

Perspectives

Hebdomadaire – N°25/304 – 31 octobre 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

☞	Semaine dense, surprises favorables	2
☞	France : les dessous de la baisse des exportations de boissons au troisième trimestre.....	3
☞	Italie : une résilience économique à confirmer au deuxième semestre	5
☞	Espagne : la croissance du PIB se modère légèrement au T3.....	6
☞	En tournée asiatique, Trump se positionne en champion du « deal ».....	8
☞	Mexique : les limites de la stratégie de consolidation budgétaire	11

Semaine dense, surprises favorables

« À tout seigneur, tout honneur » ... Comme anticipé, la *Fed* a baissé ses taux de 25 points de base pour porter la borne haute de la fourchette cible du taux des *Fed funds* à 4%. Plus que cette réduction largement anticipée, ce sont les propos qui l'entourent qui suscitent l'intérêt. Selon le président Jerome Powell, la *Fed* n'est pas sur une trajectoire « préétablie » et une réduction en décembre n'est « pas acquise d'avance ». Elle est même « loin de l'être ». Cela conforte notre scénario, moins accommodant que celui du marché, qui suppose un *statu quo* prolongé en 2026. Par ailleurs, sur un sujet moins consensuel que les taux eux-mêmes, la *Fed* a annoncé la fin du *Quantitative Tightening* : la réduction du bilan prendra fin le 1^{er} décembre.

Dans la zone euro, comme cela était également attendu, la BCE a maintenu ses taux inchangés (taux de dépôt, de refinancement et de prêt marginal, à respectivement 2%, 2,15% et 2,40%). Selon le Conseil des gouverneurs, « l'inflation reste proche de l'objectif de 2% », « l'évaluation des perspectives d'inflation est globalement inchangée » et l'économie résiste dans un contexte difficile. Si les perspectives restent très incertaines, certains risques baissiers pour la croissance se sont estompés : Christine Lagarde a donc réitéré que la BCE était « en bonne position ». Les chiffres de croissance sont venus conforter son diagnostic.

L'accélération de la croissance du PIB de la zone euro, au troisième trimestre a, en effet, excédé les attentes (0,2% en variation trimestrielle et 1,3% sur un an après, respectivement, 0,1% et 1,5% au deuxième trimestre). Les performances nationales restent hétérogènes, et c'est surtout celle de la France qui surprend positivement. Alors que le PIB allemand stagne (en variation trimestrielle), que l'Italie se reprend timidement (0,1%) et que l'Espagne décélère tout en affichant encore une expansion de 0,6%, la France voit son rythme de croissance (0,5%) défier les anticipations (0,2%). Plus que les sources de croissance du PIB français (commerce extérieur, demande intérieure hors stocks avec une légère hausse de la consommation et un redémarrage poussif de l'investissement), ce sont leurs contributions qui étonnent.

Toujours dans la zone euro, grâce au recul de l'inflation alimentaire, l'inflation sur un an (octobre, flash) a atteint 2,1% (en recul de 0,1 point de pourcentage par rapport à septembre), alors que l'inflation sous-jacente, identique à celle de septembre (2,4%) s'est révélée plus tenace, soutenue par les prix des services (3,4% sur un an).

Enfin, sur le front asiatique des guerres commerciales (au pluriel) menées par Donald Trump, des espoirs d'apaisement, voire des progrès, ont été enregistrés. Le président était, en effet, en tournée en Asie pour la première fois depuis son investiture. Sans surprise, les membres de l'Asean, fortement dépendants du

commerce mondial et du marché américain, se sont vus contraints de signer des « *deals* » qui ne leur sont pas favorables, mais préservent leurs débouchés. Sans surprise, de nouveau, les accords se concentrent d'abord sur une baisse des tarifs dits « réciproques » : les pays de l'Asean, à l'exception de Singapour, dont la balance commerciale vis-à-vis des États-Unis est déficitaire, ont obtenu des droits de 19% ou 20%, en échange d'un rééquilibrage attendu des balances commerciales et, pour certains (Malaisie et Thaïlande) d'un accès privilégié américain à leurs terres rares. Les « alliés » coréen et japonais s'en sortent un peu mieux, à 15%. Surtout, ils obtiennent une baisse des droits de douane (15%) sur le secteur automobile, taxé au niveau mondial à 25% par les États-Unis. Enfin, la rencontre très attendue entre les présidents Trump et Xi Jinping s'est conclue en Corée par un accord sur une trêve commerciale d'un an entre les États-Unis et la Chine et une baisse de 10% des droits de douane américains à l'encontre de la Chine : une trêve est bienvenue, mais n'aplanit pas pour autant le chemin étroit vers un accord global, qui restera aussi cahoteux qu'incertain.

Statu quo monétaire dans la zone euro et, surtout, détente monétaire américaine timide se sont traduits par une remontée des taux « sans risques » : modeste en Europe, la hausse est nette aux États-Unis où les taux deux ans (*US Treasuries*) ont progressé de 12 points de base. Ces mouvements n'ont cependant pas pénalisé les actifs « risqués », soulagés par l'apaisement des tensions commerciales sino-américaines et les accords conclus entre les États-Unis et les pays membres de l'Asean. Les *spreads* (souverains zone euro, crédit, dette émergente) se sont resserrés et, si le CAC 40 s'affiche en repli, les marchés actions européen et américain ont continué de progresser. Depuis le début de l'année, alors que les indices (Eurostoxx 50 et S&P 500) affichent des performances similaires (16%), les actions émergentes enregistrent une hausse de plus de 30%.

L'euro, après s'être apprécié fortement jusqu'à atteindre un pic à 1,185 dollar mi-septembre, poursuit sa dépréciation : malgré son érosion récente, l'appréciation de l'euro contre le dollar, depuis le début de l'année, avoisine toujours 12%. Plus que d'une dépréciation spécifique de l'euro, il s'agit plutôt d'appréciation du dollar qui grimpe notamment de près de 1% contre le yen sur la semaine. Au mois d'octobre, le dollar s'est en effet repris à la faveur d'événements qui lui sont traditionnellement propices : incertitude (nouveau gouvernement japonais, impasse politique et déboires budgétaires français, budget britannique) et rendement (développement d'un scénario d'assouplissement monétaire américain moins généreux qu'espéré par les marchés) ont éclipsé le « *shutdown* » et les anticipations de détérioration budgétaire aux États-Unis. Bien que les investisseurs aient signifié leur désamour à l'égard du dollar, l'exceptionnalisme américain se montre résistant.

Zone euro

France : les dessous de la baisse des exportations de boissons au troisième trimestre

La principale actualité économique de la semaine en France est évidemment la forte croissance du PIB au troisième trimestre, nettement supérieure à celle de la zone euro, alors que l'activité allemande est restée inerte. Nous l'avons toutefois déjà largement traitée dans la note « [Flash PIB : la croissance déjoue les pronostics et augmente de nouveau au troisième trimestre \(+0,5%, après +0,3%\)](#) ». Nous nous penchons ici sur des éléments plus spécifiques, en lien avec la forte baisse en volume des exportations agro-alimentaires enregistrée au troisième trimestre dans les comptes nationaux (heureusement compensée par une hausse des exportations d'autres produits, en particulier aéronautiques), et plus particulièrement celles de boissons, dans un contexte de tensions commerciales avec la Chine et les États-Unis.

Les exportations agro-alimentaires et de boissons peuvent paraître à première vue anecdotiques, mais elles ne le sont pas tant à l'échelle des exportations totales de la France. Les produits des industries agro-alimentaires représentent près de 11% des exportations françaises en 2024¹ (soit 64 Mds€), d'après la Direction générale des douanes et des droits indirects (DGDDI). Près d'un tiers de ces exportations agro-alimentaires sont constituées par les boissons (20 Mds€). À eux seuls, les vins et spiritueux représentent 85% des exportations françaises de boissons en 2024 (16,5 Mds€, soit près de 3% des exportations françaises totales), et l'excédent commercial français sur ces produits est particulièrement important (14,3 Mds€ en 2024). Or, pour ces produits, la France apparaît très dépendante des échanges avec les pays tiers (hors de l'Union européenne) et, en particulier, du marché américain et du marché chinois, dans une moindre mesure. C'est ce qui ressort d'une étude récente² de la DGDDI.

Il peut être tout d'abord utile de rappeler les mesures douanières mises en place récemment par la Chine et les États-Unis et qui affectent ces produits. Le 7 octobre 2024, la Chine introduisait des droits *anti-dumping* d'une valeur moyenne de 34,8% sur les eaux-de-vie de vin européennes (le cognac en représentant 90%). L'effet s'est rapidement fait sentir, avec une baisse de 56% des exportations vers la Chine pour ce produit au premier trimestre 2025 (par rapport au premier trimestre 2024).

L'accord commercial de Turnberry entre l'Union européenne (UE) et les États-Unis n'a pas épargné les boissons, puisque le taux plancher de 15% de droits de douane sur les exportations de l'UE à destination des États-Unis leur est appliqué. Avant

cela, le taux additionnel de 10% leur était appliqué depuis avril 2025. À un niveau agrégé, l'impact macro-économique de la hausse des droits de douane américains devrait être limité pour la France par rapport à d'autres grands pays européens, en raison du poids relativement faible des exportations vers les États-Unis dans le PIB (environ 2%). Pour l'année 2026, nous estimons cet effet à environ -0,2 point de croissance en France, contre -0,4 point à l'échelle de la zone euro. L'effet pourrait toutefois être concentré sur quelques secteurs.

Au sein de l'UE, la France est le premier pays exportateur de vins et spiritueux vers les pays hors UE en 2024, ce qui est vrai pour chacune de ces catégories de produits : vins tranquilles, vins mousseux, eaux-de-vie de vin et autres spiritueux (malgré la forte concurrence de l'Italie sur les deux premières catégories mentionnées). La France se distingue par une stratégie de montée en gamme, avec des prix nettement supérieurs à ses concurrents (l'Italie se positionnant plutôt sur l'entrée et le milieu de gamme pour les vins). La France est particulièrement vulnérable sur ce segment des vins et spiritueux, puisque les États-Unis représentent le premier marché à l'export (et ce, pour l'ensemble des catégories susmentionnées). La Chine se positionne, pour sa part, comme le deuxième importateur de cognac et le troisième importateur de vins tranquilles.

L'étude de la DGDDI révèle, par ailleurs, que parmi les 5 400 entreprises exportatrices de vins et spiritueux en 2022, 40% exportent vers les États-Unis et 20% vers la Chine et Hong-Kong, et une part significative d'entre elles présente une forte concentration de leurs exportations vers ces marchés. Les entreprises les plus exposées au marché américain sont celles qui ont les plus fortes marges, soit les exportatrices de cognac et de champagne.

Après une période d'expansion liée au rebond *post-Covid*, marquée par une forte progression des prix mais aussi des volumes, les exportations françaises de vins et spiritueux ont diminué en valeur depuis 2023. Dès décembre 2024, les données révélaient des stratégies d'anticipation face à la potentielle future hausse des droits de douane américains, après l'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis en novembre 2024 (avant sa prise de fonction en janvier 2025). Il faut dire qu'un précédent existe, puisque l'administration Trump I avait instauré une taxe de 25% sur certaines exportations

¹ Voir notamment l'[analyse annuelle 2024](#).

² « [Les vins et spiritueux : points forts à l'exportation mais très exposés aux États-Unis et à la Chine](#) », Études et éclairages n°102, septembre 2025.

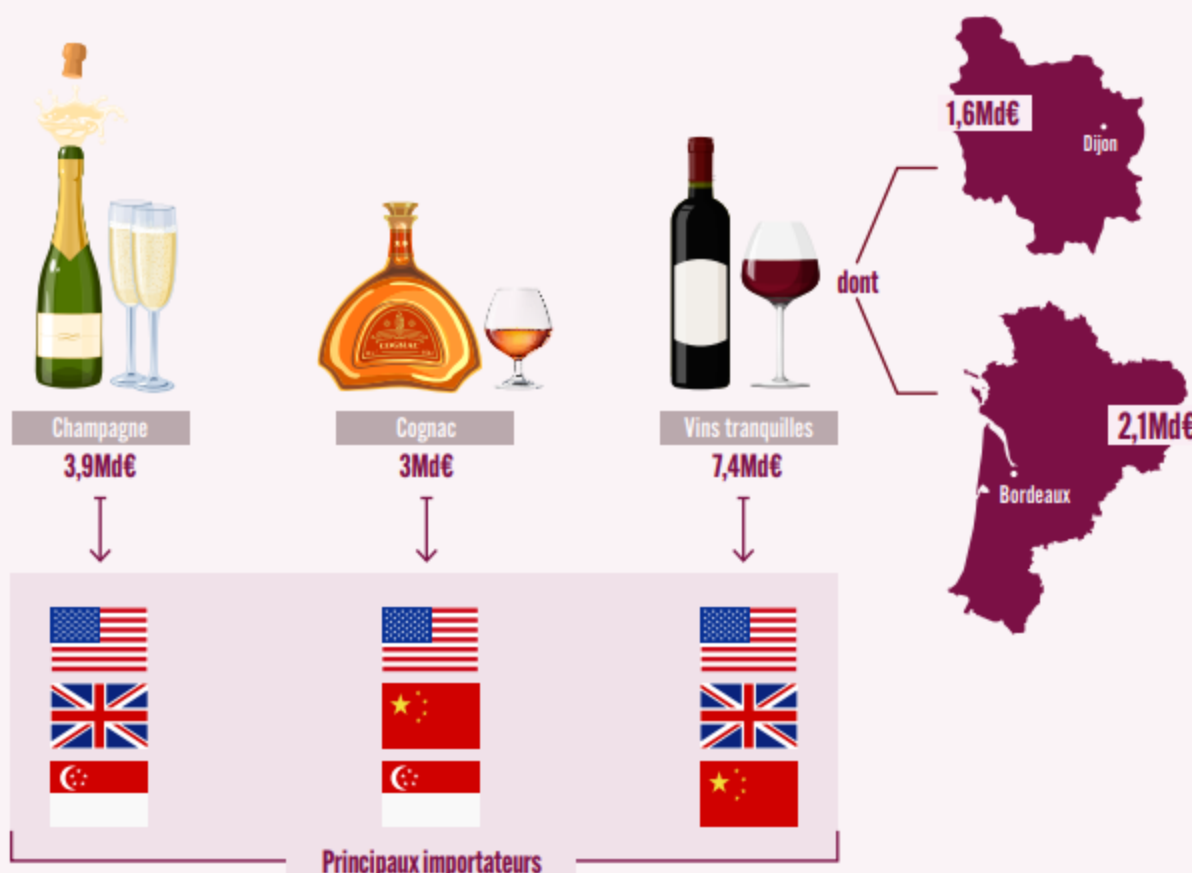
de vins tranquilles en bouteille en 2019³ (abrogée ensuite en mars 2021). En décembre 2024, la hausse des exportations en valeur vers les États-Unis était ainsi particulièrement marquée pour les vins de Bordeaux (+150% par rapport à novembre 2024, à rebours des variations saisonnières habituellement observées), mais elles augmentaient aussi très nettement pour les autres appellations de vin (+100%) et les vins produits dans l'UE correspondant essentiellement aux vins de France (+125%). L'étude de la DGDDI souligne un nouveau phénomène de hausse sensible des exportations de

vin vers les États-Unis en mars 2025 (avec une hausse toutefois plus modérée qu'en décembre).

Les données d'exportations ne sont pas encore disponibles pour septembre, mais les données à août 2025 sont révélatrices d'une forte baisse des exportations françaises de boissons en valeur. Celles-ci ont diminué de 6,5% en août par rapport à juillet, après une baisse de 7,6% pour le mois de juillet par rapport à celui de janvier 2025, en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés.

LES VINS & SPIRITUEUX, UN SECTEUR PORTEUR DES EXPORTATIONS FRANÇAISES

Principaux vins & spiritueux exportés par la France en 2024



Sources : DSECE/DGDDI

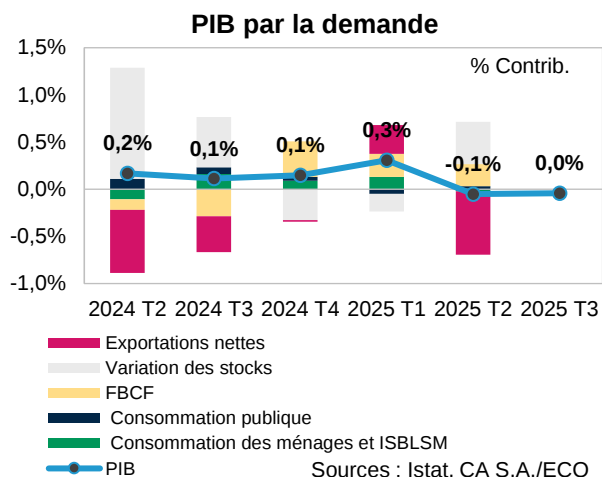
Notre opinion – La forte baisse des exportations françaises de boissons depuis avril résulte en partie d'un phénomène de compensation après les hausses constatées en décembre 2024 et mars 2025. Toutefois, l'ampleur de cette baisse et la nouvelle diminution constatée en août semblent révéler un effet significatif de la hausse des droits de douane américains sur ce secteur. Il faudra évidemment suivre le phénomène dans la durée, les données mensuelles pouvant être affectées par d'autres éléments, avec également des compensations possibles d'un mois sur l'autre. Elle illustre en tout cas la forte vulnérabilité de certains secteurs au marché américain.

³ La mesure visait aussi d'autres produits, et le taux de taxation avait d'abord été fixé à 10%, puis à 15% pour les avions et

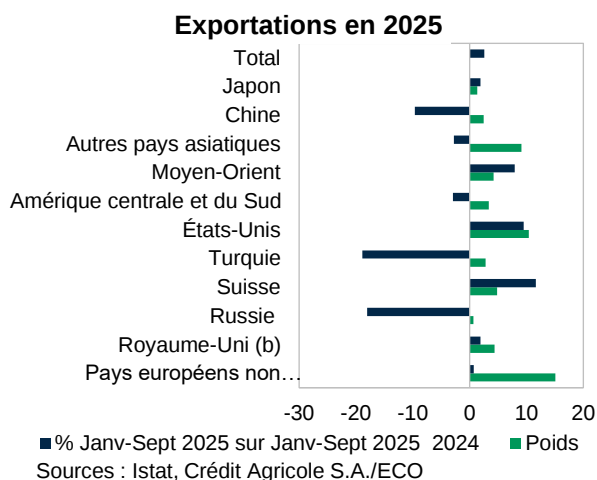
25% pour les autres produits (dont les vins tranquilles en bouteille).

Italie : une résilience économique à confirmer au deuxième semestre

L'estimation préliminaire du PIB du troisième trimestre montre que l'économie italienne a stagné par rapport au deuxième trimestre. Sur un an, la croissance du PIB a, quant à elle, ralenti à +0,4%. L'acquis reste cependant inchangé. Bien que le détail des comptes ne soit pas disponible, l'Istat indique que ce résultat est dû à l'effet combiné d'un recul de la demande intérieure et d'une contribution positive du commerce extérieur. Du côté de l'offre, si la valeur ajoutée dans le secteur primaire a augmenté, celle de l'industrie a reculé, tandis qu'elle est restée stationnaire dans les services.



Par rapport à notre estimation initiale, qui anticipait un recul du PIB de 0,1%, l'économie italienne fait mieux. L'Italie n'est cependant pas un cas isolé. Globalement, le PIB de la zone euro accélère légèrement, sa croissance progressant de 0,1% au deuxième trimestre à 0,2%. Si l'activité allemande stagne aussi, avec un profil sur l'année comparable à celui de l'Italie, l'économie française, mais aussi celle des Pays-Bas et du Portugal, progressent. L'Espagne, pour sa part, ralentit sur le trimestre, mais continue d'afficher l'une des croissances les plus élevées de la zone euro.



Selon les indications fournies par l'institut statistique italien concernant le PIB, il semblerait que les effets des tarifs douaniers ne se soient pas encore

pleinement manifestés. La volatilité des données mensuelles du commerce extérieur au cours des trois derniers mois complique la lecture de cette réalité. En effet, après une hausse des exportations en valeur en juillet de 1,2%, tirée par les exportations hors UE, les flux de ventes vers l'étranger ont reculé de 2,7% en août. Malgré ce repli, l'acquis reste positif sur le trimestre, à 1,2%. La progression des exportations sur les huit premiers mois de l'année reste également positive à +3,8%.

Les exportations hors UE – dont les données pour le mois de septembre sont disponibles – progressent de 1,8% sur le troisième trimestre, après avoir reculé de 4,4% au trimestre précédent. La baisse du mois d'août de plus de 7% a, en effet, laissé place à un rebond de 5,9% en septembre, permettant d'afficher une performance positive sur le trimestre. Dans le détail, si les exportations hors UE du T2 avaient été pénalisées par une baisse des ventes vers le Royaume-Uni et la Chine, avec un recul en glissement annuel marqué sur ces deux marchés, les exportations vers le Royaume-Uni semblent se redresser, tandis que celles vers la Chine sont toujours en recul. Les exportations vers le marché américain, quant à elles, semblent continuer de s'inscrire dans une dynamique robuste. Après le recul de 21% en août, la hausse de 34% en septembre fait pencher la performance du trimestre du côté positif. Net des équipements de navigation maritime, la croissance des exportations vers les États-Unis reste également très dynamique à 12%.

Les données du commerce extérieur se caractérisent également par un acquis négatif des importations au T3, malgré la reprise des importations en provenance des pays hors UE. Sur la période janvier-août, les importations ont enregistré une hausse de 4,8% en glissement annuel, majoritairement attribuable aux flux en provenance des pays hors UE.

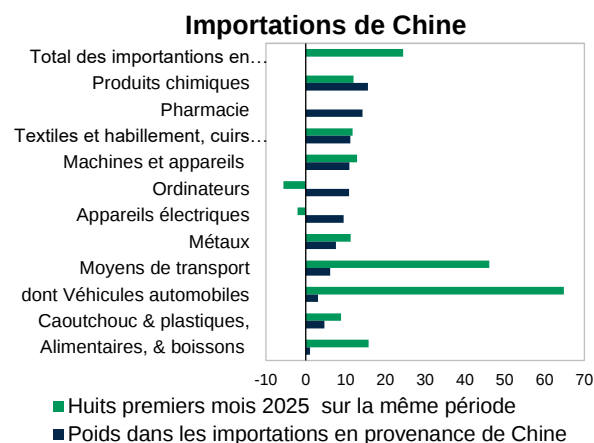
Deux pays partenaires semblent tirer leur épingle du jeu. D'une part, les États-Unis (représentant 4% des importations) avec des flux en hausse de 70% en septembre et de 35% sur les neuf premiers mois de l'année en glissement annuel. Cette forte croissance trouve probablement son origine dans des effets de *frontloading* sur l'ensemble de la chaîne de valeur qui lie les deux pays, comme pour les flux de produits pharmaceutiques qui augmentent significativement dans les deux sens. D'autre part, on retrouve la Chine qui compte pour 8% des importations. Ces dernières enregistrent une hausse de 25% sur les neuf premiers mois de l'année.

Dans le détail, les données du mois d'août indiquent que cette hausse est portée par la forte pénétration des véhicules chinois sur le marché italien (+64% sur les huit premiers mois de l'année par rapport à l'année précédente), représentant près de 3% des importations en provenance de ce pays. Les produits de consommation courante et, en particulier

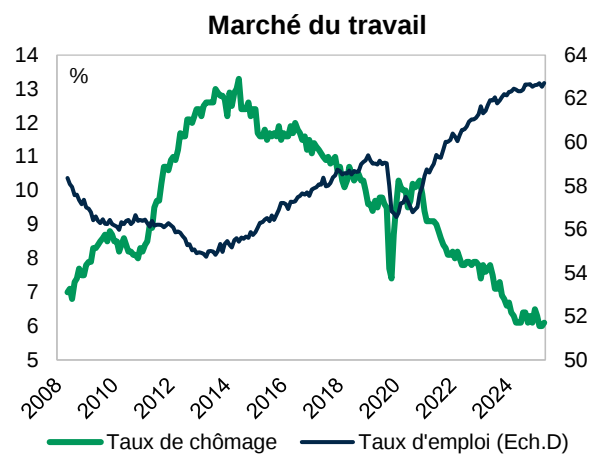
le textile, qui compte pour 11% des flux en provenance de Chine, augmentent également de 11% sur les huit premiers mois de l'année.

Sur le front de l'emploi, les données de septembre permettent de donner une tonalité positive à l'actualité conjoncturelle, avec une reprise de ce dernier sur le mois de septembre. Il a été tiré par la hausse du nombre de salariés à durée indéterminée, tandis que le nombre de salariés à durée déterminée a diminué. En effet, après la stagnation du mois

d'août et le repli en juillet, les craintes d'un début de retournement du marché du travail commençaient à émerger. Le rebond de l'emploi en fin de trimestre permet de contrebalancer cette dynamique, avec un trimestre positif à +0,1%. Si l'emploi reste robuste et se traduit par une hausse du taux d'emploi à 62,7%, l'appel d'air des inactifs s'est traduit par une hausse du taux de chômage sur le mois de septembre à 6,1%, contre 6% le mois précédent. Sur le trimestre, le taux de chômage baisse cependant de 6,3% au T2 à 6,1%.



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



Sources : Istat, Crédit Agricole S.A.

✓ **Notre opinion** – Malgré la stagnation du PIB au T3, plusieurs éléments suggèrent que l'économie italienne reste résiliente. Le commerce extérieur compense partiellement le recul de la demande intérieure, tandis que le marché du travail bénéficie d'une baisse du taux de chômage sur le trimestre. Les signaux sont contrastés quant aux perspectives d'octobre 2025. La confiance des entreprises progresse, tirée par une amélioration globale des évaluations des entrepreneurs de l'industrie et du commerce. L'indice de confiance des consommateurs est également en hausse pour le deuxième mois consécutif, soutenu par les attentes concernant à la fois la situation économique générale et la situation familiale, ainsi que par l'évaluation plus favorable des possibilités d'épargne et d'achat de biens durables. L'amélioration de ces indicateurs de confiance devra toutefois être confirmée par les données d'activité réelle des prochains mois, pour valider une véritable amélioration de la conjoncture économique italienne.

👉 Espagne : la croissance du PIB se modère légèrement au T3

L'économie espagnole poursuit son expansion à un rythme soutenu, enregistrant au troisième trimestre 2025 une croissance du PIB de 0,6% en variation trimestrielle, après 0,8% au trimestre précédent. En glissement annuel, le PIB progresse de 2,8%, un niveau légèrement inférieur à celui du deuxième trimestre (3,0%), mais toujours supérieur à la moyenne de la zone euro. La dynamique reste donc robuste, portée principalement par la demande domestique, tandis que le secteur extérieur continue de jouer un rôle modérateur sur la trajectoire de croissance.

La demande intérieure s'est affirmée comme le principal moteur de la croissance économique et ses trois grandes composantes y ont contribué. La consommation privée a enregistré une hausse marquée de 1,2% en rythme trimestriel, la consommation publique a progressé de 1,1% et

l'investissement s'est accru de 1,7%. Dans le détail, la croissance de l'investissement est quasi généralisée. L'investissement en construction a progressé de 1,4% sur le trimestre, tandis que l'investissement en biens d'équipement a progressé de 1,7%. Toutefois, cette dernière catégorie cache des évolutions contrastées : un fort rebond de 2,9% de l'investissement en équipements hors transport, qui a plus que compensé le recul de 0,9% observé dans l'investissement en matériels de transport.

En glissement annuel, les données confirment une dynamique très favorable. La consommation privée progresse de 3,3% sur un an, tandis que l'investissement total affiche une croissance soutenue de 7,6%. En revanche, la consommation publique n'augmente que de 1,3%, mais cette modération contribue à mieux équilibrer les sources de croissance et soutient le processus de

consolidation budgétaire engagé par le gouvernement.

En revanche, la demande extérieure a pâti du mauvais comportement des exportations de biens, qui s'est traduit par une contribution négative de 0,6 point de pourcentage à la croissance trimestrielle du PIB. Cette évolution s'explique par une baisse de 0,6% des exportations en rythme trimestriel, combinée à une hausse de 1,1% des importations. Du côté des exportations, la situation est contrastée : les exportations de services ont conservé un bon dynamisme, progressant de 0,7% sur le trimestre, tandis que les exportations de biens ont reculé de 1,3%. Ce repli semble résulter d'une conjonction de facteurs : d'une part, le contrecoup d'un effet d'anticipation qui aurait stimulé les exportations au premier trimestre avant l'entrée en vigueur de la hausse des droits de douane américains sur les produits européens ; d'autre part, l'impact négatif direct de cette augmentation tarifaire, conjugué à la faiblesse du cycle de croissance dans la zone euro.

Les données douanières d'août confirment cette tendance, montrant une chute de 12,8% des exportations de biens sur un an au sein de la zone

euro, en grande partie liée à la baisse des ventes vers les États-Unis, lesquelles ont plongé de 30,5% sur un an. Ces chiffres suggèrent que la contraction des exportations de biens espagnoles s'inscrit dans un contexte plus large de désorganisation commerciale provoquée par la révision des politiques tarifaires américaines, dont les effets pèsent sur l'ensemble des échanges entre les États-Unis et leurs partenaires européens.

Sur le marché du travail, les heures travaillées progressent de 2,5% sur un an, tandis que le nombre de postes équivalents temps plein a progressé de 3,3%, confirmant la bonne tenue de l'emploi, malgré le ralentissement de la productivité. Cette dernière a enregistré une baisse de 0,5% en glissement annuel et de 0,4% par rapport au trimestre précédent, indiquant que la création d'emplois reste supérieure à la croissance de la production. Si cette situation reflète un marché du travail dynamique, elle suggère également un risque de perte d'efficacité productive à moyen terme. Par ailleurs, la masse salariale totale a augmenté de 5,2%, soutenant le revenu disponible et la consommation, mais susceptible d'exercer des pressions sur les coûts unitaires du travail.

 **Notre opinion** – La trajectoire économique espagnole reste solide et bien équilibrée. La croissance du troisième trimestre traduit une conjoncture favorable, soutenue par une demande intérieure dynamique et des fondamentaux macro-économiques encore solides. L'activité progresse à un rythme modéré, mais régulier, confirmant la capacité de l'économie à maintenir son élan, malgré un environnement extérieur moins favorable. Le léger affaiblissement de la productivité et la contribution négative du secteur extérieur reflètent davantage les effets temporaires du contexte commercial international que des déséquilibres internes profonds. À ce stade, les indicateurs avancés suggèrent une poursuite de la croissance sur la fin de l'année, bien que dans un cadre de normalisation progressive du cycle économique.

Pays émergents

Asie

En tournée asiatique, Trump se positionne en champion du « deal »

Donald Trump était en grande tournée en Asie pour la première fois depuis son investiture. Première escale en Malaisie, afin d'assister au sommet de l'Asean et de finaliser les traités commerciaux négociés pendant l'été, ainsi que des accords autour des terres rares.

Dans un mélange des genres dont il a le secret, Donald Trump a aussi mis en scène **la signature d'un « accord de paix » entre le Cambodge et la Thaïlande**. Ces deux pays ont en effet connu un regain de tensions en juillet : sur fond de conflit politique et frontalier, des affrontements au sol ont fait au moins 43 morts et contraint au déplacement de plus de 300 000 habitants. Les trois pays impliqués (le Cambodge, la Thaïlande et la Malaisie, qui tenait un rôle de médiation) avaient d'ailleurs vu leurs négociations commerciales avec les États-Unis se débloquent « grâce » au conflit : à la suite du premier cessez-le-feu, déjà conclu sous le parrainage américain, ils avaient ainsi vu leurs « tarifs réciproques » passer à 19%.

Une manière pour Donald Trump de réaffirmer sa posture de « président de la paix », le Cambodge était même allé jusqu'à indiquer son soutien au président américain pour le prix Nobel de la Paix.

L'obligation du « deal »

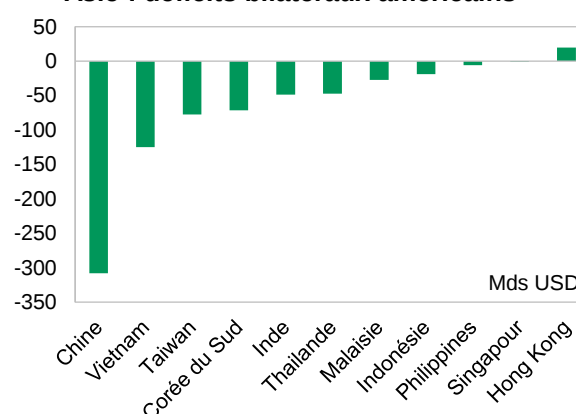
Pour ces pays d'Asie du Sud, qui ont bâti **leur modèle de développement sur l'insertion dans le commerce extérieur**, signer un accord avec les États-Unis, qui figurent parmi leurs principaux clients, était essentiel. Voilà pourquoi ils ont sûrement accepté cette mise en scène, ainsi que des conditions qui leur sont assez défavorables, pour conserver leur accès au marché américain.

Bien que l'Asean⁴ serve théoriquement de plateforme permettant de coordonner les positions de ses membres dans le cadre de négociations commerciales, les derniers mois ont montré que, face aux États-Unis, **les pays de l'alliance agissaient de manière individuelle et a priori sans concertation**. Dès lors que l'un des membres avait obtenu un accord, il était donc indispensable pour les autres d'en faire de même, et de s'assurer d'avoir des conditions tarifaires globalement équivalentes. Les pays de l'Asean sont effet globalement positionnés sur des chaînes de valeur semblables, et sont en concurrence sur certains marchés (notamment le textile et l'électronique).

Le 2 avril, l'Asie s'était retrouvée en première ligne de la vague tarifaire annoncée par l'administration américaine. Cela n'avait rien de surprenant : la « formule »⁵ utilisée permettait en effet de pénaliser les pays qui présentaient de larges excédents commerciaux (de marchandises) sur les États-Unis. Or, sur les dix plus gros déficits bilatéraux américains, sept le sont vis-à-vis des pays asiatiques.

Parmi ces pays figurent des partenaires et alliés de premier rang pour les États-Unis (Corée du Sud, Japon, Taïwan), qui n'ont pas pour autant été épargnés par les tarifs, la Chine bien sûr, et les pays de l'Asean qui ont vu leurs exportations vers les États-Unis progresser rapidement depuis 2018, en raison d'une **stratégie de diversification mise en place par les entreprises pour échapper aux premiers droits de douane américains sur la Chine**.

Asie : déficits bilatéraux américains



Sources : US Customs, Crédit Agricole S.A./ECO

En plus d'être un partenaire commercial de premier plan, **les États-Unis sont ainsi le premier investisseur étranger dans l'Asean** (74,7 milliards de dollars d'IDE en 2023, dernière donnée disponible), loin devant la Chine (17,5 milliards de dollars). Plus de 6 000 entreprises américaines sont présentes dans la zone, et soutiennent plus de 600 000 emplois directs.

Les pays d'Asie du Sud, et notamment le Vietnam, la Thaïlande et la Malaisie sont ainsi devenus des plateformes de transbordement et de réexportation de produits chinois, mais ont tout de même réussi à capter une partie de certaines chaînes de valeur. Le phénomène s'est intensifié depuis le début de l'année : les courbes des importations américaines

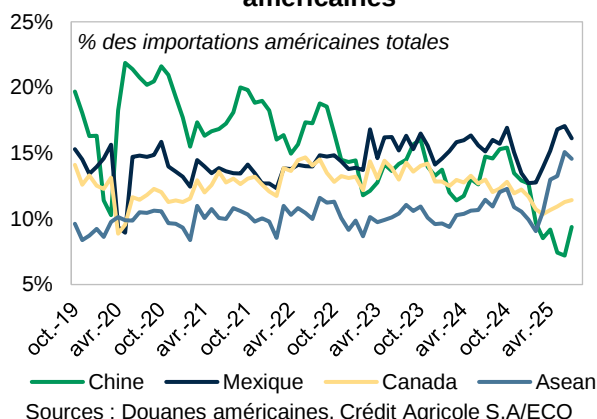
⁴ Qui rassemble la Birmanie, le Brunei, le Cambodge, l'Indonésie, le Laos, la Malaisie, les Philippines, Singapour, la Thaïlande et le Timor oriental

⁵ Les droits de douane « réciproques » avaient été calculés en divisant le solde commercial vis-à-vis d'un pays par les importations en provenance de ce pays.

depuis la Chine et l'Asean se sont croisées, atteignant respectivement 9,4% et 14,6%.

Le problème est que ces pays restent dépendants des entreprises étrangères, qui trustent le secteur des exportations : **au Vietnam, 70% des entreprises exportatrices sont à capitaux étrangers**. Cela signifie que, dans les secteurs moins intensifs en capital (c'est-à-dire ceux dans lesquels l'amortissement des actifs prend moins de temps) où la compétitivité-prix domine, les multinationales ont la possibilité d'adapter leur stratégie à l'environnement douanier. Impossible donc de laisser un pays voisin – mais concurrent – négocier un meilleur taux : le *deal* était nécessaire.

Origine des importations américaines



Donald Trump a ensuite fait escale en Corée du Sud, où son agenda était également très chargé : Sommet de l'Apec (Coopération économique pour l'Asie-Pacifique), **signature d'un nouvel accord commercial avec le président coréen, Lee Jae-myung, et surtout rencontre avec Xi Jinping**, une première depuis juin 2019. Là encore, un accord a été annoncé, mais son contenu exact reste encore à préciser.

Que contiennent les accords ?

Sans surprise, ils se concentrent d'abord sur une baisse des tarifs « réciproques » : les pays de l'Asean, à l'exception de Singapour, dont la balance commerciale vis-à-vis des États-Unis est déficitaire, ont obtenu **des droits de 19% ou 20%**. **Les « alliés » coréen et japonais s'en sortent un peu mieux, à 15%**. Surtout, ils obtiennent une baisse des droits de douane (15%) sur le secteur automobile, taxé au niveau mondial à 25% par les États-Unis, de loin leur premier débouché (35% des exportations automobiles pour le Japon, près de 50% pour la Corée du Sud).

En échange, les pays signataires se sont engagés à respecter les différentes priorités américaines : **hausse de leurs importations, investissements de leurs entreprises sur le sol américain et coopération dans des domaines stratégiques** (naval, défense, terres rares).

Corée du Sud : en plus de tarifs préférentiels dans le domaine automobile, des exemptions sont prévues dans les secteurs du bois, de l'aéronautique et de la pharmaceutique. En échange, la Corée du Sud a accepté d'élargir l'accès à son marché et à intensifier ses importations de GNL.

Le pays s'est aussi engagé à investir 350 milliards de dollars aux États-Unis (200 milliards en numéraire et 150 milliards) dans la coopération pour la construction navale, incluant la construction de sous-marins nucléaires. Cette coopération est cruciale, car les États-Unis ont besoin des compétences et des capacités de production coréennes pour relancer leur secteur de la construction navale, surtout s'ils souhaitent augmenter leurs exportations d'hydrocarbures, les chantiers coréens étant spécialisés dans la production de tankers.

Malaisie : le pays a consenti à accorder un accès préférentiel aux produits industriels et agricoles américains. Le tarif douanier est fixé à 19%, mais de nombreuses exceptions sont prévues sur certains produits considérés comme « essentiels » par les États-Unis, comme les produits pharmaceutiques, les semi-conducteurs, l'huile de palme ou le caoutchouc. La Malaisie s'est également engagée à augmenter ses importations américaines (hydrocarbures et aéronautique) et à investir 70 milliards de dollars aux États-Unis sur les dix prochaines années.

Surtout, l'accord inclut une clause de coopération sur les minéraux rares. La Malaisie, qui exporte actuellement 13% des terres rares et dont les réserves sont valorisées à plus de 200 milliards de dollars, a consenti à ne pas imposer de restrictions à l'exportation vers les entreprises américaines, afin de leur garantir un approvisionnement stable et sécurisé.

Thaïlande : le pays s'est engagé à supprimer les droits de douane sur environ 99% des produits américains entrant sur son marché, et à supprimer des barrières non-tarifaires dans des secteurs d'importance stratégique pour les États-Unis (notamment automobile, pharmacie et viande). Une hausse des importations énergétiques, agricoles et aéronautiques, pour un montant total de 27 milliards de dollars est également prévu. Un MoU (*Memorandum of Understanding*) sur l'approvisionnement en terres rares a également été rendu public. Les États-Unis ont ainsi négocié un droit de priorité pour investir dans ce secteur en Thaïlande. En échange, les États-Unis apporteraient leur assistance technique au développement de la filière.

Vietnam : le pays s'est aussi engagé à offrir un accès préférentiel à son marché, notamment sur l'automobile, en reconnaissant les normes américaines de sécurité et d'émissions, mais également à ses marchés publics (dispositifs

médicaux en particulier). Contrairement aux autres pays, l'accord ne semble pas spécifier de volumes d'importations américaines obligatoires, alors même que le Vietnam présente un des excédents bilatéraux les plus élevés (supérieur à 100 milliards de dollars) sur les États-Unis.

En revanche, le Vietnam est concerné en premier lieu par la « règle d'origine » que les États-Unis souhaitent mettre en place, et qui visent les produits chinois qui transitent par d'autres pays. Ces derniers seraient soumis à un taux de 40%. Reste à savoir si la signature d'un accord entre la Chine et les États-Unis modifiera cette clause.

Pays	Droits réciproques (2 avril)	Droits réciproques (après accord)
Cambodge	49%	19%
Chine	34%	20%
Corée du Sud	25%	15%
Inde	26%	50%
Indonésie	32%	19%
Japon	24%	15%
Malaisie	24%	19%
Philippines	17%	19%
Singapour	10%	10%
Taiwan	32%	20%
Thaïlande	32%	19%
Vietnam	46%	20%

Les sacrifices consentis pour garder l'accès au marché américain sont donc lourds. Même si l'on se demande encore comment les États-Unis pourront contraindre des entreprises étrangères à investir sur leur sol ou à accroître leurs importations. L'exemple chinois de l'Accord Phase-1 montre ainsi que la signature de ce genre de traité n'est pas une fin en soi. Les importations chinoises depuis les États-Unis n'ont ainsi jamais atteint les niveaux négociés dans le cadre de l'accord.

Le cas chinois

C'est peu de dire que la rencontre entre Donald Trump et Xi Jinping était attendue. Maintes fois reportée, les réticences semblaient d'abord venir du côté américain. L'équilibre des pouvoirs s'était cependant renversé après les phases d'escalade d'avril et de mai, et surtout l'offensive de la Chine sur les terres rares. **Xi Jinping paraissait déterminé à attendre qu'un accord crédible soit négocié pour offrir la photo d'une poignée de main avec Donald Trump scellant le « deal ».**

Après plusieurs rounds de négociations, Xi Jinping a annoncé que « des consensus sur des solutions aux problèmes » avaient été trouvés. **Les États-Unis vont réduire les droits de douane imposés**

au titre du fentanyl de 20% à 10%. La Chine s'est elle engagée à reprendre ses exportations de terres rares, un accord qui sera renégocié chaque année et ses importations de soja.

Cet accord signe donc une accalmie, mais n'apporte pas de véritables réponses aux tensions sino-américaines. L'accord sur les terres rares sera renégocié chaque année et, dans tous les cas, que se passerait-il si la Chine ou les États-Unis décidaient de faire volte-face ? Alors que l'OMC n'est plus qu'une coquille vide, les États se retrouvent désarmés face à un partenaire qui remettrait en question ou ne respecterait pas ses engagements. **Pour Donald Trump, les droits de douane ne sont qu'un outil de négociation dans une course qui vise à maintenir les États-Unis en haut de l'échiquier mondial et à distancer ses rivaux, à commencer par la Chine.**

Même si cette signature va redonner à court terme un semblant de visibilité aux acteurs économiques – qui en ont bien besoin – elle ne signifie en rien que l'affrontement sino-américain va s'arrêter. Les conclusions du quatrième plénum, qui se déroulait à Pékin la semaine dernière, le montrent bien : **plus que jamais, c'est à l'auto-suffisance et à l'autonomie stratégique que la Chine se prépare.** Dans cet univers de rivalité, la détente ne pourra être que de courte durée.

Amérique latine

Mexique : les limites de la stratégie de consolidation budgétaire

Après le dérapage des dépenses publiques de 2024, le budget 2025, premier de l'ère Sheinbaum (à la présidence depuis octobre 2024), avait été jugé « raisonnable »⁶. Bien que les résultats aient pu décevoir les attentes, ce budget a, globalement, atteint ses objectifs en termes de réduction du déficit et d'apaisement des marchés.

Cette consolidation s'est révélée coûteuse pour une économie en ralentissement, déjà confrontée à une incertitude commerciale pesant lourdement sur l'investissement. En reportant encore d'un an la réforme fiscale, pourtant indispensable, le gouvernement reconduit en 2026 sa stratégie d'ajustement progressif. Si elle se révèle assez rassurante pour les marchés, cette constance budgétaire risque de continuer à peser sur la dynamique économique sans offrir de solution pérenne.

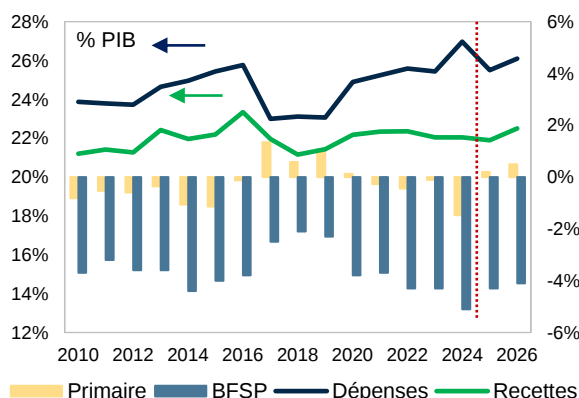
Cap inchangé : priorité sociale et investissements ciblés

Pour 2025, le gouvernement mexicain table désormais sur un excédent primaire mineur (0,2%

du PIB), contre 0,6% initialement. Malgré des recettes fiscales satisfaisantes (supérieures de 0,2 point de pourcentage – pp – à la prévision, grâce à une consommation intérieure solide), cette baisse s'explique par la faiblesse persistante des revenus pétroliers, inférieurs de 0,5% du PIB aux prévisions. Le besoin de financement du secteur public⁷ (BFSP) atteindrait 4,3% du PIB, contre 3,9% anticipés. Ce « micro-dérapiage » n'efface pas les progrès réalisés depuis 2024, lorsque le déficit primaire s'élevait à 1,5% et le BFSP à 5,7%.

Le budget 2026 prolonge cet ajustement, à un rythme toutefois plus modéré ; il vise un déficit primaire et un BFSP de, respectivement, 0,5% et 4,1% du PIB, ainsi qu'une dette publique dont la hausse n'est pas alarmante (52,3% du PIB). La consolidation est plus lente qu'initialement prévu (le budget 2025 visait un BFSP de 3,2% pour 2026) et les objectifs à moyen terme sont un peu moins ambitieux (3,5% du PIB en 2027 et 3% à partir de 2028, contre 2,9% précédemment).

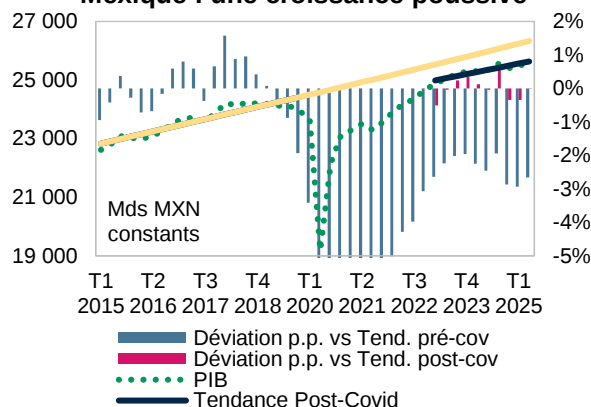
Mexique : comptes publics



En 2026, les recettes totales atteindraient 22,5% du PIB (21,9% en 2025) et les dépenses 26,1% (25,5% en 2025). Ces prévisions reposent sur une progression réelle des recettes de 6,3% grâce, en particulier, à des revenus pétroliers attendus en hausse de 20%⁸. Enfin, clé de voûte du projet de budget, la croissance serait comprise entre 1,8% et 2,8% (contre un consensus de 1,4%).

L'environnement macro-économique de 2026 devrait être plus favorable, grâce à une inflation maîtrisée, un assouplissement monétaire modéré

Mexique : une croissance pousive



et la bonne tenue de la collecte fiscale. Les hypothèses pétrolières, jugées très optimistes, constituent néanmoins un risque pour le solde primaire.

Dans un contexte d'espace budgétaire réduit, le budget 2026 maintient les priorités traditionnelles de MORENA⁹, au pouvoir depuis 2018 : dépenses sociales et investissements ciblés dans PEMEX, l'énergie et les infrastructures ferroviaires. Les dépenses de protection sociale atteindraient plus de 6% du PIB, soit une hausse réelle de près de

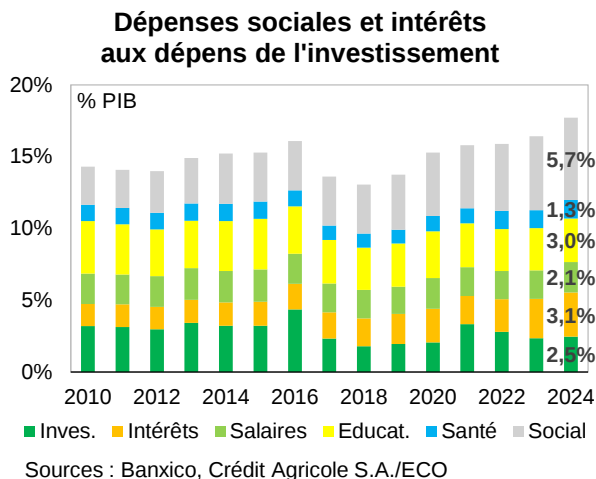
⁶ Consulter notre publication : [Mexique – Budget 2025, « raisonnable » mais réaliste ?](#) – Janvier 2025

⁷ Mesure la plus large du déficit public.

⁸ Pour 2026, le gouvernement table sur un effet volume favorable avec une production de pétrole en hausse de près de 5%.

⁹ *Movimiento de Regeneracion Nacional*, parti au gouvernement depuis 2018.

75% par rapport à 2018 (3,4% du PIB). Au cours de cette période, les dépenses au titre des retraites ont progressé de près de 35%. Ces augmentations ont été partiellement compensées par des réductions des dépenses de fonctionnement, mais surtout par la compression de l'investissement public, dont le poids dans le PIB recule depuis

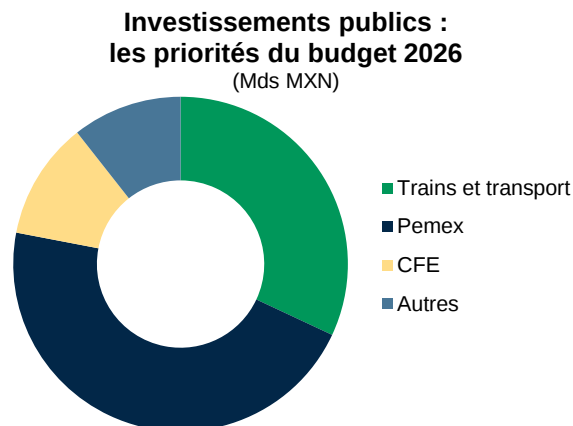


Réforme fiscale : une nécessité différée, mais incontournable

Au cours de la période *post-Covid*, depuis 2021, la croissance cumulée en termes réels des recettes budgétaires (7,3%) s'est révélée non seulement très inférieure à celle des dépenses publiques (16%), mais aussi à celle du PIB (8,5%). Pourtant satisfaisante, la hausse des recettes fiscales (TVA 14% et IR 21%) ne compense pas la chute des revenus pétroliers (-29%). De plus, alors que les montants dédiés à l'investissement se contractent de 19%, les intérêts et les dépenses sociales (aussi légitimes soient-elles) progressent de, respectivement, 69% et 42%.

Les objectifs de déficit pour 2025 et 2026 devraient être atteints ou, au minimum, se rapprocher des cibles gouvernementales. Mais la pression exercée par les priorités politiques du gouvernement et la stagnation relative des recettes ravivent la question, désormais urgente, d'une réforme fiscale. La consolidation actuelle s'effectue au détriment d'autres dépenses essentielles, notamment dans un contexte de ralentissement et de forte

incertitude économique. L'investissement public, pilier du *Plan Mexico* et levier d'attraction des capitaux privés, reste limité et pèse sur la croissance actuelle (la contraction du secteur de la construction de -3% sur un an en témoigne), mais aussi sur la croissance potentielle.

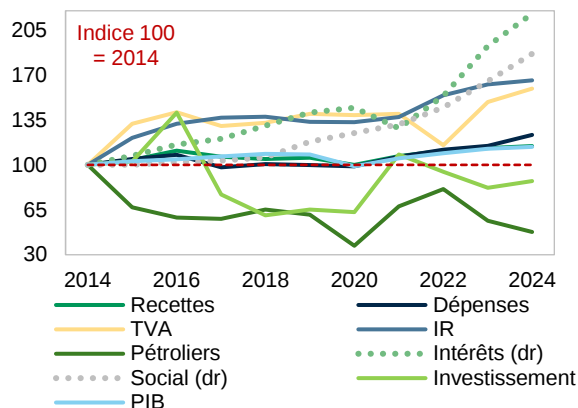


Sources : SHCP, Crédit Agricole S.A./ECO

La réforme fiscale de 2014 avait pour objectif de compenser la baisse des revenus pétroliers, principale ressource de l'État. Elle y est partiellement parvenue en portant les recettes fiscales de 9% du PIB en 2013 à 14,5% en 2024. Si des progrès ont été réalisés en termes de collecte fiscale, le niveau de recettes fiscales reste faible (proche de 15%), comparé à la moyenne de l'OCDE (34%), et inférieur à celui d'autres pays d'Amérique latine, comme la Colombie (22%) ou le Chili (20%). Insuffisante au regard de la chute continue des revenus pétroliers, inaboutie, la réforme fiscale ne s'est pas traduite par une hausse équivalente des recettes totales qui plafonnent vers 22% du PIB.

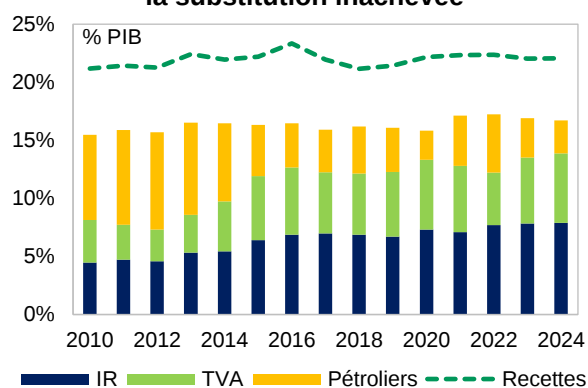
¹⁰ Comision Federal de Electricidad

Dépenses et recettes en volume



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

Principales recettes : la substitution inachevée



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

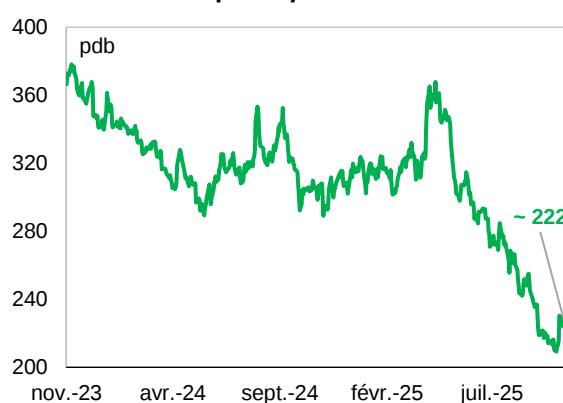
La progression durable des dépenses sociales, conjuguée au vieillissement démographique et à une croissance structurellement modeste (proche de 2%), oblige le gouvernement à affronter un choix fiscal de fond. Les ajustements actuels, partiels et successifs, ne permettent pas de garantir une trajectoire de croissance soutenable ni un renforcement durable du filet social. Trois options s'offrent au Mexique : abandonner la consolidation (cela ne lui ressemble pas), réduire les dépenses (politiquement et socialement compliqué, ce n'est pas à l'ordre du jour), ou entreprendre une véritable réforme fiscale. Compte tenu de la faible pression fiscale, de l'orientation idéologique de MORENA et du profil technocratique de Claudia Sheinbaum, une réforme fiscale paraît être l'issue la plus probable, la plus souhaitable, mais aussi la plus complexe.

Or, accaparé par des enjeux plus immédiats, le ralentissement de l'activité (la croissance a été négative au troisième trimestre – -0,3% t/t –, l'acquis de croissance pour 2025 et la croissance actuelle sur un an s'élèvent à 0,6% a/a) et l'incertitude commerciale, le gouvernement reporte une fois de plus la réforme fiscale. Misant sur une

hausse des revenus pétroliers hautement hypothétique et sur divers ajustements fiscaux, il compte aussi sur une augmentation des droits de douane appliqués aux importations en provenance d'Asie, en particulier de la Chine. Cette stratégie, qui certes peut contribuer à doper les recettes fiscales, vise avant tout à satisfaire les attentes des États-Unis, au risque toutefois d'affaiblir la compétitivité de l'industrie nationale.

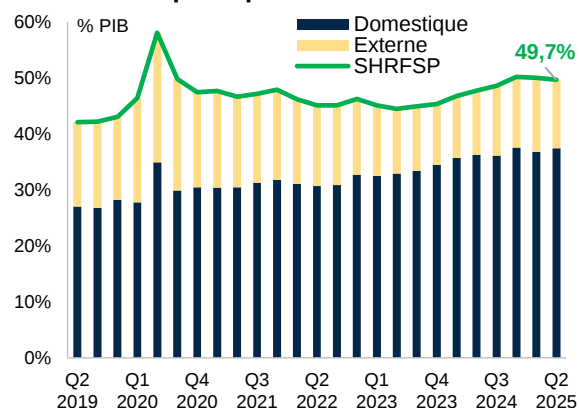
La consolidation budgétaire de 2025 a été saluée par les marchés, qui y voient un signe d'engagement du gouvernement Sheinbaum envers la discipline fiscale, comme en témoigne la réduction du *spread* souverain. Si les orientations du budget 2026 ont déçu certaines attentes, elles n'ont pas provoqué de tensions majeures : continuité et stratégie des « petits pas » ne permettent ni grand espoir ni déception majeure, alors que la perspective d'une réforme fiscale à moyen terme reste intégrée par les investisseurs. Enfin, la dette publique¹¹ reste contenue (prévue à 52,4% en 2026) et sa structure est rassurante : moins de 25% libellés en devises, 80% à taux fixe, maturité moyenne élevée (huit ans).

Mexique : *spread* EMBI



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

Dette publique : hausse contenue



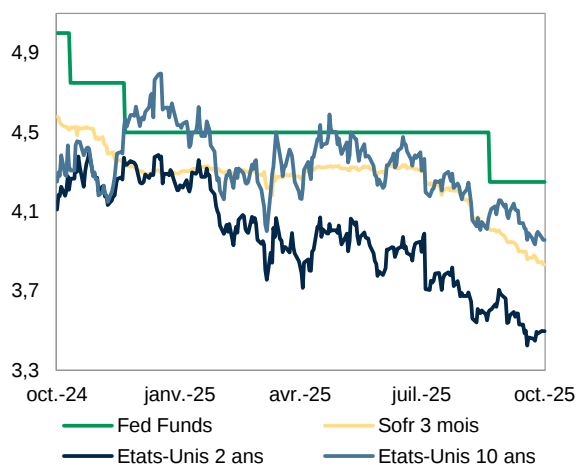
Sources : Banxico, Crédit Agricole S.A./ECO

¹¹ SHRFSP : mesure la plus large de la dette publique qui inclut le gouvernement fédéral, les entreprises et banques publiques, les autres passifs « latents ».

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

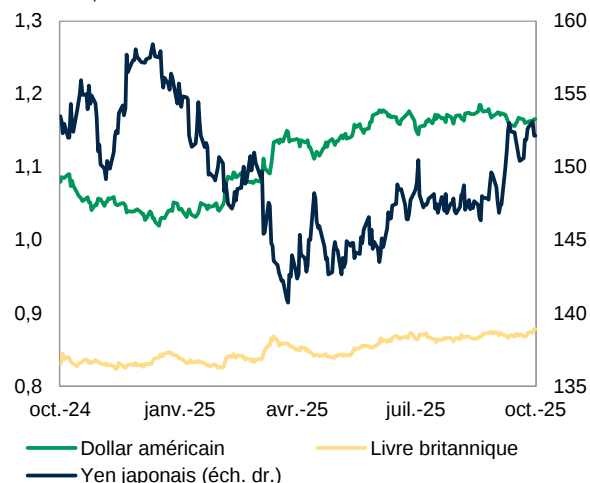
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

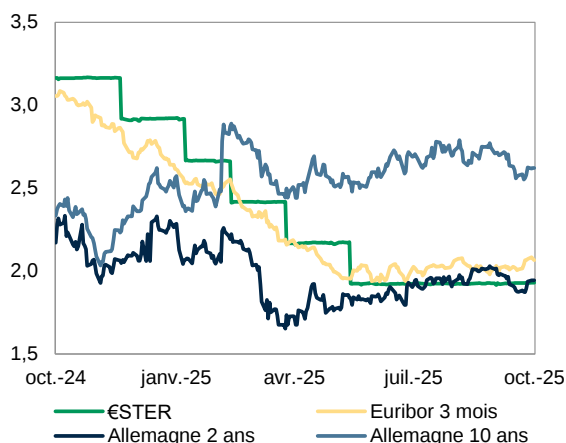
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

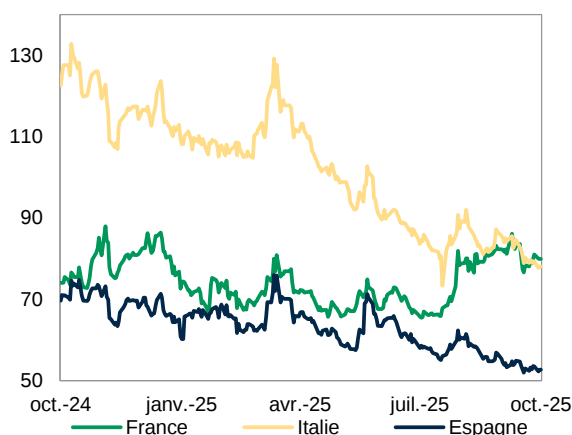
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

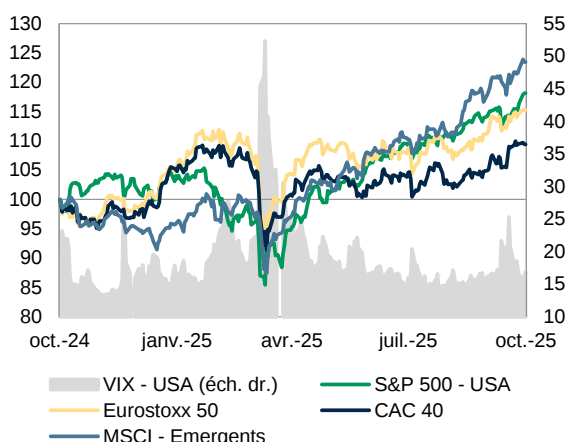
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

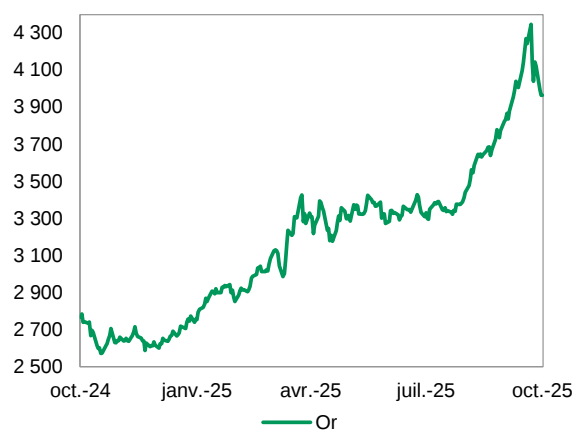
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

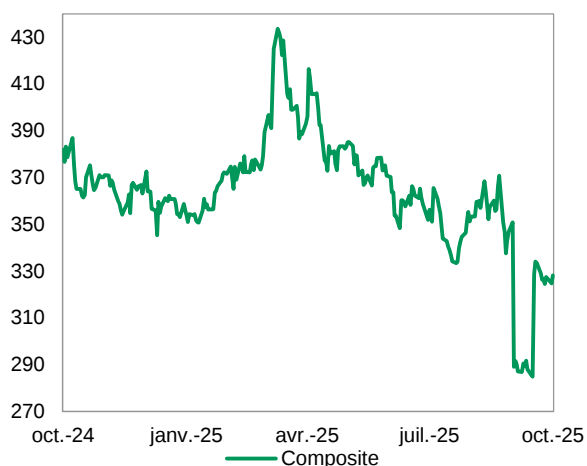
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

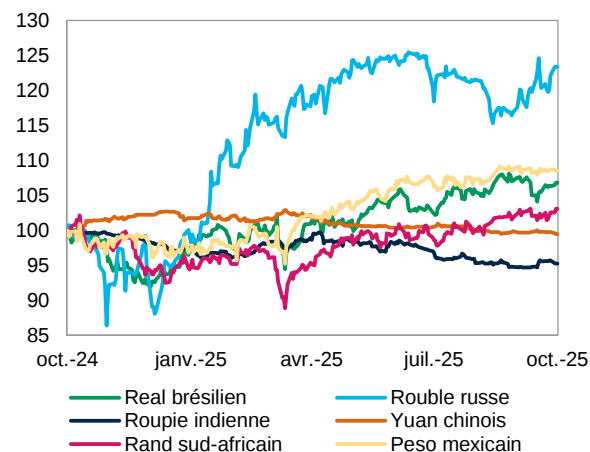
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

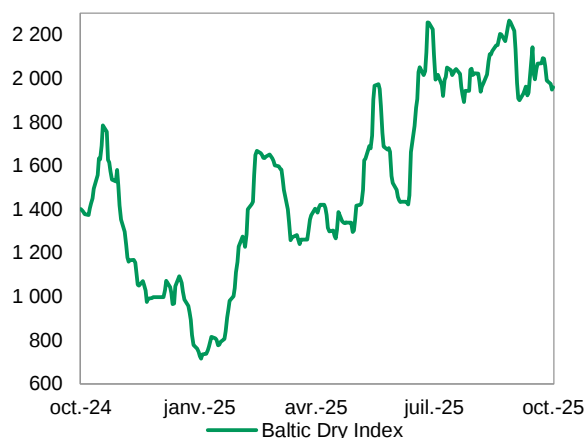
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

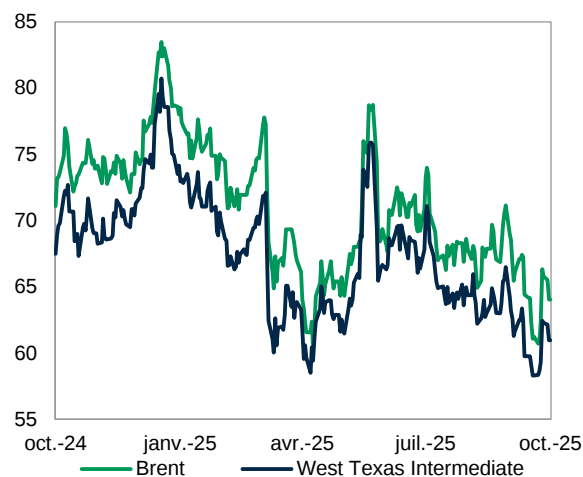
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

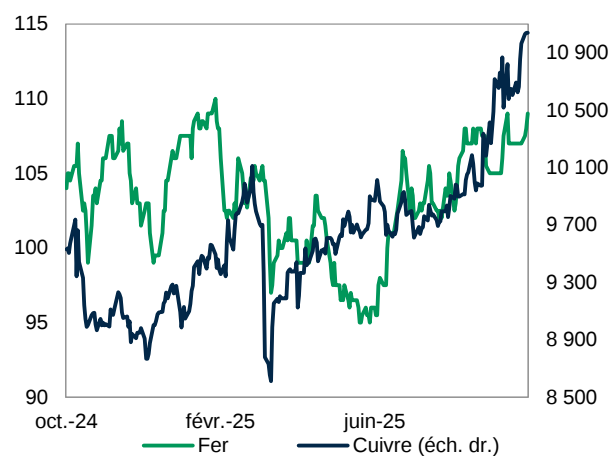
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

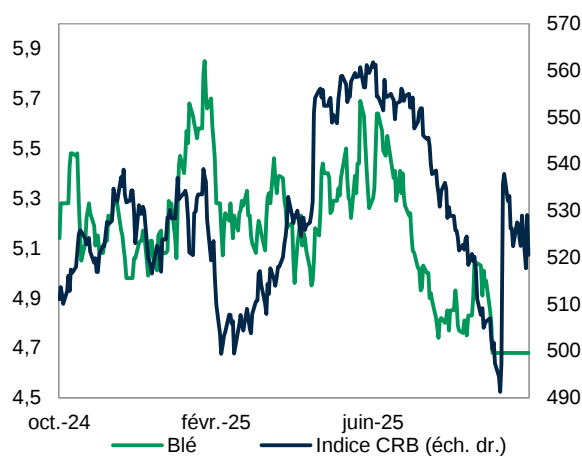
USD/tonne métrique



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
30/10/2025	<u>France – Conjoncture – Flash PIB : la croissance déjoue les pronostics et augmente de nouveau au T3 (+0,5%, après +0,3%)</u>	France
29/10/2025	<u>Fintech Outlook 9 premiers mois de l'année – L'année des jetons</u>	Fintech
28/10/2025	<u>Chine – 4^e plénum et plan quinquennal, le ballet de la planification reprend à Pékin</u>	Asie
27/10/2025	<u>France – Légère embellie du climat des affaires et de la confiance des ménages en octobre</u>	France
24/10/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
24/10/2025	<u>Mexique – Dans l'espoir d'un accord commercial, une attente moins coûteuse qu'attendu</u>	Amérique latine
23/10/2025	<u>Au Maroc, la jeunesse politisée force le pays à faire face à ses contradictions</u>	Afrique et Moyen-Orient
23/10/2025	<u>Italie – Le budget de la paix gouvernementale ?</u>	Italie
22/10/2025	<u>Royaume-Uni – Le marché du travail continue de se détendre lentement</u>	Royaume-Uni
21/10/2025	<u>France – Nouvelle baisse des émissions de GES et de l'empreinte carbone en 2024</u>	France
20/10/2025	<u>Europe – Scénario 2025-2026 : des vents contraires se calment, d'autres se lèvent</u>	Europe

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 LEOUGRE (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.