu par l'expansion budgétaire en Allemagne, ce mouvement se propagerait à la zone euro.

ÉTATS-UNIS : LÉGÈRE HAUSSE DES TAUX ET APLATISSEMENT DE LA COURBE

Notre scénario table sur une légère hausse des taux, un aplatissement de la courbe et une faible volatilité des taux.

Récemment, l'attention des responsables de la Fed s'est concentrée sur le risque grandissant de voir le marché du travail ralentir plutôt que sur le risque de hausse d'inflation. **Compte tenu de la politique migratoire et économique de l'administration Trump, le marché du travail « est anormalement déséquilibré entre le ralentissement marqué de l'offre et la demande de travailleurs »**, analyse le président de la Fed, Jerome Powell. Il n'est donc pas étonnant que les mesures liées au sous-emploi, telles que le taux de chômage, les taux de création d'emploi et les taux de cessation d'emploi, soient de plus en plus scrutées et fassent passer les chiffres de l'inflation au second plan. Les chiffres officiels de l'emploi s'inscrivent désormais en baisse et le BLS, dans ses premières révisions, fait état de 911 000 emplois de moins entre mars 2024 et mars 2025. Face à ce nouvel équilibre des risques qui « surpondère » celui du ralentissement aux dépens de l'inflation, les anticipations de nouvelles baisses des taux sont justifiées.

Notre scénario monétaire suppose que la Fed procédera à une baisse de ses taux de 25 points de base (pdb) d'ici la fin de l'année, avant de mettre un terme à l'assouplissement en 2026. Nous sommes donc moins optimistes que le marché qui anticipe 110 pdb de baisse d'ici la fin 2026. **Notre scénario table sur un rendement à dix ans à 4,30% d'ici la fin de l'année, tandis que le taux à deux ans dispose d'un peu plus de marge de progression dans notre scénario d'aplatissement de la courbe.**

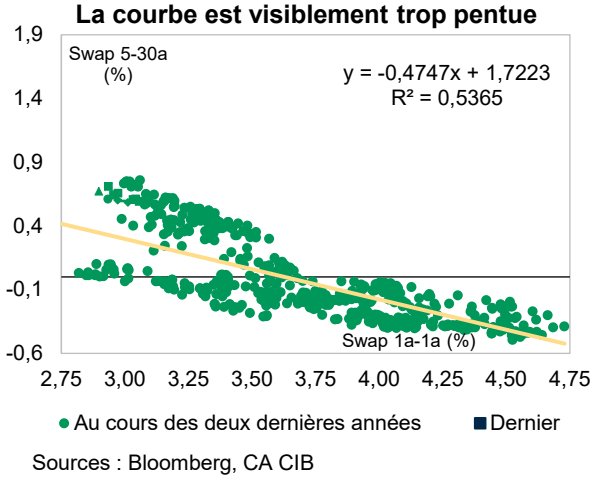
Le taux à deux ans est étroitement corrélé à la détente implicite du marché. Or, il nous semble que la Fed n'a pas vraiment les coudées franches pour abaisser les taux, désormais plus proches de leur point neutre qu'ils ne l'étaient avant le début du cycle d'assouplissement en 2024. De plus, **même si le marché du travail montre des signes d'essoufflement, il n'est pas suffisamment faible pour justifier des baisses consécutives**, une partie des gouverneurs du FOMC restant préoccupée par le volet inflation du double mandat.

Les pressions inflationnistes dues aux droits de douane pèsent progressivement sur l'économie et pourraient persister.

Si le président Donald Trump parvient à remplacer Lisa Cook au poste de gouverneur de la Fed, il obtiendra alors une majorité de gouverneurs favorables au programme de baisses des taux soutenu par son administration. Début septembre, l'écart de rendements entre les échéances trente ans et cinq ans s'est élargi au point d'atteindre 123 pdb pour les bons du Trésor et 75 pdb pour les *swaps*, soit des plus hauts depuis 2021, avant de se resserrer légèrement. La courbe semble toutefois trop pentue par rapport aux taux à terme, comme le *swap* un an dans un an.

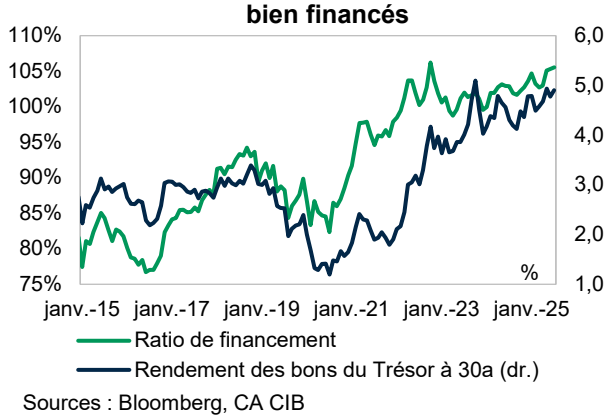
Les marchés anticipent une baisse de 24 pdb lors de la réunion du FOMC prévue le 29 octobre, pour un total de 110 pdb d'ici fin 2026. Dans notre

La courbe est visiblement trop pentue



Sources : Bloomberg, CA CIB

Demande pour les obligations à duration longue & fonds de pension bien financés



Sources : Bloomberg, CA CIB

scénario, moins optimiste, la Fed abaisserait ses taux de seulement 25 pdb en décembre, avant de marquer une pause durable. Le marché du travail pourrait certes continuer de s'affaiblir, mais les pressions inflationnistes dues aux droits de douane pèseront progressivement sur l'économie et sont susceptibles de persister. L'indice PCE sous-jacent en glissement annuel, indicateur privilégié de la Fed pour jauger l'inflation, s'établit à 2,9%, son niveau le plus élevé depuis février : une mauvaise nouvelle pour une banque centrale qui reprend ses baisses de taux.

La partie longue de la courbe est attrayante, le rendement des obligations à trente ans tentant de tester la barre psychologique des 5,00% en fin de mois, sans y parvenir en raison des fonds de pension. Le rôle de ses derniers a été renforcé grâce à la vigueur du marché actions. En août, l'indice Milliman 100 *Pension Funding* progresse à 106,2%. Le démembrement des obligations bat son plein. Ainsi, par exemple, 6,9 milliards de dollars de bons du Trésor ont été démembrés en août, l'un des volumes mensuels de démembrements nets les plus élevés depuis le début de l'année.

Ainsi, dans notre scénario, le taux à trente ans se redresse, mais peine à franchir les 5,00%, grâce à la demande potentielle des fonds de pension.

Alex LI

EUROPE : BILAN MITIGÉ POUR LES OBLIGATIONS SOUVERAINES

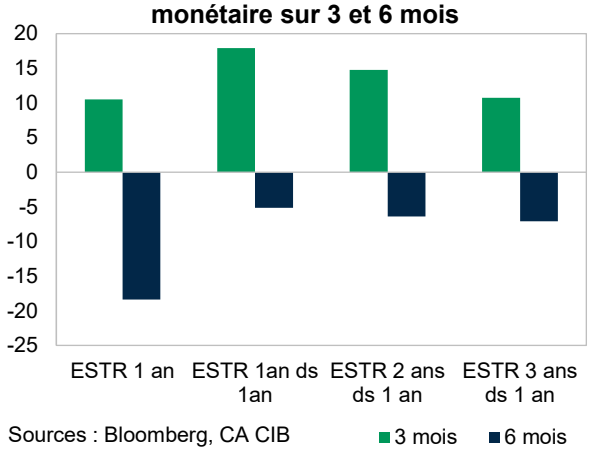
Globalement, l'économie de la zone euro se porte bien, et ce malgré les nombreuses disparités d'un pays à l'autre : si la prévision de croissance de l'Espagne pour 2025 est relevée à 2,8%, celle de la France atteint seulement 0,7%, d'où la surperformance des Bonos portées par les fondamentaux. Globalement, la croissance du PIB de la zone euro (1,5%) résiste, excède la moyenne de 1,3% enregistrée sur la décennie pré-Covid et dépasse nettement les estimations antérieures. De même, la zone euro continue d'afficher un taux de chômage bas (6,3%) par rapport aux niveaux historiques (10% en moyenne sur la même période).

Rien ne porte donc à croire que la BCE va encore baisser ses taux d'intérêt. Pour autant, la probabilité d'une baisse des taux du marché monétaire tient toujours « la corde ». La BCE ayant laissé ses taux inchangés à 2%, notre scénario table sur une nouvelle hausse des taux du marché monétaire. Mais, en l'absence de mouvement anticipé par la BCE, la volatilité sur le segment du marché monétaire devrait continuer de s'atténuer. Sauf grosses surprises macroéconomiques, en particulier sur le front de l'inflation, rien n'indique un regain de volatilité dans la structure par terme de la courbe en euro. Cela aura des conséquences, à la fois, sur la forme de la courbe et les *spreads* des obligations d'État européennes : la faible volatilité contribue à leur compression, compte tenu de l'avantage de portage de certains émetteurs.

En l'absence de mouvement anticipé par la BCE, la volatilité sur le segment du marché monétaire devrait continuer de s'atténuer.

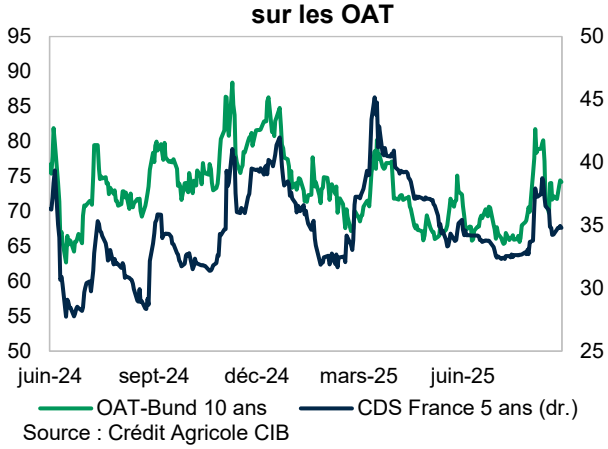
Au cours des dernières semaines, la divergence entre les taux des marchés monétaires en euros et en dollars a été inaccoutumée. Selon notre scénario, après une dernière baisse de 25 pdb en décembre 2025, la Fed ne devrait procéder à aucune baisse l'année prochaine. Au regard des anticipations plus « *dovish* » du marché, un tel scénario pourrait susciter une réévaluation des taux du marché monétaire en dollars, avec des répercussions à prévoir sur les courbes globales. Des pressions haussières pourraient ainsi, de nouveau, s'exercer sur les taux en euros en raison, d'une part, de leur corrélation avec les taux en dollars et, d'autre part, de l'amélioration des perspectives de croissance dans la zone euro, sous l'effet de l'expansion budgétaire en Allemagne.

Variations des taux du marché monétaire sur 3 et 6 mois



Sources : Bloomberg, CA CIB

Prime de risque politique temporaire sur les OAT



Source : Crédit Agricole CIB

La forme de la courbe euro devrait être principalement dictée par notre scénario monétaire qui suppose que le prochain mouvement de taux de la BCE pourrait être une hausse fin 2026, annonçant un cycle probable de léger resserrement. Les marchés tentent habituellement d'anticiper l'évolution des taux directeurs au moins six à neuf mois à l'avance : c'est la raison pour laquelle la pente de la courbe du marché monétaire tend initialement à s'aplatir, une fois que le marché a fait du resserrement son scénario central.

Au cours des derniers mois, **l'ampleur de la hausse des primes à terme mondiales (cinq-trente ans) nous a quelque peu surpris**. L'emballement devrait néanmoins se calmer d'ici la fin de notre horizon prévisionnel : la partie longue – plutôt que de répondre aux besoins des investisseurs axés sur le passif – a désormais tout pour séduire les investisseurs axés sur les primes.

S'agissant des taux allemands (Bund), l'offre devrait peser sur la courbe face à l'élargissement de l'*Asset Swap*. Dans ces conditions, nous prévoyons toujours une baisse du rendement du Bund par rapport aux *swaps*, en particulier les segments à dix et trente ans, malgré l'impact de la transition des fonds de pension néerlandais. Ce dernier devrait être moins important que ne l'anticipe aujourd'hui le marché : le potentiel de flux de paiement des fonds de pension néerlandais nous semble exagéré.

Enfin, **en France, avec un peu d'avance sur le calendrier, la crise politique s'invite de nouveau dans le paysage, avec la nomination d'un nouveau Premier ministre chargé de faire passer des coupes budgétaires impopulaires**. Comme prévu par les acteurs du marché et aucune élection générale n'ayant été convoquée, l'impact a été de courte durée et superficiel. Le *spread* OAT-Bund à dix ans devrait peiner à se contracter sous les 65 points de base, l'inertie budgétaire étant encore loin d'être résolue. Et qui sait combien de temps s'écoulera avant que le président, Emmanuel Macron, ne nomme un « nouveau, nouveau Premier ministre » ? Comprenez, en creux, que la partie plus courte de la courbe des OAT à rendement plus élevé devrait séduire les investisseurs. Compte tenu des risques sur le front budgétaire, la prudence reste toutefois de mise sur la partie très longue.

Bert LOURENCO

Taux de change – En attendant que le dollar ne retrouve le sourire

Lesté par une vague de désamour dans le sillage du fracassant « *Libération Day* », ainsi que par des anticipations d'accommodation monétaire certainement exagérées, le dollar a souffert. Alors que les entrées de capitaux au profit des États-Unis ne se sont pas taries et que l'assouplissement risque d'être moindre qu'anticipé, le dollar pourrait « retrouver le sourire ».

PAYS DÉVELOPPÉS : DÉMYSTIFIER LA STRATÉGIE DE RÉÉQUILIBRAGE DU DOLLAR

Les tenants de la stratégie « *Sell America* » tentent de connecter la correction du dollar dans la foulée du « jour de la Libération » (le 2 avril) aux sorties de capitaux des portefeuilles étrangers hors des États-Unis. Ils avancent, en outre, l'idée d'une rupture structurelle de la corrélation traditionnellement positive entre le dollar, d'une part, et la hausse des rendements des bons du Trésor américain et/ou la faiblesse des actions mondiales, de l'autre. Ces corrélations historiques solidement ancrées forment l'épine dorsale de ce que l'on appelle le « sourire du dollar », un concept analytique qui aide les investisseurs à comprendre l'évolution des cours de change. Or, les derniers chiffres de flux de portefeuille signalent que les États-Unis sont parvenus à attirer des niveaux records de capitaux, aussi bien en actions qu'en obligations au cours des sept premiers mois de 2025 : ces flux de capitaux « tordent le cou » à la stratégie « *Sell America* ». De plus, les chiffres suggèrent que **le « sourire du dollar » reste le modèle dominant sur le marché des changes**.

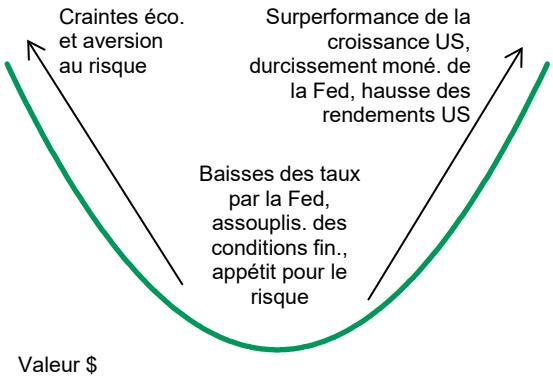
Reste néanmoins à savoir quand le dollar retrouvera le sourire. En effet, le dollar reste la devise du G10 la moins performante cette année et continue de se négocier à des niveaux proches de ses plus bas de l'année, soit dans la partie basse du « sourire du dollar ». Le dollar fait les frais des anticipations grandissantes de baisses de taux de la Fed, sapant son attrait en termes de rendement et rendant les couvertures courtes en dollars plus séduisantes. Le recours croissant des investisseurs étrangers aux couvertures de change peut expliquer l'écart entre la sous-performance du dollar et la surperformance du marché actions américain, nourrie par les entrées de capitaux étrangers. Un constat confirmé par notre tracker ETF marché américain actions qui suggère que plus de 80% de l'ensemble des achats étrangers ont été couverts.

Le dollar reste la devise du G10 la moins performante cette année et continue de se négocier à des niveaux proches de ses plus bas de l'année.

Les marchés de taux américains anticipent un assouplissement de la Fed de près de 45 points de base (pdb) en 2025, suivi de près de 70 pdb en 2026. Ces perspectives nous semblent excessivement accommodantes et suggèrent que **de nombreux facteurs négatifs sont déjà intégrés dans le cours du dollar**. L'économie américaine devrait se redresser et l'inflation rester persistante en 2026, incitant la Fed à se montrer moins accommodante que ne l'anticipent les marchés de taux américains. Ces derniers pourraient ainsi se redresser, **le dollar séduire à nouveau en termes de rendement et retrouver, une fois de plus, le « sourire »**. La courbe des taux des bons du Trésor américain pourrait s'aplatir et rendre la couverture du risque de change trop onéreuse : cela découragerait la couverture du dollar en position courte.

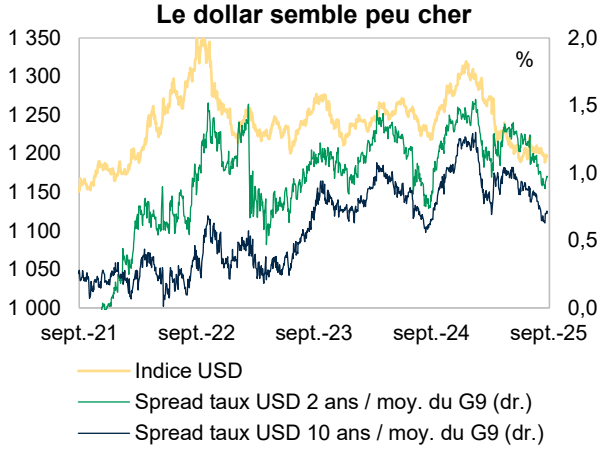
Le dollar devrait ainsi se négocier à un niveau proche de ses derniers plus bas dans les trois à

Le sourire du dollar



Sources : Bloomberg, CA CIB

Le dollar semble peu cher



Sources : Bloomberg, CA CIB

six prochains mois, avant de regagner un peu de terrain à l'horizon 2026, à la faveur de la reprise de l'économie américaine et de la fin plus précoce du cycle d'assouplissement de la Fed. La poursuite des entrées de capitaux au titre des investissements de portefeuille et l'intensification des investissements directs étrangers aux États-Unis devraient également soutenir le dollar. **S'agissant du cours euro/dollar, nous anticipons un pic proche des récents plus hauts dans les mois à venir, avant de s'orienter de nouveau à la baisse vers 1,10 en 2026.**

Valentin MARINOV

LES DEVISES ÉMERGENTES DEVRAIENT RESTER STABLES FACE AU DOLLAR AMÉRICAIN, PLAFONNÉES PAR L'EFFET DES DROITS DE DOUANE

Les devises des marchés émergents ont relativement bien performé face au dollar américain depuis le début de l'année, malgré le défi des droits de douane américains. Les trois premiers trimestres de l'année peuvent être divisés en deux parties. Au cours du premier semestre, un panier constitué des principales devises des marchés émergents s'est apprécié face au dollar américain. Depuis la confirmation des droits de douane américains en juillet, ce même panier s'est stabilisé.

Le reste de l'année devrait être similaire à ce troisième trimestre de stabilité. De nombreux facteurs soutiennent les devises émergentes ; l'effet négatif des droits de douane devra cependant être absorbé, ce qui devrait limiter le potentiel d'appréciation des devises émergentes.

Facteurs favorables

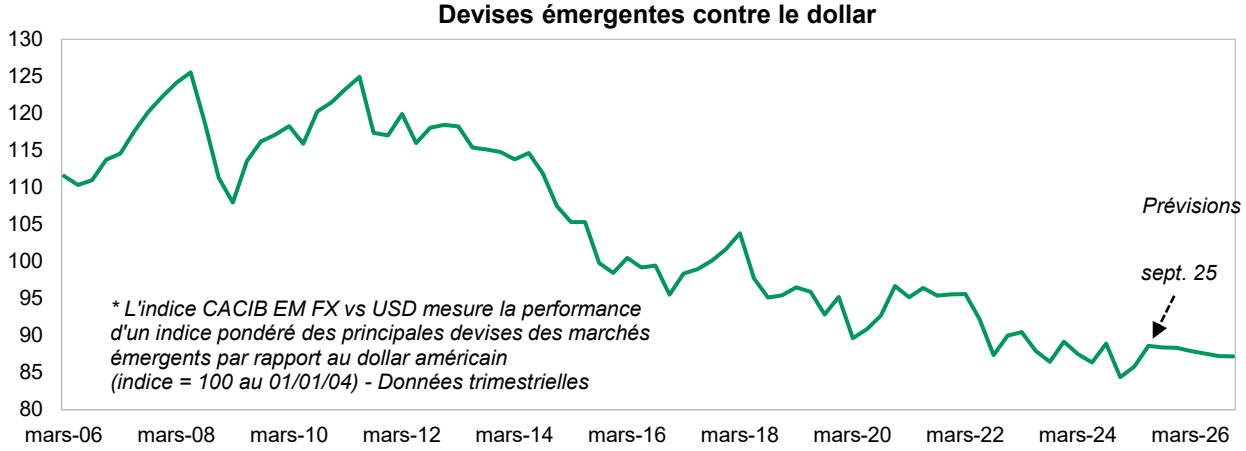
Les perspectives de croissance économique sont « décentes » et soutiennent les devises. Nous prévoyons une croissance quasi stable en 2025-2026 du PIB des marchés émergents (vers 3,9% en 2025 et en 2026). La consommation privée devrait rester correcte, bénéficiant d'une inflation plus faible (presque revenue à son niveau d'avant la pandémie en moyenne pour les marchés émergents). La baisse de l'inflation devrait également permettre aux banques centrales des marchés émergents de réduire leurs taux d'intérêt si nécessaire. Pour de nombreuses banques centrales émergentes, l'ampleur de l'assouplissement monétaire devrait être similaire à celle de la Fed.

Les exportateurs des marchés émergents devraient également bénéficier d'une demande soutenue provenant des pays développés. Ce dynamisme pourrait contribuer à compenser partiellement l'effet dépressif des droits de douane. En effet, la croissance séquentielle agrégée du PIB des États-Unis, de l'Europe et du Japon devrait légèrement accélérer de manière constante au cours des cinq prochains trimestres, en grande partie grâce aux dépenses publiques (notamment le « *One Big beautiful Bill* » américain et la relance des dépenses allemandes).

Les performances satisfaisantes des exportations des marchés émergents au premier semestre étaient en partie artificielles, en raison d'une anticipation des exportations avant la mise en œuvre des droits de douane.

De plus, **le portage des marchés émergents reste attractif**. Grâce à l'assouplissement monétaire de la Fed américaine depuis septembre 2024, l'écart moyen entre les taux d'intérêt des devises des marchés émergents et ceux du dollar américain s'est stabilisé au-dessus de 200 points de base au troisième trimestre (à l'exception de la Chine, de la Russie et de la Turquie). Ce n'est certes pas aussi favorable que ce qui prévalait jusqu'en 2021, avant le resserrement monétaire de la Fed, mais c'est supérieur aux niveaux observés il y a un an. De plus, la perspective d'un nouvel assouplissement de la Fed incite les

Devises émergentes contre le dollar



Source : Crédit Agricole CIB

investisseurs présents sur les marchés émergents à s'intéresser aux obligations de ces mêmes marchés.

Face au défi des droits de douane

Les droits de douane auront un impact négatif sur les marchés émergents. Leurs exportations ont relativement bien performé au cours du premier semestre. Cependant, cela s'explique en partie par le fait que les exportateurs ont anticipé une partie des exportations prévues afin de limiter l'impact des droits de douane. Un « retour de bâton » est donc à prévoir. Outre le Mexique, les pays les plus exposés à la demande américaine sont les économies asiatiques.

La politisation des droits de douane introduit également une incertitude supplémentaire pour certains grands pays. C'est le cas du Brésil, de l'Inde et de l'Afrique du Sud, qui sont confrontés à des droits de douane américains élevés, notamment pour des raisons politiques. Les droits de douane sectoriels pèseront également sur les performances de certains exportateurs.

Conclusion

La conjonction des facteurs positifs et de l'effet défavorable des droits de douane nous incite à tabler sur un **profil stable pour la moyenne des devises des marchés émergents par rapport au dollar américain au cours des six prochains mois**.

Il s'agit bien sûr d'une moyenne pour la classe d'actifs des devises des marchés émergents. Au sein de cet ensemble complexe, il existe évidemment des différences. Sur le plan régional, nous prévoyons que les devises latino-américaines sous-performeront leurs homologues, en raison des préoccupations budgétaires et de la baisse significative des taux d'intérêt par les banques centrales. Certaines devises du CE4 pourraient bénéficier d'un portage toujours élevé et de la relance des dépenses allemandes. Les devises asiatiques pourraient être « plafonnées » par leur exposition aux droits de douane, tout en restant protégées par des fondamentaux en moyenne solides.

Sébastien BARBÉ

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES & FINANCIÈRES

Scénario économique

Taux d'intérêt

Taux de change

Matières premières

Comptes publics

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE DU GROUPE CRÉDIT AGRICOLE

	PIB (a/a, %)			Inflation* (a/a, %)			Balance courante (% du PIB)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Etats-Unis	**2,8**	**1,7**	**2,0**	**2,9**	**2,8**	**2,9**	**-4,1**	**-3,7**	**-3,5**
Japon	**0,1**	**1,0**	**0,6**	**2,4**	**2,9**	**1,6**	**4,8**	**3,5**	**2,0**
Zone euro	**0,8**	**1,3**	**1,3**	**2,4**	**2,2**	**1,8**	**2,5**	**1,6**	**1,8**
Allemagne	-0,5	0,1	1,2	2,5	2,2	2,0	5,6	5,3	5,0
France	1,1	0,7	1,2	2,3	1,0	1,3	0,4	-0,8	0,0
Italie	0,5	0,5	0,6	1,1	1,7	1,1	1,1	1,1	1,4
Espagne	3,5	2,8	2,0	2,9	2,5	1,8	2,8	2,6	2,5
Pays-Bas	1,1	1,5	1,4	3,2	2,9	2,1	9,1	9,8	10,5
Belgique	1,0	1,1	1,2	4,3	2,9	1,8	-0,9	-0,8	-1,3
Autres pays développés									
Royaume-Uni	1,1	1,5	1,1	2,5	3,4	2,5	-2,7	-3,3	-2,9
Canada	1,6	1,1	1,5	2,4	2,0	2,1	-0,5	-0,8	-1,0
Australie	1,2	2,1	2,2	3,3	3,3	3,0	-0,9	-1,1	-1,3
Suisse	1,4	1,0	1,4	1,1	0,3	0,6	7,7	4,9	5,7
Suède	0,7	1,0	2,0	2,8	2,5	2,0	7,4	6,0	6,5
Norvège	2,1	0,3	1,6	3,2	3,0	2,3	16,9	14,5	12,2
Asie	**5,2**	**4,8**	**4,7**	**1,7**	**1,3**	**1,9**	**2,0**	**1,8**	**1,4**
Chine	5,0	4,8	4,4	0,2	0,1	0,6	2,2	2,0	1,4
Inde	6,8	6,3	6,7	4,9	3,6	4,7	-1,4	-1,6	-1,7
Corée du Sud	2,0	0,9	2,1	2,3	2,1	1,8	5,3	4,8	4,9
Indonésie	5,0	4,7	4,9	2,3	2,0	2,2	-0,6	-1,0	-1,2
Taiwan	4,6	4,7	2,2	2,2	1,7	1,8	14,3	14,0	13,0
Thaïlande	2,5	2,2	2,3	0,4	1,0	1,2	2,2	2,8	3,2
Malaisie	5,1	4,2	4,3	1,8	2,3	2,2	1,7	2,0	2,5
Singapour	4,4	1,7	2,0	2,4	1,0	1,5	17,5	16,6	17,5
Hong Kong	2,5	2,3	2,2	1,8	1,6	2,0	11,3	10,7	10,0
Philippines	5,6	5,4	5,5	3,2	2,0	3,2	-3,5	-3,5	-2,9
Vietnam	7,1	6,1	6,0	3,6	3,2	3,3	4,5	5,6	4,1
Amérique latine	**2,8**	**2,5**	**2,2**	**3,7**	**3,2**	**2,8**	**-0,5**	**-0,8**	**-1,1**
Brésil	3,4	2,3	1,7	4,4	5,0	4,3	-2,6	-2,5	-2,0
Mexique	1,2	0,7	1,2	4,7	3,8	3,3	-0,7	-0,6	-0,8
Europe émergente	**3,2**	**1,9**	**2,2**	**20,9**	**14,8**	**8,3**	**0,6**	**0,2**	**0,2**
Russie	4,1	1,0	1,4	8,4	8,7	6,0	2,9	2,2	2,1
Turquie	3,0	3,0	3,2	60,1	36,0	17,0	-1,5	-1,5	-1,5
Pologne	2,9	3,6	3,3	3,6	3,7	2,9	0,2	-0,2	0,0
Rép. tchèque	1,0	2,2	2,3	2,5	2,4	2,2	1,8	1,2	0,6
Roumanie	0,8	1,0	1,7	5,6	7,4	6,5	-8,3	-7,5	-6,1
Hongrie	0,5	0,8	2,5	3,7	4,6	4,0	2,1	1,5	1,0
Afrique, Moyen-Orient	**2,4**	**3,0**	**3,2**	**12,8**	**11,5**	**9,3**	**1,8**	**0,3**	**0,1**
Arabie saoudite	2,0	3,9	3,8	1,7	2,2	2,0	-0,5	-2,6	-3,1
Emirats Arabes Unis	4,0	4,5	4,5	1,8	1,5	2,0	9,1	8,8	8,3
Afrique du Sud	0,6	1,4	1,3	4,4	3,7	4,5	-0,6	-1,3	-1,4
Egypte	2,4	4,3	4,6	33,2	20,8	12,5	-5,5	-4,9	-4,1
Algérie	3,6	3,2	2,7	4,4	4,5	5,1	-1,0	-2,5	-3,5
Qatar	2,4	2,6	5,2	1,3	0,5	1,8	17,3	13,7	15,2
Koweït	-2,6	2,7	2,5	2,9	2,3	2,2	29,1	22,4	19,0
Maroc	3,8	4,1	3,7	1,0	1,7	2,0	-1,2	-1,9	-2,2
Tunisie	1,4	1,7	1,5	7,0	6,0	6,5	-1,7	-2,5	-2,8
Total	**3,2**	**2,9**	**2,9**	**4,4**	**3,7**	**3,1**	**0,7**	**0,4**	**0,2**
Pays industrialisés	**1,6**	**1,5**	**1,5**	**2,6**	**2,6**	**2,3**	**-0,3**	**-0,7**	**-0,7**
Pays émergents	**4,4**	**4,0**	**3,9**	**5,8**	**4,5**	**3,7**	**1,5**	**1,1**	**0,9**

** IPCH pour les pays zone euro, CPI pour les autres*

	2024				2025				2026			
Croissance PIB, t/t, %	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Etats-Unis (annualisée)	1,6	3,0	3,1	2,4	-0,6	3,8	1,1	1,5	1,8	2,2	2,4	2,4
Japon	-0,2	0,5	0,6	0,5	0,1	0,5	-0,6	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4
Eurozone	0,3	0,2	0,4	0,4	0,6	0,1	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
Allemagne	-0,1	-0,3	0,0	0,2	0,3	-0,3	-0,1	0,1	0,4	0,5	0,5	0,4
France	0,1	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,3	0,4	0,3	0,4
Italie	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,2
Espagne	1,1	0,9	0,8	0,8	0,6	0,8	0,5	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6
Royaume-Uni	0,8	0,6	0,2	0,2	0,7	0,3	0,3	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4

	2024				2025				2026			
Prix à la consommation, a/a %	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Etats-Unis	3,2	3,2	2,6	2,7	2,7	2,5	2,9	3,1	3,1	3,0	2,8	2,7
Japon	3,2	2,2	2,0	2,3	2,7	3,2	3,2	2,6	2,0	1,5	1,3	1,4
Zone euro (IPCH)	2,6	2,5	2,2	2,2	2,3	2,0	2,1	2,0	1,7	1,9	1,7	1,8
Allemagne	2,7	2,6	2,2	2,5	2,6	2,1	2,1	2,2	2,0	2,0	2,0	1,9
France	3,0	2,5	2,1	1,7	1,2	0,8	1,0	1,0	1,1	1,4	1,4	1,5
Italie	1,0	0,9	1,2	1,3	1,8	1,8	1,7	1,4	0,9	1,3	1,1	1,2
Espagne	3,2	3,6	2,3	2,4	2,7	2,2	2,6	2,5	1,8	1,8	1,7	2,0
Royaume-Uni	3,5	2,1	2,0	2,5	2,8	3,5	3,9	3,6	3,1	2,3	2,2	2,3

	2024				2025				2026			
Taux de chômage, %	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Etats-Unis	3,8	4,0	4,2	4,1	4,1	4,2	4,3	4,5	4,4	4,3	4,2	4,1
Japon	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,6	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6
Eurozone	6,6	6,5	6,4	6,3	6,4	6,4	6,3	6,3	6,3	6,2	6,2	6,1
Allemagne	3,3	3,4	3,4	3,4	3,6	3,7	3,6	3,6	3,6	3,5	3,4	3,4
France	7,5	7,4	7,4	7,3	7,5	7,6	7,6	7,7	7,7	7,7	7,7	7,6
Italie	7,1	6,7	6,3	6,2	6,3	6,3	6,2	6,3	6,4	6,4	6,4	6,4
Espagne	11,8	11,6	11,3	10,8	10,8	10,6	10,3	10,1	9,9	9,7	9,5	9,4
Royaume-Uni	4,4	4,2	4,3	4,4	4,5	4,7	4,8	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9

	PIB (b)	Consom-mation privée (b)	Consom-mation publique (b)	FBCF (b)	Exportations (b)	Importations (b)	Exportations nettes (a)	Variations de stock (a)
Zone euro								
2024	0,8	1,1	2,3	-2,1	0,4	-0,5	0,4	0,2
2025	1,3	1,2	1,4	2,2	1,7	2,6	-0,4	0,5
2026	1,3	1,1	1,3	1,9	1,4	1,3	0,1	0,4
T1 2025	*0,6*	*0,3*	*-0,1*	*2,7*	*2,2*	*2,2*	*0,1*	*0,2*
T2 2025	*0,1*	*0,1*	*0,5*	*-1,8*	*-0,5*	*0,0*	*-0,2*	*0,7*
T3 2025	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,3*	*0,1*	*0,0*	*0,1*	*0,7*
T4 2025	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,6*	*0,4*	*0,2*	*0,1*	*0,5*
Allemagne								
2024	-0,5	0,5	2,6	-3,2	-1,9	-0,4	-0,7	0,0
2025	0,1	1,0	1,9	-0,9	0,0	3,5	-1,4	0,8
2026	1,2	0,7	2,2	3,1	0,9	1,7	-0,3	0,0
T1 2025	*0,3*	*0,6*	*-0,3*	*0,3*	*2,5*	*1,6*	*0,4*	*-0,4*
T2 2025	*-0,3*	*0,1*	*0,8*	*-1,4*	*-0,1*	*1,6*	*-0,7*	*0,5*
T3 2025	*-0,1*	*-0,2*	*0,3*	*-0,2*	*-0,2*	*-0,2*	*0,0*	*-0,1*
T4 2025	*0,1*	*0,1*	*0,3*	*0,8*	*0,1*	*0,1*	*0,0*	*-0,1*
France								
2024	1,1	1,0	1,4	-1,3	2,4	-1,3	1,3	-0,8
2025	0,7	0,4	1,2	-0,4	0,6	2,7	-0,6	0,9
2026	1,2	1,0	1,0	1,0	3,1	1,5	0,6	-0,4
T1 2025	*0,1*	*-0,2*	*0,2*	*-0,1*	*-1,2*	*0,4*	*-0,5*	*0,7*
T2 2025	*0,3*	*0,0*	*0,4*	*-0,1*	*0,5*	*1,3*	*-0,3*	*0,5*
T3 2025	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,1*	*0,9*	*0,3*	*0,2*	*-0,1*
T4 2025	*0,1*	*0,2*	*0,2*	*0,1*	*1,7*	*0,4*	*0,4*	*-0,5*
Italie								
2024	0,5	0,4	1,1	0,0	-0,3	-1,5	0,3	-0,2
2025	0,5	0,5	0,5	2,7	0,0	2,3	-0,7	0,1
2026	0,6	0,6	0,5	2,0	-0,6	0,4	-0,3	-0,1
T1 2025	*0,3*	*0,2*	*-0,3*	*1,1*	*2,1*	*1,3*	*0,3*	*-0,3*
T2 2025	*-0,1*	*0,0*	*0,2*	*1,0*	*-1,7*	*0,4*	*-0,7*	*0,4*
T3 2025	*-0,1*	*0,2*	*0,2*	*0,4*	*-0,2*	*0,5*	*-0,2*	*-0,1*
T4 2025	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,6*	*-0,1*	*-0,2*	*0,0*	*-0,1*
Espagne								
2024	3,5	3,1	2,9	3,6	3,2	2,9	0,2	0,3
2025	2,8	3,1	1,3	5,1	4,1	5,5	-0,3	0,1
2026	2,0	2,2	1,0	3,3	2,3	2,9	-0,1	0,1
T1 2025	*0,6*	*0,6*	*0,2*	*1,3*	*2,4*	*2,0*	*0,2*	*-0,2*
T2 2025	*0,8*	*0,8*	*0,1*	*0,8*	*1,3*	*1,6*	*0,0*	*0,2*
T3 2025	*0,5*	*0,6*	*0,2*	*1,0*	*0,4*	*0,7*	*-0,1*	*0,0*
T4 2025	*0,3*	*0,4*	*0,2*	*0,9*	*0,4*	*0,8*	*-0,1*	*0,0*
Portugal								
2024	2,1	3,0	1,5	4,2	3,1	4,8	-0,8	0,0
2025	2,1	3,1	1,4	2,6	0,8	4,1	-1,6	0,9
2026	2,3	2,1	0,8	5,5	2,1	3,0	-0,5	0,2
T1 2025	*-0,3*	*0,0*	*0,5*	*-2,4*	*-0,2*	*1,8*	*-1,0*	*1,1*
T2 2025	*0,7*	*0,7*	*0,5*	*1,8*	*0,1*	*0,2*	*0,0*	*-0,2*
T3 2025	*0,9*	*0,5*	*0,1*	*2,0*	*0,2*	*0,4*	*-0,1*	*0,3*
T4 2025	*0,9*	*0,5*	*0,1*	*2,0*	*0,4*	*0,6*	*-0,1*	*0,3*
Pays-Bas								
2024	1,1	1,0	3,6	-0,5	-0,2	0,0	-0,2	0,0
2025	1,5	1,0	2,7	1,9	1,8	2,0	0,0	0,0
2026	1,4	1,4	1,6	3,2	1,3	1,4	0,1	-0,4
T1 2025	*0,3*	*0,4*	*0,5*	*-2,1*	*0,2*	*0,4*	*-0,1*	*0,5*
T2 2025	*0,1*	*-0,4*	*0,8*	*1,5*	*0,9*	*2,6*	*-1,2*	*1,0*
T3 2025	*0,3*	*0,3*	*0,5*	*0,5*	*-0,4*	*-1,3*	*0,6*	*-0,7*
T4 2025	*0,4*	*0,4*	*0,4*	*1,0*	*0,0*	*-0,3*	*0,3*	*-0,3*
Royaume-Uni								
2024	1,1	-0,2	3,4	1,8	0,7	2,6	-0,6	0,1
2025	1,5	0,9	1,3	2,9	3,8	4,7	-0,4	-0,1
2026	1,1	1,0	1,5	3,1	2,9	4,3	-0,5	0,0
T1 2025	*0,7*	*0,3*	*-0,2*	*1,9*	*1,7*	*1,2*	*0,1*	*-0,2*
T2 2025	*0,3*	*0,1*	*1,3*	*0,5*	*-0,2*	*0,0*	*-0,1*	*0,0*
T3 2025	*0,3*	*0,2*	*-1,0*	*0,5*	*0,8*	*1,0*	*-0,1*	*0,0*
T4 2025	*0,1*	*0,1*	*0,5*	*0,3*	*0,8*	*1,0*	*-0,1*	*0,0*

(a) contribution à la croissance (%, t/t) (b) t/t, %

TAUX D'INTÉRÊT

Taux courts		oct.-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Etats-Unis	Fed funds	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
	Sofr	4,20	3,82	3,82	3,82	3,82	3,82
Japon	Call rate	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00
Zone euro	Refinancement	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,40
	Dépôt	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,25
	€str	1,93	1,93	1,93	1,93	1,93	2,18
	Euribor 3m	2,00	1,97	1,98	1,99	2,00	2,25
Royaume-Uni	Taux de base	4,00	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50
	Sonia	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50
Suède	Repo	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Norvège	Deposit	4,00	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50
Canada	Overnight	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25

Taux 10 ans	oct.-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Etats-Unis	4,10	4,30	4,40	4,45	4,50	4,55
Japon	1,66	1,60	1,90	1,95	2,20	2,25
Zone euro (Allemagne)	2,70	2,80	2,97	3,00	3,05	3,03
Spread 10 ans / Bund						
France	0,82	0,75	0,70	0,65	0,75	0,80
Italie	0,85	0,75	0,65	0,65	0,85	0,85
Espagne	0,54	0,50	0,50	0,45	0,50	0,50

Asie		oct.-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Chine	1Y deposit rate	1,40	1,30	1,30	1,20	1,20	1,20
Hong Kong	Taux de base	5,50	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
Inde	Taux repo	4,75	4,25	4,00	4,00	3,75	3,75
Indonésie	BI rate	2,50	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00
Corée	Taux de base	0,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Malaisie	OPR	5,00	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75
Philippines	Taux repo	1,04	0,85	0,70	0,60	0,50	0,40
Singapour	6M SOR	2,00	2,00	2,00	1,88	1,88	1,88
Taïwan	Redisc	1,50	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
Thaïlande	Repo	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Vietnam	Refinancing rate	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Amérique Latine							
Brésil	Overnight/Selic	4,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Mexique	Taux overnight	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Europe Emergente							
Rép. tchèque	Repo 14 j.	6,50	6,50	6,25	6,25	6,25	6,00
Hongrie	Repo 2 sem.	0,00	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00
Pologne	Repo 7 j.	6,50	6,50	6,50	6,50	6,00	5,50
Roumanie	Repo 2 sem.	17,00	15,00	13,00	11,00	10,00	10,00
Russie	1W auction rate	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Turquie	Repo 1 sem.	36,00	36,00	33,00	30,00	27,00	24,00

TAUX DE CHANGE

Taux de change USD

Pays industrialisés		oct.-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Euro	EUR/USD	1,17	1,17	1,16	1,14	1,12	1,10
Japon	USD/JPY	147	144	145	146	147	148
Royaume-Uni	GBP/USD	1,34	1,37	1,37	1,36	1,34	1,33
Suisse	USD/CHF	0,80	0,81	0,83	0,85	0,88	0,89
Canada	USD/CAD	1,40	1,37	1,36	1,36	1,35	1,35
Australie	AUD/USD	0,66	0,68	0,68	0,69	0,70	0,70
Nvelle Zélande	NZD/USD	0,58	0,60	0,61	0,62	0,64	0,64

Parités croisées c/ euro

Pays industrialisés		oct.-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Japon	EUR/JPY	172	168	168	166	165	163
Royaume-Uni	EUR/GBP	0,87	0,85	0,84	0,84	0,83	0,83
Suisse	EUR/CHF	0,93	0,95	0,96	0,97	0,98	0,98
Suède	EUR/SEK	11,04	11,00	10,80	10,70	10,60	10,50
Norvège	EUR/NOK	11,70	11,30	11,10	10,90	10,70	10,50

Asie		oct.-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Chine	USD/CNY	7,12	7,15	7,17	7,18	7,19	7,20
Hong Kong	USD/HKD	7,78	7,80	7,80	7,78	7,77	7,77
Inde	USD/INR	88,76	86,00	86,25	86,50	86,25	86,00
Indonésie	USD/IDR	16 580	16 450	16 400	16 500	16 600	16 700
Malaisie	USD/MYR	4,20	4,20	4,25	4,30	4,30	4,30
Philippines	USD/PHP	58,1	55,8	56,0	56,3	56,5	57,0
Singapour	USD/SGD	1,29	1,27	1,28	1,29	1,30	1,31
Corée du Sud	USD/KRW	1408	1350	1355	1360	1365	1370
Taiwan	USD/TWD	30,5	29,8	29,9	30,0	30,2	30,5
Thailande	USD/THB	32,5	32,2	32,8	33,0	33,3	33,5
Vietnam	USD/VND	26 393	26 000	26 000	26 200	26 400	26 600
Amérique latine							
Brésil	USD/BRL	5,35	5,50	5,55	5,60	5,65	5,70
Mexique	USD/MXN	18,50	19,25	19,50	19,75	20,00	20,25
Afrique							
Afrique du Sud	USD/ZAR	17,33	17,50	17,40	17,40	17,60	17,70
Europe émergente							
Pologne	USD/PLN	3,64	3,66	3,68	3,74	3,79	3,85
Russie	USD/RUB	81,45	83,00	86,00	87,00	88,00	88,00
Turquie	USD/TRY	41,61	42,50	43,40	44,10	44,50	44,80
Europe centrale							
Rép. tchèque	EUR/CZK	24,29	24,20	24,00	23,80	23,60	23,40
Hongrie	EUR/HUF	389	385	380	370	368	365
Pologne	EUR/PLN	4,26	4,28	4,27	4,26	4,25	4,24
Roumanie	EUR/RON	5,08	5,07	5,07	5,07	5,07	5,07

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix moy. du trim.		2-oct	2025	2026			
			T4	T1	T2	T3	T4
Brent	USD/BBL	65	63	60	65	70	72

Prix moy. du trim.		2-oct	2025	2026			
			T4	T1	T2	T3	T4
Or	USD/oz	3 832	3 700	3 600	3 600	3 500	3 400

COMPTES PUBLICS

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dette publique (% du PIB)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Etats-Unis	**-6,5**	**-6,8**	**-6,6**	**99,5**	**101,9**	**104,0**
Japon	**-4,5**	**-3,5**	**-2,5**	**232,4**	**223,3**	**215,3**
Zone euro	**-3,1**	**-3,0**	**-3,1**	**87,6**	**88,3**	**89,1**
Allemagne	-2,8	-3,5	-3,8	62,1	64,1	66,0
France	-5,8	-5,6	-5,3	113,2	116,8	118,8
Italie	-3,4	-3,0	-2,9	135,3	136,5	138,8
Espagne	-3,2	-2,9	-2,8	101,8	100,5	101,4
Pays-Bas	-0,9	-2,2	-2,8	43,8	45,7	48,7
Belgique	-4,5	-5,4	-5,6	104,7	107,3	110,1
Grèce	1,3	2,4	1,8	153,8	144,0	138,0
Irlande	4,3	6,0	5,8	40,9	31,8	24,9
Portugal	0,7	0,3	0,1	93,8	89,7	86,1
Royaume-Uni	**-5,9**	**-4,5**	**-3,8**	**101,1**	**101,8**	**103,1**

Achevé de rédiger le 3 octobre 2025

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE
Rédacteurs en chef : Catherine LEBOUGRE – Jean François PAREN

Comité de rédaction

Pays développés

Paola MONPERRUS-VERONI – Zone euro
Alberto ALEDO – Allemagne, Autriche, Pays-Bas
Ticiano BRUNELLO – Espagne
Slavena NAZAROVA – Royaume-Uni
Marianne PICARD – France
Sofia TOZY – Italie
Nicholas VAN NESS – États-Unis
Takuji AIDA, Ken MATSUMOTO – Japon
Philippe VILAS-BOAS – Scénario

Secteurs d'activité

Stéphane FERDRIN – Pétrole & gaz
Bertrand GAVAUDAN – Transport maritime
Guillaume STECHMANN – Métaux
Véronique VIGNER – Automobile

Pays émergents

Sébastien BARBÉ – Pays émergents
Xiaojia ZHI – Chine
Catherine LEBOUGRE, Olga YANGOL – Amérique latine
Laure de NERVO – Afrique du Nord & Moyen-Orient
Nathan QUENTRIC – Europe centrale et orientale, Asie centrale
Tania SOLLOGOUB – Russie, Europe centrale et orientale, Asie centrale, géopolitique
Sophie WIEVIORKA – Asie émergente

Marchés financiers

Nicholas VAN NESS – Réserve fédérale
Louis HARREAU – Banque centrale européenne
Slavena NAZAROVA – Banque d'Angleterre
Takuji AIDA, Ken MATSUMOTO – Banque du Japon
Alex LI – Taux d'intérêt États-Unis
Bert LOURENCO – Taux d'intérêt zone euro
Guillaume MARTIN – Taux d'intérêt zone euro
Valentin MARINOV – Taux de change pays développés
Sébastien BARBÉ – Taux de change pays émergents

Documentation : Elisabeth SERREAU – **Statistiques :** Datalab ECO

Maquette & Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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. Le 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.

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**