

Perspectives

Hebdomadaire – N°25/331 – 28 novembre 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

☞	Les marchés financiers à l'épreuve d'une société toujours plus duale ?	2
☞	Union européenne : l'excédent commercial vis-à-vis des États-Unis en recul au T3 2025	4
☞	France : confirmation de la forte croissance de l'activité au troisième trimestre, l'emploi résiste	6
☞	Italie : une révision à la hausse de la croissance du T3	7
☞	Espagne : le marché de l'immobilier résidentiel toujours porteur	8
☞	Royaume-Uni : budget de l'automne 2025, la cigale ou la fourmi ?	10
☞	Inde : New Delhi dans le brouillard	13

 Les marchés financiers à l'épreuve d'une société toujours plus duale ?

Les analystes financiers semblent déceler dans la croissance américaine actuelle plusieurs signaux évoquant une évolution en forme de « K » susceptible de compliquer les décisions de politique monétaire de la Réserve fédérale. Ce schéma traduit une dissociation des trajectoires économiques selon le patrimoine des agents. Alors que la branche montante du K illustre une croissance sensible de l'enrichissement d'une faible partie de la population ou de certains secteurs, la branche descendante représente, quant à elle, l'appauvrissement d'autres groupes. Cette analogie tire ses fondements de l'analyse de la distribution de la consommation des ménages américains selon le niveau de richesse. En effet, les données de l'enquête sur les dépenses de consommation du BLS soulignent que les 20% les plus riches concentrent 40% de la consommation totale alors que les 20% les plus pauvres n'en représentent que 9%, une tendance qui semble perdurer. Parallèlement, les statistiques de la *Fed* indiquent un renforcement de la richesse détenue par les 10% les plus aisés au deuxième trimestre 2025. Ces ménages aisés sont présumés contribuer à une part croissante de l'activité économique à travers leurs dépenses : une hypothèse néanmoins plutôt optimiste car, à partir d'un certain niveau de richesse, le supplément de revenu et/ou effet de richesse favorable peuvent ne pas susciter de surcroît substantiel de consommation ou d'investissement. *A contrario*, lestés par la stagnation des revenus réels et leur niveau d'endettement, les ménages les plus modestes sont susceptibles de voir leur consommation très contrainte. Cette dualité, exacerbée par l'envolée des cours des valeurs technologiques, rend l'économie américaine particulièrement vulnérable à un choc sur les marchés financiers, nourrissant ainsi la crainte d'une correction des marchés la semaine dernière. Elle complique également les décisions de politique monétaire car les secteurs porteurs de croissance (grandes entreprises technologiques) sont susceptibles de générer de l'inflation, tandis que les secteurs en difficulté seraient davantage menacés par la hausse du chômage. Une baisse des taux d'intérêt pour soutenir l'emploi pourrait soutenir les marchés actions et stimuler l'inflation dans les secteurs de la « nouvelle économie », tandis qu'une hausse des taux contiendrait l'inflation, mais pénaliserait les secteurs traditionnels en difficulté.

Du point de vue des données macroéconomiques, les ventes au détail américaines ont très faiblement augmenté sur un mois (+0,2% en septembre après +0,6% en août). Cette progression s'explique principalement par l'augmentation des prix de vente. Les ventes hors automobiles, essence, matériaux de construction et services hors restauration, indicateur clé de la consommation, se

contractent. En rythme annuel, les ventes au détail ont progressé de 4,3%, après 5% précédemment.

Les dépenses sont principalement tirées par les hauts revenus, tandis que les revenus moyens et faibles sont davantage contraints d'arbitrer sur les biens de première nécessité.

Le nombre de nouvelles demandes d'allocations chômage a baissé de 6 000 sur la semaine, s'établissant à 216 000, ce qui confirme la faiblesse persistante des licenciements dans un contexte où la création d'emplois reste morose. Les politiques commerciales et migratoires du président Trump semblent avoir suscité des comportements d'attentisme chez les entreprises, qui se montrent réticentes aussi bien à recruter qu'à réduire leurs effectifs, bien que les anticipations sur le marché du travail restent négatives. Cette dépression du marché du travail, avec un taux de chômage faible mais au plus haut depuis quatre ans (4,4% en septembre), semble commencer à pénaliser la consommation. De plus, l'indice des prix à la production a augmenté de 2,7% en rythme annuel en septembre, après 2,6% le mois précédent, tiré par les produits énergétiques et les biens, tandis que les prix des services sont restés stables : cela suggère une inflation plus résistante qu'il n'est souhaitable à ce stade du cycle alors que ventes au détail atones et marché du travail sous pression signalent un fléchissement de la demande.

Malgré l'inflation, ces signes de ralentissement de la croissance suggèrent aux investisseurs qu'une baisse des taux de la Fed de 25 points de base lors de sa réunion de décembre serait tout à fait envisageable (probabilité de 85%). Par ailleurs, le secrétaire au Trésor, Scott Bessent, a indiqué que le processus de sélection du nouveau président de la Fed était bien avancé, et qu'une nomination pourrait avoir lieu d'ici Noël.

En zone euro, l'indicateur de confiance économique a faiblement progressé au mois de novembre, passant de 96,8 points à 97 points, signalant une croissance continue mais modeste. L'indice de confiance dans l'industrie enregistre un nouveau repli alors que la confiance des consommateurs reste inchangée. Les secteurs de la construction et des services ont enregistré une hausse significative, tirant l'indice global à la hausse. Par ailleurs, la réduction des droits de douane sur l'acier et l'aluminium, actée par l'accord commercial entre les États-Unis et l'Union européenne en juillet dernier, pourrait être remise en cause ou du moins retardée. Les États-Unis conditionnent en effet ces allègements à une révision préalable des règles encadrant les services numériques européens. Le bras de fer commercial semble donc durer plus longtemps que prévu.

Les marchés actions mondiaux se sont redressés cette semaine, le *S&P500* a progressé de 3,2% et l'*Euro Stoxx 50* de 2,3%, mais restent en baisse sur un mois. Sur les marchés obligataires, les rendements des obligations souveraines à 10 ans américaine et allemande ont légèrement baissé dans la perspective très attendue d'une baisse des

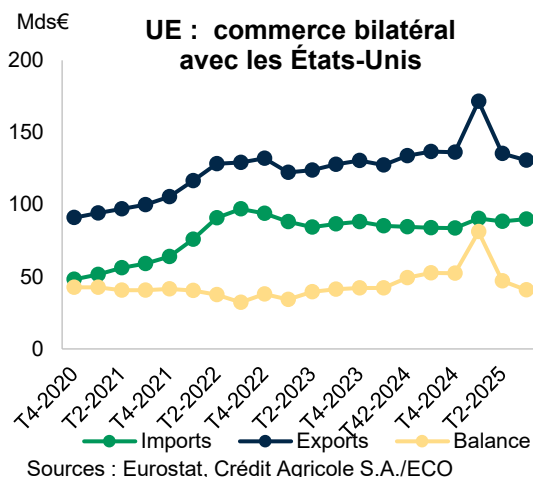
taux de la Réserve fédérale en décembre. Les primes de risque française et italienne face au *Bund* allemand se sont resserrées. L'euro s'est légèrement apprécié face au dollar (+0,6%). Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord a augmenté de 1,6%.

Zone euro

Union européenne : l'excédent commercial vis-à-vis des États-Unis en recul au T3 2025

Alors que les perspectives de guerre tarifaire avaient alimenté les échanges commerciaux bilatéraux au T1 2025 (l'Union européenne exportant pour 171,63 Mds€, important pour 90,45 Mds€, soit un solde positif de 81,18 Mds€, un plus-haut historique *post-Covid* et une augmentation de 55% par rapport au T4 2024), l'excédent commercial est retombé à 47,1 Mds€ au T2 puis 40,8 Mds€ au T3 2025, un plus bas depuis le T2 2023.

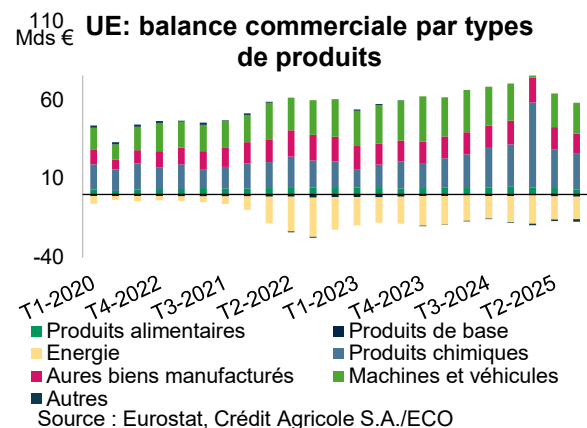
Le fort recul de l'excédent de la balance commerciale entre le T2 et le T3 2025 (- 13,3%) est dû à une variation conjointe : hausse des importations (+ 1,8%) et baisse des exportations (- 3,4%) en valeur. Les importations ont ainsi augmenté de 88,3 Mds€ à 89,9 Mds€, tandis que les exportations ont diminué de 135,4 Mds€ à 130,7 Mds€.



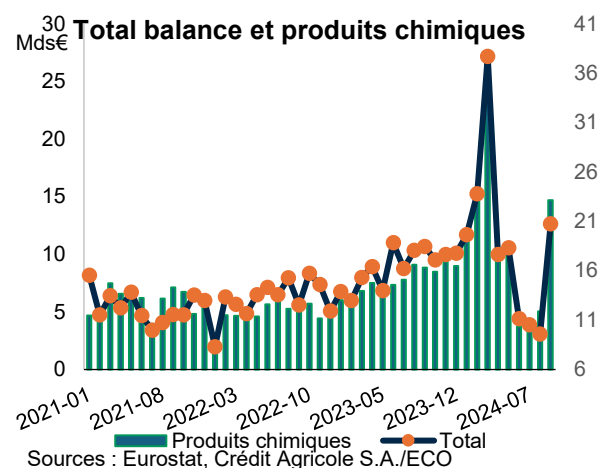
L'excédent commercial est dû au solde positif des produits chimiques (23 Mds€) dont les exportations ont fortement augmenté en septembre 2025 (22,8 Mds€ contre 12 Mds€ en juillet et août, soit une augmentation de 90%). Ces excellents résultats s'expliquent par l'accord trouvé avec les États-Unis pour la mise en pause des tarifs douaniers sur les produits chimiques, permettant aux entreprises européennes de reprendre leurs exportations. Les principaux autres biens en excédent sont les machines et équipements (19,5 Mds€, en recul de 7% par rapport au T2 2025) et les autres biens manufacturés (12,3 Mds€, en recul de 13%). Ces excédents viennent compenser les déficits en énergies (-14,3 Mds€). En effet, depuis 2022 et la guerre en Ukraine, l'Union européenne a fortement augmenté ses importations d'énergie en provenance des États-Unis pour compenser les diminutions d'importation de gaz en provenance de Russie. Ainsi, les importations de gaz de l'Union européenne en provenance des États-Unis sont passées de 18,9 Mds de mètres cubes en 2021 à

45,1 Mds de mètres cubes (une augmentation de 139%), soit le deuxième fournisseur (16,5% du total) après la Norvège (33,4%).

Les annonces de hausse des tarifs douaniers américains depuis la prise de fonction de l'administration Trump ont entraîné une forte hausse des exportations de l'UE par anticipation au T1 2025 mais, exception faite de ce trimestre, plusieurs tendances apparaissent depuis le début du deuxième mandat Trump. Ainsi, par rapport au T4 2024, à l'exception de l'énergie dont le déficit européen diminue (13%, mais reste en deçà des niveau pré-2022), tous les soldes excédentaires sont en retrait. Pour les produits alimentaires, l'excédent recule de 33%, pour les produits de base de 26%, pour les machines et équipements ainsi que pour les autres biens manufacturés, les excédents vis-à-vis des États-Unis reculent de 18%. Pour les produits chimiques, l'excédent commercial est aussi en repli de 14%.

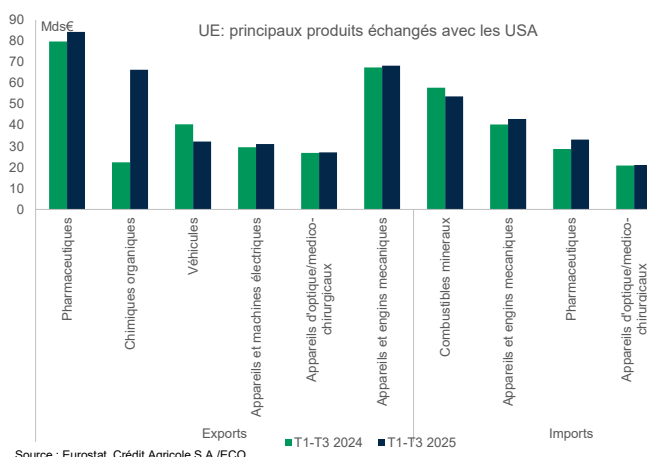


Sur la période janvier 2020 – septembre 2025, la balance des produits chimiques explique 80% des variations de la balance commerciale UE - États-Unis, d'où l'importance de l'accord pour le retrait des droits de douane pour les exportations de produits européens en direction des États-Unis.



Sur les trois premiers trimestres 2025, l'UE a importé majoritairement des États-Unis : des combustibles minéraux (53,7 Mds€, - 7,1% par rapport à la même période sur 2024), des appareils et engins mécaniques (42,7 Mds€, + 6,5%), des produits pharmaceutiques (33,1 Mds€, + 15,4%), des appareils de précision d'optique et médico-chirurgicaux (21,1 Mds€, + 1,1%) et des produits de chimie organique (18,9 Mds€, + 34,7%). En particulier, pour les combustibles minéraux, les États-Unis assurent 55% de l'approvisionnement européen de GLN depuis début 2025 et 17% de l'approvisionnement en pétrole en 2024, soit son premier fournisseur.

Au niveau des exportations, l'UE a majoritairement exporté : des produits pharmaceutiques (84,3 Mds€, + 5,7%), des véhicules (32,2 Mds€, - 20,4%), des appareils et machines électriques (31 Mds€, + 5,2%), des appareils de précision d'optique et médico-chirurgicaux (27 Mds€, + 0,6%), des appareils et engins mécaniques (68,3 Mds€, + 1,2%). Les produits de chimie organique ont la plus forte progression entre les deux périodes et pèsent pour 66,3 Mds€ sur les trois premiers trimestres 2025, quand ils ne s'étaient élevés qu'à 22,4 Mds€ sur la même période en 2024 (soit une augmentation de 196,6%).

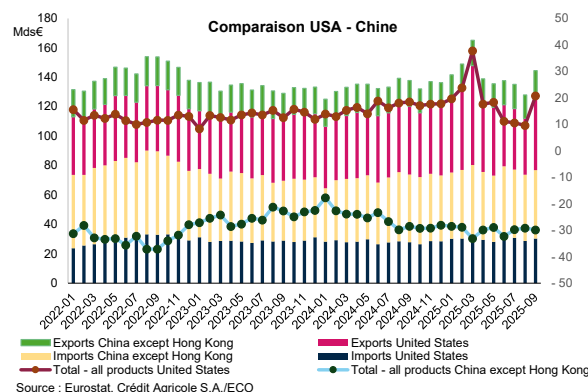


Alors que les importations et les exportations de l'UE en direction des États-Unis, de la Chine et du reste du monde suivaient des trajectoires similaires depuis le T1 2021, à la suite de l'éclatement de la guerre en Ukraine, les tendances ont divergé,

renforçant la place stratégique des États-Unis comme partenaire commercial. Ainsi, les importations en provenance de Chine sont rapidement retombées, tandis que les importations en provenance des États-Unis sont restées relativement stables. En base 2021, l'indice du volume des importations européennes depuis les États-Unis s'élevait à 188,45 au T3 2022 et à 154,01 pour la Chine. Au T3 2025, elles s'élèvent respectivement à 174,75 (- 7,4%) et 128,58 (- 16,5%). Le reste du monde enregistre, quant à lui, un recul de 28,5% passant de 179,9 à 128,7.

Les exportations vers les États-Unis et le reste du monde sont en amélioration sur la période T1 2021 – T3 2025 (+ 38,9% et + 27,1%), tandis que les exportations en direction de la Chine se sont contractées (recul de 13,7%) en volume.

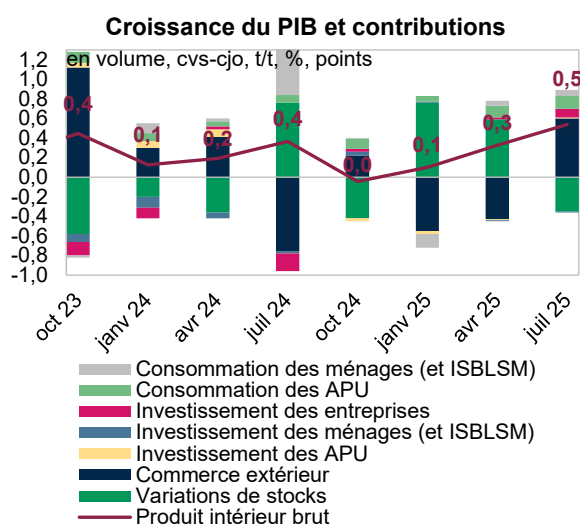
Pour la zone euro, au cours de l'année 2025, on observe une forte hausse de l'indice du volume des exportations de biens vers les États-Unis au T1 (+11,8% sur le trimestre), suivie par une baisse de 9,1% au T2 et par un nouveau repli au T3 (-6,6%). Si la remontée des volumes exportés s'est couplée d'une hausse des prix des biens exportés au T1, les prix à l'exportation ont baissé au T2, mais se redressent au T3. Bien qu'il soit trop tôt pour tirer des conclusions sur l'impact de la hausse des droits de douanes américains sur les exportations européennes et que des corrections par rapport aux comportements d'anticipation du T1 soient encore en cours, le repli des flux exportés au T3 n'est pas de bon augure pour les performances futures des biens européens sur le marché américain.



Notre opinion – La politique douanière américaine a déjà entraîné des conséquences sur le commerce bilatéral avec l'Union européenne. Alors que le premier trimestre 2025 a été marqué par une anticipation des échanges et donc une augmentation du commerce à l'avantage de l'UE, les deux trimestres suivants confirment une dégradation de la balance commerciale. Les importations énergétiques seront probablement amenées à évoluer suite à l'accord négocié entre les deux parties et l'engagement de l'UE à acheter davantage de gaz et de pétrole en provenance des États-Unis. L'engagement européen à s'affranchir définitivement des importations de gaz russe renforcerait cette évolution.

France : confirmation de la forte croissance de l'activité au troisième trimestre, l'emploi résiste

L'Insee a publié ce vendredi 28 novembre les résultats détaillés des comptes nationaux trimestriels du troisième trimestre 2025. L'accélération de l'activité à +0,5% (t/t) est confirmée, et l'emploi total a légèrement augmenté en moyenne sur le trimestre. Le taux d'épargne des ménages s'est légèrement replié, pour la première fois depuis le troisième trimestre 2023. Le taux de marge des sociétés non financières (SNF) s'est quelque peu redressé, soutenu par les gains de productivité. Le besoin de financement des administrations publiques (APU) est resté stable, à 5,4% du PIB.



Derniers points : T3 2025

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

Par rapport à la première estimation publiée un mois plus tôt¹, l'Insee revoit en baisse (-0,3 point) la contribution du commerce extérieur à la croissance trimestrielle du troisième trimestre, à +0,6 point. Cette révision est due à une révision à la hausse de l'évolution des importations (+1,7 point), à +1,3%, qui n'est que partiellement compensée par une révision à la hausse de celle des exportations (+0,9 point), à +3,2%. Ce sont les importations d'hydrocarbures qui l'expliqueraient. En miroir, la contribution des variations de stocks à la croissance est révisée à la hausse (+0,3 point), à -0,4 point. La contribution de la demande intérieure finale hors stocks à la croissance n'est, quant à elle, pas révisée, à +0,3 point. En revanche, quelques révisions sont intervenues dans le détail des composantes, avec une révision en légère hausse (+0,1 point) de l'évolution des dépenses de consommation des APU (à +0,5%) et de l'investissement total (à +0,5% également). L'investissement des ménages est en effet revu à la hausse (+0,3 point, à -0,1%), tout comme celui des APU (+0,3 point, à +0,3%) qui a augmenté légèrement après trois trimestres consécutifs de

baisse. Ces effets ne sont que partiellement compensés par une révision à la baisse de l'investissement des entreprises non financières (-0,1 point, à +0,8%), qui reste en accélération notable. La faible hausse des dépenses de consommation des ménages (+0,1%) est par ailleurs confirmée.

Les résultats détaillés des comptes nationaux du troisième trimestre apportent des éléments supplémentaires sur l'emploi et les comptes d'agents. L'emploi total a de nouveau légèrement augmenté au troisième trimestre (+0,1%, après +0,1%). En parallèle, le nombre d'heures travaillées a légèrement rebondi (+0,1%, après -0,1%), après avoir diminué les trois trimestres précédents. La productivité horaire poursuit donc sa hausse.

Malgré une nouvelle hausse du revenu disponible brut (RDB) des ménages en termes nominaux (+0,2%, après +0,2%), leur pouvoir d'achat s'est légèrement replié au troisième trimestre (-0,3%, après +0,3%). En effet, le prix de la consommation des ménages a rebondi (+0,5%, après -0,1%), pesant ainsi sur le pouvoir d'achat. En euros courants, les prestations sociales ainsi que la masse salariale ont augmenté à un rythme proche du trimestre précédent (+0,6% et +0,3%, respectivement), mais les impôts versés par les ménages ont légèrement accéléré (+1,4%), et les cotisations sociales à leur charge ont de nouveau augmenté. La baisse du pouvoir d'achat des ménages, conjuguée à une légère hausse de leur consommation en volume, s'est traduite par une petite contraction de leur taux d'épargne, à 18,4% (après 18,7% au deuxième trimestre), pour la première fois depuis le troisième trimestre 2023. Le taux d'épargne des ménages demeure toutefois très élevé, nettement supérieur à son niveau d'avant la crise sanitaire (il oscillait autour de 14% entre le début des années 1990 et 2019). La publication de l'Insee s'accompagne de légères révisions à la baisse du RDB, du pouvoir d'achat et du taux d'épargne des ménages au premier trimestre et au deuxième trimestre 2025.

Après trois trimestres consécutifs de baisse, le taux de marge des SNF a légèrement augmenté au troisième trimestre, à 31,5% (après 31,1%), sous l'effet des gains de productivité. Les salaires et les cotisations employeurs ont ralenti, et ont donc arrêté de peser sur le taux de marge ce trimestre. Le taux d'investissement des SNF est stable au troisième trimestre, à 21,7%, et leur taux d'autofinancement se redresse, à 89,5% (après 87,4% au deuxième trimestre, et trois trimestres de repli). Le taux de marge des SNF est par ailleurs

¹ Voir notre publication réalisée à l'occasion : [France – Conjoncture – Flash PIB : la croissance déjoue les pronostics et augmente de nouveau au troisième trimestre](#)

(+0,5%, après +0,3%) | Etudes économiques - Crédit Agricole

révisé en légère hausse entre le troisième trimestre 2024 et le deuxième trimestre 2025, tout comme leur taux d'autofinancement.

Le besoin de financement des APU est resté stable, à 5,4% du PIB au troisième trimestre. En effet, les recettes publiques ont augmenté de 0,7% (+2,7 Mds€, après +2,2 Mds€ le trimestre précédent), soit légèrement plus que les dépenses (+0,6%, soit +2,6 Mds€, après +2,8 Mds€). Les

recettes ont été tirées par le rebond des impôts sur le revenu et le patrimoine, et celui des impôts sur les produits, tandis que les cotisations sociales ont ralenti. La hausse des dépenses est portée par celles des dépenses de fonctionnement, des transferts sociaux, et, dans une moindre mesure, des prestations sociales.

✓ Notre opinion – La confirmation de la forte croissance du troisième trimestre est une bonne nouvelle, et elle maintient l'acquis de croissance à 0,8% pour l'année 2025 à l'issue du troisième trimestre. L'acquis de croissance pour l'année 2026 est, en outre, déjà de plus de 0,3% (toujours à l'issue du troisième trimestre 2025). Les indicateurs de conjoncture déjà disponibles pour le quatrième trimestre 2025 présagent d'une nouvelle hausse de l'activité, qui pourrait être légère à modérée.

Malgré la légère baisse de l'emploi salarié privé en fin de trimestre, d'après l'estimation trimestrielle d'emploi salarié de l'Insee publiée aussi ce vendredi 28 novembre (une évolution toutefois révisée à la hausse de 0,2 point par rapport à l'estimation flash, à -0,1%), l'emploi salarié total s'est maintenu à la fin du troisième trimestre 2025 grâce à une progression de l'emploi salarié dans la fonction publique (+0,3%). En moyenne trimestrielle et au sens des comptes nationaux, l'emploi total a même progressé de 0,1% au troisième trimestre, grâce à une légère hausse de l'emploi salarié (+0,1% au total, et, comme nous l'avions anticipé dans [une précédente publication](#), une stagnation pour l'emploi salarié privé), et une progression toujours forte de l'emploi non salarié (+0,6%). L'emploi a donc résisté !

La légère baisse du taux d'épargne des ménages (enfin !), si elle se poursuit, pourrait contribuer à la hausse de leur consommation. La hausse continue de la productivité du travail est, par ailleurs, un facteur positif et soutient le taux de marge des entreprises (à plus long terme, elle devrait soutenir la hausse des salaires en termes réels).

Italie : une révision à la hausse de la croissance du T3

L'Istat a révisé à la hausse la croissance du PIB italien au troisième trimestre 2025. Après une première estimation fin octobre qui faisait état d'une croissance nulle, la version détaillée des comptes nationaux affiche désormais une progression de 0,1% par rapport au trimestre précédent et de 0,6% en glissement annuel (contre 0,4% initialement annoncé). L'acquis de croissance pour 2025 reste inchangé à 0,5%.

Contrairement à ce qui était pressenti lors de la première estimation, la demande domestique hors stocks a affiché une contribution positive à la croissance de 0,2 point de pourcentage à laquelle ont contribué aussi bien la consommation des ménages (+0,1 point) que les investissements fixes bruts (+0,1 point). La contribution des dépenses publiques est restée nulle. La demande extérieure nette a également soutenu la croissance avec une contribution de +0,5 point de pourcentage, reflétant une hausse des exportations (2,6%) supérieure à celle des importations (+1,2%). La variation des stocks a pesé négativement à hauteur de -0,6 point.

Après une hausse de 0,1% au T2, la croissance des dépenses de consommation des ménages est restée modérée à 0,1% sur le trimestre, tandis que celle des administrations publiques est estimée à 0,2%. L'atonie de la consommation des ménages masque cependant des dynamiques nouvelles. En

effet, alors que les dépenses en services reculent (-0,2%) pour la première fois en un an, la consommation des ménages a été portée par le fort rebond des dépenses en biens de consommation durables qui augmentent de 2,6% après n'avoir crû que de 0,4% le trimestre précédent. Les achats de biens semi-durables, quant à eux, augmentent modérément de 0,6%, tandis que les biens non durables sont restés stables.

En ce qui concerne l'investissement, il a crû de 0,6%, tiré par les dépenses en machines et équipements (+2,5%). La composante transport augmente, quant à elle, de +4,5%, confirmant la dynamique positive depuis le début d'année. La faiblesse de l'investissement s'explique donc par le repli du segment de la construction, pénalisé par la baisse des investissements dans les logements résidentiels de 1,4%.

Du côté de l'offre, l'agriculture affiche une croissance de 0,8% et les services de 0,2%, tandis que l'industrie enregistre un repli de 0,3%. Dans le détail des services, les activités financières et d'assurance progressent de 1,4%, le commerce, transport et hébergement-restauration de 0,4%, tandis que les activités artistiques et de divertissement reculent de 1,1%.

Le déflateur du PIB a augmenté, quant à lui, de 0,4% en variation trimestrielle et de 2,1% en

glissement annuel, tandis que les heures travaillées progressent de 0,7% sur le trimestre.

✓ Notre opinion – *La révision à la hausse du PIB du troisième trimestre offre une lecture plus cohérente de l'activité, davantage alignée avec les indicateurs de conjoncture disponibles. En effet, alors que l'on s'attendait à une contribution de la demande domestique négative, cette dernière s'est avérée positive aussi bien du côté de la consommation que de l'investissement. À ce titre, l'investissement productif continue de performer positivement avec un acquis de 2,7% sur l'année qui monte à 3,1% si l'on prend la FBCF dans sa totalité. Le secteur de la construction commence à montrer des signes de fragilité, le logement étant affecté par les effets différés du retrait du Superbonus. Toutefois, cette faiblesse est compensée par la dynamique des investissements dans les autres bâtiments et les travaux publics, encore portés par le PNRR. Par ailleurs, cette série a été révisée à la hausse dans la dernière version des comptes qui donnent un acquis à cette sous-composante de 12% sur l'année. Les effets de front-loading semblent également se poursuivre avec une nouvelle performance des exportations sur le trimestre qui tranche avec celle du trimestre précédent. Le profil de croissance, en particulier si l'on retire les effets de déstockage, est finalement plus positif que celui qu'anticipait la première estimation, avec une croissance qui aurait été de +0,7% sur le trimestre. Le redressement de la confiance des entreprises en novembre, atteignant son plus haut niveau depuis avril 2024, conforte cette lecture d'une économie plus résiliente qu'initialement anticipé.*

Espagne : le marché de l'immobilier résidentiel toujours porteur

Au troisième trimestre 2025, l'indice des prix de l'immobilier résidentiel espagnol a poursuivi sa trajectoire ascendante (+2,9% par rapport au T2, après +3,0% et +12,1% sur un an). Le niveau moyen atteint 2 153 €/m², le niveau maximum de la série disponible depuis 1995, bien que, corrigé par l'inflation, il se situe à 27% en dessous des niveaux atteints au pic du précédent cycle immobilier en 2007.

Ces tensions de prix s'inscrivent dans un déséquilibre quantitatif marqué entre stocks et flux : les estimations du déficit cumulé de logements oscillent entre 515 000 et 765 000 unités, selon différentes méthodologies d'évaluation de l'offre effective. Cet écart provient d'une production annuelle encore insuffisante pour compenser la formation nette de nouveaux ménages et la baisse de l'offre existante

(logements retirés du marché, rénovation longue, etc.). À l'échelle micro-régionale, la pression est concentrée : grandes aires métropolitaines et zones côtières supportent l'essentiel des hausses, tandis que dans de nombreux territoires, la hausse des prix est modérée.

Les signaux en provenance des données de crédit immobilier corroborent la demande persistante : le nombre de nouvelles hypothèques montre des rythmes de croissance soutenus (+7,5% sur un an en août), et le coût moyen des nouvelles opérations reste compatible avec la solvabilité d'un segment significatif d'acheteurs. Parallèlement, les projections anticipent que la production augmentera, mais restera insuffisante pour freiner la hausse des prix (autour de +7–10% cette année selon les différents scénarios).

✓ Notre opinion – *Si des éléments conjoncturels soutiennent la demande sur le marché immobilier, (emploi, accès au crédit pour une partie des ménages) l'insuffisance de l'offre est régie par des facteurs plus structurels. D'une part, la dynamique soutenue récente du PIB et la résilience du marché du travail ont maintenu la demande solvable ; d'autre part, les capacités productives du secteur du logement (les permis de construire, la disponibilité foncière mobilisable et les délais administratifs) sont contraintes. Le résultat observé est une accélération des prix qui se nourrit autant d'un déficit quantitatif de logements que d'une recomposition qualitative de la demande (préférence pour certaines typologies, résidences principales en zones centrales et achats étrangers ciblés).*

Concernant l'offre, une augmentation de l'activité de construction (les permis et la production sont en hausse) est prévue, mais le rythme de croissance et la localisation de cette offre sont essentielles. La croissance des permis de construire n'équivaut pas à une mise à disposition immédiate d'unités habitables : délais administratifs, coûts de construction élevés, contraintes foncières et capacité d'exécution des promoteurs allongent la conversion du foncier en logement. Par conséquent, même une reprise soutenue de la production neuve risque d'améliorer l'offre disponible avec un décalage temporel notable, laissant la tension sur les prix intacte à court-moyen terme.

La demande elle-même présente des composantes différenciées qui contribuent au maintien d'une dynamique soutenue des prix. Une part significative de cette dynamique s'explique par la demande résidentielle domestique alimentée par l'amélioration des revenus et la normalisation relative des conditions de crédit pour les ménages solvables ; une autre part est imputable à la demande étrangère et aux achats non résidentiels dans les zones touristiques. Cette segmentation a un effet multiplicateur car la compétition sur un stock limité de logements de qualité déplace la courbe de prix vers le haut pour l'ensemble du marché local. Ce mécanisme peut entraîner une augmentation généralisée des prix, même en l'absence d'un accroissement proportionnel de la demande au niveau national.

Enfin, il convient d'insister sur la composition des hausses des prix car la progression n'est pas homogène : elle est plus marquée sur le segment de l'ancien et dans les secteurs centraux et littoraux. Cela modifie les ratios prix/revenu et prix/loyer de manière hétérogène. Les données disponibles indiquent déjà des tensions sur l'accessibilité dans plusieurs marchés locaux, mesurées par des ratios prix/revenu qui s'éloignent des moyennes historiques.

Royaume-Uni

Royaume-Uni : budget de l'automne 2025, la cigale ou la fourmi ?

La chancelière de l'Échiquier, Rachel Reeves, a dévoilé son budget de l'automne 2025 le mercredi 26 novembre, très attendu par les marchés. En ligne avec les anticipations, ce budget prévoit **une nouvelle hausse significative des impôts et des taxes de 26 milliards de livres sur les cinq prochaines années**, après une hausse de 32 milliards de livres annoncée dans le budget d'octobre 2024. Le budget de l'automne contient aussi **une hausse des dépenses publiques de 9 milliards de livres à horizon 2029-30**.

L'enjeu principal pour la chancelière était de rassurer les investisseurs en confirmant qu'elle ne dévierait pas de sa règle budgétaire principale (ramener le solde budgétaire courant à l'équilibre en 2029-30) et que sa marge de manœuvre serait suffisamment augmentée pour assurer une certaine résilience face à des surprises négatives sur la croissance ou des chocs sur les taux. À en juger la réaction des marchés à la clôture du 26 novembre, la chancelière semble avoir atteint son objectif : les taux des *gilts* se sont légèrement repliés et la livre sterling s'est appréciée dans le sillage de l'annonce du budget. En effet, **l'Office for Budget Responsibility (OBR) estime que la marge de manœuvre est plus que doublée**, ce qui est une bonne surprise : **la marge est estimée à 21,7 milliards de livres sterling contre 9,9 milliards de livres en mars** et est proche de la moyenne historique des marges de manœuvre des précédents chanceliers (29 milliards de livres).

Le contexte économique est particulièrement complexe : la croissance ralentit, l'inflation et les taux d'intérêt se sont envolés, le taux de chômage progresse et la confiance des ménages et des entreprises s'inscrit en baisse. L'OBR a pris acte de ces développements défavorables dans son *Economic and Fiscal Outlook* en révisant à la baisse sa prévision de croissance pour 2026 (à 1,4% contre 1,9% prévu en mars). **À l'exception de 2025 (croissance revue à la hausse à 1,5%), les prévisions des taux de croissance annuelle sont révisées à la baisse sur les cinq prochaines années avec une croissance moyenne de 1,5% par an contre 1,8% précédemment, en raison notamment de révisions à la baisse des prévisions de croissance de la productivité, de 0,3 point de pourcentage (pp) en moyenne par an.**

En conséquence, la chancelière a dû faire face à une situation budgétaire détériorée par rapport au mois de mars. Cependant, l'ampleur de cette dégradation reste limitée comparée aux craintes initiales : **contre toute attente, le « trou budgétaire » significatif qu'anticipaient bon nombre d'observateurs n'apparaît pas dans les estimations de l'OBR**. De fortes révisions à la

hausse des prévisions d'inflation (à 3,5% en 2025, et 2,5% en 2026, soit 0,2 et 0,4 pp au-dessus des prévisions de mars respectivement) ainsi que de la croissance des salaires (de 0,9 et 1 pp respectivement pour 2025 et 2026 par rapport aux prévisions de mars à 5,2% en 2025 et 3,3% en 2026 pour les revenus hebdomadaires moyens) ont compensé les effets négatifs des prévisions de productivité sur les recettes fiscales. La détérioration du déficit budgétaire avant les mesures annoncées dans le budget est au total estimée à seulement 6 milliards de livres en 2029-30. L'OBR estime que la règle budgétaire sur le déficit courant était respectée avant la prise en compte des nouvelles mesures budgétaires, avec un surplus courant d'environ 4 milliards de livres en 2029-30. **Les prévisions de l'OBR ont ainsi constitué une bonne nouvelle pour la chancelière, confirmant le respect de sa règle budgétaire principale, même si la marge de manœuvre s'est resserrée.**

Mais les bonnes surprises s'arrêtent là. Un élément inattendu a été la hausse des dépenses prévues des autorités locales, l'OBR anticipant une croissance rapide des budgets consacrés aux besoins éducatifs spéciaux et au handicap (un coût de 8 milliards de livres sterling en 2029-30). **Le gouvernement doit faire face à une détérioration sous-jacente et désormais structurelle des dépenses sur les prestations sociales (que l'OBR a également revues à la hausse de 8 milliards de livres sterling à horizon 2029-30).** Cet été, la volte-face du gouvernement sur une partie de son projet de baisse des allocations pour les personnes en situation de handicap et des allocations hivernales pour le chauffage, illustre la difficulté du gouvernement à réformer ce type de dépenses. La chancelière a décidé de ne pas lutter contre la hausse des prestations sociales mais de financer les besoins croissants par une nouvelle hausse substantielle de la fiscalité. **Elle a même annoncé une mesure d'assouplissement inattendue : la suppression du plafonnement des prestations familiales à deux enfants à partir d'avril 2026** pour lutter contre la pauvreté infantile (soit un coût de 3 milliards de livres par an). Cette mesure devrait permettre à 450 000 enfants de sortir de la pauvreté d'ici 2029-30. **À cela s'ajoutent d'autres mesures ayant pour objectif la réduction du coût de la vie** : une hausse de 4,1% du salaire minimum (*national living wage*) en avril 2026, passant de 12,21 livres à 12,71 livres, et de 8,5% pour les salariés âgés de 18 à 20 ans ; une baisse des factures d'énergie des ménages d'environ 150 livres en moyenne par ménage à partir d'avril 2026 ; une prolongation de la réduction de 5 pence sur la taxe sur les carburants jusqu'à fin août 2026 ;

ainsi qu'un gel d'un an sur les tarifs ferroviaires réglementés et des frais de prescription.

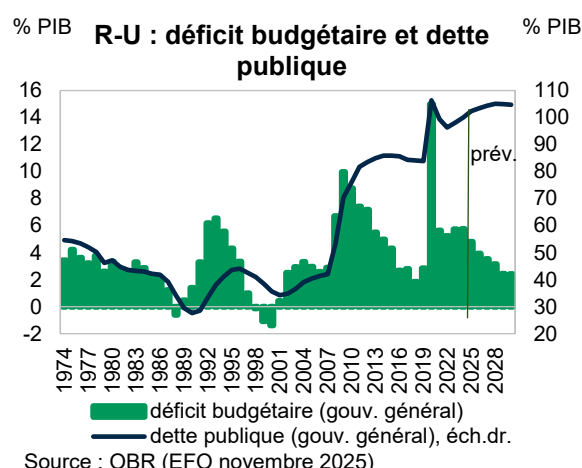
Afin de financer ces dépenses discrétionnaires, la chancelière est parvenue à trouver un programme significatif de hausse des impôts et des taxes, tout en laissant ses principaux taux d'imposition inchangés (taux des *National Insurance Contributions* ou *NIC*, TVA et taux de l'impôt sur le revenu). **La principale mesure est de loin la prolongation de trois ans (de 2028 à 2031) du gel du barème de l'impôt sur le revenu** qui rapporterait 8 milliards de livres en 2029-30 et 13 milliards de livres en 2030-31. Comme l'a reconnu la Chancelière, cela représente clairement une augmentation d'impôt pour les travailleurs. En effet, un employé type paiera 220 livres sterling supplémentaires en 2030-31 en raison de cette mesure. Une hausse directe de 1 pp du taux d'impôt sur le revenu aurait été plus équitable car elle aurait moins pénalisé les personnes à plus faibles revenus.

La deuxième mesure la plus significative en termes de recettes fiscales est l'introduction à partir d'avril 2029 de cotisations à la fois patronales et salariales (*NIC*) sur l'épargne-retraite au-delà de 2 000 livres par an. Enfin, **le gouvernement introduit une multitude de prélèvements fiscaux orientés vers les personnes à revenus élevés**, parmi lesquels une surtaxe sur les maisons valant plus de 2 millions de livres, à partir d'avril 2028, par le biais de l'impôt local (« *council tax* »), une hausse des taux d'imposition des dividendes et des revenus financiers de manière générale, une taxe sur les voitures électriques, etc. À ces mesures s'ajoutent un alourdissement de la fiscalité sur les jeux de hasard, une taxe de séjour pour les touristes, une extension de la taxe aux boissons sucrées à d'autres boissons, etc.

La combinaison de prévisions économiques dégradées et de dépenses budgétaires augmentées et d'une fiscalité alourdie conduit à des révisions à la hausse du ratio des dépenses publiques sur PIB et des recettes fiscales sur PIB

à l'horizon des cinq prochaines années. Selon les estimations de l'OBR, **les dépenses publiques représenteraient environ 44% du PIB à l'horizon 2030, soit 5 pp de plus qu'avant la pandémie et 1 pp de plus par rapport aux prévisions de mars. Les recettes fiscales atteindraient 38% du PIB.**

En revanche, le calendrier de mise en place des hausses d'impôts et de taxes est défavorable pour les comptes publics. La plupart des mesures fiscales prennent effet dans les dernières années de la période de prévision, à partir de 2027-28. Les hausses des dépenses, quant à elles, sont à effet immédiat. **Il résulte ainsi une détérioration du déficit budgétaire sur les quatre prochaines années** (une diminution est prévue seulement en toute fin de période, en 2029-30). L'emprunt net du secteur public (PSNB) est révisé à la hausse de 0,5 pp en 2025-26 à 4,5% du PIB (après 5,1% en 2024-25, revu à la hausse de 0,4 pp), de 0,4 pp à 3,5% en 2026-27 et de 0,5 pp à 3% en 2027-28. La dette nette du secteur public (PSND) dépasserait 3 000 milliards de livres en 2026-27 (95,3% du PIB) et atteindrait un pic en 2028-29 à 97% du PIB. **La dette du gouvernement général² est prévue à 101,4% en 2025, à 103,1% en 2026 et à un pic à 105% en 2029.**



² Mesure utilisée pour la comparaison internationale et notamment par la Commission européenne pour les règles budgétaires des pays de l'UE. Plus étroite que la PSND, elle prend en compte seulement la dette du gouvernement local

et central et non la dette du secteur public au sein large. À la différence de la PSND, elle ne déduit pas les actifs financiers liquides.

☑ **Notre opinion** – Ce n'est pas le budget de la grande consolidation budgétaire que l'on anticipait, bien au contraire. Le gouvernement a fait le choix de dépenser plus sur l'ensemble de la période de prévision et d'augmenter seulement les impôts significativement vers la fin de la législature. En effet, les dépenses publiques courantes sont revues à la hausse : +0,5 pp (en pourcentage du PIB), +0,6 pp et +0,7 pp pour 2025-26, 2026-27 et 2027-28 respectivement. Dans le même temps, le poids de la fiscalité (en pourcentage du PIB) est quasi inchangé sur les deux premières années : -0,1 pp pour 2025-26, +0,1 pp en 2026-27 avant de subir une révision de +0,4 pp pour 2027-28 et de 0,7 pp pour 2028-29. En outre, l'investissement public est également revu à la hausse de 0,2 pp par an entre 2027-28 et 2029-30.

Cela se traduit dans nos prévisions de croissance par un léger stimulus budgétaire d'environ 0,15 pp par an en 2026-27 et 2027-28. Mais ne nous y trompons pas : l'impulsion budgétaire demeure restrictive, elle le sera seulement moins que prévu en mars dernier. Le déficit structurel primaire est revu à la hausse pour les quatre prochaines années et son retour à l'équilibre est reporté à 2027-28, un an plus tard que prévu en mars. Le déficit budgétaire total et la dette publique sont tous deux revus en hausse (sauf pour la toute dernière année de la législature).

Le gouvernement a choisi de jouer le rôle de la cigale plutôt que la fourmi, dépensant plus pour maintenir les prestations sociales, diminuer la pauvreté et alléger le coût de la vie pour les familles. Le coût sera supporté par les travailleurs, les épargnants et les entreprises (à travers une hausse des cotisations). Les marchés sont étonnamment cléments, probablement satisfaits par le doublement de la marge de manœuvre par rapport à la règle budgétaire principale. Mais cela est en partie dû à des prévisions de fortes recettes fiscales, elles-mêmes liées à des prévisions de croissance moins dégradées qu'attendu et surtout des prévisions d'inflation et de croissance des salaires revues en hausse. **Or, ces prévisions demeurent entourées de risques baissiers. Il est tout à fait probable que les recettes fiscales continuent de décevoir, comme cela a été le cas au cours de l'année passée.** De nombreuses mesures de hausses des recettes présentées dans le budget sont en effet jugées « incertaines » par l'OBR.

Pays émergents

Asie

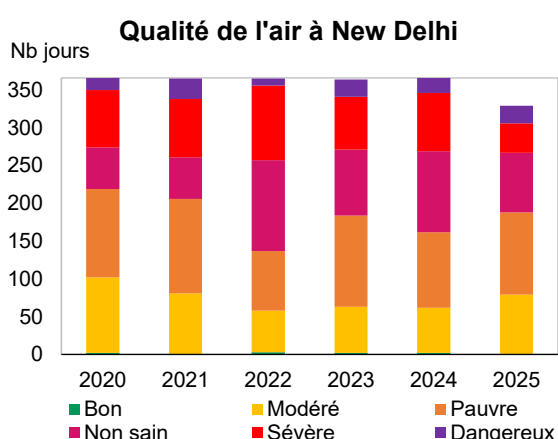
Inde : New Delhi dans le brouillard

L'Inde est dans le brouillard : celui de la pollution, qui rend New Delhi de plus en plus invivable, celui du terrorisme, alors que les tensions avec le Pakistan sont élevées et ont provoqué plusieurs attentats et celui des négociations commerciales avec les États-Unis, qui semblent au point mort depuis des semaines.

Le Premier ministre indien, Narendra Modi, apparaît en difficulté sur les trois dossiers, et peine en réalité à reprendre la main depuis la perte de sa majorité au Parlement lors des élections législatives de 2024. Chacun de ces trois sujets souligne les défis auxquels l'Inde fait face, mais le pays peine pour l'instant à apporter des réponses.

Le brouillard de l'air

À New Delhi, l'air est devenu irrespirable. Les feux allumés à la fin des récoltes par les agriculteurs du Pendjab et de l'Haryana couvrent la ville de fumées toxiques. Un phénomène qui a atteint son paroxysme lors des célébrations de la fête de Diwali fin octobre, durant lesquelles des millions de pétards ont été utilisés. Les hôpitaux sont saturés par les malades atteints d'insuffisance respiratoire, au point où les pneumologues recommandent aux habitants qui le peuvent de quitter la ville pour plusieurs semaines. La mauvaise qualité de l'air serait ainsi responsable de près de 20 000 décès par an à New Delhi, soit un décès sur 7.



Les autorités continuent pourtant d'assurer qu'« il n'existe aucune donnée concluante permettant d'établir un lien direct entre la pollution atmosphérique et les décès. La pollution atmosphérique est l'un des nombreux facteurs qui influent sur les affections respiratoires et les maladies associées ». Elles ont interdit les manifestations qui visaient à dénoncer la gestion sanitaire. La municipalité, dirigée par le BJP – le

parti présidentiel – est accusée de masquer et de trafiquer les données autour de la qualité de l'air. Parmi les cent villes les plus polluées au monde, soixante-quatorze se trouvent en Inde. L'enjeu est sanitaire, évidemment, mais aussi économique.

La question de la pollution est ainsi intimement liée à celle de la transition. Alors que l'Inde, troisième émetteur mondial, est le pays dont les émissions de gaz à effets de serre augmentent le plus vite, son mix énergétique demeure extrêmement dépendant des énergies fossiles, et notamment du charbon (70% de la production d'électricité). Deux secteurs contribuent particulièrement à cette croissance : la construction et les transports, alors que l'offre de transports publics propres (inter- ou intra-villes) demeure encore trop limitée.

Grand absent de la COP30 qui s'est tenue à Bélem, le Premier ministre Narendra Modi aime souligner les avancées indiennes en matière d'énergies renouvelables. Il est vrai que, grâce à des conditions climatiques très favorables, notamment dans le solaire, l'Inde a vu ses capacités installées bondir. Le pays s'est engagé à atteindre la neutralité carbone d'ici 2070. Un horizon lointain, justifié par le positionnement politique indien sur la question : l'Inde considère en effet que ce sont aux pays les plus avancés qu'il revient de mener l'effort de transition et de financer l'adaptation des pays émergents, de surcroît plus vulnérables au changement climatique.

En Inde, les besoins d'infrastructures répondant aux enjeux de la transition (eau et assainissement, centres de tri des déchets, recyclage) sont d'autant plus criants que la population urbaine continue d'augmenter. L'Inde demeure un pays rural et les projections démographiques anticipent que la population continuera d'augmenter jusqu'en 2060. La viabilité des villes est donc un enjeu critique.

Autre menace pesant sur les villes indiennes, celle du terrorisme, qui ressurgit dans les phases de tensions avec le Pakistan.

Le brouillard géopolitique

Les tensions avec le Pakistan sont encore très vives. Si un conflit ouvert de grande intensité a été évité grâce à la signature d'un cessez-le-feu en mai dernier, la relation entre les deux pays demeure très tendue. Le 12 novembre dernier, l'explosion d'une voiture a fait douze morts et plus de trente blessés à proximité du Fort rouge de New Delhi. L'attentat n'a pas été officiellement revendiqué, mais l'enquête a été confiée aux brigades anti-terroristes. En avril dernier, c'est un attentat dans

le Cachemire indien qui avait déclenché les affrontements militaires.

L'Inde évolue dans une zone (géo)politique instable, dans laquelle elle doit composer avec ses conflits frontaliers (Pakistan, mais aussi Chine) et avec les problèmes politiques internes de ses voisins : le Bangladesh, le Népal et le Sri Lanka. Ces trois pays ont en commun d'avoir renversé leur gouvernement au cours des derniers mois, à la suite de révolutions menées par une population jeune et exaspérée par le manque de perspectives d'avenir.

Dans cette grande recomposition politique en cours, l'Inde sait qu'elle doit sécuriser sa place de puissance régionale et ne pas laisser trop de terrain à la Chine. L'épisode pakistanais, durant lequel des armes chinoises ont été utilisées pour abattre des avions indiens, montre en effet que la zone est un terrain d'affrontement indirect permanent entre les deux pays.

Or, l'Inde semble également à la peine sur le terrain géopolitique, où son positionnement « multi-aligné » a été sanctionné par les États-Unis.

Le brouillard commercial

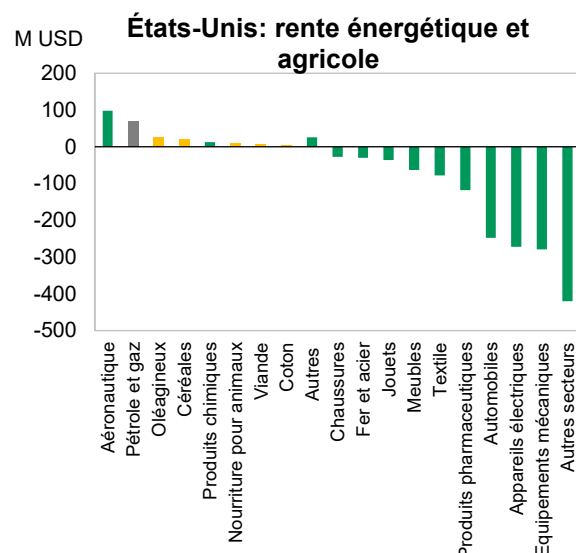
Troisième brouillard, celui des droits de douane. Alors que Narendra Modi se targuait d'entretenir une relation spéciale, voire amicale, avec Donald Trump, l'Inde est le seul grand pays à ne pas avoir conclu d'accord commercial avec les États-Unis. Le chantage imposé par l'administration américaine (les droits « réciproques » appliqués à l'Inde ont été doublés, passant de 25% à 50%, pour sanctionner les achats indiens de pétrole russe) est toujours en place. Les importations de pétrole depuis la Russie ont atteint leur plus bas niveau depuis trois ans, malgré de nouvelles réductions accordées aux raffineurs indiens (jusqu'à sept dollars par baril).

Mais les achats de pétrole russe ne sont pas le seul point bloquant de la négociation commerciale. Le principal obstacle reste celui de l'ouverture du secteur agricole indien, sur lequel achoppent traditionnellement tous les traités de libre-échange avec l'Inde.

En effet, le secteur agricole, qui fait encore vivre plus de la moitié de la population, demeure très morcelé, composé de petites exploitations vivrières familiales. Les fermiers indiens craignent donc – à raison – que la concurrence des multinationales agroalimentaires américaines leur soit fatale. D'autant qu'ils négocient toujours des programmes de prix planchers avec l'État pour s'assurer un revenu minimum, un système qui serait difficilement compatible avec celui de l'ouverture du marché.

Le sujet agricole est explosif, la capacité de mobilisation des agriculteurs indiens est massive et revêt un fort enjeu électoral, alors que les États les plus ruraux composaient l'électorat traditionnel de Narendra Modi. En face, les États-Unis poussent leurs intérêts offensifs : en dehors de l'aéronautique et de la chimie de pointe, les excédents commerciaux sont assurés par les exportations de matières premières : énergie, oléagineux, céréales ou coton.

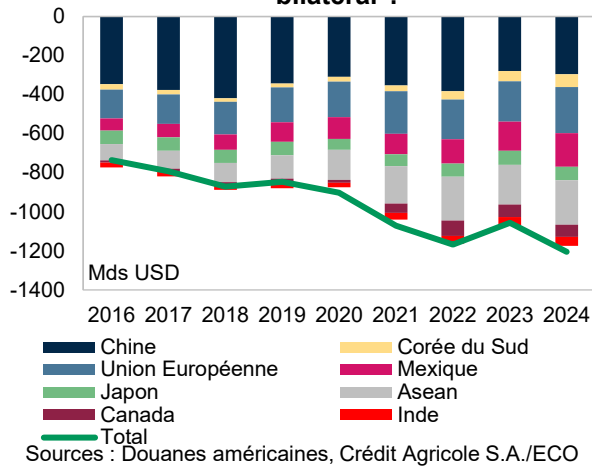
Les États-Unis ont imposé cet agenda agricole et énergétique dans toutes leurs négociations, et ont forcé l'ouverture de nombreux marchés (Malaisie, Thaïlande, Royaume-Uni notamment). Seule la Corée du Sud a réussi à ne pas céder sur le riz et le bœuf, mais elle avait de solides arguments dans le *deal* (investissements d'entreprises coréennes, partenariat dans le domaine naval, potentiels transferts de technologies dans le secteur des semi-conducteurs) que l'Inde n'a pas.



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

La relation commerciale entre les deux pays est ainsi très déséquilibrée. Il y a d'abord et avant tout la question du déficit commercial, l'obsession de l'administration Trump, qui a plus que doublé depuis 2018 (passant de 21 à 44 milliards de dollars). L'Inde est aussi l'un des rares pays à présenter une balance des services excédentaire à l'égard des États-Unis. Surtout, il existe une asymétrie forte entre la part de l'Inde dans les fournisseurs américains (3% des importations américaines totales) et celle des États-Unis dans les exportations indiennes (22%).

États-Unis : qui creuse le déficit bilatéral ?



Trois secteurs du côté indien sont particulièrement exposés à la demande américaine : le textile, la pharmaceutique et les téléphones portables. Pour ces produits, la demande américaine constitue en effet plus du tiers des exportations indiennes.

Les médicaments génériques et les téléphones portables sont pour l'instant exemptés de droits de douane. Les entreprises américaines, comme Apple, qui ont fait le choix de sortir de Chine pour diversifier leurs sources de production (en Inde et au Vietnam principalement), ont un fort pouvoir de négociation auprès de l'administration américaine. Il est donc peu probable qu'elles changent leur stratégie à court terme, et quittent l'Inde.

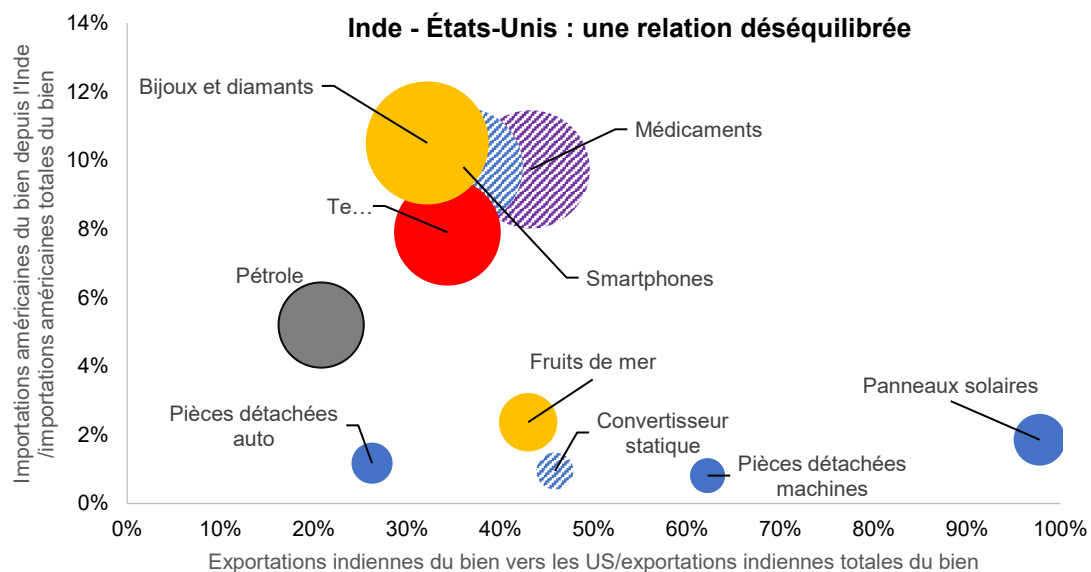
Dans la pharmaceutique, où l'Inde occupe une place centrale pour la fourniture de nombreux médicaments, il existe également peu de marchés

de substitution offrant les mêmes prestations que celles des fabricants indiens en termes de volume et de prix.

Dans le textile, en revanche, les risques de délocalisation vers des pays disposant de conditions tarifaires plus favorables sont grands. Or, le secteur assure plus de 45 millions d'emplois directs. La fermeture du marché américain mettrait donc en difficulté bon nombre d'entreprises, et aurait un impact élevé sur le marché de l'emploi.

Enfin, si la balance commerciale indienne est excédentaire à l'égard des États-Unis, cette situation est loin de refléter une tendance générale : en octobre dernier, le déficit commercial indien sur la balance des biens dépassait les 300 milliards de dollars. L'excédent avec les États-Unis n'en est que d'autant plus précieux. Après la Chine, l'Inde est le pays qui a vu ses exportations vers les États-Unis baisser le plus (-9,4% pour les importations américaines en conteneur en provenance de l'Inde en septembre). Mais, contrairement à la Chine, qui parvient à faire entrer ses produits en utilisant des voies de contournement (pays de l'ASEAN et Mexique en particulier), l'Inde ne dispose pas encore de réseau alternatif.

Narendra Modi doit donc reprendre la main dans cette négociation difficile, quitte à sortir du terrain commercial, pour obtenir un compromis américain. Même si l'Inde demeure bien plus fermée que ses concurrents de l'Asean, son chemin de développement ne pourra pas se faire en dehors des routes du commerce mondial.



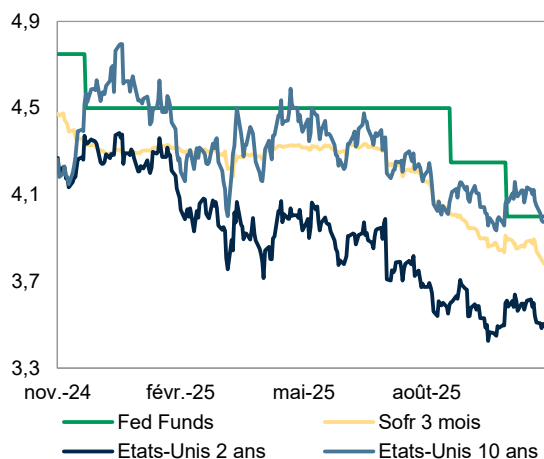
Sources : TradeMap, Crédit Agricole S.A./ECO

Ces produits représentent 50% des exportations indiennes totales vers les États-Unis. Les biens hachurés sont pour l'instant dans leur grande majorité exemptés de droits de douane

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

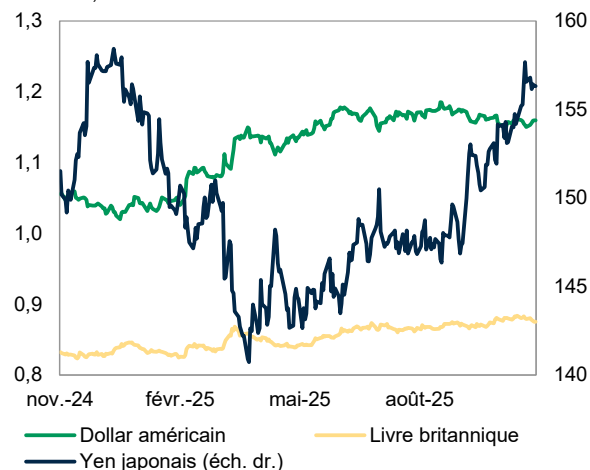
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

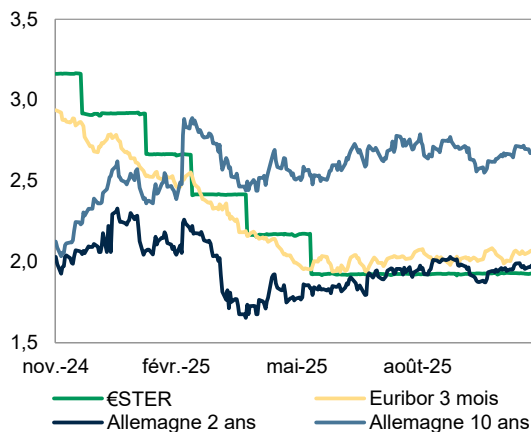
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

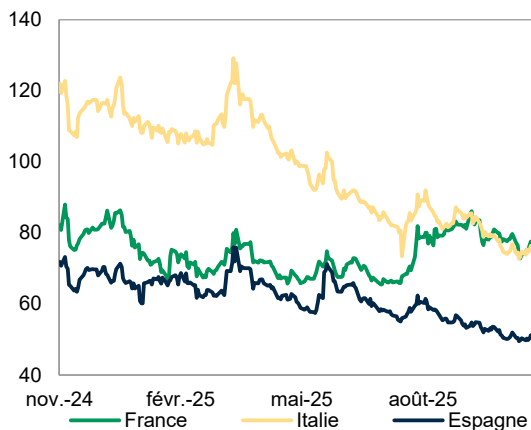
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

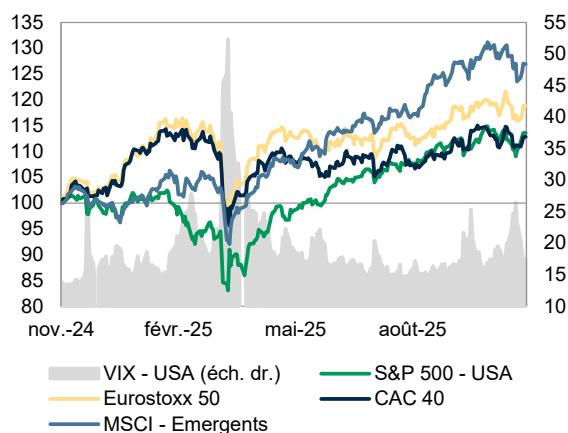
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

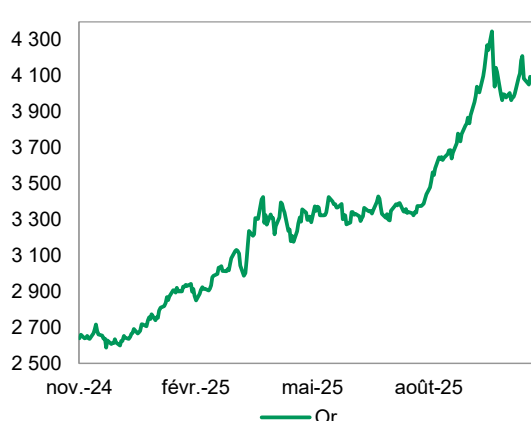
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

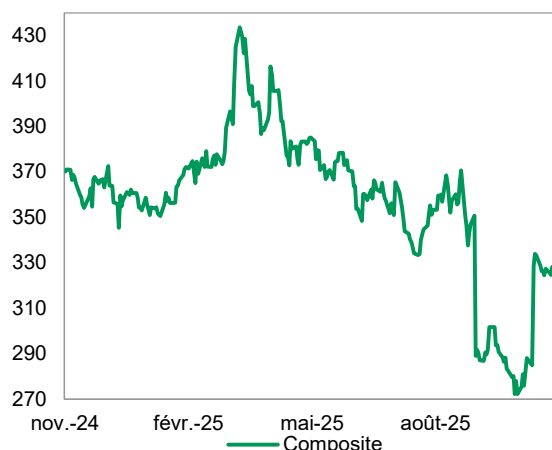
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

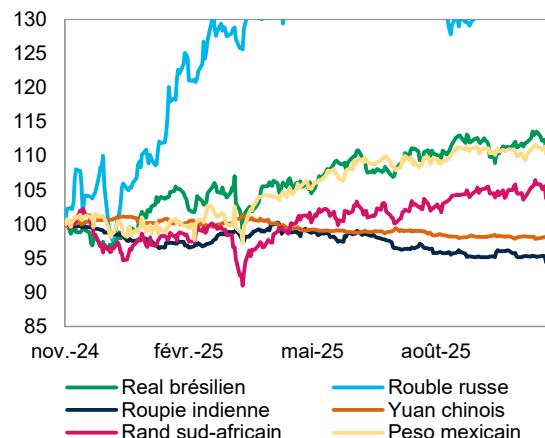
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

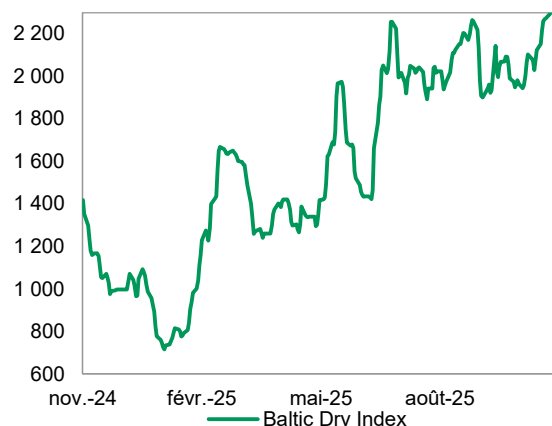
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

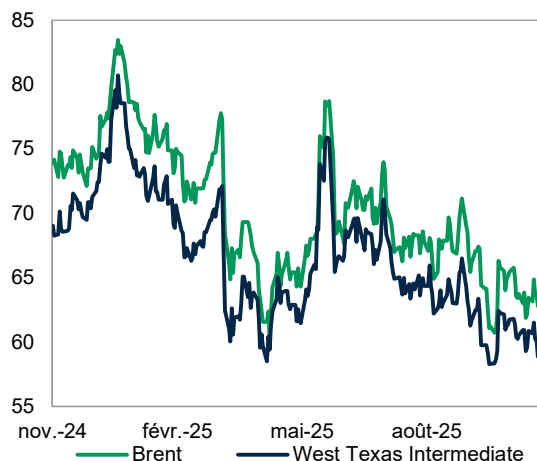
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

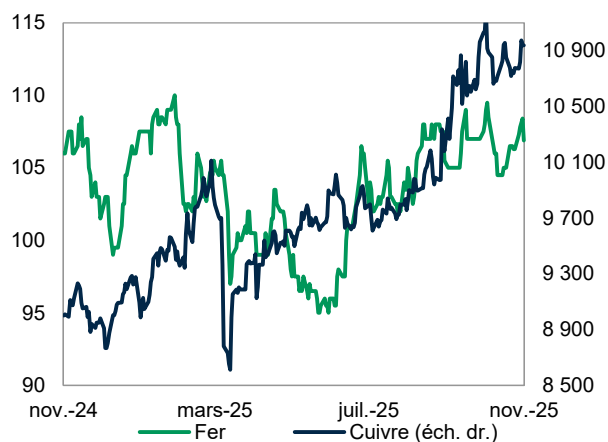
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

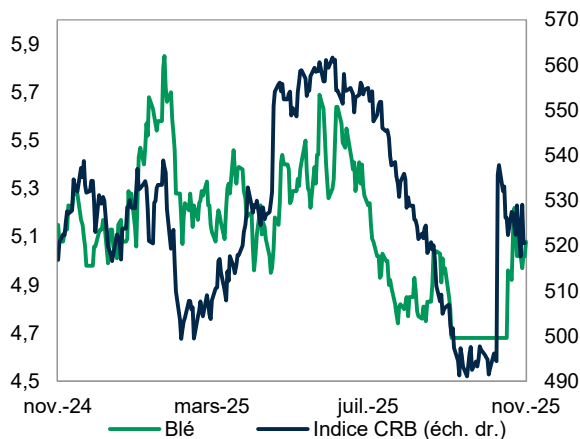
USD/tonne métrique



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
25/11/2025	France – Deux stratégies majeures des entreprises face aux vulnérabilités d'approvisionnement	France
21/11/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
19/11/2025	Royaume-Uni – Victime d'une cyber-attaque dans le secteur automobile, la croissance n'a été que de 0,1% au T3	Royaume-Uni
17/11/2025	Zone euro – La production industrielle en hausse de 0,2% en septembre	Zone euro
14/11/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
13/11/2025	Arabie saoudite – Déficit 2025, dérapage ou stratégie assumée ?	Moyen-Orient
12/11/2025	Royaume-Uni – BoE : la trajectoire des taux reste à la baisse, la pause sera courte	Royaume-Uni
10/11/2025	Tech – L'open source, un vecteur d'indépendance technologique ?	Sectoriel
10/11/2025	France – Légère baisse de l'emploi salarié du secteur privé au cours du T3	France
07/11/2025	Monde – L'actualité de la semaine	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 : Sophie GAUBERT

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.