

Perspectives

Hebdomadaire – N°25/325 – 21 novembre 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

☞	Peur d'une bulle dans l'IA et incertitude entourant la prochaine décision de la Fed ont pesé sur l'appétit pour le risque.....	2
☞	Union européenne : l'excédent commercial en biens vis-à-vis du monde rebondit au T3	4
☞	France : deux stratégies majeures des entreprises face aux vulnérabilités d'approvisionnement.....	5
☞	Italie : production industrielle, la reprise se dessine, la prudence s'impose	6
☞	Espagne : plus d'emploi, moins de postes	8
☞	Royaume-Uni : l'inflation recule à 3,6% en octobre, le pic devrait être derrière nous !.....	10

Peur d'une bulle dans l'IA et incertitude entourant la prochaine décision de la Fed ont pesé sur l'appétit pour le risque

Les indices actions mondiaux terminent la semaine dans le rouge, après une forte correction à la baisse de Wall Street jeudi dans le sillage des résultats du géant des semi-conducteurs Nvidia, pourtant supérieurs aux attentes. Le S&P 500 se replie sur la semaine (près de -3%) ; même sort pour les marchés asiatiques et européens. L'indice VIX de volatilité implicite des marchés américains s'envole de plus de 6 points, à 26,4, atteignant un plus haut depuis avril dernier. Les investisseurs commencent à revoir leurs vues sur les valorisations technologiques, et plus généralement l'impact de l'IA sur les perspectives économiques américaines. En effet, la croissance américaine a reposé fortement sur les investissements dans les secteurs de l'IA au cours de la première moitié de l'année. À long terme, les investisseurs comptent sur les gains de productivité, pourtant hautement incertains, pour compenser les effets négatifs escomptés de la politique d'immigration restrictive de l'administration Trump sur la croissance potentielle. Si les investisseurs semblent déjà remettre en cause les valorisations technologiques, ce n'est toutefois pas encore au point de nuire au dollar et à la dette américaine. Après sa forte dépréciation au cours de la première moitié de l'année, le billet vert a retrouvé son rôle de valeur refuge : il s'apprécie quand l'aversion au risque s'accroît et bénéficie de l'amélioration de son attractivité en termes de rendement. Cette semaine, il s'est apprécié de 1,3% contre le yen et de 0,8% contre l'euro. Le mouvement d'aversion au risque profite aux titres d'État américains : les rendements des *Treasuries* se replient, -10 points de base pour le taux à dix ans, -9 pour le taux à deux ans sur la semaine.

Le très attendu rapport sur l'emploi du mois de septembre, décalé moult fois, a finalement vu le jour cette semaine. Il n'a pas permis de réduire l'incertitude autour de la prochaine décision de la Fed. En effet, les données envoient des signaux contrastés : globalement, les créations nettes d'emplois dans les secteurs non agricoles ont été plus fortes que prévu, à 119 000, un plus haut depuis avril et près du double des anticipations du consensus. Mais, observés plus en détail, les résultats sont moins solides. Les chiffres passés ont été révisés à la baisse de 33 000 au total avec, notamment désormais, un repli au mois d'août de 4 000 contre une hausse de 22 000 précédemment. Ces révisions à la baisse des chiffres passés est donc devenue la norme. De plus, les créations d'emplois de ces derniers mois se sont concentrées sur un petit nombre de secteurs, et septembre ne fait pas exception : le secteur de l'éducation privée et ceux de l'hôtellerie et des loisirs représentent presque l'intégralité des emplois créés. Les secteurs des services professionnels et aux entreprises, ainsi que le secteur

manufacturier, enregistrent des pertes d'emplois. L'enquête auprès des ménages indique une hausse non anticipée par le consensus du taux de chômage à 4,4%, après 4,3% en août, atteignant un plus haut depuis octobre 2021. Cette hausse est due à une légère remontée du taux de participation, à 62,4% après 62,3% en août. L'emploi, tel que rapporté par l'enquête auprès des ménages, est très solide, avec une hausse de 251 000 emplois, insuffisante cependant pour absorber un bond de 470 000 de la population active. Enfin, la croissance des revenus moyens horaires est stable à 3,8% en septembre, très en-deçà de son point haut de 5,9% enregistré en mars 2022.

En résumé, un marché du travail en demi-teinte qui n'est pas susceptible de changer l'équilibre des opinions au sein de la Fed lors de la prochaine réunion de politique monétaire en décembre : des créations d'emplois solides vont conforter les « faucons » dans leurs craintes de risques haussiers sur l'inflation, justifiant le maintien des taux inchangés, tandis que les « colombes » vont sans doute souligner la hausse du taux de chômage et les risques baissiers sur le marché du travail. Nous maintenons notre scénario de *statu quo* sur les taux des *Fed funds* en décembre, tout en reconnaissant la possibilité d'une autre baisse de taux, avec une probabilité non négligeable. Les marchés semblent également pencher du côté du *statu quo* en décembre mais, pour 2026, continuent de tabler sur des baisses de taux relativement agressives (de près de 100 points de base au total), contrairement à notre scénario qui table sur le maintien au niveau actuel de la fourchette de taux tout au long de l'année 2026 (borne haute des *Fed funds* à 4%).

Les *minutes* du FOMC d'octobre ont souligné « les vues fortement divergentes » concernant la conduite de la politique monétaire de la Fed à court terme, notamment les différences d'appréciation des deux volets du mandat de la Fed, à savoir l'emploi et l'inflation. Concernant l'inflation par exemple, « plusieurs » membres jugent que l'inflation est proche de la cible de la Fed, mais « beaucoup » estiment que l'inflation est toujours supérieure à la cible et que peu de signes indiquent son retour soutenable à la cible de 2% en temps voulu. Au sujet de l'emploi, « plusieurs » participants soulignent le faible taux d'embauches et les risques baissiers sur l'emploi, tandis que, pour « beaucoup de participants », la faiblesse de la demande de travail pourrait être structurelle, en lien avec le développement de l'IA. L'équilibre des vues au sein du FOMC concernant la décision de décembre et le choix des mots pour le décrire suggèrent une orientation vers le maintien des taux : si « plusieurs » membres sont favorables à une baisse de taux, « beaucoup » pensent qu'il

serait approprié de garder les taux inchangés pour le reste de l'année.

Les décideurs de la politique monétaire américaine auront peu de données à leur disposition en amont de la réunion de décembre. En effet, le calendrier des données économiques outre-Atlantique demeure incertain et fortement perturbé par le *shutdown* qui a pris fin le 13 novembre. Le rapport sur l'emploi du mois de septembre sera le dernier avant le FOMC du 10 décembre : le *Bureau of Labor Statistics* a indiqué qu'il ne publiera pas de

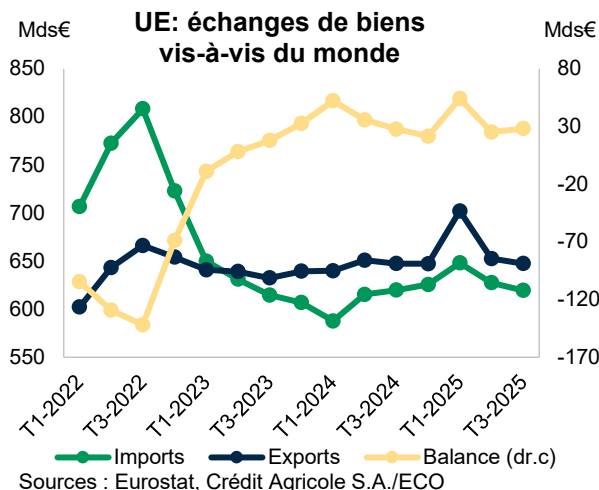
rapport d'octobre tandis que le rapport de novembre (qui inclurait à la fois les données du mois d'octobre, sans toutefois l'enquête auprès des ménages, et celles de novembre) serait décalé au 16 décembre. Concernant l'inflation, la semaine prochaine seront publiés les indices des prix à la production tandis que les indices des prix à la consommation d'octobre pourraient ne pas être publiés du tout et ceux de novembre pourraient être reportés à une date ultérieure au FOMC du 10 décembre.

Zone euro

Union européenne : l'excédent commercial en biens vis-à-vis du monde rebondit au T3

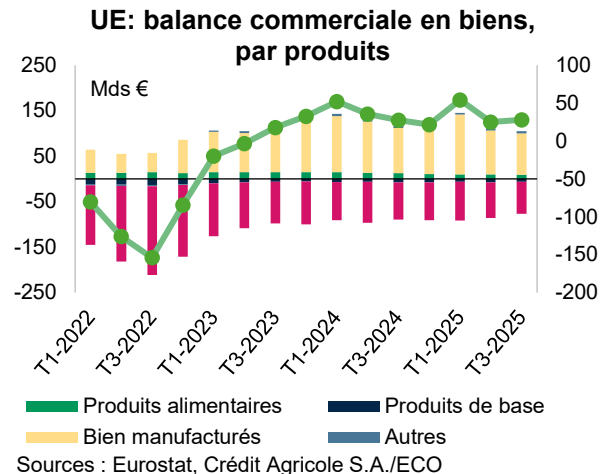
Tiré par un bon mois de septembre (+15,6 Mds €, données désaisonnalisées), l'excédent commercial en biens de l'Union européenne vis-à-vis du monde s'élève à 28 Mds € au troisième trimestre 2025, soit une hausse par rapport aux 25 Mds € du T2 (+11,6%). Au deuxième trimestre, l'excédent avait été fortement diminué par la faiblesse du mois de juin (excédent de 0,67 Md €, un plus bas depuis mai 2023).

Si les importations et les exportations ont diminué en valeur, cette expansion de la balance s'explique par une baisse plus importante des importations (-1,3%) que des exportations (-0,8%) par rapport au T2. Les exportations se sont élevées à 647,2 Mds € et les importations à 619,2 Mds €. À titre de comparaison, la balance du commerce intra-UE est en progression de 6,4% par rapport au T2, passant de 21,9 Mds € à 23,3 Mds €.

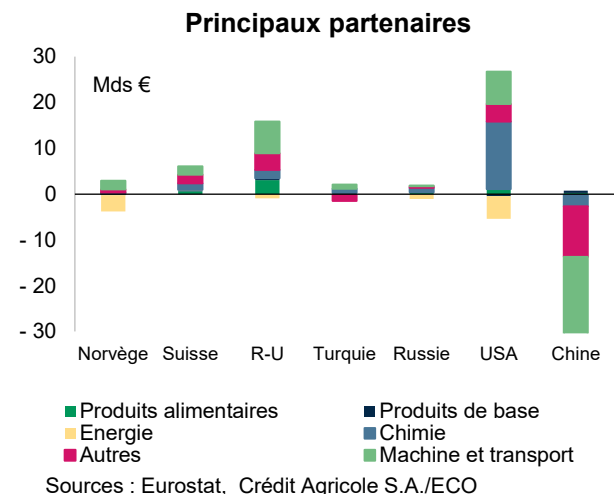


L'excédent commercial est dû au solde positif pour les biens manufacturés (90,7 Mds €) et les produits alimentaires (9,4 Mds €), mais l'UE est fortement déficitaire en énergies (-70,4 Mds €). Si les importations d'énergie pèsent de moins en moins sur la balance depuis 2022 (maximum atteint au T2, à -194,8 Mds €) et qu'elles se sont réduites de 10,3% par rapport au T2 2025 et de 13,8% par rapport au T3 2024, les exportations de produits manufacturés sont elles aussi à la peine et atteignent un plus bas depuis début 2023. Elles sont en recul de 6,1% par rapport au T2 2025 et de 9,0% par rapport au T3 2024. La baisse des importations de biens manufacturés, plus rapide que celle des exportations explique le recul du solde sur le trimestre. Ainsi, depuis mars 2022, la différence entre le solde des biens manufacturés et celui de l'énergie explique la presque totalité des variations mensuelles de la balance commerciale des biens de l'UE. Or, si la balance des biens manufacturés est largement positive, et fluctue autour de 33 Mds €, la balance énergétique est

fortement négative. Le déficit (en valeur) est en voie de réduction depuis début 2023.



Les États-Unis sont le principal fournisseur de l'UE (16,62%), devant la Norvège (11,39%) et le Royaume-Uni (6,16%).

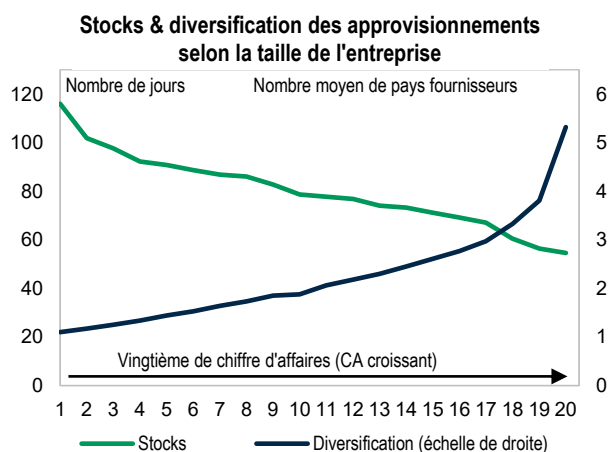


Parmi ses six principaux partenaires commerciaux, l'UE enregistre un large surplus avec les États-Unis (21,3 Mds €) grâce aux exportations de produits de l'industrie pétrochimique, aux machines et véhicules, ainsi que le reste des produits manufacturés. Vers le Royaume-Uni, l'UE a exporté majoritairement des machines et véhicules (20,43%, 6,9 Mds €), d'autres produits manufacturés (10,9%, 3,6 Mds €) et des produits alimentaires (8,93%, 3 Mds €) pour un solde total de 14,8 Mds €. L'UE est, en revanche, en déficit avec la Norvège de 0,9 Md €, principalement en raison de l'énergie (-3 Mds €), légèrement compensé par les machines et véhicules (+1,9 Md €). Le principal déficit de l'UE provient de ses échanges avec la Chine pour un montant de 30 Mds €, justifié par le déficit dans les machines et véhicules (-17,1 Mds €) et les autres produits manufacturés (-11 Mds €).

✓ **Notre opinion** – L'Union européenne renoue avec une légère croissance de son excédent commercial après le pic du T1 2025. Ce dernier s'explique par une anticipation par les entreprises de l'introduction de droits de douanes par les États-Unis menaçant le commerce bilatéral. Les exportations en valeur ont retrouvé leur niveau du T4 2024, avant cet effet d'anticipation. La dépendance énergétique demeure un point d'attention, alors que les risques géopolitiques entre tensions avec les États-Unis et la guerre en Ukraine peuvent menacer l'approvisionnement de l'UE en gaz.

France : deux stratégies majeures des entreprises face aux vulnérabilités d'approvisionnement

Une étude de l'Insee¹ publiée le mercredi 19 novembre fait le point sur les stratégies mises en place par les entreprises industrielles françaises importatrices pour réduire leur vulnérabilité en termes d'approvisionnement. Pour la plupart des intrants, celles-ci recourent généralement à une stratégie parmi les deux suivantes : la diversification de leurs fournisseurs pour les plus grandes d'entre elles, et la constitution de stocks de sécurité pour les plus petites. *In fine*, seuls 79 produits (sur 3 175) apparaissent comme à risque à court terme, en raison d'un approvisionnement trop peu diversifié et trop peu diversifiable, et d'un niveau de stocks insuffisant. Ces intrants vulnérables représentent seulement 0,2% de la valeur totale des intrants importés, mais une pénurie pourrait toutefois générer des répercussions économiques et sociales non négligeables, avec des effets en cascade.



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

La crise du Covid-19 avait mis en lumière la vulnérabilité européenne sur certains produits stratégiques ou à fort enjeu sanitaire. La montée des risques climatiques et géopolitiques expose les entreprises qui s'approvisionnent auprès d'un seul fournisseur, ou d'un seul pays, à un risque de vulnérabilité de leur production. L'étude de l'Insee montre toutefois que les entreprises industrielles françaises importatrices mettent activement en place des stratégies pour se prémunir contre ce risque. Les plus grandes d'entre elles peuvent, en effet, se permettre de diversifier leurs approvi-

sionnements, pour la plupart des intrants. En raison des coûts fixes² importants que cette stratégie implique, les plus petites entreprises ont davantage recours, pour leur part, à une autre stratégie : la constitution de niveaux de stocks de précaution. Le stockage engendre lui aussi des coûts, mais apparaît plus accessible aux petites entreprises. On observe ainsi une relation croissante entre la taille de l'entreprise (mesurée par son chiffre d'affaires) et la diversification de ses approvisionnements, et à l'inverse une relation décroissante entre la taille de l'entreprise et le niveau de ses stocks d'intrants.

La moitié des entreprises industrielles et importatrices disposent de stocks d'intrants de plus de 63 jours d'autonomie de production. Des écarts importants existent toutefois entre les entreprises, puisque 10% d'entre elles conservent au moins 153 jours de stocks, contre moins de 6 jours pour 10% d'entre elles. Les 5% les plus petites (en termes de chiffre d'affaires) disposent en moyenne de 116 jours d'intrants en stocks, contre seulement 55 jours pour les 5% les plus grandes. En termes de diversification, un quart des entreprises importent chaque produit depuis un seul pays en moyenne, contre plus de quatre pays pour 10% d'entre elles. Les 5% les plus grandes s'approvisionnent en moyenne auprès de 5,3 pays par produit importé, contre seulement un peu plus d'un pays fournisseur pour les 5% les plus petites.

Les spécificités sectorielles importent. En effet, certains produits sont périssables et ne peuvent être stockés, ce qui explique un niveau faible de stocks dans l'agroalimentaire, avec une médiane de 37 jours. L'industrie pharmaceutique dispose, quant à elle, de stocks d'intrants importants, avec un niveau médian de près de 114 jours. L'industrie qui diversifie le plus ses approvisionnements est l'automobile, puisque la moitié des entreprises de ce secteur importent leurs intrants depuis plus de 2,3 pays fournisseurs, en moyenne. En revanche, la métallurgie et l'habillement ont des approvisionnements bien moins diversifiés, avec pour plus de la moitié des entreprises un unique pays étranger fournisseur de la majorité de leurs intrants non français.

¹ [Entre constitution de stocks et diversification des fournisseurs, quel choix pour les entreprises ? – Insee Analyses – 114](#)

² Ces coûts incluent la recherche et la sélection de nouveaux fournisseurs, la négociation de contrats, l'établissement de relations commerciales durables etc. Les plus grandes

entreprises peuvent par ailleurs bénéficier d'économies d'échelle, et sont plus souvent implantées à l'étranger, ce qui leur facilite la tâche.

Par rapport aux études précédentes, qui se concentrent sur le degré de concentration des sources d'approvisionnement de l'intrant pour le définir comme vulnérable, celle de l'Insee a l'avantage de souligner qu'une autre stratégie d'atténuation est mise en place par certaines entreprises : la constitution de stocks de sécurité. L'analyse de vulnérabilité conduite procède ainsi en plusieurs étapes. L'institut constate que sur les 3 175 intrants importés par les entreprises françaises, l'approvisionnement est peu diversifié (au plus de deux pays) pour 624 d'entre eux. Par ailleurs, parmi les 3 175 intrants importés, ceux dont l'offre mondiale est très concentrée³ sont dits « peu diversifiables » et sont au nombre de 496. L'intersection de ces deux ensembles est constituée de 174 intrants, qui peuvent ainsi être considérés comme vulnérables car peu diversifiés et peu diversifiables dans l'absolu : ils représentent 0,5% du montant total des importations d'intrants. Leur nombre est toutefois réduit, si l'on tient compte du fait que les entreprises disposent de stocks de précaution. En effet, sur les 1 375 intrants importés, les entreprises disposent en moyenne de plus de deux mois de stocks pour 355 d'entre eux⁴, et de plus d'un mois pour 1 336 d'entre eux. Cette

considération abaisse le nombre d'intrants vulnérables de 20%, si on exclut ceux dont les stocks excèdent deux mois⁵, et de 45% si on exclut ceux dont les stocks excèdent un mois.

79 intrants sont ainsi considérés comme vulnérables à court terme, car à la fois peu diversifiés, peu diversifiables, et avec des stocks inférieurs à un mois de production. Les principaux pays d'origine de ces intrants sont l'Allemagne (14 d'entre eux), les Pays-Bas (8), l'Inde (7), et la Chine⁶ (3). Ces intrants très vulnérables représentent 0,2% du montant total des importations d'intrants. Pour 41 produits parmi les 79, l'approvisionnement se fait majoritairement à l'étranger plutôt qu'en France. Ainsi, une pénurie pourrait générer des conséquences importantes, avec à la fois des coûts économiques en cascade (sur l'ensemble de la filière en aval), mais aussi potentiellement sociaux avec une incidence sur la santé de la population. Ces produits sont en effet concentrés dans l'industrie chimique (chimie organique, dont les amino-alcools, indispensables pour l'industrie pharmaceutique et cosmétique). Plusieurs minéraux font aussi partie de la liste des intrants particulièrement vulnérables, comme le cobalt (essentiel pour la production de batteries).

✓ Notre opinion – *L'étude de l'Insee est riche d'enseignements sur la vulnérabilité de la production des entreprises industrielles françaises aux importations d'intrants. En particulier, même si certains intrants (et certains secteurs) restent particulièrement vulnérables, il est rassurant de constater que la plupart des entreprises diversifient leurs approvisionnements, ou constituent des stocks de sécurité, en particulier lorsqu'elles s'approvisionnent en Chine. Il faut toutefois garder à l'esprit que la problématique plus large de la vulnérabilité doit aussi tenir compte de celle des entreprises étrangères dont nous importons les produits. En outre, l'étude ne permet pas de dire s'il y a eu une évolution dans le temps des stratégies des entreprises pour se prémunir contre les risques d'approvisionnement, et donc s'il y a eu une amélioration sur la période récente.*

Italie : production industrielle, la reprise se dessine, la prudence s'impose

Dans un contexte de forte incertitude, les données de remontée d'activité restent marquées par une volatilité élevée. Ainsi, après le creux de -2,7% enregistré le mois précédent, la production industrielle a rebondi substantiellement en septembre, augmentant de 2,8% d'un mois sur l'autre.

L'ensemble des catégories est concerné par cette hausse en variation mensuelle, bien que le rebond soit principalement tiré par le secteur de l'énergie, dont la production croît de 5,4% d'un mois sur l'autre. Les autres catégories de biens voient leur production se redresser également, avec des performances plus positives pour les biens d'investissement et les biens intermédiaires, de respectivement 1,4% et 1,3%. La hausse des biens

de consommation est, quant à elle, imputable à la reprise dans le segment des biens de consommation durables qui augmentent de 1%, tandis que celui des biens de consommation non-durables stagne.

Malgré ce rebond, les résultats sur le trimestre restent globalement négatifs, avec un repli de l'indice de 0,5% par rapport au trimestre précédent. Ce résultat rejoint le constat de l'Istat sur les comptes nationaux qui fait état d'un repli de la valeur ajoutée industrielle au troisième trimestre. Il est néanmoins à nuancer car, dans le détail, la baisse ne touche pas tous les secteurs. En effet, la forte baisse dans la production d'énergie explique en partie cette performance, puisque l'ensemble

³ Indice de Herfindahl-Hirschman (HHI) des exportations mondiales supérieur à 0,25.

⁴ Les entreprises disposent de plus de trois mois de stocks pour seulement 109 intrants.

⁵ La réduction est de seulement 5 à 10% si on exclut les stocks supérieurs à trois mois.

⁶ La faible représentation de la Chine pourrait s'expliquer par le fait que les entreprises se prémunissent davantage face au risque d'approvisionnement lorsqu'elles s'y approvisionnent (diversification de l'approvisionnement et constitution de stocks).

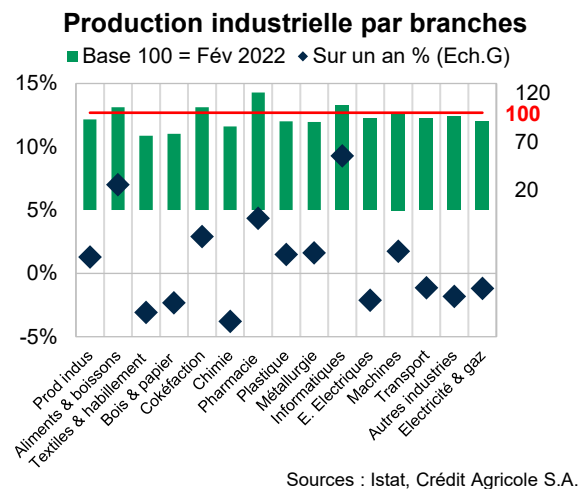
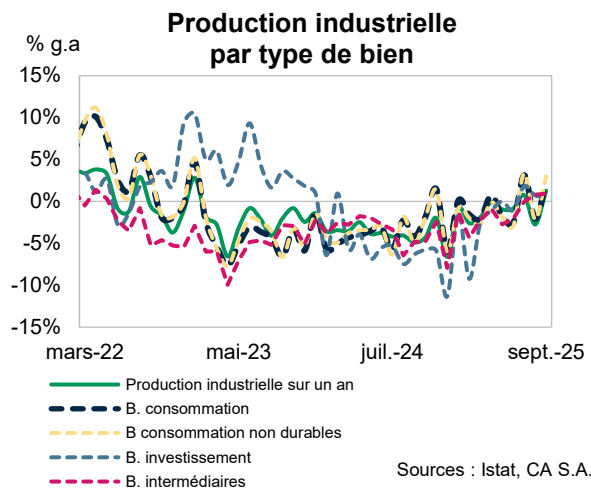
des autres catégories progresse sur le trimestre. Les biens de consommation, ainsi que les biens intermédiaires, font même mieux que le trimestre précédent, passant d'un recul respectif de -0,2% et -0,1% au T2 à +0,8% et +0,1% au T3. La production de biens d'investissement ralentit certes sur le trimestre, mais reste positive. Le rebond de septembre laisse néanmoins un acquis de croissance important pour le T4 de 1%.

Ces signes de reprise observés en septembre se confirment également dans le profil tendanciel de la production industrielle. La reprise de septembre est également visible si l'on observe les données en glissement annuel. Alors que la tendance était globalement au repli avec une légère exception en juillet (cf. graphique), le mois de septembre marque peut-être le début d'une inflexion, notamment pour les biens d'investissement et les biens intermédiaires qui cumulent trois mois de croissance consécutifs en glissement annuel.

Cette amélioration globale masque des dynamiques sectorielles contrastées. Par activité, le tableau est effectivement plus nuancé. Si le rebond de septembre semble plus marqué pour le secteur de l'agroalimentaire et des boissons qui progresse de 7% en glissement annuel, cette reprise se limite au dernier point. Cependant,

certains secteurs semblent observer des dynamiques de reprise plus ancrées. Ainsi, la sortie du cycle récessif semble se concrétiser dans l'industrie pharmaceutique, qui enregistre le quatrième mois de hausse consécutif en glissement annuel, mais aussi dans la métallurgie et les machines et équipements, malgré un léger ralentissement en septembre. Enfin, les produits informatiques et électroniques suivent une trajectoire propre, puisqu'ils enregistrent une hausse tendancielle depuis mars 2025. L'exposition différenciée de ces secteurs aux fluctuations du commerce extérieur, notamment dans le contexte *post*-tarifs douaniers réciproques, peut expliquer en partie ces divergences de performances.

Malgré ces signes de reprise, une mise en perspective depuis février 2022 relativise l'ampleur du redressement. Depuis cette date, marquée par le début du cycle de retournement industriel, seuls quatre secteurs ont retrouvé leur niveau de production : l'industrie alimentaire, la cokéfaction, la pharmacie et l'industrie informatique. La majorité des secteurs restent donc en deçà de leur niveau d'avant crise.



Notre opinion – Les enquêtes de conjoncture convergent vers un diagnostic prudent, mais encourageant : l'industrie manufacturière italienne pourrait être à un point d'inflexion. Le climat de confiance Istat remonte à 88,3 en octobre, son plus haut niveau depuis juin 2024, porté par une amélioration généralisée des composantes. Plus significatif encore, les attentes de production à trois mois redeviennent positives (+1,9), marquant le premier solde positif depuis juillet 2024. Cette évolution suggère que les industriels anticipent une amélioration de leur activité dans les prochains mois. Les carnets de commandes, bien que toujours en territoire négatif (-19,2), poursuivent leur amélioration progressive depuis leur point bas d'octobre 2024 (-25,4), reflétant une demande qui se stabilise graduellement.

L'enquête PMI apporte un éclairage complémentaire et cohérent. L'indice composite se rapproche du seuil de stabilisation à 49,9 en octobre, tandis que la confiance des entreprises interrogées atteint son plus haut niveau depuis quatorze mois. Les deux enquêtes convergent donc sur l'amélioration du sentiment des industriels, même si l'activité effective reste fragile. Le PMI met toutefois en lumière les tensions auxquelles font face les entreprises : malgré une hausse des coûts de production (matières premières, transport, impact des tarifs douaniers), elles réduisent leurs prix de vente au rythme le plus fort depuis huit mois pour tenter

de stimuler une demande qui reste atone, particulièrement à l'export où la faiblesse de la France et de l'Allemagne pèse sur les carnets de commandes.

Le secteur de la construction dont la donnée de septembre est sortie cette semaine confirme le diagnostic établi en octobre dernier⁷ : l'entrée dans une phase de stagnation avec la fin du Superbonus. Si la production rebondit de 0,9% en septembre après le repli d'août, le trimestre reste négatif (-0,6%). La croissance annuelle de 4,4% en septembre, bien que robuste, marque un ralentissement par rapport aux performances observées en début d'année. Cette décélération progressive reflète l'essoufflement du dispositif qui avait soutenu le secteur ces dernières années. Les effets de base favorables devraient progressivement s'estomper dans les prochains mois.

Au total, les deux piliers de la production hors services présentent des trajectoires divergentes. Si l'industrie manufacturière montre des signes d'amélioration, la prudence reste de mise. La demande, notamment externe, reste faible, et les pressions concurrentielles contraignent les marges des entreprises. Le niveau de confiance actuel reste par ailleurs très en deçà du pic de décembre 2021 (104,7), rappelant que l'industrie manufacturière italienne n'a pas retrouvé sa dynamique d'avant crise. De son côté, la construction entre dans une phase de normalisation après les années de soutien massif du Superbonus, ce qui pèsera sur la dynamique de la production dans les trimestres à venir.

Espagne : plus d'emploi, moins de postes

Le marché du travail espagnol montre des signes croissants de déséquilibre entre l'offre et la demande d'emploi, selon le rapport 2025 de l'Observatoire des Occupations du SEPE (Service Public de l'Emploi de l'État). Le ratio de vacance d'emploi reste très bas, environ 0,9% selon l'enquête trimestrielle du coût du travail de l'INE. Ce chiffre contraste nettement avec la moyenne de l'Union européenne, qui se situe autour de 2%, et souligne la difficulté structurelle pour les entreprises à ouvrir et à pourvoir des postes, malgré la création d'emplois.

Certains métiers présentent un déséquilibre marqué entre l'offre de main-d'œuvre et la demande des entreprises : le SEPE identifie notamment des postes en santé (médecins, infirmiers), en informatique et systèmes (analystes, techniciens), et en logistique/transport comme particulièrement difficiles à pourvoir. Le rapport de 2025 souligne par ailleurs qu'un certain nombre d'occupations sont en excès d'offre : par exemple, les travailleurs assurant des tâches dans l'horticulture ou la garde d'enfants montrent une forte disponibilité avec peu d'embauche.

Le SEPE met aussi en garde sur le relais générationnel : plus de 10% des affiliés à la Sécurité sociale ont plus de 60 ans, et dans des secteurs comme l'agriculture, l'immobilier et l'industrie textile, ces travailleurs seniors sont nombreux. Le départ à la retraite de ces générations pourrait laisser des postes vacants, mais ces emplois exigent souvent des compétences plus modernes (digitales, techniques), ce qui complique le remplacement.

À l'horizon 2027, le SEPE estime que la disponibilité de certaines professions s'améliorera significativement : 18 métiers actuellement en déséquilibre par

pénurie pourraient retrouver un équilibre, selon l'indicateur spécifique de ratio de disponibilité qui croise les données d'inscription à l'emploi et de contrats signés. Parmi ces professions : les odontologues et stomatologues, les professeurs d'université, les techniciens en systèmes informatiques, les infirmiers spécialisés, les ingénieurs aéronautiques ou encore les opérateurs de machines agricoles mobiles. Par leur augmentation attendue, ces fonctions pourraient sortir de la zone de pénurie structurelle.

En revanche, le rapport anticipe que 14 professions continueront de souffrir d'un manque critique de main-d'œuvre d'ici 2027. Dans cette catégorie, on trouve notamment les techniciens en éducation spécialisée, les ingénieurs du BTP, les mécaniciens aéronautiques, les conducteurs de camions et les opérateurs de télémarketing. Sans une meilleure adéquation entre compétences offertes et recherchées, et sans un renouvellement générationnel appuyé, ces professions resteront structurellement sous-tension. Cette projection souligne un double défi : d'une part, canaliser la formation vers les professions dont la disponibilité s'améliore ; et d'autre part, remédier à un déficit persistant dans des métiers essentiels mais difficiles à pourvoir, en renforçant l'orientation professionnelle, la formation technique (notamment en formation professionnelle), et la mobilité des travailleurs. Le SEPE estime que l'évolution de ces déséquilibres dépendra autant des politiques de formation que des stratégies de recrutement des entreprises, et que la transformation de l'offre d'emploi passera par une convergence plus fine entre les compétences des demandeurs et les besoins réels du marché.

⁷ Consulter notre publication : Italie – <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/fr/italie-le-marche-immobilier-se-reprend-mais-pas-en-faveur-de-la-construction> re 2025

☑ **Notre opinion** – La configuration actuelle du marché du travail espagnol révèle une dynamique singulière : malgré une création d'emplois soutenue, la faible intensité des nouvelles vacances de postes et les tensions persistantes dans certaines professions suggèrent un fonctionnement où les entreprises privilégient l'ajustement de leur organisation : elles demandent plus de flexibilité à leurs salariés actuels, augmentent les heures de travail ou réaffectent des rôles, plutôt que d'embaucher. Cette prudence, visible dans la réticence à ouvrir des postes stables, traduit autant une anticipation d'incertitude future qu'une structure productive encore hésitante à absorber durablement de nouveaux travailleurs qualifiés.

L'ajustement entre compétences disponibles et compétences demandées progresse lentement, ce qui renforce un modèle dans lequel l'emploi se corrige surtout par l'adaptation du travail déjà en place – plus que par la création de nouvelles opportunités. Dans ce contexte, la croissance de l'activité continue de reposer davantage sur l'intensification de l'utilisation du facteur travail existant, que sur une montée en gamme généralisée des emplois.

À moyen terme, une amélioration durable passera par un renforcement du contenu technologique et de la stabilité des postes, ainsi que par une meilleure articulation entre les besoins des entreprises et les trajectoires de formation. Tant que cette convergence n'aura pas lieu, le marché du travail restera marqué par cette apparente robustesse, qui masque en réalité une capacité de création d'emplois structurels plus limitée qu'il n'y paraît.

Royaume-Uni

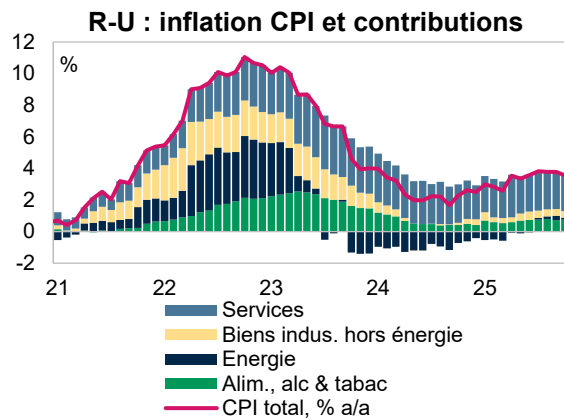
Royaume-Uni : l'inflation recule à 3,6% en octobre, le pic devrait être derrière nous !

En ligne avec les anticipations du consensus et celles de la *Bank of England* (BoE), le taux d'inflation des prix à la consommation (indice CPI) recule à 3,6% au mois de septembre, contre 3,8% en octobre. L'indice progresse de 0,4% sur le mois. L'inflation sous-jacente mesurée par l'indice CPI hors énergie, produits alimentaires, alcool et tabac tombe à 3,4%, après 3,5% en septembre (+0,3% en variation mensuelle).

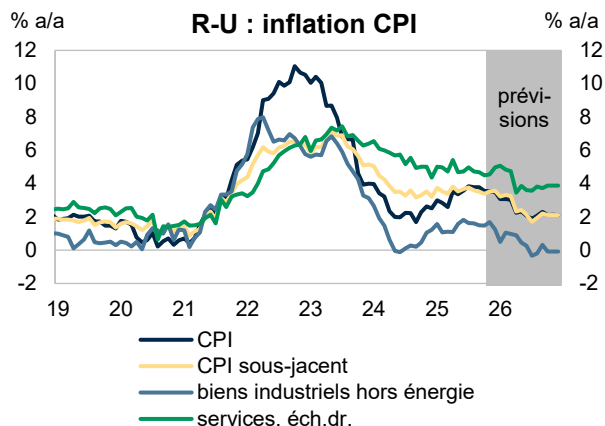
Le taux d'inflation dans les services baisse à 4,5% (légèrement en dessous de la prévision de la BoE de 4,6%), après 4,7% en septembre, atteignant un plus bas depuis décembre 2024. Les services aux ménages apportent la plus forte contribution négative (-0,25 point de pourcentage). Cela est dû à une baisse du taux d'inflation des prix du gaz et de l'électricité, qui s'explique par des effets de base favorables. En effet, le prix du gaz augmente de

0,9% en variation mensuelle en octobre 2025, contre 11,7% en octobre 2024 ; celui de l'électricité progresse de 2,4%, contre 7,7% en octobre 2024⁸. Cela conduit également à une chute du taux d'inflation de l'énergie à 1,8% sur un an, en ligne avec les anticipations, contre 4,3% en septembre. D'autres services ont contribué à la baisse du taux d'inflation total, bien que très modestement. Il s'agit de l'hôtellerie et restauration, de la santé et de la communication.

Le taux d'inflation des biens industriels hors énergie est stable à 1,5% sur un an. En revanche, l'inflation des produits alimentaires et boissons non alcoolisées accélère et apporte la plus forte contribution positive au taux d'inflation : de 4,5% en septembre à 4,9% sur un an en octobre (5% pour la prévision de la BoE).



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

✓ Notre opinion – L'inflation devrait continuer de reculer dans les prochains mois grâce à des effets de base favorables sur les prix de l'énergie, dont le taux d'inflation devrait redevenir négatif, ainsi qu'à une décélération anticipée des prix industriels, en partie liée à des effets désinflationnistes des droits de douane. Les perspectives de demande intérieure sont par ailleurs modestes, sur fond de consolidation fiscale et de politique monétaire restrictive, suggérant un faible pouvoir de fixation des prix des entreprises. La détérioration du marché du travail devrait également continuer de pousser la croissance des salaires vers le bas, ce qui à son tour devrait contribuer à un recul de l'inflation des services. Nos prévisions tablent sur une baisse du taux d'inflation à 3,4% en décembre et à la cible de 2% dès l'été 2026, bien plus tôt que les prévisions de la BoE (courant 2027).

Les chiffres d'inflation d'octobre, en ligne avec les anticipations de la BoE (et même légèrement plus bas dans les services), augmentent la probabilité d'une baisse de taux de base lors de la réunion de la BoE du 18 décembre. En effet, le gouverneur Andrew Bailey devrait être rassuré par la poursuite de la modération de la croissance des salaires et la baisse de l'inflation dans les services, qui confirment le processus de désinflation sous-jacente. Le marché du travail a, par ailleurs, continué de se détériorer et la croissance a fortement ralenti au T3. Le gouverneur devrait donc voter pour une baisse de taux, ce qui ferait basculer la majorité des votes du côté dovish. En revanche, l'inflation est sans doute encore trop élevée pour que les quatre autres membres hawkish changent d'avis. Le MPC restera sans doute très divisé sur le degré de restriction monétaire à maintenir.

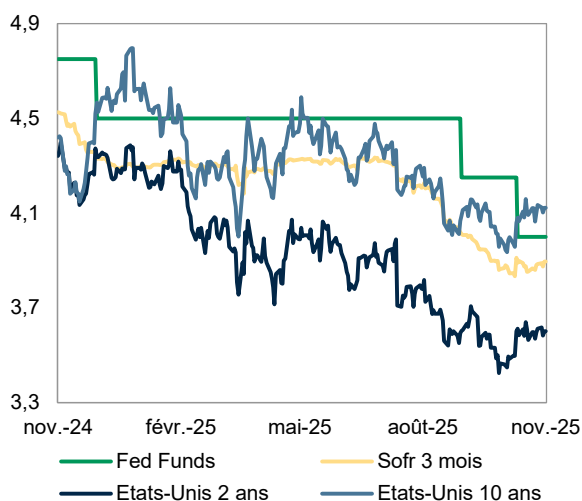
⁸ Le régulateur britannique pour les marchés du gaz et de l'électricité (*Office of Gas and Electricity Markets* – Ofgem) a révisé à la hausse son *energy price cap* en octobre (à 1 755 £ par an pour un ménage ayant une consommation-type de gaz

et d'électricité, soit une hausse de 35 £ par rapport au cap en vigueur entre le 1^{er} juillet et le 30 septembre).

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

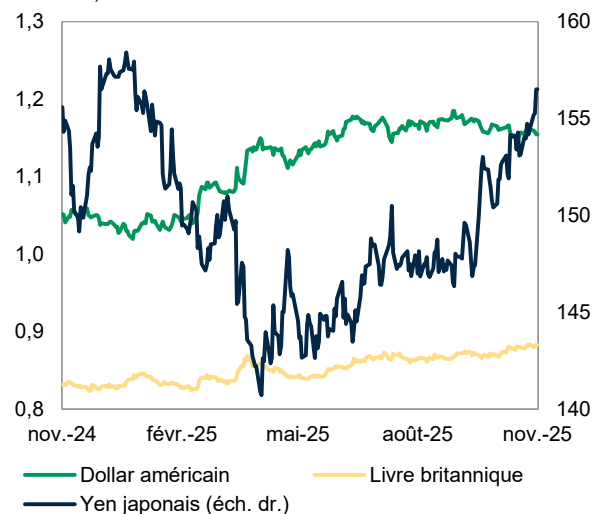
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

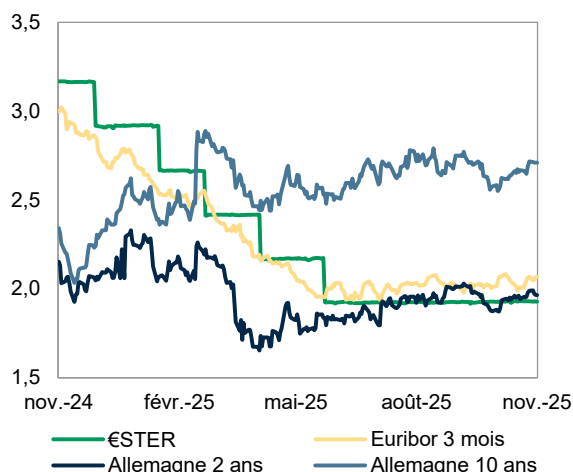
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

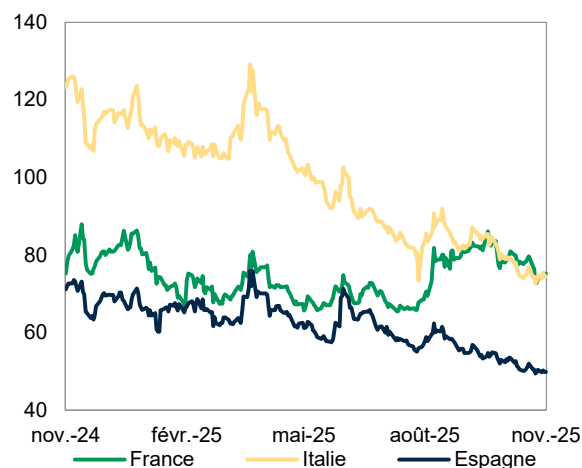
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

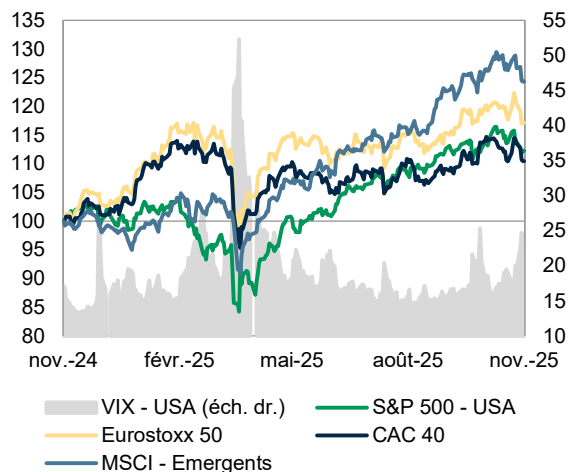
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

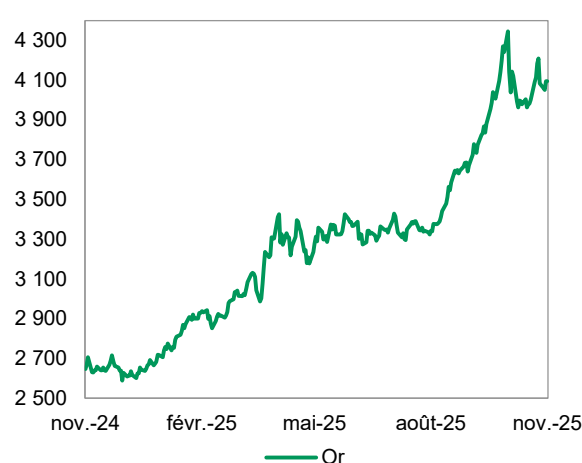
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

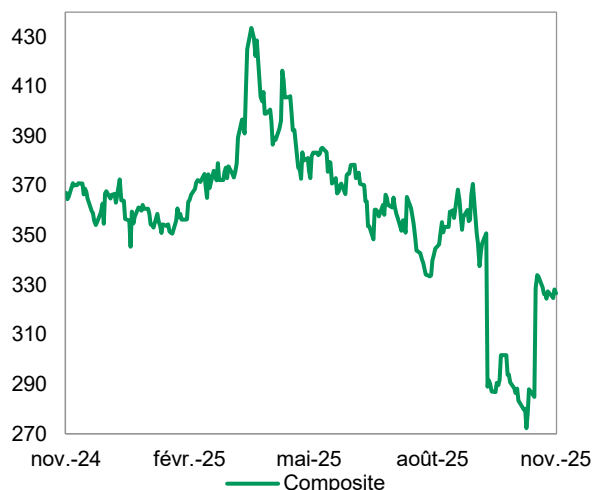
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

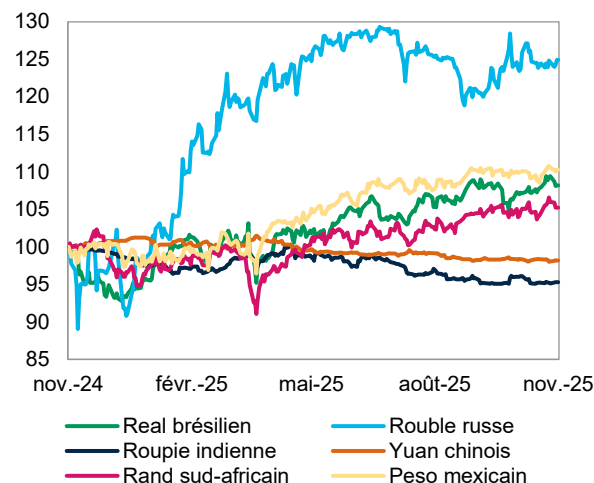
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

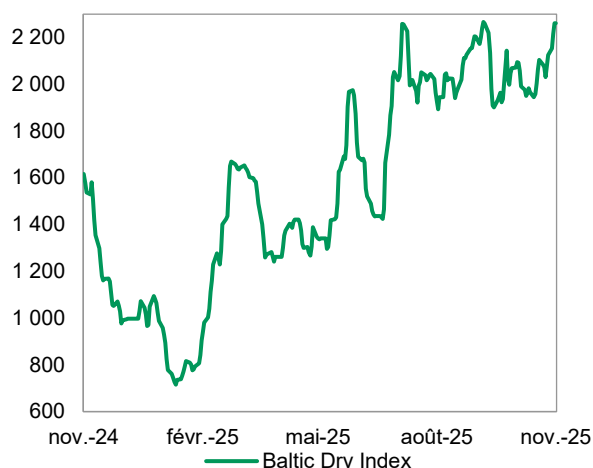
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

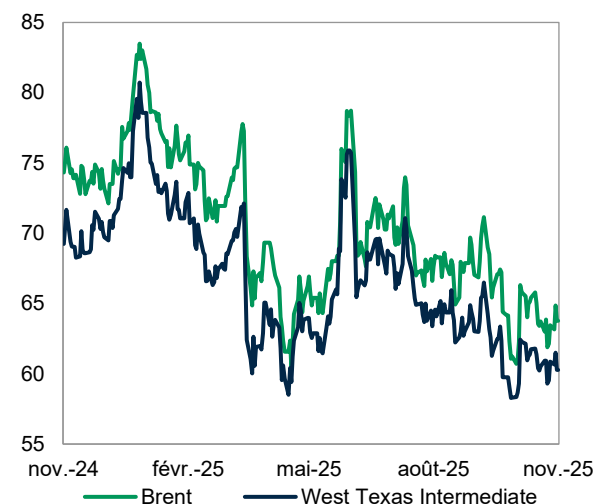
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

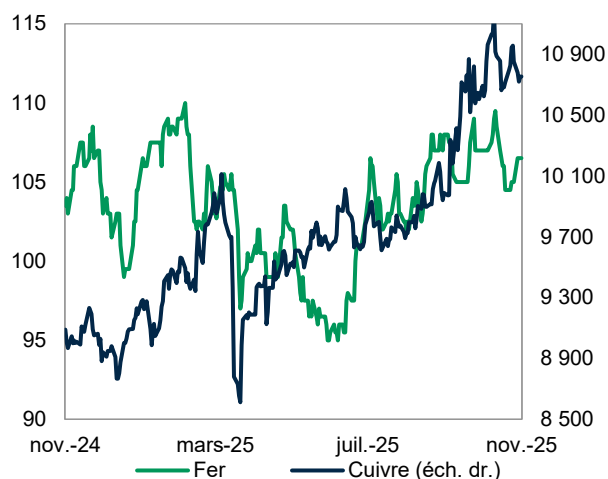
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

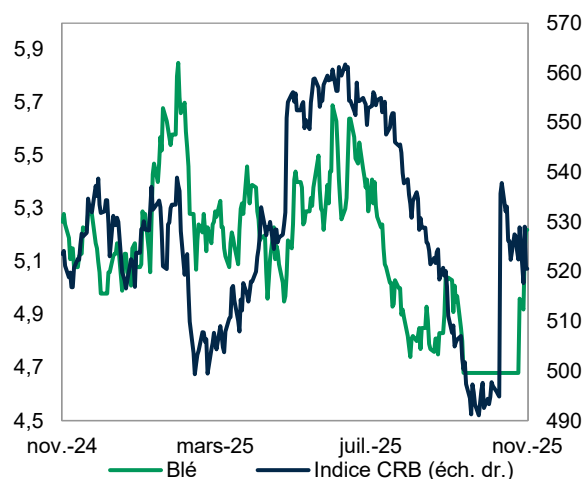
USD/tonne métrique



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
19/11/2025	<u>Royaume-Uni – Victime d'une cyber-attaque dans le secteur automobile, la croissance n'a été que de 0,1% au T3</u>	Royaume-Uni
17/11/2025	<u>Zone euro – La production industrielle en hausse de 0,2% en septembre</u>	Zone euro
14/11/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
13/11/2025	<u>Arabie saoudite – Déficit 2025, dérapage ou stratégie assumée ?</u>	Moyen-Orient
12/11/2025	<u>Royaume-Uni – BoE : la trajectoire des taux reste à la baisse, la pause sera courte</u>	Royaume-Uni
10/11/2025	<u>Tech – L'open source, un vecteur d'indépendance technologique ?</u>	Sectoriel
10/11/2025	<u>France – Légère baisse de l'emploi salarié du secteur privé au cours du T3</u>	France
07/11/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

Zone euro : 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 APARICIO 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.