

Perspectives

Hebdomadaire – N°25/240 – 5 septembre 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

☞	Tempête sur la dette souveraine, euphorie sur les actifs risqués.....	2
☞	France : petit résumé des indicateurs économiques de l'été.....	4
☞	Allemagne : l'activité montre un équilibre précaire face à l'automne	7
☞	Espagne : l'emploi résilient à la fin de l'été.....	8
☞	Flux de capitaux vers les émergents : un « moment » paradoxalement propice	9
☞	Inde : trahi par Trump, Modi se tourne vers son rival chinois	11
☞	Sommet de Tianjin : que faut-il en retenir ?.....	14

👉 Tempête sur la dette souveraine, euphorie sur les actifs risqués

Les pressions sur les titres de dette souveraine de la quasi-totalité des pays développés se sont intensifiées au cours des dernières semaines pour atteindre des sommets en ce début du mois de septembre. Les taux de maturité très longue, 30 ans notamment, ont touché des niveaux records depuis des décennies. En Europe, l'instabilité politique en France et les difficultés budgétaires du gouvernement sont au centre des préoccupations : le taux des OAT françaises à 30 ans a dépassé mardi 4,5% pour la première fois depuis la crise en zone euro en 2011. Le *sell-off* a également été prononcé sur les titres d'emprunt allemands où la courbe de taux s'est fortement pentifiée, avec un écart de taux 10-30 ans dépassant 40 points de base (pdb) depuis le début de l'année et un taux à 30 ans au plus haut depuis 14 ans. Outre-Manche, les tensions sur les *gilts* se sont accrues sur fond d'inflation toujours élevée (anticipée à plus de 4% en septembre) et d'équation budgétaire très compliquée pour R. Reeves, chancelière de l'Échiquier, lors du prochain budget d'automne. Le rendement des *gilts* à 30 ans a dépassé 5,70% pour la première fois depuis 1998.

Le phénomène dépasse les frontières de l'Europe. Ce mercredi, les titres de dette souveraine des États-Unis à 30 ans ont vu leur taux frôler le seuil symbolique de 5% ; celui-ci a été dépassé le 18 juillet dernier. Les tensions ont, en revanche, épargné les *Treasuries* à 10 ans dont le rendement est en baisse de 16 pdb cette semaine. Au Japon, le taux des emprunts d'État à 30 ans a également atteint mercredi un nouveau record (approchant 3,30%), à la suite d'une vente massive d'obligations d'État et dans un climat d'incertitude politique.

Les craintes liées au relâchement des politiques budgétaires dans les grands pays avancés pèsent sur l'appétit des investisseurs pour les obligations d'État. C'est notamment le cas aux États-Unis où la crainte d'une dérive budgétaire rend les perspectives à très long terme plus incertaines. Cette crainte contribue également à accroître les anticipations d'inflation, à l'heure où l'impact des droits de douane sur les prix commence à être visible (inflation sous-jacente en hausse à 3,1% en juillet contre 2,9% en juin). Les investisseurs répondent en « exigeant » des rendements plus élevés et ce d'autant plus que l'échéance est lointaine.

Les droits de douane sont perçus par les investisseurs en *Treasuries* comme le seul moyen possible de redresser les finances publiques américaines à court terme. Or, les recettes tarifaires sont devenues plus incertaines après le jugement, le 29 août dernier, d'une Cour d'appel fédérale stipulant qu'une grande partie des droits de douane imposés par le président étaient illégaux. Sont concernés les droits de douane

imposés au titre de la loi sur les pouvoirs économiques d'urgence internationale (*the International Emergency Economic Powers Act*), soit les droits de douane mis en place en début d'année à l'encontre de la Chine, du Canada et du Mexique visant à lutter contre le trafic de fentanyl ainsi que les tarifs dits réciproques. La décision ne concerne pas les droits de douane sectoriels (automobile, acier, aluminium et cuivre). L'exécution du jugement est suspendue jusqu'au 14 octobre, les droits de douane litigieux restant en place pour le moment. L'affaire est à présent entre les mains de la Cour suprême, saisie par le président. Si, au début du deuxième mandat de Trump, les investisseurs redoutaient l'impact des droits de douane sur l'économie, c'est à présent leur possible annulation qui les inquiète. C'est, en effet, une source essentielle de recettes pour le gouvernement (estimées à 4 000 milliards de dollars sur la prochaine décennie selon l'organisme indépendant, *The Congressional Budget Office*), susceptible de financer ainsi en grande partie les baisses d'impôts et de taxes prévues dans le « *One Big Beautiful Bill* ».

Autre source d'inquiétude pour les marchés, les attaques incessantes du président Trump à l'encontre de membres de la Réserve fédérale et de son gouverneur : elles accroissent les craintes concernant l'indépendance de la banque centrale et font redouter une politique monétaire trop laxiste à l'égard de l'inflation.

Par ailleurs, dans un contexte où la plupart des banques centrales poursuivent la réduction de leur bilan, l'offre élevée d'emprunts d'État fait face à une demande structurellement plus faible pour les titres longs de la part des fonds de pension et des compagnies d'assurance. La réforme du système de retraite néerlandais, en permettant aux fonds de pension de prendre plus de risques, pèse déjà sur la demande des actifs obligataires allemands et français.

Sur les marchés actions, en revanche, l'appétit pour le risque ne faiblit pas, porté par une tonalité plus accommodante de la Réserve fédérale et un certain apaisement des incertitudes sur le front des droits de douane après que Trump a signé plusieurs « accords » avec des partenaires-clé, dont l'UE. Le tarif douanier effectif est désormais de l'ordre de 18%, au plus haut depuis les années 30 et contre 2,4% avant Trump 2.0 : il pourrait encore augmenter si D. Trump met en place les droits de douane sur d'autres produits dont, notamment, les produits pharmaceutiques, les avions hors défense, les meubles ou encore le bois. Or, les marchés semblent de moins en moins réagir aux menaces tarifaires de D. Trump : l'impact des tarifs douaniers sur les prix à la consommation met plus longtemps que prévu à se matérialiser tandis que les données d'activité

tendent à confirmer notre scénario de ralentissement de l'économie américaine au second semestre, sans récession. En revanche, le marché du travail a clairement perdu en dynamisme, augmentant les chances d'un assouplissement monétaire de la part de la Fed lors de son prochain FOMC (les 16 et 17 septembre) et soutenant ainsi l'appétit pour le risque.

Le rapport sur l'emploi du mois d'août, publié aujourd'hui, prolonge en effet les déceptions de celui de juillet : les créations nettes d'emplois dans les secteurs non agricoles sont ressorties significativement en-deçà des anticipations en juillet et en août et les chiffres des mois précédents ont été révisés fortement à la baisse. Le total des révisions sur les créations nettes d'emploi sur la période mai à juillet s'élève à environ 280 000, portant les ajustements depuis le début de l'année à un total d'environ 460 000. Les créations nettes d'emplois s'effondrent dans le privé : 29 000 en moyenne sur la période de juin à août, contre 177 000 au T4 2024 et 130 000 en moyenne par mois en 2024. Le taux de chômage augmente à 4,3%, contre 4,2% en juillet, au plus haut depuis octobre 2021, en raison d'une hausse du taux de participation à 62,3% contre 62,2% (-0,4 pp par rapport à il y a un an).

Côté activité, la croissance du deuxième trimestre s'est révélée supérieure aux anticipations : +0,8% en variation trimestrielle (non annualisée) après -0,1% en première estimation. La consommation des ménages accélère à 0,4% après 0,1% au premier trimestre ; en revanche, l'investissement

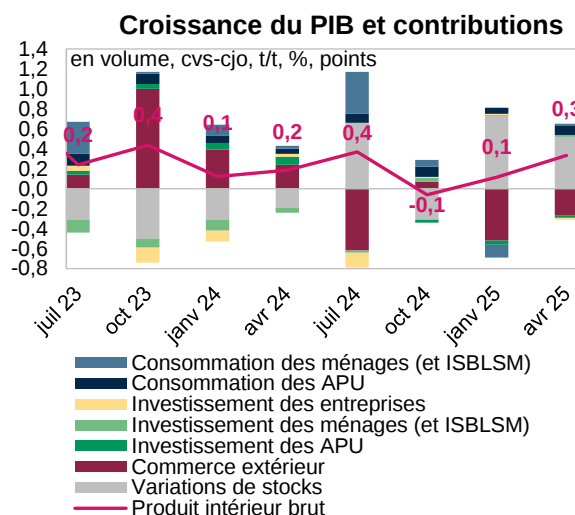
ralentit à 0,8% dans le privé après 1,8% au premier trimestre. Le fort mouvement de stockage en amont du *Liberation day* s'est plus qu'inversé, les variations de stocks contribuant pour -0,8 point de pourcentage à la croissance trimestrielle après +0,6 pp au T1. Même évolution du côté des importations, en baisse de 8,5% sur le trimestre après une hausse de 8,4% au T1, tandis que les exportations se replient de 0,3% après avoir été globalement stables au T4 et au T1. Le *Beige book* publié le 3 septembre, décrivant l'évolution économique dans les douze districts régionaux de la Fed, indique une stabilité de l'activité depuis le dernier rapport tout en relevant l'incertitude économique et les droits de douane comme des facteurs baissiers. Bien que les scénarios « d'effondrement » de la croissance n'aient pas cours, au vu du marché du travail, la question n'est plus de savoir « si » mais « de combien » la Fed va réduire ses taux en septembre. Notre scénario table sur une baisse des taux des *fed funds* de 25 pdb en septembre, suivie par 25 pdb en décembre puis un *statu quo* en 2026, avec une valeur « terminale » de la borne haute de la fourchette cible des taux des *fed funds* à 4%. Les marchés sont plus agressifs, anticipant au moins deux baisses de taux cette année (avec une probabilité non négligeable d'une baisse de taux de 50 points de base en septembre) et trois baisses de taux supplémentaires en 2026. Selon nous, la rigidité de l'inflation et les risques haussiers qu'impliquent les droits de douane suggèrent l'absence d'urgence à baisser les taux de manière agressive.

Zone euro

France : petit résumé des indicateurs économiques de l'été

Après notre pause estivale et à l'occasion de la rentrée scolaire, nous vous proposons un petit rattrapage avec le récapitulatif des principales informations économiques parues durant l'été. Fin juillet, nous avons réalisé [une publication](#) à l'occasion de la parution de la première estimation des comptes nationaux trimestriels du deuxième trimestre. Depuis, l'Insee a publié les résultats détaillés de ces comptes le 29 août : des détails sur l'emploi et les comptes des secteurs institutionnels ont à ce titre été révélés. Les résultats provisoires de l'inflation d'août ont également été communiqués à cette même date, tout comme les dépenses de consommation des ménages en biens du mois de juillet. Plus tôt au mois d'août, le taux de chômage du deuxième trimestre avait aussi été dévoilé. Les enquêtes de conjoncture parues cet été nous renseignent par ailleurs sur l'état d'esprit des entreprises et des ménages (avant l'annonce du vote de confiance).

Dans ses résultats détaillés (RD) des comptes nationaux, l'Insee a confirmé que **l'activité économique avait bien accéléré à +0,3% (t/t) au deuxième trimestre 2025**, après +0,1% au premier trimestre. Cette accélération est toutefois en demi-teinte, puisque c'est un phénomène de restockage qui l'a portée. L'acquis de croissance à l'issue du deuxième trimestre s'élève à 0,6% pour l'année 2025.



Derniers points : T2 2025

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

Par rapport à la première estimation (PE) publiée fin juillet, la contribution à la croissance de la demande intérieure finale hors stocks est révisée légèrement à la hausse (de 0,0 à +0,1 point), malgré une légère révision à la baisse de l'évolution de la consommation des ménages (qui stagne finalement, contre une légère progression de 0,1% dans la PE). En effet, l'évolution de l'investissement est révisée à la hausse (+0,2 point, à -0,1%), une révision qui provient à la fois de la formation brute de capital fixe des entreprises

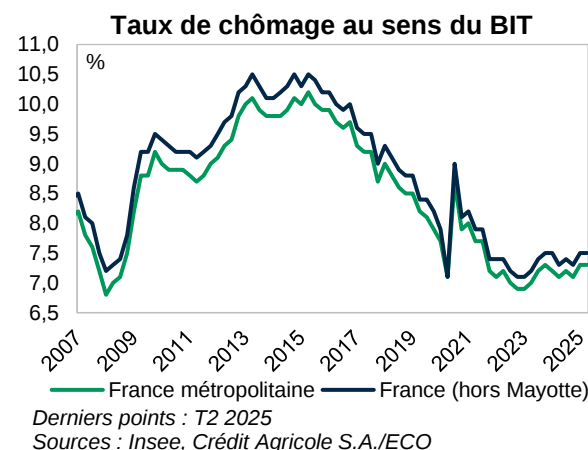
non financières et de celle des administrations publiques (APU), tandis que la progression de celle des ménages n'est en revanche pas révisée. En outre, les dépenses de consommation des APU ont finalement été un peu plus dynamiques qu'initialement estimé (+0,4%, contre +0,2% dans la PE).

La contribution du commerce extérieur à la croissance est révisée en légère baisse (-0,1 point, à -0,3 point), l'évolution des importations (+0,5 point, à 1,3%) ayant été davantage révisée à la hausse que celle des exportations (+0,3 point, à +0,5%).

La contribution des variations de stocks à la croissance n'est pas révisée, à 0,5 point. Cette contribution provient des matériels de transport (aéronautique surtout, et automobile). Elle pourrait se traduire par un contrecoup les trimestres suivants, avec un impact alors négatif sur la croissance.

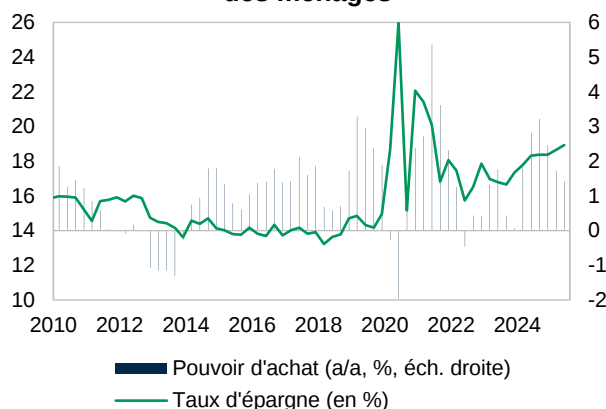
Les comptes nationaux trimestriels font état d'une **stabilisation de l'emploi total au deuxième trimestre 2025** (0%) après la baisse des deux trimestres précédents (-0,1% au quatrième trimestre 2024 et -0,3% au premier trimestre 2025). Le nombre total d'heures travaillées est en repli pour le troisième trimestre consécutif (-0,2% après -0,4%). L'évolution de l'emploi et des heures travaillées, couplée à une progression de l'activité, se traduit par un redressement de la productivité du travail.

Le taux de chômage au sens du bureau international du travail (BIT) est d'ailleurs resté stable pour la France (hors Mayotte) au deuxième trimestre, à 7,5% de la population active (et à 7,3% pour la France métropolitaine), une information révélée par l'Insee au cœur de l'été (le 8 août). Le taux de chômage est certes supérieur à son point bas du tournant des années 2022 et 2023 (7,1%), mais il reste très inférieur au niveau atteint lors de la décennie 2010 (9,6% en moyenne).



Avec la publication des RD du deuxième trimestre, des éléments sur les secteurs institutionnels ont été dévoilés. Le revenu disponible brut des ménages (RDB) a ainsi ralenti en termes nominaux au deuxième trimestre 2025 (+0,3% t/t après +0,6% au premier trimestre), mais il a accéléré en termes réels (+0,4% après +0,1%), compte tenu du léger repli du prix de la consommation des ménages (au sens du déflateur). Compte tenu d'un pouvoir d'achat en hausse et d'une consommation atone en volume, **le taux d'épargne des ménages a de nouveau augmenté, à 18,9%** (après 18,6% le trimestre précédent).

Pouvoir d'achat et taux d'épargne des ménages

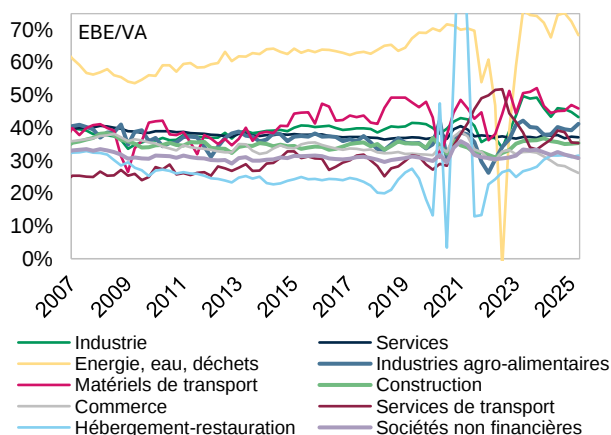


Derniers points : T2 2025

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

Le taux de marge des sociétés non financières (SNF) a de nouveau légèrement diminué au deuxième trimestre 2025, à 30,7% (après 31,4% au premier trimestre), sous l'effet de la hausse des salaires et des cotisations employeurs. Les gains de productivité modèrent toutefois son repli, et celui-ci se situe à un niveau très proche de son niveau d'avant la crise sanitaire (entre 2015 et 2019).

Taux de marge par secteur, et SNF

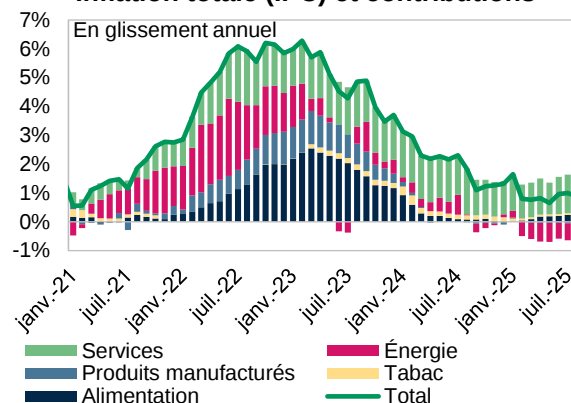


Derniers points : T2 2025

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

L'inflation a légèrement diminué en août 2025, à 0,9% en glissement annuel au sens de l'indice des prix à la consommation (IPC), après 1% en juillet, selon les résultats provisoires de l'Insee. L'inflation des services a reflué à 2,1% sur un an après une hausse à 2,5% en juillet. Les prix de l'alimentation ont accéléré depuis le début de l'année 2025, et ils se sont établis en hausse de 1,6% sur un an en août (comme en juillet). Sur un an, les prix des produits manufacturés étaient en légère baisse (-0,3%), et ceux de l'énergie en diminution de 6,2% en août.

Inflation totale (IPC) et contributions

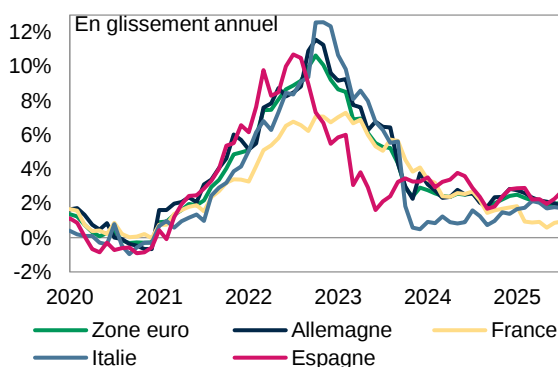


Derniers points : août 2025 (provisoire)

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

Au sens de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui permet la comparaison des taux d'inflation entre les différents pays européens, l'inflation s'est établie en légère baisse également, à 0,8% en août (après 0,9% en juillet). **L'inflation française est actuellement l'une des plus faibles de la zone euro** (après Chypre, -0,1%).

Inflation harmonisée (IPCH)



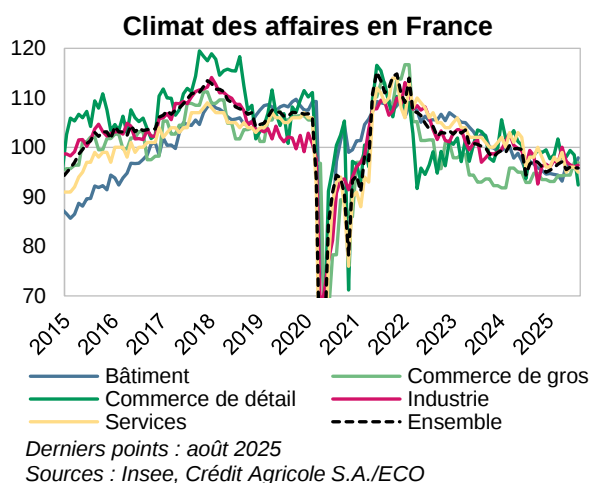
Derniers points : août 2025 (provisoire)

Sources : Eurostat, calculs Crédit agricole S.A.

Cette inflation actuellement faible ne s'est pas traduite par une hausse de la consommation des ménages en biens en juillet, au contraire : celle-ci a diminué de 0,3% sur le mois (en volume), après une hausse de 0,4% en juin. Dans le détail, cette diminution s'explique par la consommation d'énergie, en baisse de 1,7% par

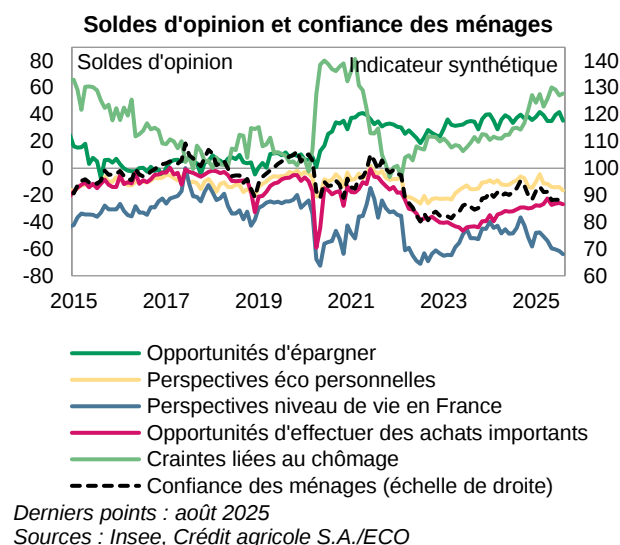
rapport à juin (cvs-cjo¹), avec un repli de celle en produits pétroliers, en particulier en gazole, ainsi qu'en électricité. La consommation alimentaire (0,0% après -1,2%) et celle en biens fabriqués (0,0% après +0,4%) sont restées stables.

Du côté des enquêtes de conjoncture, la Banque de France estime, dans son enquête mensuelle publiée début août, que l'activité a continué de progresser substantiellement en juillet dans l'industrie et le bâtiment, et de manière plus modérée dans les services marchands. Les chefs d'entreprises anticipent une progression de l'activité en août dans l'industrie et le bâtiment, et une stabilisation dans les services. Sur cette base, **l'institution considère que l'activité au troisième trimestre devrait augmenter à un rythme similaire à celui du trimestre précédent (soit +0,3%). Le climat des affaires publié par l'Insee s'est maintenu à 96 en août.** Il demeure ainsi au même niveau depuis juin, un niveau inférieur à sa moyenne de long terme (100), mais compatible avec une croissance faible voire modérée de l'activité.



En revanche, le climat de l'emploi a diminué pour le deuxième mois consécutif, avec une baisse à 95 en août (-1 point après -2 points). Ce dernier s'était toutefois relevé de 4 points en juin, et reste donc supérieur à son niveau de mai et de février (94).

Pour les ménages, l'horizon s'obscurcit, puisque l'indicateur synthétique de confiance diminue de 1 point en août après trois trimestres de stabilité, en lien avec une dégradation des perspectives de situation financière personnelle future et de la perception du niveau de vie passé et futur en France. Les craintes liées à l'évolution du chômage repartent également à la hausse. **À 87, la confiance des ménages se situe à un niveau sensiblement inférieur à sa moyenne historique (100).**



✓ **Notre opinion** – Notre dernier scénario ([fin juin](#)) tablait sur une croissance trimestrielle de 0,1% au deuxième trimestre, et de 0,6% sur l'ensemble de l'année 2025. Malgré les risques à la baisse sur la fin d'année (contrecoup sur les variations de stocks, droits de douane un peu plus élevés avec l'accord US-UE que nos hypothèses de juin et incertitude politique élevée), l'acquis de 0,6% à l'issue du deuxième trimestre devrait nous conduire à réhausser notre prévision de croissance annuelle à 0,7%.

Notre prévision de croissance de 1,2% pour l'année 2026 est entourée de risques principalement orientés à la baisse. L'accord US-UE sur les droits de douane annoncé à la fin juillet pourrait en effet se traduire par un impact négatif sur la croissance française à hauteur de 0,1 point en 2026 par rapport à notre scénario de juin (estimation préliminaire). L'incertitude politique et fiscale pourrait par ailleurs détériorer les anticipations et nuire notamment à la consommation et à l'investissement, avec un effet négatif sur la croissance qui pourrait toutefois être partiellement compensé par une impulsion budgétaire négative d'une moindre ampleur (moindre consolidation fiscale).

¹ Données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés.

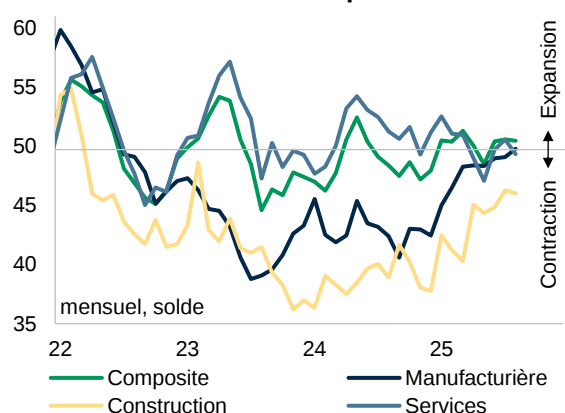
👉 **Allemagne : l'activité montre un équilibre précaire face à l'automne**

L'indice des directeurs d'achat composite de S&P Global (PMI) pour l'Allemagne s'est établi à 50,5 points en août (-0,1 point), signalant une troisième expansion consécutive, mais faible, de l'activité. L'industrie manufacturière a accéléré, tandis que l'activité dans les services est retombée en territoire négatif. La composante de l'indice sur les nouvelles commandes a légèrement diminué dans l'ensemble, en raison du secteur des services, et celle de l'emploi a reculé à son rythme le plus rapide depuis six mois. Les coûts des intrants ont progressé au rythme le plus soutenu depuis mars, tandis que l'inflation des prix de vente est restée modérée.

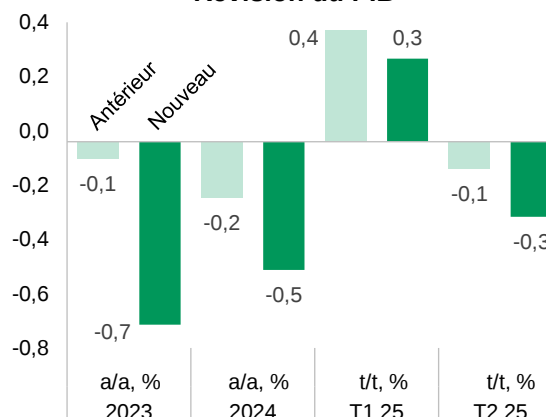
Dans l'industrie manufacturière, l'indice des directeurs d'achat est remonté à 49,8 points (+0,7 point), son niveau le plus élevé depuis juin 2022. La production a augmenté grâce à trois mois consécutifs de hausses des nouvelles commandes. Les exportations ont légèrement reculé pour la première fois en cinq mois, mais la production a progressé pour le sixième mois consécutif, en partie grâce au dégonflement graduel des carnets de commandes. L'amélioration reste toutefois incomplète en raison de la diminution des achats de matières premières et de la stagnation des délais de livraison.

L'indice dans le secteur de la construction s'est replié à 46 points (-0,3 point). L'ingénierie civile a constitué le seul secteur en croissance, soutenu par des projets d'infrastructure publique, tandis que le bâtiment commercial a nettement reculé après le rebond ponctuel de juillet. Par ailleurs, le logement reste en contraction. Les nouvelles commandes ont à nouveau fortement chuté, maintenant le moral des entreprises à un niveau bas. Les pressions sur les coûts persistent, en raison de l'augmentation des prix des intrants qui dure depuis six mois.

L'indice dans le secteur des services est retombé en territoire négatif à 49,3 points (-1,2 point). Ce recul s'explique par un retournement des nouvelles commandes intérieures et un affaiblissement de la demande extérieure, en particulier européenne. L'emploi s'est stabilisé après sept mois de créations nettes, et les carnets se sont résorbés plus rapidement, signalant des capacités excédentaires. Les coûts des intrants, notamment salariaux, et les prix de vente se sont redressés. Les anticipations ont peu varié et restent légèrement supérieures à leur moyenne de long terme.

Climat des affaires par secteur


Sources : S&P Global PMI, Crédit Agricole S.A./ECO

Révision du PIB


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

✓ Notre opinion – La résilience de l'industrie manufacturière est contrebalancée par la fragilité des services et la récession persistante de la construction. L'indice PMI pour tous les secteurs signale une demande de travail en repli (baisse des effectifs dans l'industrie manufacturière mais stagnation dans le secteur des services), une divergence de la dynamique des prix (désinflation dans les biens mais hausse modérée dans les services), et une demande extérieure hésitante.

En projection, un indice des directeurs d'achat composite proche de 50 en août suggère une croissance quasi nulle au troisième trimestre, soutenue par la production dans l'industrie manufacturière, mais lestée par les services et la construction.

Ces résultats s'inscrivent dans un contexte économique encore plus dégradé qu'initialement prévu. La croissance du PIB a été révisée à la baisse à -0,3% (-0,2 point) au deuxième trimestre 2025 par rapport à la première estimation, à 0,3% (0,1 point) au premier trimestre. Ces révisions sont en ligne avec notre prévision pour le deuxième trimestre 2025 (-0,3% sur le trimestre). De plus, la croissance du PIB a été également révisée à la baisse pour les années 2024 et 2023, respectivement à -0,5% (-0,3 point) et à -0,7% (-0,6 point), confirmant que l'activité économique n'a pas connu d'expansion pendant deux années consécutives.

 Espagne : l'emploi résilient à la fin de l'été

En août, l'emploi a reculé de 0,9% en variation mensuelle, un profil conforme à la forte saisonnalité négative liée à la fin de la période estivale. Corrigée des effets de calendrier, l'affiliation à la Sécurité sociale progresse toutefois de 0,1%, signalant que la dynamique sous-jacente du marché du travail reste solide. En glissement annuel, la croissance se maintient à 2,3%, soit un rythme stable depuis plusieurs mois et supérieur à celui observé dans la zone euro.

L'évolution du chômage confirme cette tendance : la hausse enregistrée en août est plus contenue que celle habituellement observée à la même période. En données corrigées, le nombre de chômeurs se contracte même légèrement, ce qui permet de prolonger une baisse annuelle de 5,7%. L'écart avec le pic atteint durant la pandémie continue ainsi de se creuser.

La ventilation sectorielle montre des créations d'emplois particulièrement dynamiques dans la construction (+3,5% en un an), reflet à la fois des investissements publics liés aux fonds européens et d'un regain d'activité résidentielle. L'emploi dans

l'industrie évolue à un rythme modéré mais stable (+1,7%), tandis que dans les services, il progresse de 2,4%, soutenu par le tourisme mais affecté par la fin de la saison d'été. Dans l'agriculture, en revanche, l'emploi poursuit son ajustement (-0,6%).

Au niveau régional, la croissance de l'emploi dépasse les 3% dans plusieurs communautés autonomes, notamment en Murcie, en Communauté valencienne et aux Canaries, alors que le Pays basque et l'Estrémadure affichent des performances nettement plus modestes. Cette hétérogénéité territoriale reflète des structures productives différenciées et des degrés divers d'exposition au cycle touristique.

Enfin, la part des travailleurs temporaires continue de reculer, à 13,4% du total, près d'un point en dessous de l'an dernier. Cette évolution traduit un renforcement progressif de l'emploi stable, particulièrement marqué dans les contrats à temps plein, ce qui contribue à améliorer la résilience du marché du travail face aux chocs conjoncturels.

✓ Notre opinion – *Depuis l'été, le marché du travail espagnol conserve une trajectoire robuste malgré la normalisation saisonnière. La création nette d'emplois ralentit quelque peu au troisième trimestre, mais la tendance annuelle reste clairement positive, soutenue par la vigueur de la construction et par la demande de services.*

À court terme, la baisse des contrats temporaires reflète l'impact encore perceptible de la réforme du travail de 2022, qui continue de favoriser la transformation de contrats temporaires en contrats stables. Cette évolution contribue à amortir les fluctuations saisonnières, un atout en période de ralentissement conjoncturel. Toutefois, la segmentation du marché du travail demeure marquée et rappelle que, au-delà des ajustements récents, l'Espagne reste exposée à une productivité faible et à une vulnérabilité accrue lors des chocs externes.

Pays émergents

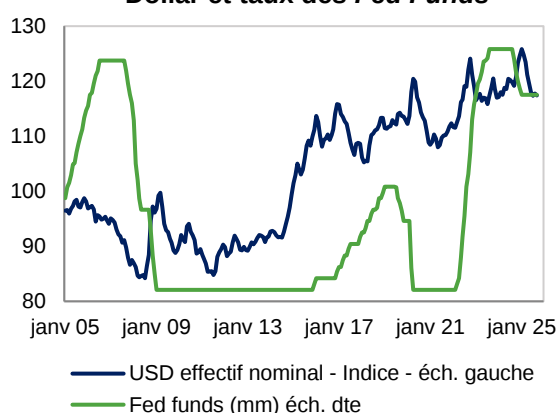
Global émergents

Flux de capitaux vers les émergents : un « moment » paradoxalement propice

Les flux de capitaux vers les pays émergents, sous la forme d'investissements nets de portefeuille (obligations et actions), poursuivent leur tendance haussière depuis plusieurs mois². Après un assèchement marqué en 2022, résultat de la hausse des taux d'intérêt dans les économies avancées et de l'augmentation des primes de risque, les conditions actuelles se révèlent plus favorables.

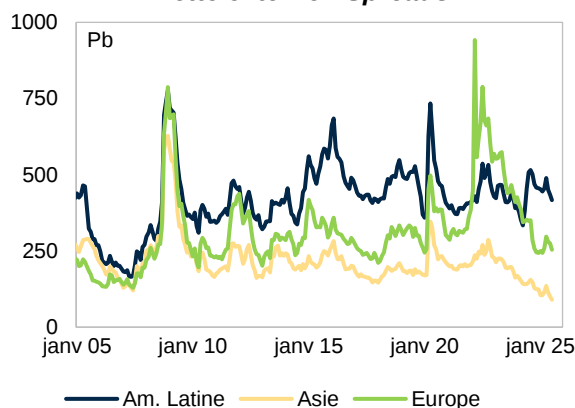
Cette amélioration s'explique, notamment, par l'affaiblissement du dollar américain, des taux de croissance émergents globalement supérieurs à ceux des économies avancées, une résistance financière inédite dans un climat international pourtant perturbé, tant économiquement que politiquement et dont témoignent également les *spreads* sur la dette externe. La « faiblesse » du dollar permet aux pays émergents de respirer en soulageant les pressions sur leurs devises et sur leur politique monétaire.

Dollar et taux des Fed Funds



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole SA/ECO

Dette externe - Spreads

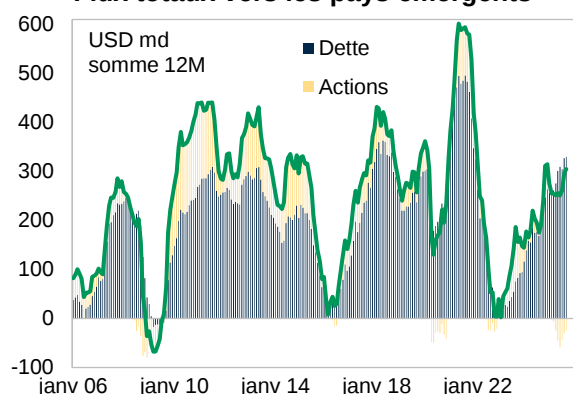


Sources : BCCh, Crédit Agricole SA/ECO

Alors que les politiques monétaires ont été globalement assouplies, les taux directeurs de nombreux pays émergents restent néanmoins élevés au regard de ceux des économies avancées : l'attrait du carry trade classique n'a donc évidemment pas disparu. Associée à des taux d'intérêt réels encore attractifs, la solidité des

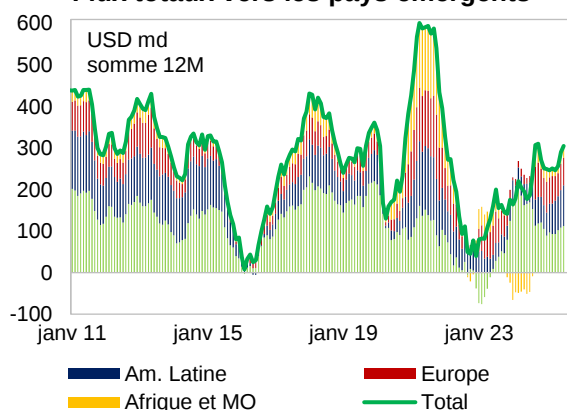
fondamentaux macroéconomiques émergents a permis à ces marchés de redevenir des destinations attractives pour les investissements internationaux. Tous n'ont cependant pas été en mesure de « surmonter l'adversité » avec le même succès.

Flux totaux vers les pays émergents



Sources : IIF, Crédit Agricole SA/ECO

Flux totaux vers les pays émergents



Sources : IIF, Crédit Agricole SA/ECO

² Source : Institute of International Finance, Capital Flows Tracker – Août 2025

Si les entrées nettes de capitaux pour l'achat de dette émergente poursuivent leur croissance soutenue, la répartition géographique de ces flux révèle une préférence marquée pour l'Asie (Chine comprise) qui capte 46% des investissements, suivie par l'Amérique latine (26%), l'Europe émergente (17%), tandis que l'Afrique renoue enfin avec des entrées positives. En revanche, le marché actions présente un bilan négatif sur les douze derniers mois, principalement en raison des contre-performances des bourses asiatiques confrontées à l'impact des nouveaux droits de douane instaurés au premier semestre 2025.

Par ailleurs, les investisseurs restent sélectifs et privilégient plus la résistance face aux chocs commerciaux, géopolitiques et fiscaux que les différences de rendements courants. Outre les pays offrant une crédibilité fiscale satisfaisante, figurent ceux dotés d'une meilleure résistance face aux chocs externes : on y trouve notamment des économies de grande taille et/ou productrices de matières premières, ayant noué une relation commerciale forte avec la Chine. Parmi les « gagnants » figurent ainsi des pays comme le Brésil, le Pérou, le Chili mais aussi la Turquie ou l'Afrique du Sud, qui connaissent une dynamique interne favorable. Quant aux « perdants », ils pâtissent de leur relation historique avec les États-Unis et risquent d'être confrontés à des chocs externes significatifs ou à des problèmes

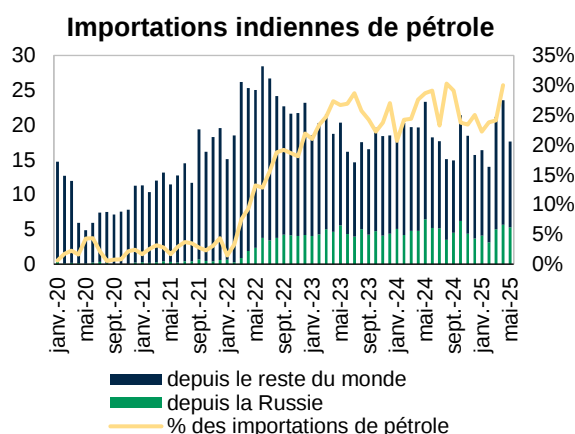
croissants de crédibilité politique. On y trouve le Mexique, la Colombie, la Corée et la Hongrie.

À court terme, les perspectives demeurent encourageantes, comme en témoignent la récente reprise des indices boursiers asiatiques et le resserrement continu des *spreads* de crédit. Ces indicateurs suggèrent que la dynamique positive des flux de capitaux devrait se maintenir. Toutefois, plusieurs facteurs de risque pourraient inverser cette tendance favorable. L'incertitude commerciale reste prégnante, alimentée, au-delà des seules menaces tarifaires américaines, par la reconfiguration des chaînes d'approvisionnement mondiales et l'accélération de la fragmentation géoéconomique. Les économies émergentes restent vulnérables face à des chocs externes : leur « nouvelle résilience » devrait être évaluée à l'aune d'un ralentissement économique aux États-Unis ou d'une réappréciation du dollar ou encore un repli marqué des prix des matières premières. Par ailleurs, leur croissance envoie des signes de ralentissement : Mexique, Turquie ou Corée du Sud souffrent de décélérations significatives, et les indicateurs d'activité en Chine et en Indonésie laissent supposer une décélération pour le deuxième semestre. Enfin, en cas de choc, nombre de pays émergents disposeront d'une marge de manœuvre fiscale limitée pour relancer, voire seulement soutenir leur croissance.

Asie

Inde : trahi par Trump, Modi se tourne vers son rival chinois

Le couperet est tombé pour l'Inde : malgré plusieurs rounds de négociations à haut niveau, les États-Unis ont annoncé des droits de douane de 50% pour le pays. 25% au titre des « droits réciproques », soit presque le même taux que celui présenté lors du « *Liberation Day* » le 2 avril, et 25% supplémentaires afin de sanctionner l'Inde pour ses achats de pétrole à la Russie, qui ont effectivement explosé depuis le début de la guerre. Alors que le pétrole russe représentait moins de 3% des achats indiens, sa part a bondi à plus de 30%. L'Inde achète à prix bas, raffine puis écoule le pétrole russe vers les pays européens, un comportement que Donald Trump a fini par dénoncer, accusant le pays de profiter de la guerre pour s'enrichir.



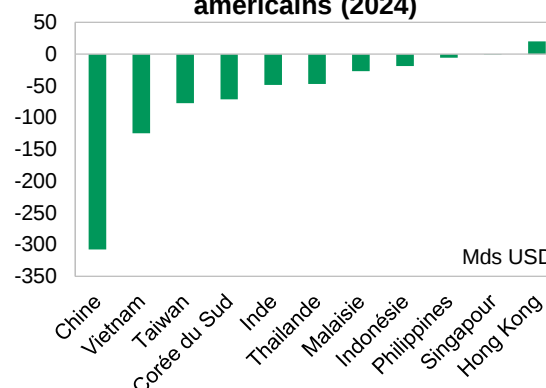
Source : Global Tracker, Crédit Agricole S.A./ECO

On sait le président américain versatile et imprévisible, ces taux sont donc loin d'être figés dans le marbre et pourront toujours faire l'objet de négociations supplémentaires. Il n'empêche qu'il s'agit là d'un revers, voire d'un camouflet pour le Premier ministre Narendra Modi, qui s'enorgueillissait de relations privilégiées, voire amicales, avec Donald Trump.

Quelle place pour l'Inde dans le commerce américain ?

L'Inde a vu ses exportations vers les États-Unis presque doubler entre 2016 et 2024, passant de 46 milliards de dollars à 87 milliards. Surtout, cette accélération s'est traduite par une hausse de l'excédent bilatéral de l'Inde sur les États-Unis, passé de 24 à 49 milliards.

Asie : déficits bilatéraux américains (2024)



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

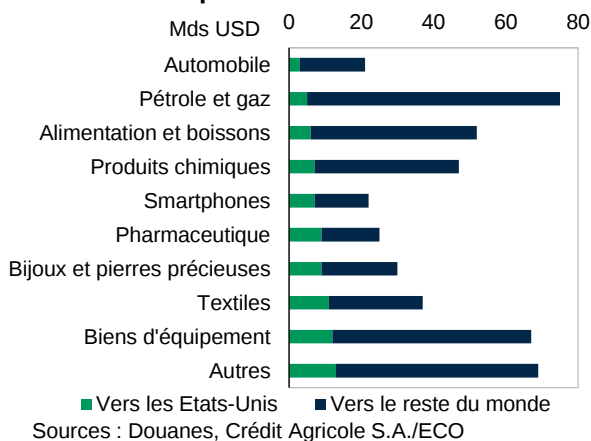
Ces dernières se concentrent dans trois secteurs : les appareils électroniques, et notamment les téléphones portables depuis le développement de lignes de production Apple dans le pays (15,6% des exportations), la pharmacie (11% des exportations) et le textile (10,1% des exportations). Ces trois secteurs présentent des profils très différents.

- ✓ La pharmaceutique est une des vraies *success-story* indiennes. Fondé sur la commercialisation de médicaments génériques et de molécules tombées dans le domaine public ou moins rentables pour les laboratoires occidentaux, le développement du secteur s'est ensuite appuyé sur la commercialisation de vaccins. Le pays fournit aujourd'hui environ 20% des médicaments génériques mondiaux, et 60% des vaccins. Très intense en capital, cette industrie n'emploie cependant qu'un nombre restreint d'Indiens (environ 2,5 millions d'emplois directs et indirects) comparativement à son poids dans le PIB et surtout dans l'excédent commercial indien (contribution de 20,5 milliards de dollars en 2024, soit le plus gros excédent sectoriel). À l'heure actuelle, les produits pharmaceutiques ne sont cependant pas soumis aux droits de douane, mais pourraient faire l'objet d'une tarification spécifique plus tard.
- ✓ Le développement du secteur électronique est la conséquence des tensions commerciales sino-américaines datant du premier mandat de Trump (2016-2020). Apple, tête de proue du mouvement, a ainsi démarré sa production d'iPhone en 2017 en partenariat avec l'entreprise taïwanaise Wistron, avant de l'intensifier avec l'arrivée de Foxconn à partir de 2020. Contrairement au secteur pharmaceutique, cette industrie est plus intensive en main-d'œuvre, notamment pour les activités

d'assemblage. Alors que les géants de l'électronique ont déjà investi massivement pour réduire leur dépendance vis-à-vis de la Chine en s'implantant en Inde ou au Vietnam, il semble peu probable que ces derniers changent de stratégie et développent de nouveaux sites de production. Ils ne sont de surcroît pour l'instant pas concernés par les droits de douane, le secteur bénéficiant d'une exemption.

- ✓ Le textile pourrait être le secteur le plus à risque si les droits de 50% étaient maintenus. L'Inde est le troisième fournisseur des États-Unis sur ce segment, derrière la Chine et le Vietnam. Sa part de marché a augmenté ces dernières années, au détriment de celle de la Chine, et les chaînes de valeur sont assez structurées, mais le textile est un secteur qui se fonde sur la compétitivité-prix. Avec des droits de douane supérieurs à ceux de tous ses concurrents asiatiques (Vietnam, Thaïlande, Malaisie mais aussi Bangladesh ou Pakistan), l'Inde pourrait donc voir sa progression effacée, ce qui aurait un impact direct sur l'emploi, le secteur employant plus de 45 millions d'Indiens. Les premières vagues de licenciements ont déjà commencé, notamment dans la ville de Noida, la « cité du vêtement », située dans la banlieue de New Delhi.

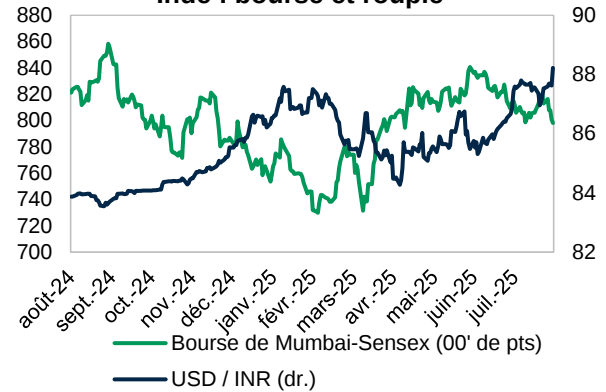
Exportations indiennes



Dernier secteur à surveiller, celui des biens d'équipement. Les États-Unis sont un client majeur pour l'Inde (18% des exportations), mais l'inverse n'est pas vrai car l'Inde est un fournisseur très secondaire des États-Unis (2% des importations). Dans ce domaine, l'Inde risque d'avoir du mal à rediriger ses exportations vers d'autres marchés, les clients suivants (Émirats arabes unis et Singapour) étant loin derrière. Facilement substituables, les produits indiens risquent donc fort d'être vite remplacés par leurs concurrents du reste de l'Asie.

Les marchés ont accueilli la confirmation des droits de douane avec un peu de volatilité. La devise s'est de nouveau dépréciée, se rapprochant des 88 roupies pour un dollar, un nouveau record. La bourse de Mumbai a cédé un peu de terrain en reculant d'environ 5%, mais reste supérieure à son niveau d'avril au moment de la première annonce des tarifs.

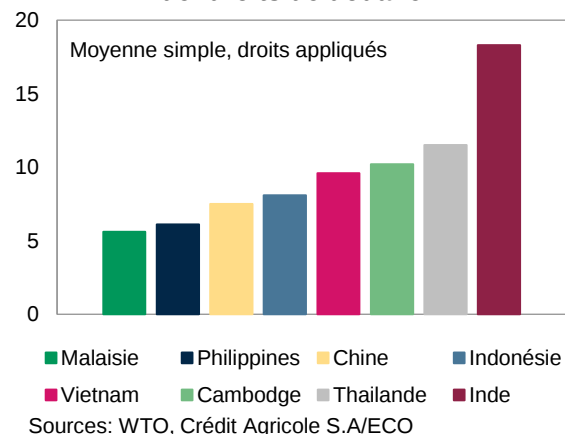
Inde : bourse et roupie



Un accord est-il toujours possible ?

L'Inde avait été un des premiers pays à chercher à négocier avec les États-Unis, et des discussions à très haut niveau avaient été lancées dès février. « Négociateur beaucoup plus coriace » qu'anticipé d'après Donald Trump, le pays est connu pour ses penchants protectionnistes, et figure effectivement parmi les pays d'Asie appliquant les droits de douane les plus élevés. Un point de blocage récurrent dans les négociations est celui du secteur agricole. Ce dernier revêt en effet une importance toute particulière sur le plan économique mais aussi politique. Dans un pays où le taux d'urbanisation demeure inférieur à 50%, l'agriculture assure encore le revenu principal de plus de la moitié de la population. C'est sur le terrain agricole que les négociations sur un accord de libre-échange entre l'Inde et l'Union européenne avaient achoppé, l'Inde refusant d'ouvrir son marché aux produits étrangers.

Inde: droits de douane



Les capacités de mobilisation des agriculteurs indiens sont très importantes, comme ils l'ont

montré à plusieurs reprises lors des mouvements de protestation contre les réformes de prix planchers des céréales. De plus, l'alimentation compte pour plus de 45% du panier des prix à la consommation, l'évolution des prix agricoles est donc surveillée de très près, des épisodes inflationnistes ayant dans le passé coûté des victoires électorales à certains hommes politiques.

Deuxième point d'achoppement pour l'instant irréciliable, celui de l'énergie. Alors que les États-Unis cherchent à augmenter leurs exportations de GNL et de pétrole, l'Inde, dont 25% des importations sont captées par l'énergie, fait face à un gros enjeu de prix dans ce secteur. Face au pétrole russe brut vendu à prix cassé et au gaz du Golfe, les surcoûts qu'engendreraient une hausse des achats auprès des États-Unis creuseraient un peu plus le déficit énergétique indien, largement responsable des déséquilibres structurels de la balance commerciale indienne.

Sans compromis sur les points agricoles et énergétiques, au coût politique et inflationniste potentiellement élevés, difficile d'envisager un accord à court terme entre les deux pays.

Après la trahison américaine, l'Inde regarde du côté de la Chine

La mise en place de ces droits de douane punitifs a eu une première conséquence géopolitique : celle de rapprocher l'Inde et la Chine. Alors que Narendra Modi ne s'était pas rendu en Chine depuis sept ans, et que Xi Jinping avait boudé le Sommet du G20 indien en 2023, le Premier ministre indien était bien présent au sommet de Tianjin, qui réunissait les dirigeants d'une vingtaine de pays membres de l'Organisation de coopération de Shanghai, parmi lesquels Vladimir Poutine. Une démarche qui confirme le réchauffement entre les deux puissances, alors même que leurs relations s'étaient considérablement dégradées depuis 2020 et les affrontements militaires sur les hauteurs du Ladakh, zone de conflit frontalier entre les deux pays.

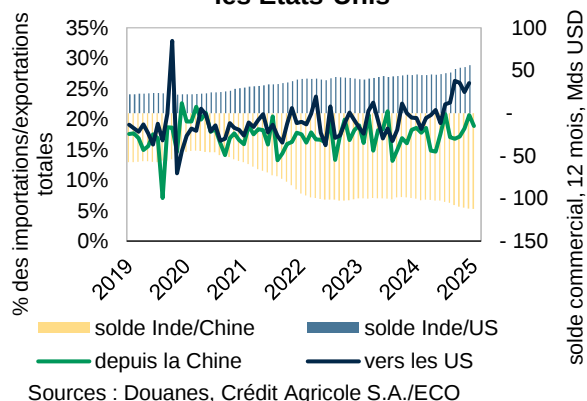
En plus du Sommet, les deux dirigeants se sont également rencontrés en tête-à-tête pendant plus d'une heure, entretien à l'issue duquel Modi a évoqué « un climat de paix et de stabilité » retrouvé dans les zones frontalières, et appelé à un approfondissement de la coopération entre l'Inde et la Chine. Xi Jinping a renchéri en indiquant la nécessité pour les deux pays d'être « des partenaires qui permettent le succès de l'un et de l'autre ». La Chine, qui se place comme protectrice d'un commerce international sans entrave, avait déjà décelé le potentiel diplomatique de la décision américaine et indiqué que la Chine se tiendrait aux côtés de l'Inde et de tous les pays concernés par les droits de douane « réciproques » pour défendre le multilatéralisme commercial.

Cela ne signifie pas que tout est réglé entre les deux premières puissances démographiques, bien au contraire. La Chine a beau se placer en protectrice du commerce mondial, sa relation avec la plupart des pays, dont l'Inde, demeure très déséquilibrée. Le déficit commercial indien (sur les biens) vis-à-vis de la Chine dépassait en août les 110 milliards de dollars (en cumul sur un an). Lors de leur rencontre, Xi Jinping s'est engagé à rééquilibrer la relation commerciale entre les deux pays, sans que cela ne se traduise par des annonces très concrètes.

Et si les combats ont cessé sur les hauts plateaux du Ladakh, les différents frontaliers ne sont pas réglés pour autant, et les experts de la zone estiment que la Chine a pris possession de plus de 2 000 km² depuis 2020.

En mettant en scène son rapprochement avec Xi Jinping, et même avec Vladimir Poutine, Narendra Modi fait passer un message clair à son ami d'hier : celui que l'Inde ira chercher des alliés là où les portes s'ouvriront. Un comportement finalement en accord avec la stratégie de multi-alignement qu'elle défend et poursuit.

L'Inde entre la Chine et les États-Unis



Géo-économie

Sommet de Tianjin : que faut-il en retenir ?

Le sommet annuel de l'Organisation de coopération de Shanghai (OCS), qui s'est tenu en début de cette semaine à Tianjin, dans le nord de la Chine, a été conçu comme une démonstration de force, par un couple sino-russe pourtant affaibli économiquement : défilés militaires, annonce d'un gazoduc sibérien, création d'instruments financiers et technologiques. Cependant, derrière la communication, se joue une recomposition profonde, fondée sur trois axes : un nouveau « consensus du Sud », le rôle pivot de l'Inde, et la montée en puissance des corridors eurasiens. Le sommet de Tianjin n'a pas consacré à une alliance anti-occidentale. Mais il a connecté avec l'axe politique des BRICS, en ouvrant largement la scène d'un ordre mondial fragmenté, où les notions de sécurité économique, de souveraineté, et de géopolitique réaliste priment sur l'universalisme libéral.

Une mise en scène soigneusement orchestrée

À Tianjin, l'OCS s'est transformée en vitrine de communication politique réussie et ce n'est pas rien. Les opinions publiques vont jouer un rôle majeur dans l'orientation du scénario géopolitique. Pékin et Moscou ont compris cet enjeu et ont multiplié les symboles, sur fond d'adoption du russe et du mandarin comme langues de travail. Cela visait quatre publics : les opinions internationales ; les sociétés d'Asie centrale ; les populations russes et chinoises (dont on oublie que l'opinion publique y existe aussi) ; et bien sûr, un Occident en plein doute, invité à constater que l'ère de l'hégémonie américaine s'achève.

Gaz et pipeline sont des leviers politiques

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

³ Concept de relations internationales qui désigne la capacité d'un acteur à combiner efficacement différentes formes de puissance, la contrainte et la séduction, la force et l'attraction. Terme popularisé par Joseph Nye et Richard Armitage.

Pas de bloc anti-occidental...

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

... mais surtout, une OPA de smart power

Depuis longtemps, Pékin veut « faire la norme » en orientant les standards technologiques, financiers, numériques et institutionnels du futur. Non par rupture, mais par déplacement progressif du centre de gravité institutionnel mondial. Il s'agit d'une OPA de « smart power »³. Il s'agit aussi, pour la Chine, de transformer son rôle de pourvoyeur de projet en rôle d'arbitre global. Plusieurs annonces de l'OCS ont renforcé ces ambitions : création d'une nouvelle Banque de développement, d'une plateforme énergie et climat et d'un Centre de coopération sur l'intelligence artificielle. Et Pékin ouvre à l'Asie centrale son satellite BeiDou⁴, alternative au GPS.

... accélérée par le vide stratégique que creuse Trump

Tout cela prend d'autant plus de relief face aux coupes drastiques de l'Agence américaine pour le développement international (USAID) (83% des projets annulés). Selon une étude dans *The Lancet*, elles pourraient entraîner 14 millions de morts évitables d'ici 2030. On mesure mieux, avec ces chiffres, l'autoroute d'influence qui s'est ouverte pour l'attelage sino-russe. La Chine est d'ailleurs intervenue rapidement en Asie, avec de nouveaux financements au Cambodge et au Népal, ciblant la santé infantile, la nutrition et l'assainissement. Pékin veut se positionner en financeur stable, offrant des ressources opérationnelles, là où ONG et État américain se retranchent. Reste à savoir si cela effacera, en

⁴ Système de géolocalisation développé par la Chine et concurrent du GPS américain

termes d'image, les effets de réputation délétère du « piège de la dette » chinois. Quoi qu'il en soit, l'effet Trump va aller bien au-delà du choc des tarifs et plusieurs généraux américains ont alerté sur ce risque de « vide stratégique ». Face à cela, la Chine déploie son influence sur quatre axes : le *soft power* (renforcement des aides ciblées sur la santé et l'éducation), les instituts et les normes (création de banques/ plateformes alternatives), la présence régionale (Asie du Sud, Afrique, Asie centrale et Amérique latine), et le verrouillage technologique (infrastructures souveraines du type BeiDou).

Quand Gaza change la donne dans la bataille des narratifs

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

Les plateformes vont-elles remplacer les alliances ?

L'OSC, tout comme les BRICS, est un espace de visibilité et de coordination, non une alliance militaire. Certes, les tensions persistent : New Delhi a bloqué l'adhésion de l'Azerbaïdjan, trop liée à Islamabad. C'est précisément cette plasticité qui fait de l'OCS une plateforme attractive : chacun a l'impression de poursuivre ses intérêts. Évidemment, cela limite le caractère opérationnel de ces sommets, mais il faut reconnaître une efficacité diplomatique qui émerge, tandis que la diplomatie occidentale semble, au contraire, noyée dans l'impasse ukrainienne, et asphyxiée par l'effet Trump.

La triangulaire Russie – Chine – Inde

Le triangle RIC (Russie, Inde, Chine) retrouve une centralité : Moscou, fragilisée par la guerre, dépend plus que jamais de Pékin économiquement, mais cherche à s'équilibrer politiquement en cultivant sa relation historique avec New Delhi. La relation indo-russe va donc bien au-delà de l'opportunisme économique. Elle est un axe de rééquilibrage stratégique face à la Chine.

... et l'Inde en puissance pivot

La poignée de main sino-indienne a pris du relief dans le contexte des droits de douane américains mais Trump ne joue que le rôle d'accélérateur. Ce rapprochement se préparait, les BRICS de Kazan ayant déjà permis aux présidents de se rencontrer (plateforme diplomatique efficace, donc...). Un

accord de patrouille sur la ligne de contact frontalière disputée du nord avait été conclu, facilitant la reprise ultérieure des vols directs entre les deux pays. En fait, les signaux de rapprochement sont nombreux, qui incluraient une position assouplie de la Chine à propos du siège indien au conseil de sécurité de l'ONU. À confirmer... Mais les dossiers conflictuels demeurent – présence du Dalaï-lama en Inde ; rapprochement de l'Inde avec Taïwan ; inquiétudes hydriques face au barrage chinois du Yarlung Tsangpo au Tibet ; rivalité dans l'Océan Indien ; et bien sûr, alliance chinoise avec le Pakistan. La relation sino-indienne reste faite de rapprochements ciblés et de différents structurels. Mais l'Inde cherche à matérialiser en gains économiques son statut de pays pivot géopolitique, car la relation sino-indienne est devenue un point central d'orientation du scénario géopolitique mondial.

Le Pakistan comme révélateur

Les affrontements indo-pakistanaïls illustrent la nouvelle donne : Islamabad aligne avions J10, drones et système de défense HQ-9, conçus par la Chine. En miroir, l'Inde pousse son arsenal co-développé avec la Russie, comme le missile Brahmos. Ce jeu croisé montre la réalité : la Chine est présente dans les rapports de force du sous-continent, et c'est aussi la matérialité des flux d'armes et des interdépendances qui redessine les équilibres. L'accord de défense que Pékin a conclu avec les Maldives, arrière-cour de l'Inde, s'inscrit dans cette ligne.

Le socle indo-américain et le rôle de Tokyo

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

Asie centrale, le discret et essentiel pivot stratégique

Pour l'Asie centrale, l'OCS répond à des besoins concrets : sécurité alimentaire, climat (la région est exposée au réchauffement et au stress hydrique),

infrastructures de transport (entendues comme des promesses de désenclavement). Le Kazakhstan, premier producteur mondial d'uranium, et l'Ouzbékistan, ont la taille pour faire jouer la rivalité entre Pékin et Moscou, et Astana a inventé depuis longtemps la diplomatie « multivectorielle » – d'autant que sa population reste méfiante vis-à-vis de la Chine (problème des rachats de terre et traitement des Ouïghours kazakhs). Mais l'influence économique chinoise devient dominante en Asie centrale face au déclin russe, c'est une évidence. Surtout pour les petits pays, Kirghizstan et Tadjikistan, qui dépendent des financements et projets d'infrastructures de Pékin. Enfin, les projets ferroviaires du type Chine-Kirghizstan-Ouzbékistan sont des supports de flux intra-zones appelés à se développer. Car tous les pays d'Asie centrale ont bien compris l'importance de l'échelon régional sur la scène mondiale, pour cet *hinterland* partagé de la Russie et de la Chine. Situation qui explique d'ailleurs aussi le rôle central qu'a joué l'Asie centrale dans le contournement des sanctions, au côté de la Turquie et des pays du Caucase.

Le moyen terme : routes, détroits, et économie de la sécurité

Pékin cherche à réduire sa vulnérabilité au « dilemme de Malacca », par où transitent 80% de ses importations de brut, et l'Asie centrale en est la clé. D'où l'importance des corridors terrestres – c'est au Kazakhstan que Xi a fait son premier discours sur la route de la soie. Le « middle corridor » transcasprien est une priorité de l'OCS, avec des projets d'interconnexions douanières et de e-certificats. En fait, l'OCS glisse de la sécurité militaire et de la lutte contre le terrorisme vers la sécurité économique – et c'est ce que demandent ses membres. Une « économie de la sécurité » où infrastructures, normes et souveraineté technologique deviendraient des biens stratégiques partagés. Mais cette aspiration risque aussi d'être la base de nouvelles dépendances...

Vers un monde fragmenté

La leçon est claire : Tianjin n'a pas consacré une alliance anti-occidentale mais la fragmentation assumée du système international. Chine et Russie sont alignées sans être alliées ; l'Inde s'impose comme pivot ; l'Asie centrale cherche des routes alternatives. Un « consensus du sud » se dessine, où souveraineté et sécurité remplacent l'universalisme libéral comme langage commun. Quant à la diplomatie des Droits de l'homme, elle est chaque jour moins audible, face à un réalisme géopolitique assumé, qui ouvre la porte à des alliances opportunistes, variables ... et réversibles.

Alors, pour les investisseurs ?

Finance, tech et normes. Quels que soient les événements à venir, la fragmentation géopolitique est le scénario de base, mais il faut comprendre cette fragmentation dans toutes ses dimensions. En particulier, les investisseurs doivent envisager sérieusement la question du « double standard technologique ». Gps/BeiDou, normes OMC/ OCS, etc. Il faut surveiller l'évolution de ces nouveaux espaces normatifs, et il faut anticiper l'impact de la diffusion des équipements chinois sur les régimes de sanctions et la conformité.

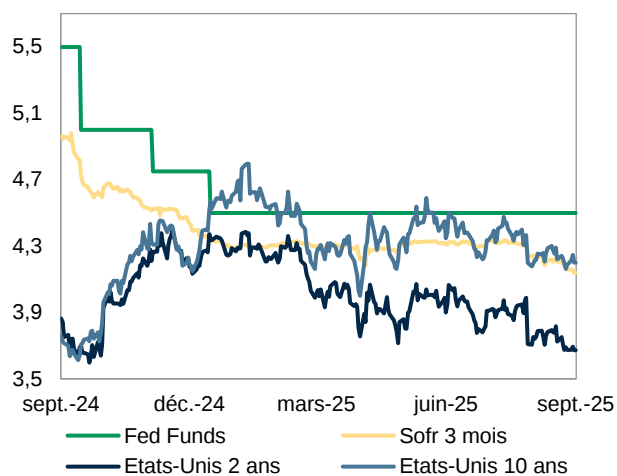
Logistique. La consolidation des nouveaux corridors terrestres est un enjeu de long terme. Il faut prendre au sérieux la volonté chinoise de sécurisation des capacités ferroviaires sur le corridor transcasprien, la montée en puissance des hubs douaniers digitalisés, et leur effet d'accélération sur les flux régionaux et sur les zones de transit.

Inde en pivot. La position indienne « multi-alignée » oblige à une prudence stratégique, car une montée en tension entre la Chine et les États-Unis provoquerait des réalignements. Mais les transferts industriels du « Chine plus un » sont une tendance de fond, tout en conservant l'accès aux fournisseurs chinois et taiwanais. Les partenariats indo-américains dans la haute technologie le sont aussi. Reste à savoir jusqu'où ira la maladresse américaine, mais le message indien de souveraineté a certainement été entendu dans la communauté stratégique américaine...

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

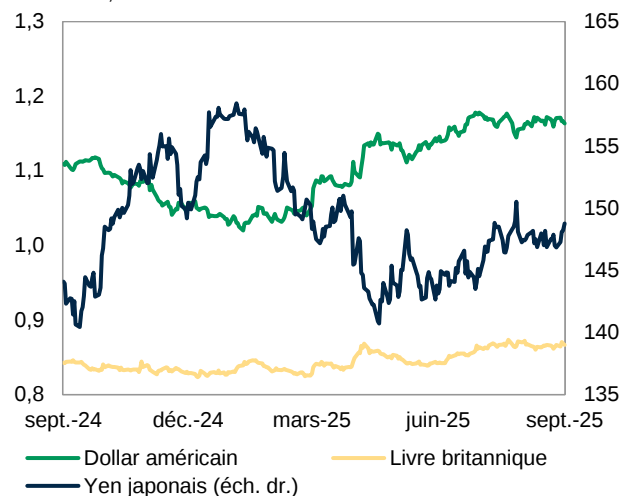
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

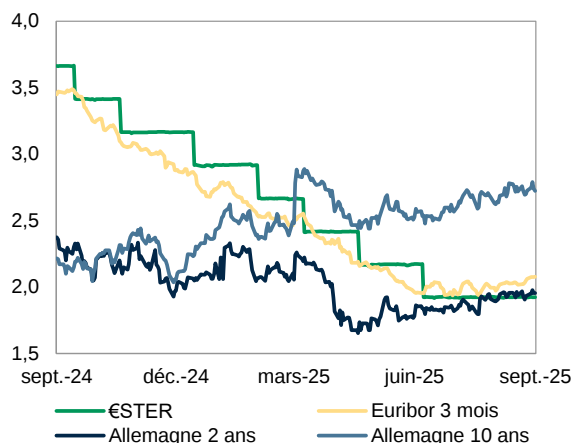
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

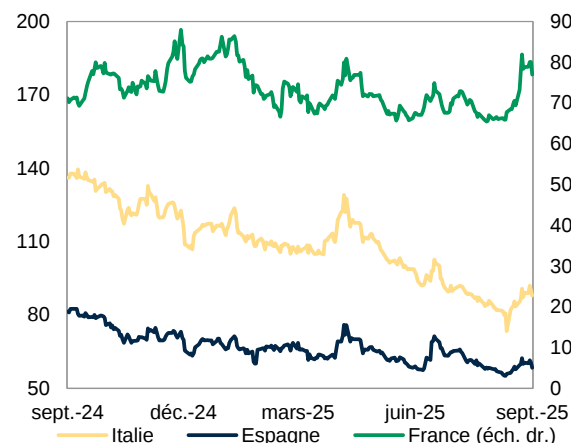
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

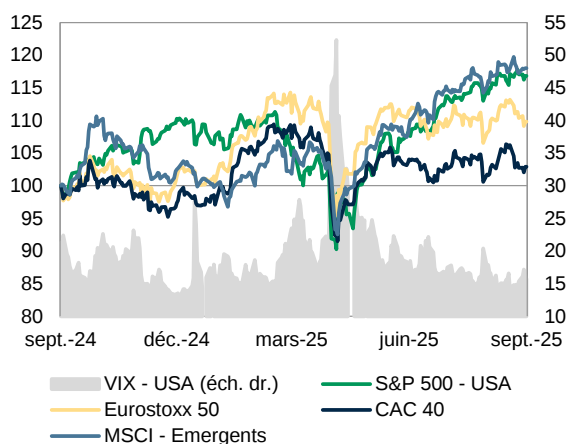
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

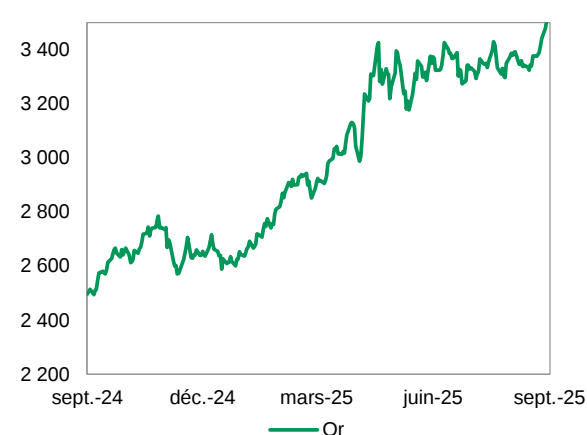
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

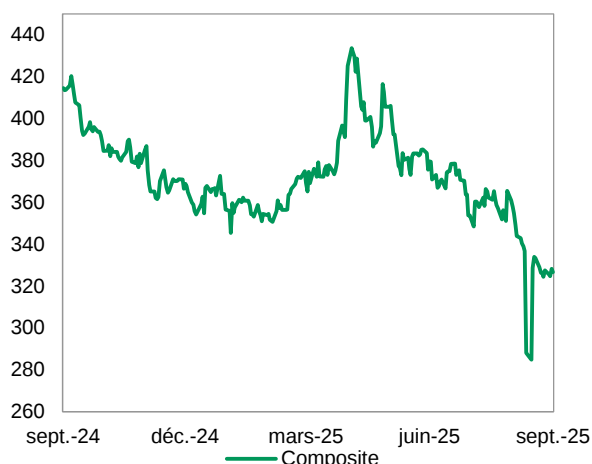
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

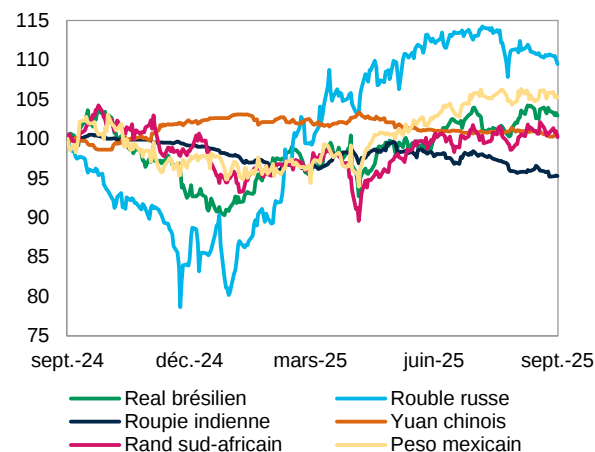
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

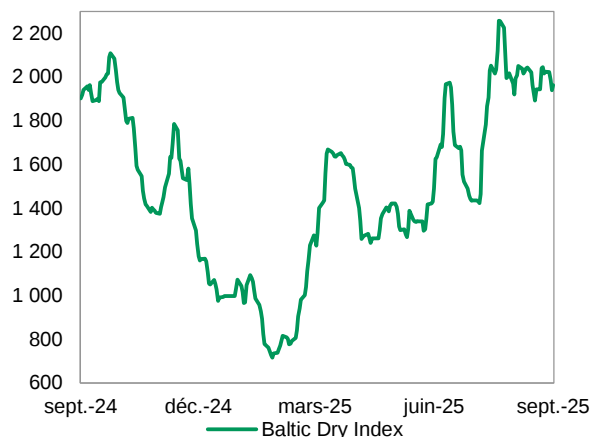
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

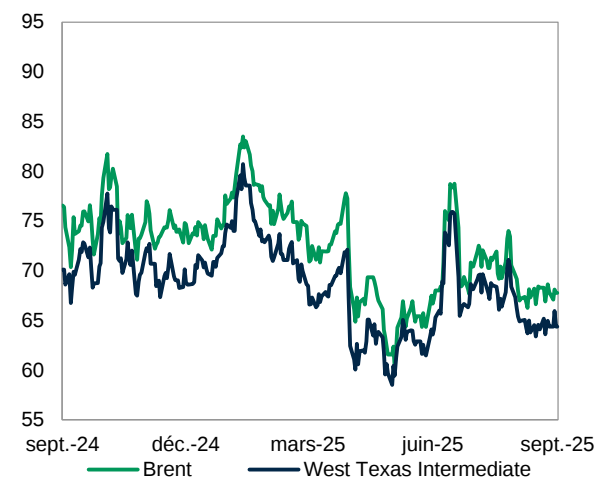
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

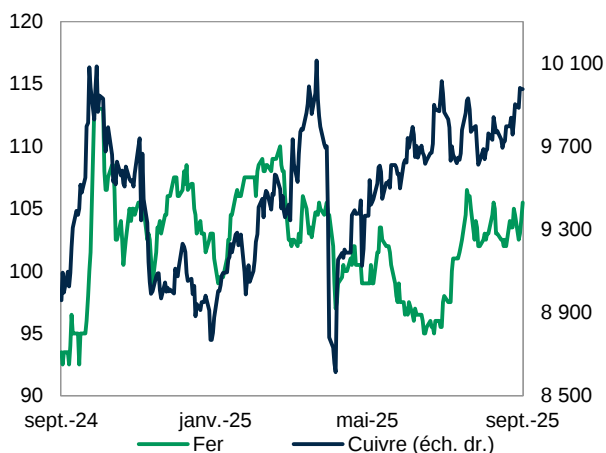
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

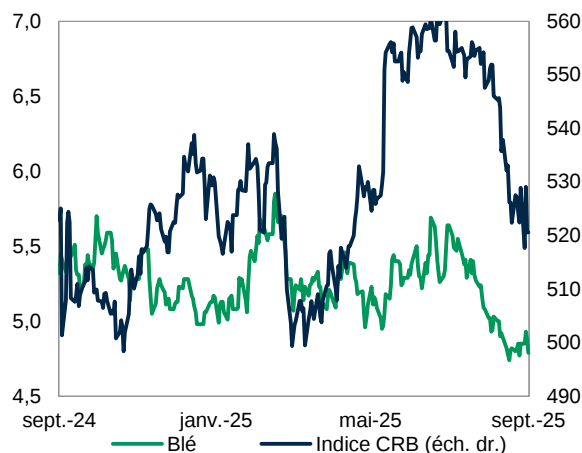
USD/tonne métrique



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 – Juin 2025

[Un contexte anxiogène, quelques résistances inédites](#)

Date	Titre	Thème
07/08/2025	<u>Digital Chamber, l'autre pouvoir</u>	Fintech
30/07/2025	<u>France – Conjoncture – Flash PIB : l'activité accélère au T2 2025 (+0,3%, après +0,1%)</u>	France
28/07/2025	<u>Fintech Outlook S1 2025 – Surchauffe</u>	Banque, fintech
22/07/2025	<u>Mines & métaux – Anatomie d'un monopole : le cas des terres rares</u>	Mines & métaux
16/07/2025	<u>Chine – Face au cycle économique : quand la planification rencontre le doute</u>	Asie
11/07/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
10/07/2025	<u>France – Immobilier résidentiel : accélération de la hausse des prix des logements au T1 2025</u>	France, immobilier
09/07/2025	<u>États-Unis – Marché du travail, une lente détérioration sous un dynamisme de surface</u>	États-Unis
07/07/2025	<u>Italie : des ménages toujours prudents</u>	Italie
07/07/2025	<u>Bitcoin, Acorns à la croisée des chemins</u>	Banque, fintech
04/07/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
04/07/2025	<u>Hongrie – Le blocage de l'économie se prolonge</u>	PECO
01/07/2025	<u>Portugal – Correction au T1 2025, mais fondamentaux encore solides</u>	Zone euro

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

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 (stagiaire)

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

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Sophie GAUBERT – 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.