

Perspectives

Hebdomadaire – N°25/289 – 17 octobre 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

☞	Des marchés inquiets du « brouillard » des tarifs douaniers	2
☞	Zone euro : la production industrielle en baisse de 1,2% en août	3
☞	France : nouvelle baisse des émissions de GES et de l'empreinte carbone en 2024	4
☞	Italie : le budget de la paix gouvernementale ?	5
☞	Royaume-Uni : le marché du travail continue de se détendre lentement	7
☞	Mexique : dans l'espoir d'un accord commercial, une attente moins coûteuse qu'attendu	10
☞	Maroc : la jeunesse politisée force le pays à faire face à ses contradictions	12

Des marchés inquiets du « brouillard » des tarifs douaniers

Les marchés financiers se sont focalisés sur le risque d'un puissant regain de tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine en raison de la menace du président Trump d'imposer des droits de douane de 100% sur les importations en provenance de Chine, en riposte aux contrôles étendus des exportations de terres rares par la Chine. Les restrictions imposées par le gouvernement chinois impliquent l'obtention d'une licence d'exportation, si le produit final contient ou est fabriqué à partir d'équipements ou de matériaux chinois, visant implicitement plus durement les entreprises étrangères. La hausse des droits de douane américains entrerait en vigueur le 1^{er} novembre, risquant d'accentuer le ralentissement de l'activité. Le secrétaire américain au Trésor, Scott Bessent, a calmé le jeu en déclarant que la réunion entre les présidents américain et chinois, organisée fin octobre lors du forum de coopération Asie-Pacifique, n'était pas remise en cause et que le dialogue entre les négociateurs se poursuivait. Cette intervention n'a pas évité une vague de défiance en début de semaine, provoquant des ventes significatives sur les marchés actions. Les annonces très favorables des résultats de six grandes banques américaines au troisième trimestre ont cependant permis d'effacer une partie de ces pertes. C'était sans compter sur les nouvelles craintes apparues ce vendredi concernant des banques régionales américaines (Zions Bancorporation et Western Alliance) mises en difficulté en raison de la qualité de leurs crédits. Ces annonces ont un peu déstabilisé les marchés, inquiets des expositions du secteur bancaire, plus de deux ans après la faillite de la Silicon Valley Bank. L'indice S&P 500 ressort néanmoins en hausse de 1,2% sur la semaine : une performance qu'explique certainement le rôle « non systémique » des acteurs bancaires incriminés. Cela invite cependant à la vigilance : ce n'est pas ce vers quoi semble tendre l'administration américaine.

Faute d'accord budgétaire, la fermeture du gouvernement fédéral se poursuit, repoussant la publication de nombreux indicateurs macro-économiques calculés par les agences fédérales. Cette mise à l'arrêt forcé pourrait, *in fine*, ne pas être neutre sur l'économie réelle. Des arbitrages portant sur le paiement des fonctionnaires doivent être réalisés, priorisant les militaires au détriment de certains services fédéraux. Un récent sondage indique, en outre, que les perspectives de dépenses des Américains sont revues à la baisse, avec 24% des ménages sondés déclarant repousser ou annuler des achats importants en raison du « *shutdown* ».

Par ailleurs, la hausse des tarifs douaniers ne semble pas se traduire par une baisse des

importations américaines, contrairement aux attentes de l'administration américaine, mais par une hausse des prix pour les entreprises, qui la répercutent en grande partie sur le consommateur final. Les prix des biens importés ont ainsi augmenté de 4% depuis l'instauration des droits de douane additionnels en mars dernier, tandis que les prix des produits nationaux ont augmenté de 2%. Or, si le « *Beige Book* » d'octobre indique une activité économique globalement stable au regard du rapport de septembre, il signale toutefois que la consommation des ménages, notamment en biens de détail, a légèrement diminué. Le marché du travail s'est stabilisé en dépit d'une faible demande de main-d'œuvre et de réductions d'effectifs. Les employeurs qui recrutent privilégient les contrats temporaires ou à temps partiel, plutôt qu'à temps plein. Plus important, le rapport souligne que les prix ont continué d'augmenter, notamment en raison des coûts à l'importation et des services (dans l'assurance, la santé, les technologies), avec des effets de diffusion assez disparates, selon les douze districts concernés.

Les dernières projections du FMI (*World Economic Outlook*) se montrent plus « sereines » : elles tablent sur une croissance mondiale révisée à la hausse à 3,2% en 2026, soit 0,2 point de croissance supplémentaire par rapport à juillet dernier, réévaluant le risque tarifaire à un niveau moins négatif qu'initialement prévu.

En zone euro, la production industrielle a ralenti à +1,1% en rythme annuel au mois d'août, après +2% en juillet. Ce tassement résulte principalement de la baisse de la production de biens durables et de biens intermédiaires, tandis que celle de biens de consommation non durables a augmenté. La ventilation par pays fait ressortir un net recul de la production industrielle en Allemagne et en Italie, ainsi qu'un ralentissement en France, tandis que l'Espagne enregistre une nette accélération. Le surplus commercial (CVS) de la zone euro s'est accru pour atteindre 9,7 milliards d'euros au mois d'août, après 6 milliards en juillet.

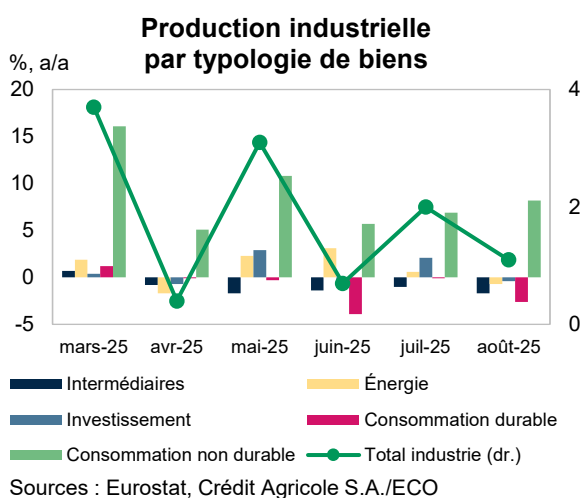
Sur les marchés obligataires, les rendements des souverains allemand et américain à dix ans ont respectivement reculé de 10 et 8 points de base. Une détente modeste se poursuit timidement. Alors que les primes de risque espagnole et italienne par rapport au Bund allemand sont restées inchangées sur la semaine, les marchés ont accueilli favorablement le nouveau gouvernement de S. Lecornu : la prime française s'est tassée de 5 points de base et le CAC40 a enregistré une performance hebdomadaire de 2,7%, alors que l'Euro Stoxx 50 progressait de 0,8%. Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord a continué de chuter pour atteindre 60 dollars en fin de semaine.

Zone euro

Zone euro : la production industrielle en baisse de 1,2% en août

L'indice de production industrielle (corrigé des variations saisonnières) a diminué de 1,2% sur le mois en août dans la zone euro. Par rapport à août 2024, elle a augmenté de 1,1%.

À l'exception des biens de consommation non durables qui sont en augmentation de 0,1% sur le mois, les autres grands secteurs industriels sont en recul : -0,2% pour les biens intermédiaires, -0,6% pour l'énergie, -1,6% pour les biens de consommation durables et -2,2% pour les biens d'investissement.

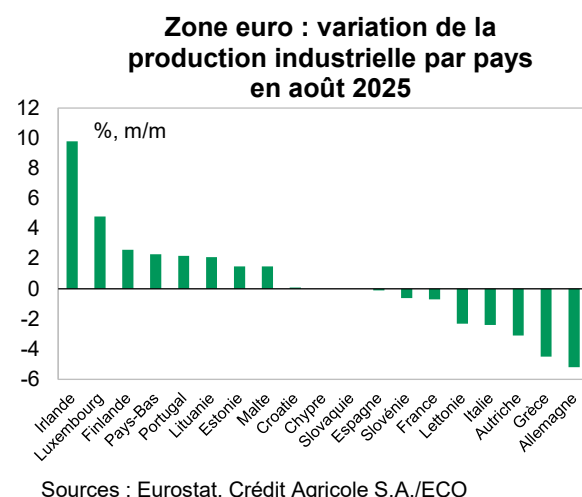


Sur un an, la presque totalité des secteurs est en recul : -0,4% pour les biens d'investissement, -0,7% pour l'énergie, -1,7% pour les biens intermédiaires et -2,6% pour les biens de consommation durables.

Seuls les biens de consommation non durables affichent une forte résilience avec une croissance de 8,2% par rapport à août 2024, confirmant ainsi la hausse en cours depuis 2021.

La production est en repli dans les principales économies de la zone : plus brutalement en Allemagne (-5,2% sur le mois) et en Italie (-2,4%), moins brutalement en France (-0,7%) et en Espagne (-0,1%). Elle est en revanche en forte hausse en Irlande (+9,8%) et aux Pays-Bas (+2,3%).

Si la production industrielle s'affiche encore en hausse au cours des douze derniers mois en Espagne, où sa croissance accélère, et en France, où en revanche elle ralentit, elle est en recul en Allemagne et en Italie.



Notre opinion – La baisse mensuelle de la production industrielle s'inscrit dans une tendance de long terme : depuis septembre 2022, l'indice de production industrielle a diminué de presque 6 points, passant sous le niveau de 2021. Les fluctuations observées depuis le début de l'année 2025 témoignent de l'incertitude au niveau mondial sur les perspectives du commerce, mais aussi des capacités excédentaires des biens industriels.

Le mois d'août laisse un acquis de croissance négatif au troisième trimestre (-0,3%). Alors que la croissance de la valeur ajoutée industrielle a à peine contribué à la croissance du PIB au T2 2025, la performance du secteur au cours des deux premiers mois du trimestre d'été ne permet pas d'envisager un apport positif.

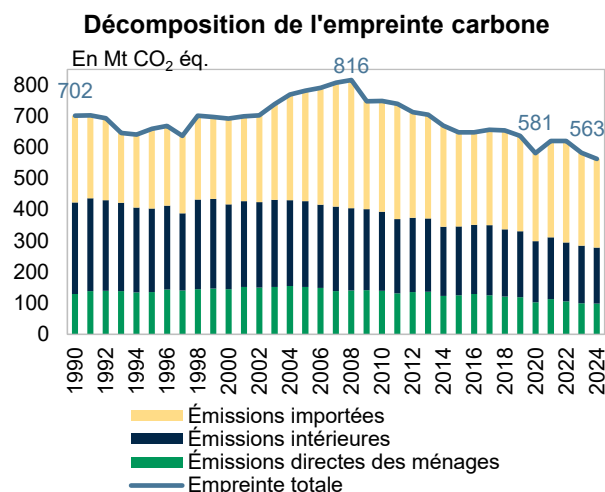
Le redémarrage du cycle industriel en cours depuis le début de l'année 2025 semble perdre de son élan dans la zone euro. Les derniers indices PMI de septembre signalent une contraction de l'activité dans les trois principales économies de la zone, avec des nouvelles commandes qui affichent la baisse la plus rapide depuis six mois et une confiance en dégradation.

France : nouvelle baisse des émissions de GES et de l'empreinte carbone en 2024

L'Insee et le Service des données et études statistiques¹ (SDES) ont publié ce jeudi 16 octobre les émissions de gaz à effet de serre (GES) des unités résidentes et l'empreinte carbone de la France en 2024. Celles-ci ont de nouveau diminué, quoique à un rythme moindre que l'année précédente, et sont en nette baisse depuis 1990. L'empreinte carbone de la France a ainsi atteint son plus bas niveau depuis 1990. En comparaison internationale (en 2022), la France est un très bon élève parmi les pays développés, et un bon élève en Europe, même si c'est moins le cas à l'échelle mondiale.

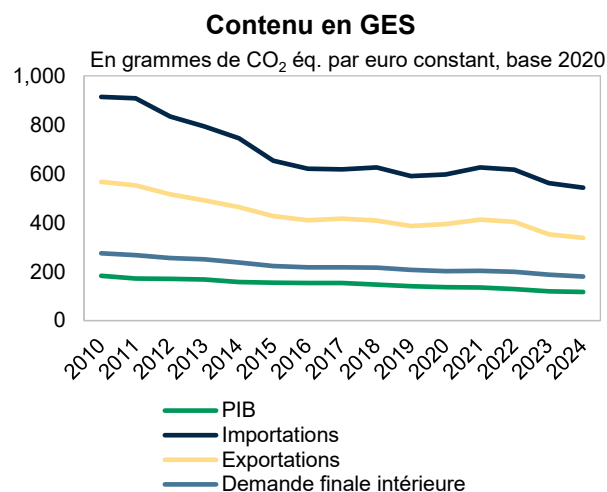
En 2024, les émissions de GES des unités résidentes françaises s'élèvent à 404 millions de tonnes équivalent CO₂ (Mt CO₂ éq.), en baisse de 0,9% par rapport à 2023 (après -6,0%), essentiellement grâce à la décarbonisation de la production d'électricité (moindre recours aux centrales à gaz). Cela représente 5,9 tonnes par personne. Ces émissions incluent certaines émissions à l'étranger pour les transports maritime et aérien notamment. Elles se répartissent en 99 Mt d'émissions directes des ménages (combustibles fossiles pour le chauffage et l'utilisation de véhicules) et 305 Mt émises par les activités économiques. Sur ces dernières 305 Mt, 59% servent à satisfaire la demande finale intérieure, et 41% la demande finale d'autres pays, via les exportations de biens et services. Depuis 1990, les émissions de la France ont diminué de 31%, en lien avec la baisse des émissions dans l'industrie et la production d'électricité.

La France recourt toutefois aussi aux importations pour satisfaire la demande finale intérieure ; et il est donc important d'en tenir compte en utilisant une autre mesure : l'empreinte carbone. Elle correspond aux émissions totales pour satisfaire la demande finale intérieure, et aux émissions directes des ménages français. Celle-ci a diminué de 3,4% en 2024, pour atteindre 563 Mt CO₂ éq. (après -6,1% en 2023), soit 8,2 tonnes par personne. Les émissions issues des importations représentent plus de la moitié de l'empreinte carbone.



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

Les importations sont, en effet, plus gourmandes en GES (543 grammes de CO₂ éq. par euro) que la production domestique (117 gr.). Cela tient notamment au fait que leur composition est très différente, avec une spécialisation française dans des activités tertiaires ou de transformation industrielle relativement peu intenses en GES, alors que les produits importés sont fortement carbonés (énergie, métaux, biens manufacturés produits dans des pays au mix énergétique très carboné). Le contenu en GES des exportations françaises (338 grammes de CO₂ éq. par euro) est aussi essentiellement porté par les biens manufacturés.



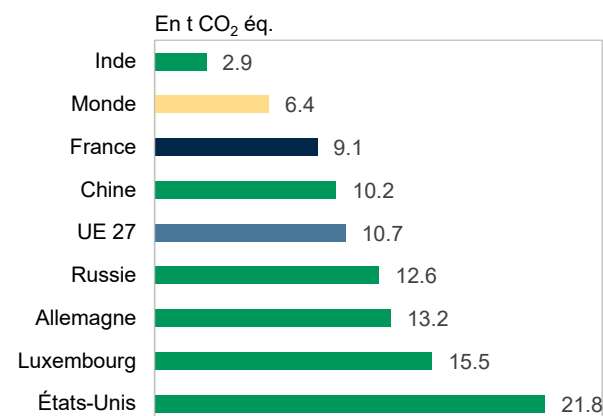
Sources : Insee, Crédit Agricole S.A./ECO

¹ Service statistique des ministères chargés de l'environnement, de l'énergie, de la construction, du logement et des transports.

L'empreinte carbone de la France a diminué de 20% depuis 1990, et encore davantage si l'on tient compte de l'augmentation de la population, avec une baisse de 32% par habitant.

Le SDES propose des éléments de comparaison internationale, les dernières données disponibles étant celles de 2022. Ainsi, au niveau mondial, l'empreinte carbone moyenne par habitant était de 6,4 t CO₂ éq., contre 9,1 t CO₂ éq. pour la France. L'empreinte carbone du Français moyen était donc 42% supérieure à la moyenne mondiale. La France se classe toutefois comme un très bon élève parmi les pays développés, puisqu'en moyenne, l'empreinte carbone d'un Américain était 2,4 fois plus élevée que celle d'un Français. En outre, l'empreinte carbone d'un Français était inférieure de 15% à celle d'un habitant de l'UE et de plus de 30% à celle d'un Allemand en 2022, en moyenne.

Comparaison internationale d'empreinte carbone par personne, en 2022



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

✓ Notre opinion – Les chiffres des années 2023 et 2024 sont encourageants pour la France, même si l'effort doit être poursuivi. La stratégie nationale bas-carbone (SNBC 3) vise en effet à atteindre la neutralité carbone à l'horizon 2050, avec un objectif intermédiaire en 2030 de réduction de 50% des émissions territoriales brutes par rapport à 1990.

Les éléments de comparaison internationale sont en outre assez alarmants, avec des pays développés responsables de trop d'émissions de GES, en particulier les États-Unis (même si la Chine n'est pas en reste), et cela a peu de chance de s'améliorer à court terme (effet Trump).

🇮🇹 Italie : le budget de la paix gouvernementale ?

Les données ont été arrêtées par le ministère des Finances avant l'envoi du document budgétaire du 16 octobre à la Commission. L'enveloppe finale du solde des nouvelles recettes et nouvelles dépenses a été augmentée de 2 milliards, pour passer à 18 milliards d'euros en 2026.

Si les grandes mesures font, dans les grandes lignes, consensus, le besoin de financement supplémentaire constituait le nœud de l'affaire. Le budget se devait de répondre à deux impératifs contradictoires : d'un côté, respecter les engagements de déficit public inscrits dans la DEFP, qui devrait confirmer la sortie de la procédure pour déficit excessif ; de l'autre, contenter les différentes couleurs de la majorité.

Pourtant, le point de départ est encourageant, les premières estimations de finances publiques pour 2025 ont donné un peu de marge de manœuvre au gouvernement. Un niveau de PIB nominal plus élevé qu'attendu et des prévisions en hausse – aussi bien du côté des dépenses que des recettes – ont, en outre, permis de dégager un potentiel solde primaire à 0,9% du PIB, qui permet de confirmer le déficit à 3% du PIB en 2025. Les performances de 2025 devraient également se refléter sur le déficit tendanciel de 2026, estimé à 2,7% tandis que le déficit programmatique reste à 2,8%.

Malgré ces comptes favorables, des ressources supplémentaires doivent être recherchées pour

compléter l'enveloppe budgétaire. Aussi, pour arriver aux 18 milliards, le gouvernement compte sur 5 milliards de fonds supplémentaires issus du remaniement du PNRR et d'une participation du secteur bancaire de 4,3 milliards pour l'année prochaine, reconduite sur trois ans en partie via une hausse de l'IRAP (impôt sur les sociétés) de 2 points de pourcentage.

Une loi de finances 2026 légère, aux dires de Giorgia Meloni, mais qui devrait se concentrer sur les quatre grands axes de sa politique : la famille et la natalité, la protection du pouvoir d'achat et des revenus, le soutien aux entreprises et aux investissements, et la santé.

Contrairement à ce que laissaient penser les débats, ce sont les entreprises qui absorbent *in fine* le plus gros de l'enveloppe avec près de 8 milliards au total. La mesure phare de cet axe de priorité est celle du retour du « super et de l'hyper amortissement ». Il devrait permettre le soutien des investissements à hauteur de 4 milliards d'euros, auxquels s'ajoute une allocation de 2,3 milliards d'euros sous forme de crédit d'impôt pour les zones économiques spéciales (ZES) et la reconduction du nouveau dispositif Sabatini.

Pour ce qui est du pouvoir d'achat et des salaires, ce sont près de 4,7 milliards d'euros alloués, avec en tête la poursuite de la réforme fiscale et la baisse de l'IRPEF (impôt sur le revenu des personnes) pour les

revenus compris entre 28 000 et 50 000 euros, avec un taux qui passe de 35% à 33%. La mesure est chiffrée à 2,8 milliards d'euros. Près de 1,9 milliard d'euros seront quant à eux destinés à des interventions sur les salaires et les primes de productivité avec des mesures mises en avant, telles que la baisse de la taxation des primes de 5% à 1%, la suppression des taxes sur le travail de nuit et les jours fériés, ainsi que l'application d'un taux de 5% sur l'augmentation salariale résultant du renouvellement des contrats pour les revenus jusqu'à 28 000 euros.

Dans la continuité de ce qui avait été fait les années passées, ce sont 1,6 milliard d'euros qui seront dédiés aux familles, notamment avec le soutien des mères qui travaillent et l'exclusion de *La Prima Casa* (dispositif d'aide au premier achat) du calcul de

l'ISEE. Enfin, avec au total plus de 7 milliards d'euros, 5 issus des budgets passés et 2,4 milliards de l'enveloppe de 2026, un effort important est fait sur la santé axée sur le renforcement des embauches.

Pour tenir les engagements internationaux, la défense bénéficie d'une augmentation de 0,15% des dépenses totales, en grande partie financée par les ressources du plan SAFE de la Commission européenne. La paix fiscale, soit l'effacement des arriérés fiscaux de certains contribuables, est également introduite pour les dettes fiscales de 2023. Bien que son financement soit encore flou, elle pourrait concerner près de 16 millions de contribuables, avec un plan de remboursement échelonné sur 108 mensualités égales, sans pénalités ni paiement initial élevé.

✓ Notre opinion – *Après une semaine houleuse, marquée par les divergences au sein de la majorité, la coalition se présentait unie lors de la conférence de presse clôturant le Conseil des ministres du 17 octobre. Chacun a mis en avant ses victoires. La présidente du Conseil a d'abord dressé son bilan, tout en présentant les nouvelles mesures, soulignant la continuité de sa politique au cours des dernières années, en insistant sur le sérieux budgétaire et le soutien aux familles.*

Pour ce qui est des autres partis de la coalition, il semble que tant Forza Italia que la Ligue aient trouvé un compromis : si Forza Italia souhaitait étendre l'intervalle de revenus bénéficiant de la réduction d'impôts jusqu'à 60 000 euros, elle devra se contenter d'un arbitrage sur le secteur bancaire, la taxation des superprofits n'étant pas appliquée. Pour la Ligue, Matteo Salvini a mis l'accent sur l'effacement des dettes fiscales, même si les contours précis de cette mesure restent encore flous.

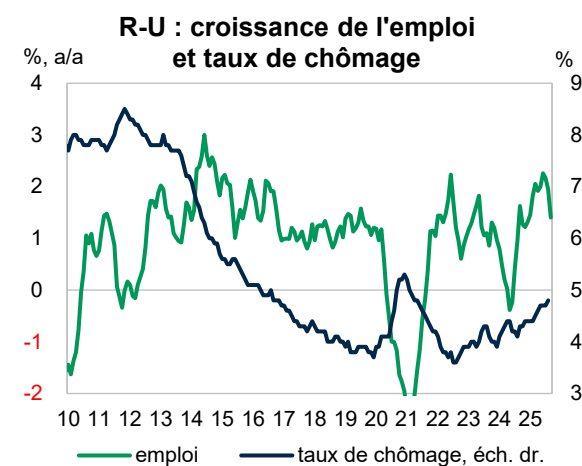
Enfin, bien qu'absent de la table des négociations, les appels du monde des affaires semblent avoir payés, puisqu'il se voit garder la part du lion avec près d'un tiers de l'enveloppe et le retour du super-amortissement, une mesure poussée par les partis du centre.

Royaume-Uni : le marché du travail continue de se détendre lentement

Le rapport du marché du travail du mois d'octobre publié le 14 octobre (incluant les données à fin août et des estimations préliminaires de l'emploi salarié pour le mois de septembre) suggère une poursuite du processus progressif de réduction des tensions à l'œuvre depuis maintenant plus de trois ans.

En ligne avec notre prévision, le taux de chômage des personnes âgées de plus de 16 ans progresse à 4,8% sur les trois mois à fin août, contre 4,7% en juillet et 4,1% il y a un an. Le taux de chômage atteint un plus haut depuis mai 2021.

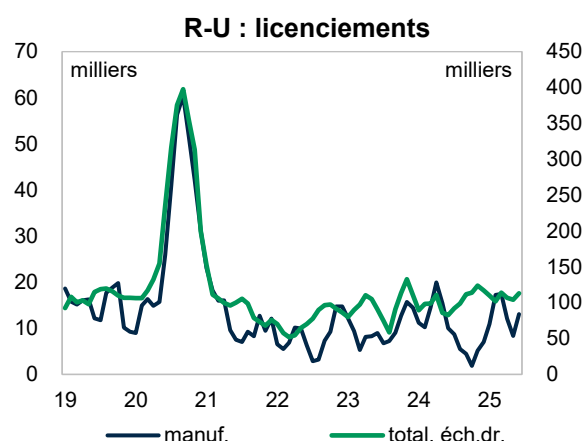
L'emploi selon la *Labour Force Survey (LFS)* s'inscrit en légère baisse sur les trois derniers mois à fin août (-22 000 par rapport aux trois mois à fin juillet). C'est une première depuis le mois de mars. Le taux de croissance de l'emploi affiche ainsi un ralentissement pour le troisième mois consécutif à 1,4% sur un an, contre un pic à 2,3% en mai. Ce rythme de croissance demeure relativement élevé et supérieur à sa moyenne de long terme. Néanmoins, le taux d'emploi baisse à 75,1%, contre 75,2% en juillet et demeure inférieur à son niveau d'avant-Covid (76,5%).



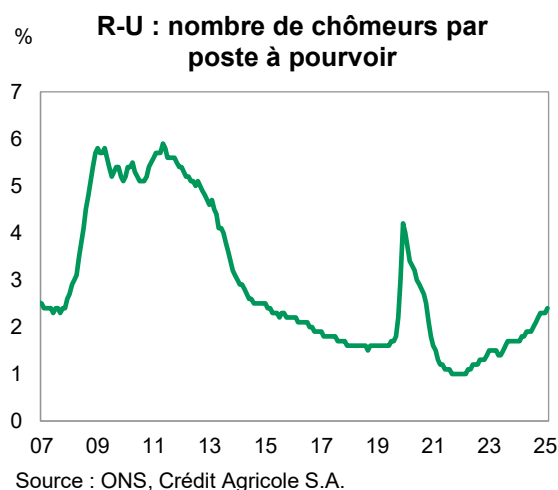
L'office des statistiques nationales (ONS) note que les résultats de la LFS sont toujours entourés d'incertitude en raison d'une faiblesse du taux de réponse à l'enquête, ce qui rend leur interprétation difficile et nécessite la prise en compte d'indicateurs alternatifs. Les données de l'administration fiscale et douanière (HMRC), notamment, seraient plus fiables que la LFS pour juger de l'état du marché du travail, bien que ces données n'intègrent pas les auto-entrepreneurs. Contrairement à la LFS, ces données montrent une détérioration de l'emploi depuis environ un an, ce qui est également compatible avec les enquêtes auprès des entreprises dans le secteur privé telles que les PMI. Les emplois salariés enregistrés auprès de l'administration fiscale enregistrent une chute de 10 000 au mois de septembre (estimation

préliminaire), et de 100 000 sur un an (-0,3%). En revanche, en raison d'un rebond au mois d'août, les emplois salariés sont stables sur les trois derniers mois. Il y a 30,3 millions d'emplois salariés en septembre, selon l'estimation préliminaire, en baisse de 0,4% par rapport au plus haut d'octobre 2024.

Si l'emploi s'infléchit, ce n'est pas encore dû à une hausse des licenciements. Ils sont stables à des niveaux bas et inférieurs à leurs niveaux de début de l'année.



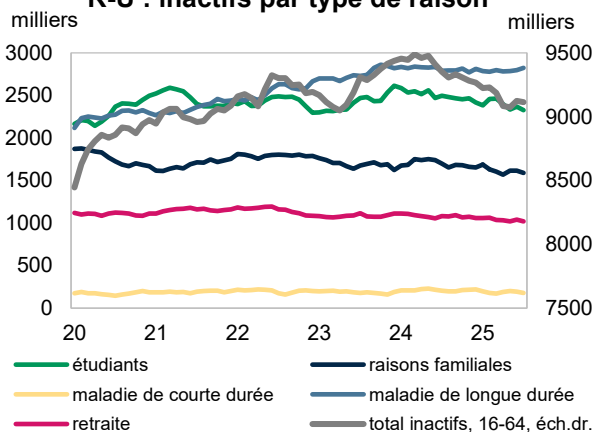
Cela suggère qu'à ce stade les conditions sur le marché du travail ne sont pas encore détériorées au point de conduire à des hausses des suppressions de poste. En revanche, la demande de main-d'œuvre continue de diminuer. Le nombre de postes vacants baisse à 717 000 sur la période de juillet à septembre (-9 000 par rapport aux trois mois à fin juin), un niveau inférieur à ceux d'avant-Covid et en baisse de 45% par rapport au pic de 2022. Il y a désormais 2,4 chômeurs par poste vacant, au plus haut depuis mars 2021 et contre un plus bas à 1 au T2-2022.



Fait intéressant, les enquêtes *Business Insight* de l'ONS suggèrent que le développement de l'IA ne serait pas sans conséquence pour l'emploi. Environ un quart des entreprises interrogées utilisent une forme d'IA en septembre, une proportion en hausse constante depuis septembre 2023. En outre, 4% de ces entreprises envisagent de réduire leurs effectifs en raison de l'utilisation de ces technologies. Cette proportion augmente à 7% pour les entreprises qui prévoient d'adopter une technologie d'IA dans les prochains trois mois.

Côté offre, la population inactive remonte légèrement sur les deux derniers mois (+42 000), interrompant sa tendance baissière observée depuis le T2-2024. Ce rebond est largement dû à la poursuite de la hausse du nombre de personnes inactives à cause d'une maladie de longue durée (leur nombre dépasse désormais 2,8 millions, soit 5% de la population en âge de travailler). Une baisse des inactifs étudiants et des personnes restant à la maison pour des raisons familiales semble expliquer l'essentiel du recul de la population inactive depuis un an.

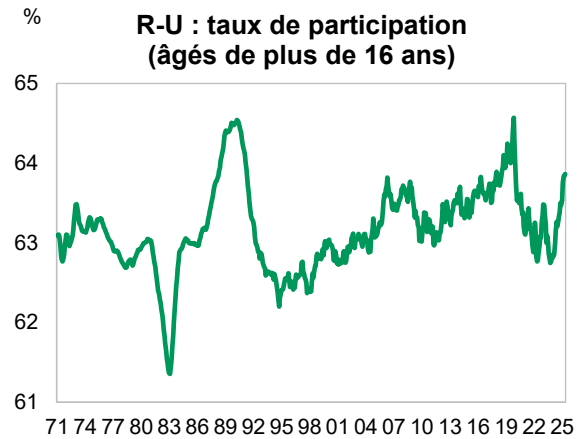
R-U : inactifs par type de raison



Le taux de participation progresse 63,9% sur les trois mois à fin août, en hausse de 1,1 point de pourcentage depuis 2023. Il se situe à son plus haut depuis le début de la pandémie en février 2020.

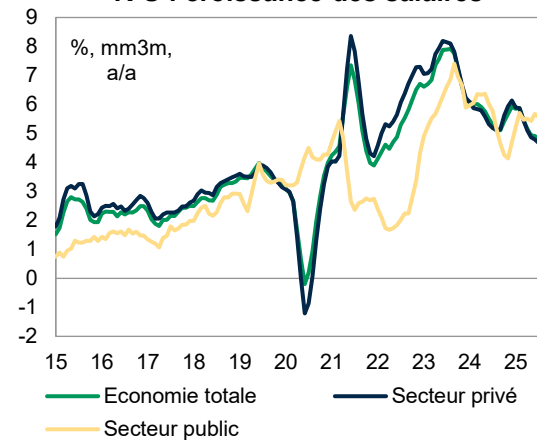
La combinaison d'une hausse du taux de participation et d'une baisse de la demande de main-d'œuvre diminue les tensions sur les salaires. La croissance des salaires a reculé à 4,7% sur les trois derniers mois à fin août, contre 4,8% sur les trois mois à fin juillet et près de 6% en début d'année. Cette modération est le fait du secteur privé : la croissance des salaires y diminue à 4,4%, contre 4,7% en juillet et près de 6% en début d'année. Dans le secteur public, en revanche, les salaires accélèrent à 6% sur un an, contre 5,6% précédemment.

R-U : taux de participation (âgés de plus de 16 ans)



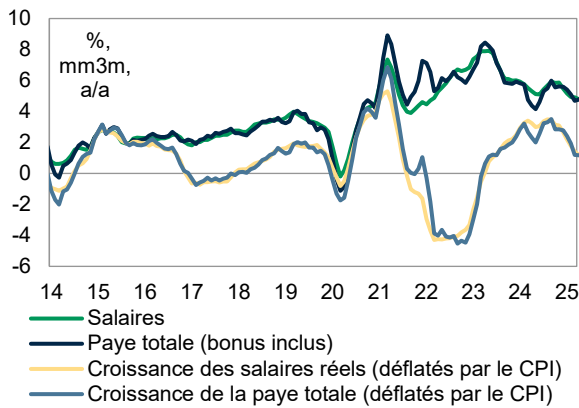
Selon l'ONS, des hausses de salaires étant intervenues en 2025 au lieu de 2024 expliqueraient cette accélération, mais la hausse du salaire minimum national (*National Living Wage*) de 6,7% en avril dernier a sans doute joué un rôle significatif. Après le secteur public, ce sont les secteurs de la vente au détail, de l'hôtellerie et de la restauration qui enregistrent la plus forte croissance des salaires. L'emploi de main-d'œuvre peu qualifiée et donc faiblement rémunéré y est le plus utilisé.

R-U : croissance des salaires



Corrigée de l'inflation des prix à la consommation (indice CPI), la croissance des salaires réels a continué de diminuer. Elle atteint 1% sur un an, au plus bas depuis deux ans. Elle devrait baisser fortement d'ici la fin de l'année, avec la poursuite de la modération des salaires, tandis que l'inflation restera élevée.

R-U : croissance des salaires réels



Sources : ONS, calculs Crédit Agricole S.A.

Selon l'enquête des Agents de la BoE sur les salaires (*BoE's Agents Pay survey*), les accords salariaux sont en baisse, ce qui conforte les prévisions de poursuite de la modération de la croissance des salaires (à 3,75% en 2025 et à 3,25% en 2026 dans le privé, selon les anticipations de la BoE).

Cette modération devrait conduire à son tour à une baisse de la croissance du coût du travail et à un recul de l'inflation dans les services. La croissance des salaires reste toutefois élevée et la BoE demeure vigilante quant au risque que l'inflation élevée (en hausse à 3,8% en août pour le CPI) puisse conduire à davantage de pressions haussières dans le processus de fixation des prix et des salaires des entreprises.

☑ Notre opinion – Le taux de chômage évolue globalement en ligne avec la loi d'Okun (sa relation historique avec la croissance du PIB) : le ralentissement de l'économie britannique a conduit à une hausse progressive du taux de chômage depuis un plus bas de 3,6% au T2-2022 à 4,7% au T2-2025. Il se situe au-dessus de son niveau d'équilibre de moyen terme (estimé à environ 4,5% par la BoE) et devrait augmenter encore légèrement dans les prochains mois (à 4,9% anticipé d'ici la fin de l'année), puisque la croissance est sur le point de ralentir en raison du contrecoup des droits de douane.

La hausse du taux de chômage a jusqu'à présent été surtout due au retour sur le marché du travail d'une partie des inactifs de la période post-Covid, notamment parmi les étudiants. C'est un développement positif pour les perspectives de croissance de long terme. Cependant, cette tendance semble s'être interrompue récemment. Le nombre d'inactifs en raison de maladie de longue durée reste élevé et est reparti à la hausse récemment.

C'est désormais la faiblesse de la demande de main-d'œuvre, et non l'amélioration côté offre, qui explique la hausse du taux de chômage. La hausse du salaire minimum légal (National Living Wage) et des contributions patronales en avril pèsent sur l'emploi, dans un climat des affaires détérioré en raison des droits de douane américains et des difficultés budgétaires du gouvernement. Les données d'enquêtes PMI de septembre suggèrent une accélération du rythme de contraction de l'emploi, en particulier dans les services, sur fond d'affaiblissement de la demande. Celui-ci est lié à un recul des exportations, à une baisse de la confiance des ménages et à des reports des décisions d'achats des entreprises dus à l'incertitude politique en amont du budget de l'automne. D'autres enquêtes suggèrent également des baisses des effectifs en lien avec l'adoption par les entreprises de technologies de l'intelligence artificielle, un processus qui concerne encore une faible part des entreprises, mais qui est voué à se poursuivre.

Quelles implications pour la politique monétaire ? La hausse de l'excès de capacités inutilisées sur le marché du travail n'est pas encore suffisamment forte pour faire changer d'avis les membres les plus hawkish du comité de politique monétaire (MPC). En revanche, il est de nature à rassurer la majorité du MPC, dont la tonalité des discours est devenue plus agressive depuis août. La détente du marché du travail se poursuit et pèse sur la croissance des salaires. Ainsi, la probabilité de voir se matérialiser le risque d'une boucle prix-salaires, qui menacerait le scénario de baisse soutenable de l'inflation à la cible de 2% à moyen terme, diminue.

Néanmoins, la banque centrale devrait mettre en pause au T4-2025 son processus d'assouplissement monétaire. Cela est justifié par l'inflation toujours trop élevée, en particulier dans les services (4,7% en août), et par la hausse des anticipations d'inflation des ménages, suscitant des craintes au sein du MPC d'effets de second tour sur les salaires. L'inflation britannique demeure la plus élevée parmi les pays du G7. Elle devrait augmenter temporairement à court terme (4,1% anticipés en septembre), avant de rechuter en 2026 en dessous de 3%, en raison d'effets de base au printemps. L'année prochaine, la BoE devrait donc pouvoir poursuivre son cycle de baisses de taux grâce à la modération anticipée de la croissance des salaires qui devrait finir par faire reculer l'inflation dans les services. Nous anticipons deux baisses du taux directeur l'année prochaine, qui passerait de 4% à 3,5%.

Pays émergents

Amérique latine

Mexique : dans l'espoir d'un accord commercial, une attente moins coûteuse qu'attendu

Loin des 3,4% et 3,7% enregistrés en 2022 puis 2023, inférieure au 1,2% de 2024, la croissance n'est attendue en 2025 qu'à 0,7% selon les prévisions les plus optimistes : l'économie mexicaine s'achemine donc vers une nette décélération essentiellement imputable, sans grande surprise, à l'incertitude qui entoure le libre-échange nord-américain et la continuité du traité *USMCA* (*United States-Mexico-Canada Agreement* qui a succédé, en juillet 2020, au *NAFTA*, *North America Free Trade Agreement*). Cette performance médiocre fait cependant oublier les peurs de récession de début d'année.

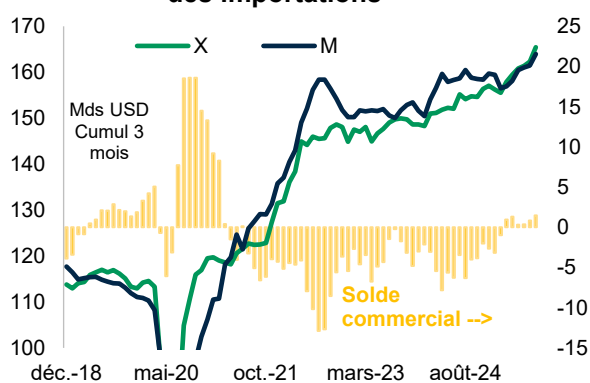
Le frontloading au secours d'une économie en attente

Du côté de l'offre, le *frontloading* lié à la très forte hausse des importations américaines en anticipation des droits de douane et la relative résistance des services ont soutenu une économie fragile. Les exportations du premier semestre ont dopé l'activité manufacturière, mais cela ne compense que la baisse d'activité dans le secteur de la

construction et de la production minière. Du côté de la demande, au-delà de la croissance « surstimulée » des exportations, celle de la consommation s'est assagie, alors que l'investissement a – naturellement – été fortement pénalisé.

Première victime de l'absence de visibilité sur le devenir de l'*USMCA*, l'investissement s'est récemment replié pour retrouver son niveau de fin 2023. Or, l'incertitude planant sur le libre-échange nord-américain n'affecte pas seulement l'investissement domestique mais aussi les perspectives du *nearshoring*. De plus, outre l'imprévisibilité américaine, l'investissement a été pénalisé par des taux d'intérêt élevés, l'incertitude liée aux élections de 2024, puis celle entourant les réformes constitutionnelles de 2024, dont les effets à long terme seront notables sur la sécurité juridique et la confiance des investisseurs. Si le (très mesuré) assouplissement monétaire offre un peu d'air, seules la levée de l'hypothèque américaine et l'issue de la révision de l'*USMCA* permettent d'espérer une reprise de l'investissement.

Frontloading mais hausse des importations

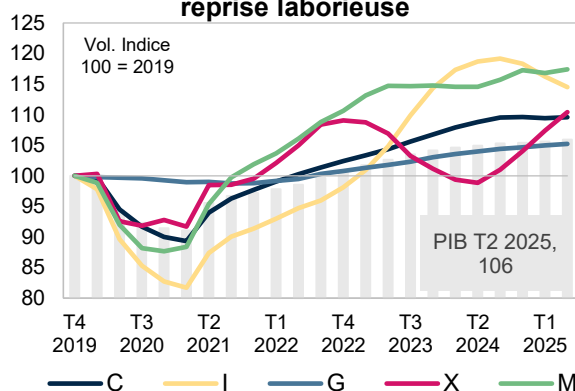


Sources : Banxico, Crédit Agricole S.A./ECO

La contribution de la consommation publique à la croissance sera très faible, car 2025 est une année de « consolidation » budgétaire. Après avoir été portée par de fortes hausses des salaires réels et un marché du travail dynamique jusqu'en 2024, la consommation des ménages marque le pas. Le marché du travail montre des signes de ralentissement, avec une décélération des créations d'emplois et un taux de chômage qui se redresse.

En cette fin d'année 2025, la fin du *frontloading*, le refroidissement du marché du travail et les rapatriements de fonds des travailleurs émigrés (*remesas*), qui sont à leur niveau le plus bas depuis

Un choc après une reprise laborieuse



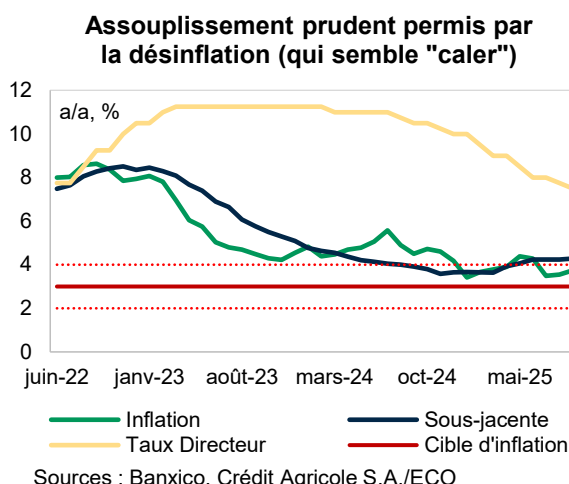
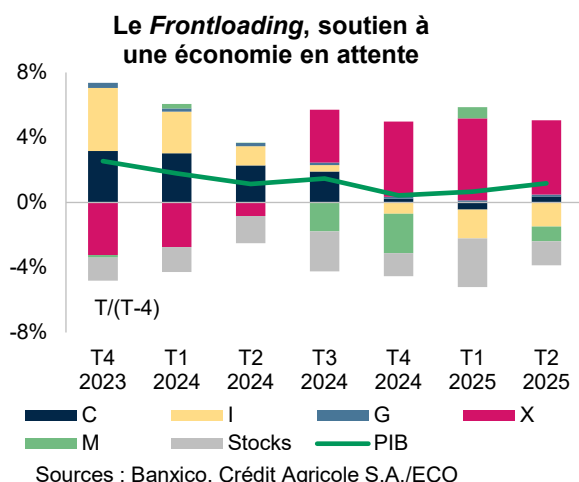
Sources : Banxico, Crédit Agricole S.A./ECO

treize ans, vont peser sur la croissance. Les prévisions pour 2026 tablent sur une très légère accélération de la croissance (vers 1,2%) grâce à une meilleure visibilité sur le plan commercial et un soutien budgétaire à l'économie plus élevé qu'en 2025.

Le ralentissement économique et la détente du marché du travail ont permis le recul de l'inflation vers la cible de la banque centrale (Banxico, 3+-1%). Grâce à la baisse des taux de la *Fed*, Banxico a pu assouplir sa politique monétaire, progressivement, prudemment (comme toujours). L'inflation sous-jacente se montre néanmoins

résistante en raison de nouveaux impôts indirects, des droits de douane imposés par le Mexique sur les biens chinois et asiatiques et des effets retardés de la dépréciation du peso. Alors que les

marchés espèrent un assouplissement monétaire important aux États-Unis, espoirs qui risquent d'être déçus, il ne faut pas compter sur des baisses de taux agressives au Mexique.



Élève studieux et appliqué espère récompense

Si la situation est moins grave qu'initialement prévu, cela tient également à la stratégie mise en œuvre par la présidente, C. Sheinbaum : éviter la confrontation totale, faire preuve de patience, négocier. Le gouvernement sait qu'un retour à l'USMCA sera compliqué, mais entend préserver sa compétitivité. Les investissements étrangers se maintiennent. En effet, pour beaucoup d'entreprises, la faiblesse des coûts salariaux compense les droits de douane américains et les coûts énergétiques plus élevés au Mexique. Ce dernier n'a pas été épargné par son grand voisin (droits de douane de 50% sur acier, aluminium et cuivre, 25% sur tout produit non conforme aux règles d'origine USMCA et 10% sur l'énergie) mais il est mieux « traité » que le reste du monde. Le Mexique entend mettre en place des droits de douane sur les importations en provenance de Chine et d'autres pays asiatiques : à la demande de D. Trump, afin de ne pas être utilisé comme « cheval de Troie », il aligne ainsi sa politique tarifaire sur celle des États-Unis. Les secteurs les

plus impactés seraient notamment l'automobile (droits maximaux passant de 20% à 50%), suivis du textile (35 à 50%). Des droits de douane plancher seraient également instaurés sur les produits sidérurgiques ou plastiques, importants dans les importations en provenance de la Chine. Selon le gouvernement mexicain, cela s'inscrit dans la stratégie de défense de l'industrie et l'emploi et fait partie intégrante du Plan Mexico présenté par C. Sheinbaum.

Pour l'instant, couplée à une collaboration accrue pour le contrôle de l'immigration ou la lutte contre les cartels, cette stratégie porte ses fruits (un peu amers, tout de même). Le Mexique a obtenu des prolongations successives des trêves douanières et moins souffert que le Canada. Les consultations pour la révision de l'accord USMCA ont déjà commencé. Il semble régner un climat d'optimisme « contenu ». À l'aune des menaces originelles de D. Trump et de sa surenchère, il y a des raisons de se réjouir. En revanche, à l'aune de ce qui prévalait auparavant, il y a des raisons de s'interroger.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Maroc : la jeunesse politisée force le pays à faire face à ses contradictions

Après le Sri Lanka, le Bangladesh, le Népal², et plus récemment, Madagascar, la génération Z marocaine s'est réveillée, sous la bannière GenZ212 (l'indicatif téléphonique du Maroc). Cette génération née entre 1997 et 2012, connaît un élan de soulèvement transnational autour de l'aspiration à la dignité et le rejet de la vieille politique. Au Maroc, le mouvement est né d'un sentiment général de révolte face à la mort de huit femmes dans un hôpital d'Agadir en septembre, après des accouchements par césarienne. Il est devenu le symbole de la dégradation des services publics. Le mouvement s'est rapidement organisé sur le réseau social Discord, donnant lieu à des manifestations depuis le 27 septembre.

Ce qui est étonnant, c'est que la plateforme de *chat* en ligne dédiée principalement au *gaming*, s'est muée en une réelle organisation politique, un parlement virtuel. Malgré la critique d'un mouvement sans représentation syndicale, sans parti politique, sans *leaders* et manquant de structure, on trouve en réalité **une grande conscience politique et de nouvelles formes d'organisation d'un pouvoir collectif – une démocratie participative virtuelle, en rupture avec l'architecture politique traditionnelle – et un anonymat choisi des administrateurs**. Chaque nuit, des temps de parole sont organisés, avec modérateurs et des prises de notes. Tout le monde peut demander la parole et chaque décision du mouvement est votée. On peut donc avoir un certain sentiment d'admiration face à l'apprentissage, hors des bancs de l'école, de l'engagement et de l'organisation politique (parole de *millenial*) ! **De L'Asie à l'Afrique, ces mouvements semblent signaler que le développement étourdissant des technologies numériques ne se fera pas forcément et essentiellement au profit des élites, qui maîtrisent moins facilement le cadre de l'expression politique**. En ce sens, c'est un mouvement que le pouvoir marocain a du mal à appréhender, et qu'il tente de ramener dans le cadre institutionnel de participation politique.

Dans la rue, **les rassemblements font apparaître clairement le moment paradoxal dans lequel se trouve le pays, et toutes ses contradictions : c'est le « Maroc émergent » face au « Maroc à deux vitesses »**. Quelle réalité trouve-t-on derrière ces deux slogans ? Et comment le secteur de l'éducation, pierre angulaire de l'ascenseur social, offre la parfaite illustration de ce paradoxe ?

« Maroc émergent » : l'ambition de la puissance moyenne

En effet, sous bien des égards, **le Maroc se positionne résolument comme une puissance moyenne de la région**. Un pays qui malgré la récurrence et la violence des chocs récents (Covid, choc inflationniste de la guerre en Ukraine, tremblement de terre, épisodes de sécheresse à répétition...) s'est imposé comme un pôle de stabilité économique et politique, qu'on le place dans le paysage de l'Afrique de l'Ouest, de l'Afrique du Nord, ou du monde arabe³. Sur le plan économique, **le pays s'est habilement inséré sur les routes du *nearshoring* européen**, ce qui lui permet de développer de nouveaux secteurs orientés à l'exports et d'attirer les investissements. Automobile, aéronautique, textile... Et les fruits de cette stratégie commencent clairement à apparaître. Sur la période 2021-2024, les exportations de biens et services ont compté en moyenne pour 41% du PIB, contre 33,5% en moyenne sur la période 2016-2020⁴. **Le Maroc bénéficie de cette restructuration des chaînes de production de la nouvelle mondialisation « entre amis », en s'appuyant sur une montée en force de sa diplomatie**.

On ne peut s'empêcher de noter le récent renforcement des positions européennes et surtout des États-Unis sur la question du Sahara occidental, appuyé sur la signature des accords d'Abraham en 2020. **Mais la diplomatie marocaine s'attache aussi à diversifier ses partenaires, jouant habilement sa carte dans le nouveau paradigme mondial de fragmentation**. Partenariat stratégique avec la Russie, insertion dans les Routes de la Soie chinoise, mais aussi renforcement des relations avec le Golfe, et consolidation de son réseau économique en Afrique. Un équilibre dont le Maroc tente de maximiser les bénéfices (technologies israéliennes, parapluie américain, débouchés d'exportations et investissements européens, support financier du Golfe), en jouant une partition complexe (participation brève à la guerre au Yémen, mais neutralité vis-à-vis du boycott du Qatar⁵, accords d'Abraham mis en balance avec une stratégie de cooptation des frères musulmans, abstention de certains votes à l'ONU condamnant la Russie dans le cadre du conflit...).

Enfin, le Maroc consolide sa stratégie d'ascension vers le statut de puissance

² Consulter notre publication : « [Népal : dans Katmandou calciné, la sortie de crise semble un nouvel Everest à gravir](#) », septembre 2025

³ Consulter notre publication : « [Maroc : We can do it!](#) », mai 2025

⁴ « Rapport de suivi de la situation économique. Comment prioriser les réformes pour améliorer le climat des affaires. » Banque mondiale, hiver 2025

⁵ « Entre le Maroc et les pays du Golfe, une proximité régulièrement mise à l'épreuve », Jeuneafrique, octobre 2025

moyenne en activant les ressources du soft-power. Promotion de ses richesses culturelles et touristiques, organisation de festivals, élites de la diaspora, le Maroc a un certain nombre de cartes à jouer. Plus récemment, il investit massivement dans le *soft-power* sportif : organisation de la CAN 2025, équipe nationale demi-finaliste de la Coupe du monde 2022, organisation conjointe avec l'Espagne du Mondial 2030.

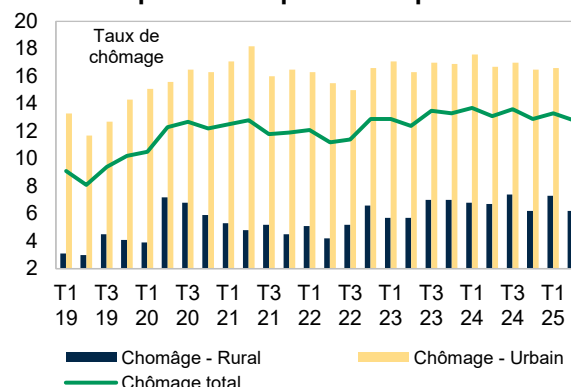
Ce dernier point soulève pourtant un malaise qui en devient presque un symbole du soulèvement de la jeunesse : **le sentiment de fierté nationale devant ces grands événements sportifs est indéniable, mais qu'est-ce qu'un pays qui peut faire sortir des stades de terre en un temps record, en mobilisant des ressources considérables, mais où l'on meurt de procédures médicales banales à l'hôpital ?** « Nous voulons des hôpitaux et des écoles, pas seulement des stades », scande la jeunesse du pays. Cela n'est pas sans rappeler les manifestations « *Fifa go home* » du Brésil en 2014.

« Maroc à deux vitesses » : le défi de la croissance inclusive

Sans rien enlever à ce que le Maroc a accompli ces dernières années, en soulevant le capot de l'économie, il apparaît que **ce tableau « Maroc émergent » n'est pas, en pratique, incompatible avec un environnement social qui se dégrade.**

D'abord, derrière le narratif du pôle de stabilité, il y a aussi la réalité d'une économie qui ralentit. La croissance, de 4,3% en moyenne sur 2004-2014, s'est essoufflée, à 2,5% sur 2015-2024. Une sorte d'immobilisme prudent qui semble avoir longtemps pris le pas sur les réformes structurelles. **Il en résulte donc un modèle de croissance qui ne produit pas suffisamment d'emploi⁶.** Et même si ces dernières années de nouveaux secteurs émergent, malheureusement, le secteur agricole, victime d'un stress hydrique croissant, détruit l'emploi à un rythme plus rapide que celui auquel le *nearshoring* en crée en zones urbaines. L'enjeu social est majeur, car le secteur agricole absorbe environ 38% de la main d'œuvre, et même 50% de la main d'œuvre féminine, dont la participation est déjà très faible (< 25%). Le chômage a ainsi atteint des records, à 13,3% en 2024, niveau le plus haut depuis les années 90.

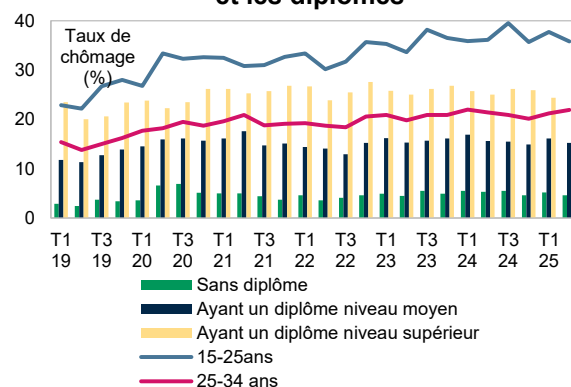
Le défi climatique accélère la problématique de l'emploi



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

Derrière ce modèle de stabilité, il y a aussi la réalité d'une structure de secteur privé oligopolistique, renforcée par de fortes barrières à l'entrée. La commission spéciale, à l'origine du diagnostic du Nouveau Modèle de Développement mandaté par Mohammed VI en 2021⁷, témoigne d'une réglementation lourde et appliquée de manière à la fois laxiste et arbitraire, une collusion public-privé dans l'attribution d'autorisations ou dans l'accès des ressources foncières ou financières, et de pratiques anti-concurrentielles non-dénoncées. **Le rapport fait « le constat d'une économie en partie verrouillée, favorisant les intérêts installés et la préservation des rentes ».** Il en résulte une incitation à l'informalité et une absence d'opportunités économiques pour une large proportion de la jeunesse diplômée. Les jeunes de 15 à 25 ans, c'est-à-dire la GenZ, sont de loin les plus touchés par le chômage.

Peu d'opportunités pour les jeunes et les diplômés



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

⁶ Cf note 1

⁷ « Le Nouveau Modèle de Développement. Libérer les énergies et restaurer la confiance pour accélérer la marche vers le progrès et la prospérité pour tous ». Rapport général

C'est ainsi qu'il faut comprendre la première revendication du mouvement « GenZ212 », c'est-à-dire la démission du gouvernement Akhannouch. Homme d'affaires milliardaire, héritier du conglomérat privé Akwa Group mêlant les secteurs du pétrole, de l'immobilier, du tourisme et des médias. Il est la parfaite incarnation de la collusion public-privé, le mélange des genres affaires-politique. Ces mécanismes sont à l'origine du développement d'une économie de rente pour une classe d'entrepreneurs, devenue une véritable classe sociale.

Enfin, il faut rajouter à ce tableau, **une dégradation des services publics et en particulier une défaillance de l'école et de l'hôpital public**. Le fort développement d'une offre de santé et d'éducation privée accélère le phénomène, car elle attire une partie du budget public et une majorité du personnel qualifié. Cela vient décupler les inégalités territoriales, de revenus et de capital culturel.

Tout cela décrit le « Maroc à deux vitesses ». Selon l'Observatoire National du Développement Humain⁸, le taux de pauvreté relative, soit la proportion des ménages dont la dépense annuelle par personne est inférieure à 60% de la médiane, était de 17,7% en 2019 – un taux qui n'a pas évolué depuis vingt ans, à l'encontre de la promesse du ruissellement. **Cela traduit une forte inégalité dans la distribution des ressources qui font qu'une partie de la population se trouve dans la pauvreté par rapport aux autres catégories**. Par ailleurs, en 2019, 45% des Marocains se sentaient pauvres. Un sentiment dominant dans les huit derniers déciles de revenus, traduisant un fort ressenti des inégalités.

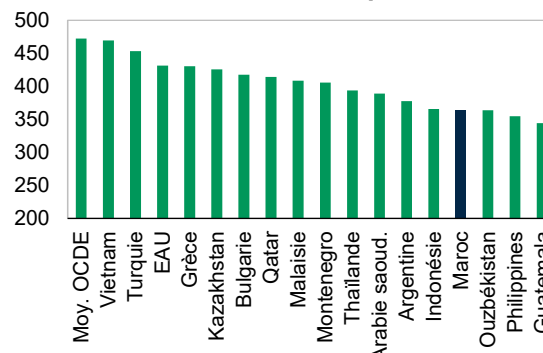
L'éducation : à la base des inégalités et de leur reproduction

Les inégalités devant l'éducation sont particulièrement préjudiciables, car elles imposent aux personnes défavorisées des barrières multi-dimensionnelles qui impactent leur santé, leur emploi, leur revenu et leur bien-être aux niveaux individuel, familial et social. C'est en cela que l'école publique devrait être un remède aux inégalités sociales et à leurs reproductions.

En 2019, la sonnette d'alarme sur l'éducation et la santé est tirée par le rapport de la commission spéciale : les efforts de massification de la scolarisation et de l'offre de soins n'ont pas été accompagnés d'une amélioration de la qualité des services publics. **Les performances de l'école marocaine demeurent très faibles. En 2019, moins d'un tiers des élèves du public maîtrisaient le programme à la fin du primaire, à peine 10% au sortir du collège**. Quant au taux

de déperdition scolaire, il demeure très élevé. Cela se traduit par une dégringolade du Maroc aux classements PISA 2023, qui plaçait le royaume 76^e et 79^e, en sciences et en compréhension de l'écrit, respectivement, sur 81 pays.

Score PISA : compétences en mathématiques

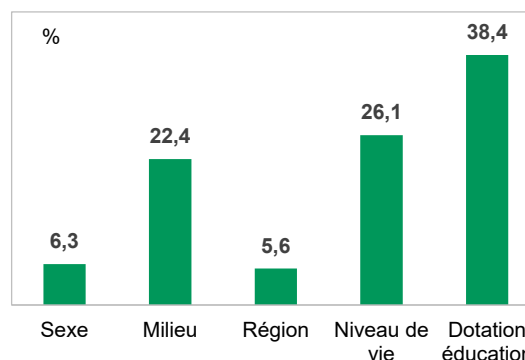


Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, OCDE

Devant la dérive de l'éducation publique, de plus en plus de familles défavorisées optent pour l'éducation privée, détournant une partie importante de leurs revenus de la consommation de produits de base. Ainsi, **une étude récente de l'IRS⁹, indique que la marchandisation de l'éducation a rendu plus visibles les inégalités scolaires induites par les inégalités sociales**.

Mais surtout, cette étude s'applique à démontrer **la persistance intergénérationnelle du niveau d'éducation et du statut socio-économique, ce qui est crucial car cela indique que l'éducation n'est plus un vecteur d'ascension sociale**. En utilisant une variable binaire (1 = scolarisation, 0 = non-scolarisation), l'étude empirique sur la scolarisation au secondaire (16-18 ans) au Maroc donne les résultats suivants :

Explication des inégalités de l'accès à l'éducation



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

La variable « niveau moyen de l'éducation des membres du ménage »¹⁰ est celle qui contribue le

⁸ « Dynamiques des niveaux de vie et de la pauvreté au Maroc : une analyse longitudinale », ONDH

⁹ « Les inégalités d'opportunités dans l'accès à l'éducation au Maroc : une analyse empirique », Alazali et Bougroum, Revue Internationale de la Recherche Scientifique, 2024

¹⁰ Dotation éducation sur le graphique

plus (et de loin) à expliquer les inégalités devant la scolarisation dans le secondaire. Bien sûr, on trouve ici le concept de capital culturel de Bourdieu, mais largement renforcé par la défaillance de l'école publique. Il faut comparer le coût psychologique de l'arrêt des études au coût de l'éducation privée. C'est-à-dire qu'il sera moins coûteux psychologiquement pour un élève dont les parents n'ont pas atteint un haut niveau d'étude de les arrêter à son tour si le coût de l'éducation privée est trop élevé, en particulier si les perspectives

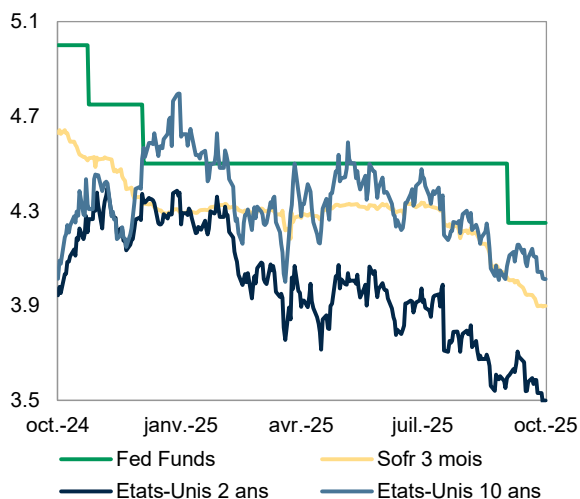
d'amélioration des opportunités économiques grâce au diplôme ne sont pas concluantes. D'ailleurs, la variable « niveau de vie » (dans l'étude, un indicateur composite de la richesse des ménages) contribue aussi largement à l'explication des inégalités de scolarisation. Enfin, l'étude fait aussi apparaître les disparités territoriales fortes, à travers la variable « milieu » qui distingue le milieu urbain et rural, et témoigne ainsi d'un Maroc rural exclu du narratif « Maroc émergent ».

Notre opinion – Au Maroc, le moment est paradoxal, car deux réalités coexistent et se confrontent : celle d'un « Maroc émergent » – qui s'impose en pôle de stabilité dans la région, se tourne vers l'export en s'insérant sur les routes du nearshoring européen comme sur les routes de la soie, qui développe sa diplomatie, et qui active son soft power – face à celle d'un « Maroc à deux vitesses » – dont la croissance ne crée plus assez d'emplois pour absorber l'arrivée des jeunes sur le marché du travail, dont les services publics défaillants (notamment la santé et l'éducation) ne permettent plus d'aspirer à l'égalité des chances et grippent l'ascenseur social, enfin un Maroc aux inégalités sociales et territoriales fortes. Ce diagnostic n'est pourtant pas ignoré, il apparaît dans les discours du roi comme dans les documents de réformes (Nouveau Modèle de Développement), mais les mécanismes d'une économie qui entretient des rentes dans le secteur privé sont tenaces. C'est cela que la génération Z marocaine, portée par l'élan transnational de révolte de la jeunesse, entend dénoncer. Sans remettre en cause l'institution royale, elle demande cependant des comptes au gouvernement, et inspirée par les révoltes asiatiques de cet été, utilise les outils d'une jeunesse connectée pour créer de nouveaux espaces d'expression et d'organisation politique.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

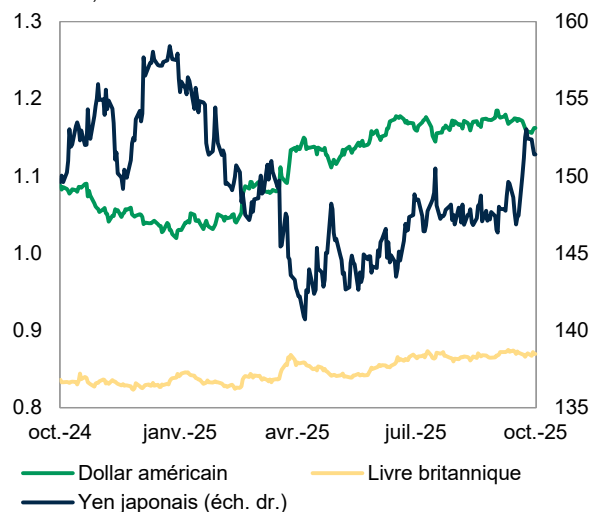
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

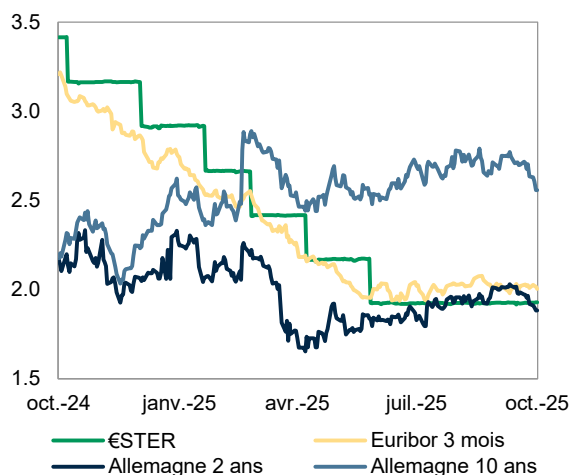
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

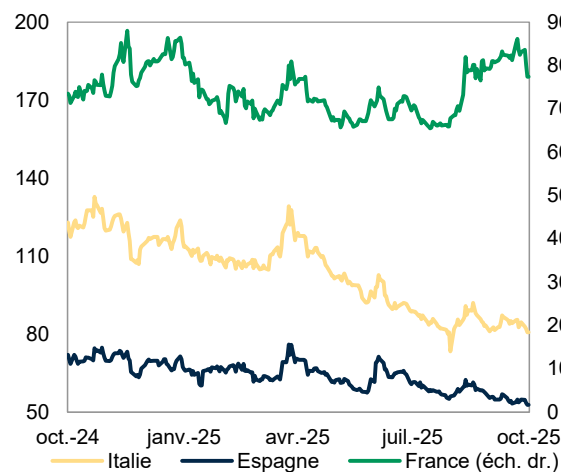
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

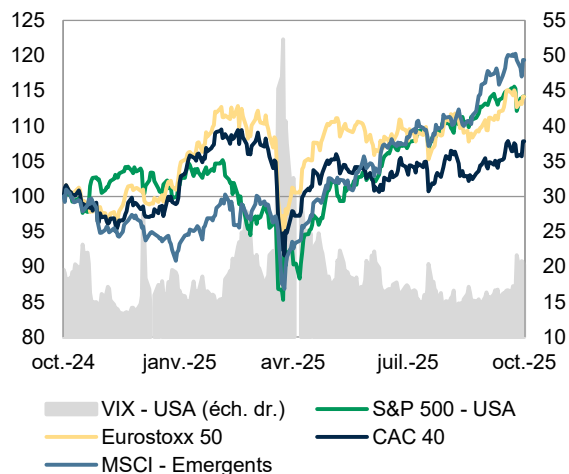
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

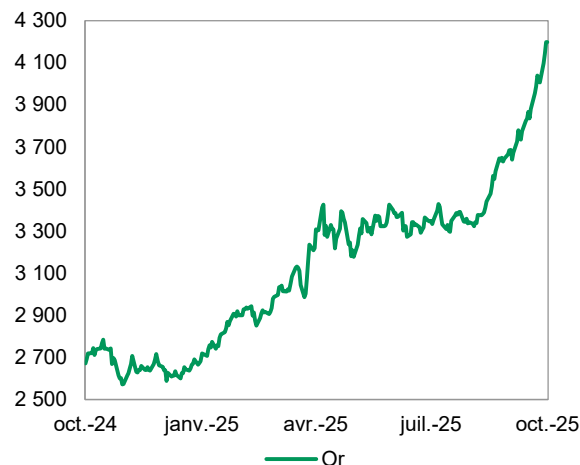
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

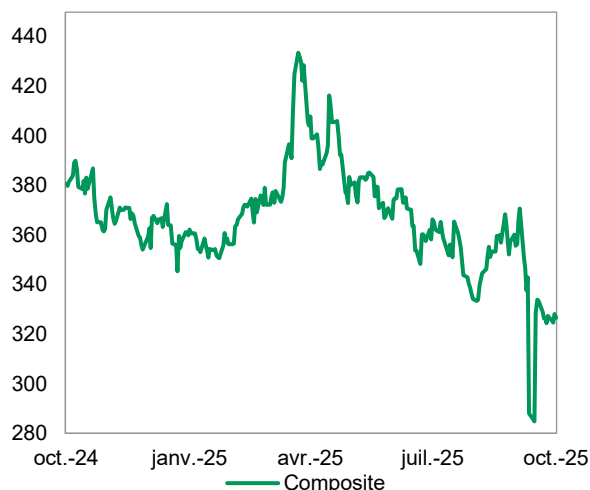
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

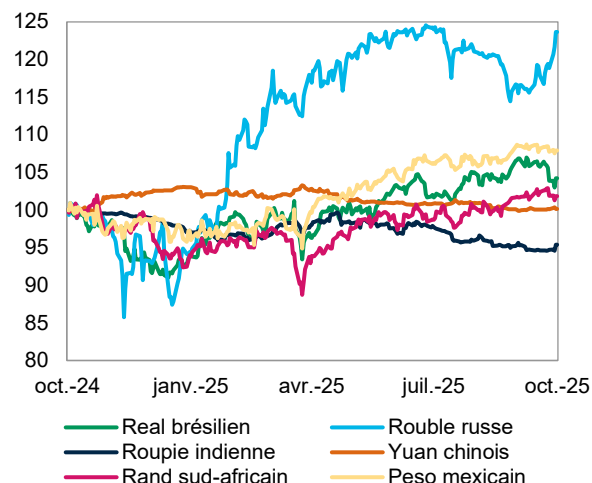
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

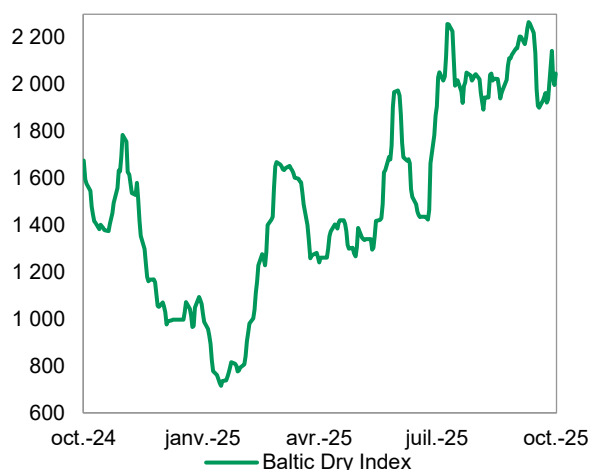
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

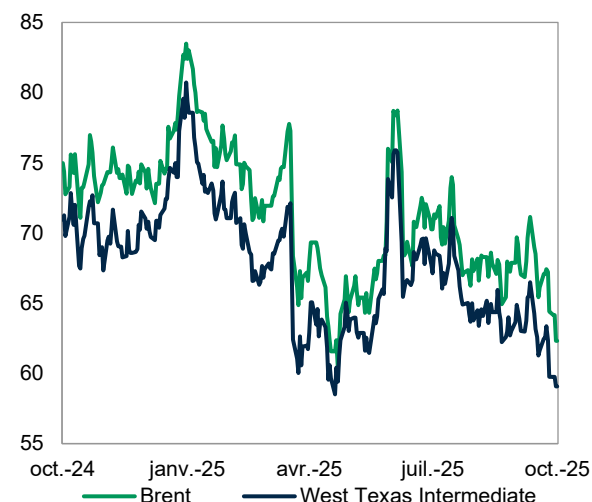
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

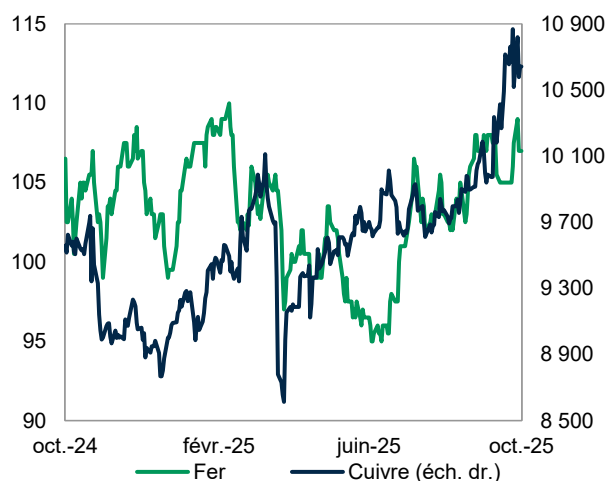
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

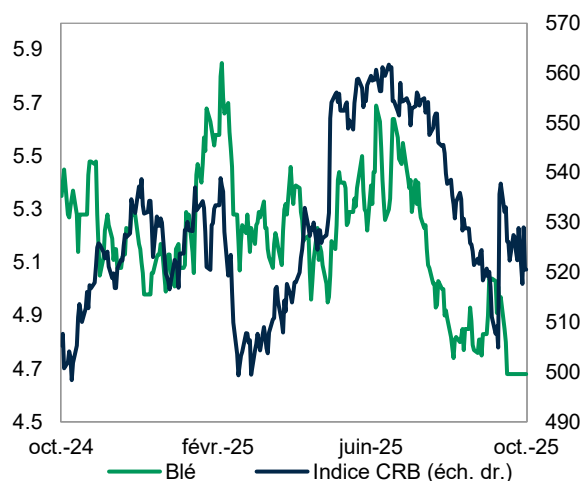
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



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

[En espérant un soupçon de stabilité...](#)

Date	Titre	Thème
16/10/2025	<u>Donald Trump et ses banquiers</u>	États-Unis
14/10/2025	<u>Égypte – Le FMI à l'assaut des subventions : à tort ou à raison ?</u>	Moyen-Orient
13/10/2025	<u>Zone euro – Une nouvelle hausse du taux d'épargne et une nouvelle baisse du taux de marge</u>	Zone euro
10/10/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
09/10/2025	<u>Brésil – Ralentissement, désinflation et ajustement fiscal, tout est plus lent que prévu ou désiré</u>	Amérique latine
08/10/2025	<u>Grèce – L'investissement soutient l'activité</u>	Zone euro
07/10/2025	<u>Royaume-Uni – Premier du G7 ? Pas vraiment !</u>	Royaume-Uni
07/10/2025	<u>France – La consommation des ménages en biens reste atone, malgré la faiblesse de l'inflation</u>	France
06/10/2025	<u>Italie – Le marché immobilier se reprend, mais pas en faveur de la construction</u>	Italie
03/10/2025	<u>Monde – Scénario macro-économique 2025-2026 – En espérant un soupçon de stabilité...</u>	Monde
03/10/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
03/10/2025	<u>Chine : derrière « l'involution », des déséquilibres économiques profonds</u>	Asie
02/10/2025	<u>Point de vue – Stablecoin, l'illusion de puissance</u>	Banque, fintech
02/10/2025	<u>Arabie saoudite – Le conte des mille et un indicateurs de la diversification</u>	Moyen-Orient

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

Zone euro : Alberto ALEDO, Ticiano BRUNELLO, Marianne PICARD, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS, Grégoire GLORIEUX

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

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

Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QUENTRIC

Asie : Sophie WIEVIORKA

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

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

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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

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

Application Etudes ECO disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)

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