

Perspectives

Hebdomadaire – N°24/233 – 13 septembre 2024

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Des marchés bien optimistes	2
☞ Allemagne : après un premier semestre tempéré, un mois de juillet froid modère les perspectives de l'industrie	3
☞ France : l'Insee prévoit une croissance de 1,1% cette année	4
☞ Espagne : modération du déficit public au S1 2024	5
☞ Maroc : la croissance, au cœur des enjeux de réformes	6
☞ Turquie : la lutte contre l'inflation a-t-elle pris le pas sur la croissance ?	8

👉 Des marchés bien optimistes

Bien qu'il ait déjà été rapidement évoqué, l'emploi aux États-Unis (données du mois d'août, *Bureau of Labor Statistics*) appelle un survol à l'aide de quelques chiffres clés. L'augmentation de l'emploi non agricole (142 000 personnes) s'est de nouveau révélée inférieure aux attentes (165 000) mais supérieure à celle du mois précédent (114 000 révisés à 89 000) ; inférieure à la moyenne mensuelle des douze derniers mois (202 000), elle est jugée « conforme » à l'évolution observée au cours des derniers mois ; après quatre hausses mensuelles consécutives, le taux de chômage se replie très légèrement (de 4,3% à 4,2%) mais affiche une hausse sur un an (3,8% en août 2023) alors que le taux de participation se maintient à 62,7% ; en net repli depuis son pic de mars 2022 (5,9%), la croissance du salaire horaire moyen (0,4% sur un mois, 3,8% sur un an) excède à la fois celle du mois de juillet (3,6%) et les anticipations.

En signalant une amélioration timide par rapport à juillet, mois de faiblesse durement (exagérément) ressentie par les marchés, le rapport sur l'emploi d'août reste mitigé : bien plus qu'un effondrement du marché du travail, il confirme le refroidissement, largement naturel après avoir été extrêmement tendu.

Toujours aux États-Unis, grâce aux prix de l'énergie bénéficiant d'effets de base favorables, l'inflation totale sur un an a décéléré à 2,5% (après 2,9% en août et 3,2% en moyenne depuis le début de l'année) alors que l'inflation sous-jacente s'est de nouveau élevée à 3,2%. Si les prix des biens *core* baissent, les derniers chiffres d'inflation pâtissent encore de la vigueur des prix des services et confirment la poursuite de la désinflation mais à un rythme ralenti et chaotique.

Bien que l'attention de la *Fed* semble s'être déplacée au profit du versant emploi de son mandat, la détérioration du marché du travail n'est pas massive au point de justifier un assouplissement monétaire à la hauteur des espérances du marché qui anticipe, actuellement, une baisse cumulée de 100 points de base (pb) en 2024 du taux des *Fed funds*. Un tel mouvement serait, en outre, particulièrement accommodant au regard d'une désinflation lente. Notre scénario retient encore une approche graduelle et prudente avec une première baisse la semaine prochaine de 25 pb ; les 50 pb ne peuvent évidemment pas être exclus mais tendraient alors à signaler une détérioration supérieure à celle que les seuls chiffres suggèrent et risqueraient d'alarmer sur les inquiétudes de la *Fed* elle-même. Dans notre scénario, avec cette première baisse portant la fourchette cible à 5,00-5,25%, la *Fed* initierait un

cycle de baisses au rythme de 25 pb conduisant la borne haute de la fourchette à 5% fin 2024. Un degré d'accommodation supplémentaire doit cependant être sérieusement envisagé : il pourrait prendre la forme d'une baisse supplémentaire de 25 pb en 2024, totalisant ainsi 75 pb et non 50 pb de baisses.

Du côté monétaire européen, la BCE a, sans surprise, procédé à une baisse de 25 pb de son taux de dépôt à 3,50% ; conformément au cadre monétaire révisé prévoyant la réduction du corridor entre le taux de refinancement et le taux de dépôt de 50 pb à 15 pb, une réduction de 60 pb a été appliquée au taux de refinancement (de 4,25% à 3,65%) ainsi qu'à celui de la facilité de prêt marginal (de 4,5% à 3,90%). Rendu possible par le « processus de désinflation progressive en cours », ce mouvement vise à « modérer le degré de restriction de la politique monétaire » ; la décision n'a pas été accompagnée d'indications sur les futures orientations de la politique monétaire et la question du taux neutre a été écartée. La mise à jour des prévisions a surpris en retenant notamment une prévision d'inflation sous-jacente un peu plus soutenue (à 2,9% en 2024 et 2,3% en 2025). Quant à l'inflation totale, la prévision est inchangée (à 2,5% en 2024 puis 2,2% en 2025). En raison de la faiblesse de la demande interne, la croissance est en revanche revue très légèrement à la baisse (de 0,1 point de pourcentage à 0,8% en 2024 et 1,3% en 2025). Il faut donc attendre 2026 pour que l'inflation (à 1,9% avec une inflation sous-jacente à 2%) soit sous sa cible de 2% et que la croissance (1,5%) poursuive son raffermissement. Notre scénario monétaire est inchangé et continue de tableur sur des baisses régulières de 25 pb par trimestre jusqu'à atteindre 2,50% au troisième trimestre 2025.

Poursuite des baisses de taux par la BCE et anticipations de première baisse par la *Fed* la semaine prochaine ont continué de nourrir le recul des taux obligataires, recul particulièrement marqué aux États-Unis sur la partie courte. Les marchés actions ont vite oublié leurs déboires estivaux et affichent de belles progressions au cours de la semaine, hausse également particulièrement marquée aux États-Unis. Il reste à espérer que les anticipations très (certainement trop) optimistes des marchés sur l'assouplissement de la *Fed* ne soient pas déçues.

En cas de déception, ces espérances risquent d'être suivies d'une brutale remontée des taux longs à l'aune de ce qui a été observé.

Zone euro

Allemagne : après un premier semestre tempéré, un mois de juillet froid modère les perspectives de l'industrie

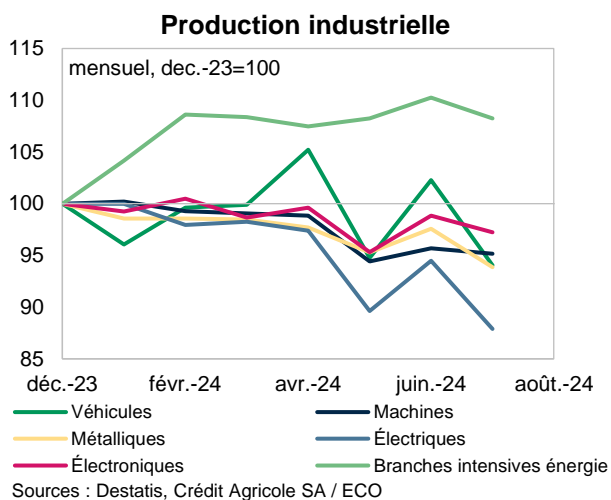
La production industrielle a reculé de 3% en juillet (après une hausse de +2% en juin). La production dans l'industrie manufacturière s'est repliée de 3,2% (après une hausse de +1,9% en juin), et dans les branches intensives en énergie elle a reculé de 1,8% en juillet (après une hausse de +1,9% en juin).

Après une expansion de l'activité industrielle au premier semestre, la contraction en juillet modère les perspectives pour le troisième trimestre. Ainsi, si la production industrielle avait progressé de +0,5% au premier semestre, en juillet elle accumule une contraction de 2,5% depuis le début de l'année.

Aussi, la production dans l'industrie manufacturière a progressé de +1,4% au premier semestre, mais avec la sous-performance de juillet elle accumule une contraction de 1,8% depuis le début 2024.

En revanche, la production dans les branches intensives en énergie a progressé de +10,3% au premier semestre, et accumule une expansion de +8,2% depuis janvier.

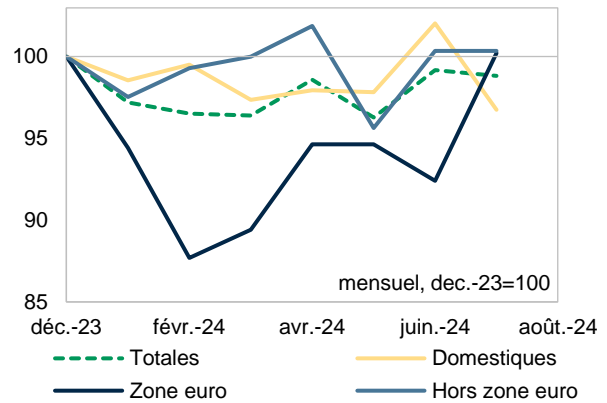
En analysant en détail l'évolution de l'activité dans les industries manufacturières, en tenant compte de la volatilité, qui peut être provoquée par les caractéristiques du secteur, les grosses commandes ponctuelles, les carnets de commandes ou les stocks, on peut identifier les industries qui se démarquent le plus. Du côté positif, tel est le cas des produits chimiques (en hausse de +15,5% depuis janvier), et des produits du raffinage (en hausse de +7,4% depuis janvier). En revanche, du côté négatif, des produits métalliques (en baisse de -6,1% depuis janvier), et des produits électriques (en baisse de -12,1% depuis janvier).



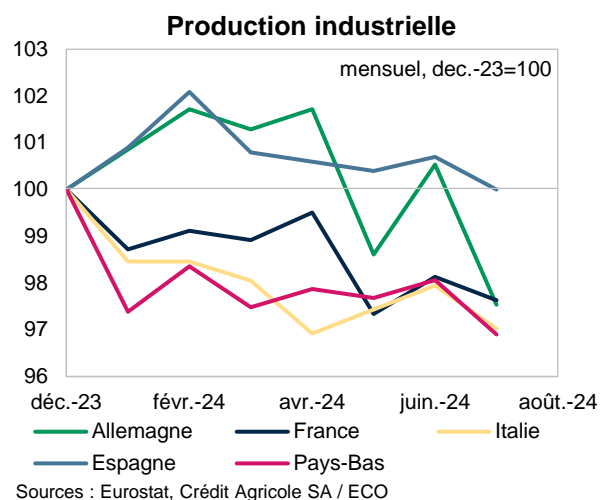
Concernant les commandes dans l'industrie manufacturière, les données publiées par l'Institut

de statistiques allemand montrent un recul de 0,4% en juillet. Les commandes en provenance de la zone euro se démarquent en enregistrant une hausse de +8,5%, contre les commandes domestiques qui enregistrent une baisse de 5,2%.

Origine des nouvelles commandes dans l'industrie manufacturière



En perspective, après un début d'année qui a soutenu la production dans la zone euro, la performance industrielle allemande semble s'être grippée. L'Allemagne enregistre ainsi la même tendance baissière observée dans les principales économies de la zone euro jusqu'en juillet. Ainsi, la production industrielle a baissé de 0,3% dans la zone euro sur le mois. La performance la plus négative en juillet est réalisée par les Pays-Bas (en baisse de -1,2%), puis l'Italie, l'Espagne et la France (respectivement en baisse de -0,9%, -0,7%, et -0,5%). En revanche, la production industrielle espagnole semble bénéficier d'une certaine résilience par rapport à ses voisins et maintenir, pour l'instant, le solde positif en 2024.



Notre opinion – Les données de production des principales industries allemandes (en termes de valeur ajoutée brute) reflètent la faiblesse de la demande intérieure et de la demande extérieure pour les produits fabriqués en Allemagne. Tandis que les branches intensives en énergie continuent de récupérer du choc du prix de l'énergie, d'autres secteurs aussi caractéristiques du pays ne décollent pas. Les données enregistrées par les plus grandes économies de la zone euro sont également décevantes.

Concernant l'effet que pourraient avoir ces données sur le PIB du troisième trimestre, les secteurs de l'industrie manufacturière en expansion au mois de juillet représentent 3,8% de la valeur ajoutée brute allemande, tels que les produits chimiques et les produits du raffinage. En revanche, ceux en contraction représentent 10,9%, tels que les produits électriques et les produits métalliques.

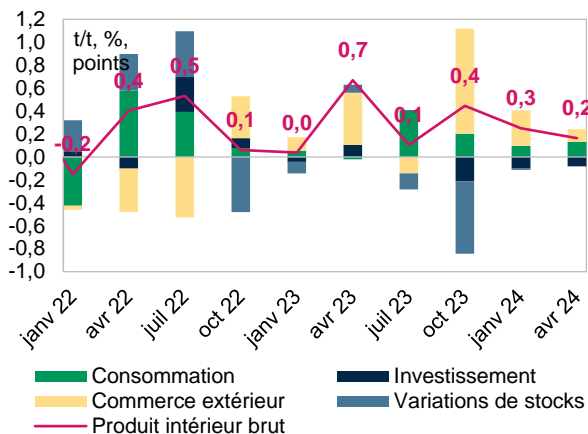
France : l'Insee prévoit une croissance de 1,1% cette année

Dans son point de conjoncture du 9 septembre, l'Insee établit son diagnostic sur l'économie française et envisage une croissance de 1,1% cette année. L'activité serait soutenue au troisième trimestre par la tenue des Jeux olympiques et paralympiques de Paris (JOP), avant un contrecoup baissier au quatrième trimestre. L'inflation, passée sous les 2% sur un an en août pour la première fois depuis trois ans, resterait inférieure à 2% d'ici la fin de l'année.

Pour rappel, l'activité a légèrement ralenti au deuxième trimestre 2024, mais la croissance est restée positive (+0,2% sur le trimestre, après +0,3% au premier trimestre), portée par le commerce extérieur et le secteur public. La demande intérieure privée (hors stocks) est en revanche restée atone, avec une consommation des ménages en hausse de seulement 0,1% malgré la désinflation, et un nouveau repli de l'investissement des entreprises et des ménages. L'acquis de croissance pour 2024 à l'issue du deuxième trimestre – croissance qui se réaliserait sur l'année si la croissance était nulle sur les deux trimestres restants – s'établit ainsi à +0,9%.

Dans son point de conjoncture, l'Insee prévoit une croissance de 1,1% cette année, stable par rapport à l'année précédente. La croissance serait ainsi soutenue au troisième trimestre (0,4%), avec un effet lié aux JOP de l'ordre de 0,3 point, avant un contrecoup à la baisse au quatrième trimestre (-0,1%). En moyenne, la consommation des ménages accélérerait légèrement au second semestre, tandis que leur investissement se stabiliserait après une longue baisse. L'investissement des entreprises resterait en revanche pénalisé par le resserrement passé des conditions financières, la demande molle en zone euro et l'incertitude, avec une nouvelle baisse prévue au second semestre. En fin d'année 2024, l'acquis de croissance pour 2025 serait faible, à 0,2%.

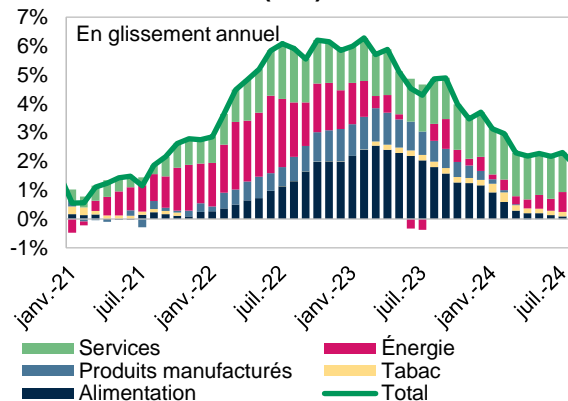
Croissance du PIB et contributions



Derniers points : T2 2024
Sources : Insee, Crédit Agricole S.A./ECO

En août, l'inflation est passée sous les 2% pour la première fois depuis trois ans. À l'occasion de la publication des résultats définitifs de l'IPC ce vendredi 13 septembre, l'Insee a d'ailleurs revu l'inflation d'août en légère baisse, à 1,8% en glissement annuel (-0,1 point par rapport aux résultats provisoires), après 2,3% en juillet.

Inflation totale (IPC) et contributions



Derniers points : août 2024
Sources : Insee, calculs Crédit Agricole S.A./ECO

Dans son point de conjoncture, l'Insee prévoit que l'inflation devrait rester sous le seuil de 2% d'ici la fin de l'année, et s'établirait à 1,6% en glissement annuel en décembre. L'inflation des services diminuerait en effet quelque peu à cet horizon, pour s'établir à 2,6% sur un an en décembre. L'inflation

sous-jacente¹, qui s'est établie à 1,7% en août et permet de dégager la tendance de fond de l'évolution des prix, suivrait une dynamique

semblable à l'inflation d'ensemble. Ces prévisions d'inflation écartent *a priori* une revalorisation automatique du Smic d'ici la fin d'année.

✓ Notre opinion – *Le diagnostic de l'Insee est relativement proche du nôtre. Dans notre prochain scénario pour la France, nous devrions ainsi revoir en baisse nos prévisions d'inflation pour 2024 et 2025. La croissance pourrait être révisée en légère baisse l'année prochaine, compte tenu d'une reprise plus poussive de la consommation des ménages, et du climat actuel d'incertitude portée par les développements politiques, qui pourrait notamment affecter les décisions d'investissement des entreprises. Nous n'envisageons toutefois pas de catastrophe pour l'économie française, qui devrait connaître une croissance modérée d'ici fin 2025, proche de celle que connaîtrait la zone euro.*

Espagne : modération du déficit public au S1 2024

En juin 2024, le déficit de l'ensemble des Administrations publiques s'élevait à 1,9% du PIB en baisse par rapport à son niveau de 2,2% de juin 2023, grâce à l'évolution favorable des recettes publiques. Les données sur l'exécution budgétaire jusqu'en juin montrent que les recettes ont augmenté à un rythme soutenu, portées par la collecte des impôts directs et des cotisations sociales. En particulier, les recettes publiques consolidées ont augmenté de 6,5% sur un an, plus que le PIB nominal (6%). La hausse des revenus a été tirée notamment par la bonne tenue du marché du travail, qui s'est traduite par une forte augmentation des impôts courants sur le revenu et le patrimoine (10,3% sur un an contre 12,1% au S1 2023), et des cotisations sociales (6,9% contre 10% au S1 2023). Les impôts indirects (sur la production) se redressent après leur maigre évolution de l'an dernier et ont augmenté de 6,5% sur un an jusqu'en juin, contre 1,8% au premier semestre 2023, une accélération qui s'explique par l'arrêt partiel des réductions d'impôts sur la production d'énergie.

Quant aux dépenses publiques, elles ont augmenté de 4,8% sur un an jusqu'en juin. Bien que la simple prolongation des budgets généraux de 2023 était mise en œuvre, les dépenses de certains postes ont pu augmenter (par exemple les pensions et les salaires publics) par décrets-lois. Il convient de noter en particulier l'augmentation des dépenses en prestations sociales de 6,6% sur un an, qui s'explique en grande partie par une augmentation des dépenses de retraites de 7% (réévaluation de 3,8% des pensions contributives plus l'effet de substitution des nouvelles pensions). La croissance enregistrée dans la rémunération totale des agents publics s'est faite au rythme de 4,8%, mais une accélération est attendue au S2 2024 étant donné qu'en juillet l'augmentation salariale de 2% est entrée en vigueur en 2024 avec effet rétroactif à janvier. Les charges d'intérêts, quant à elles, ont été supérieures de 2 Mds€ par rapport au S1 2023, dans un contexte de taux d'intérêt plus élevés.

✓ Notre opinion – *Les données d'exécution budgétaire pour le premier semestre sont un peu plus positives qu'en 2023. Ainsi, tout indique que le déficit public en 2024 sera légèrement inférieur à celui de l'année dernière (3,6% du PIB). Cela est conforme à notre prévision de solde publique pour 2024, de -3,4% du PIB.*

¹ Inflation hors prix volatils et administrés, corrigée des variations saisonnières et des mesures fiscales.

Pays émergents

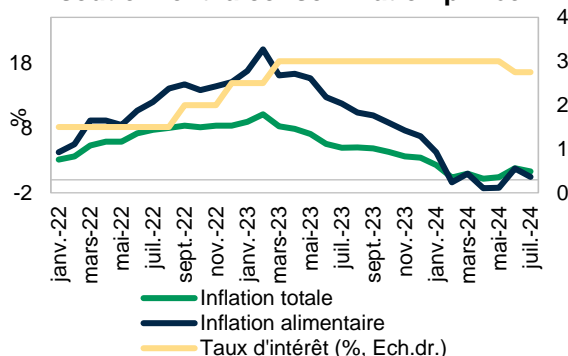
Moyen-Orient et Afrique du Nord

👉 Maroc : la croissance, au cœur des enjeux de réformes

La croissance de l'économie marocaine est attendue en légère baisse en 2024, autour de 3% contre 3,3% en 2023. Mais au-delà de la conjoncture, des enjeux plus structurels se dessinent à moyen-terme : celui d'une exposition à un risque climatique qui se réalise, celui d'un modèle de développement en panne qui a entraîné un essoufflement de la croissance (de 4,3% en moyenne sur 2004-2014 à 2,4% sur 2015-2023), et celui d'un chômage élevé qui accélère la temporalité des réformes. Ce sont autant de problématiques qui sont au cœur du plan de réformes d'ampleur lancé par le gouvernement dans son Nouveau modèle de développement (NMD). Que nous disent alors les indicateurs de croissance sur la trajectoire de développement ?

À court-terme, la croissance sera soutenue par une amélioration de la conjoncture nationale. D'abord, l'inflation est fortement retombée. Elle avait atteint un pic de 10% en février 2023, alimentée par l'augmentation des prix de l'énergie à partir de mars 2022 et aggravée par un épisode de sécheresse sévère qui avait fait s'effondrer la production agricole de 12% en 2022. Une normalisation de ces conditions depuis 2023 a entraîné un fort recul de l'inflation. Elle est attendue autour de 2,5% en 2024 contre 6,1% en 2023 (6,6% en 2022), ce qui va soutenir la consommation privée. Ensuite, cette baisse de l'inflation a permis à la banque centrale de mettre fin au cycle de resserrement monétaire en juin, baissant les taux de 3% à 2,75% (la première baisse depuis 2022).

La baisse de l'inflation et la fin du cycle de resserrement monétaire soutiennent la consommation privée

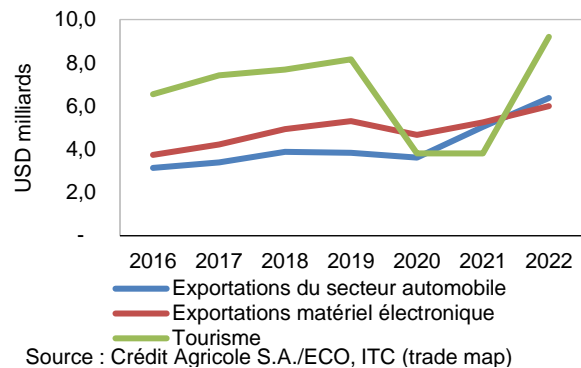


Source : Crédit Agricole S.A./ECO, Bank Al-Maghrib

L'évolution de la demande extérieure est plus incertaine, notamment celle de l'Europe, le premier partenaire commercial du Maroc. Cependant, les secteurs du tourisme et des phosphates restent dynamiques. Par ailleurs, les secteurs automobile et des composants électroniques sont soutenus par l'élan de diversification industrielle marocaine, dont

semble témoigner la croissance des exportations de ces secteurs ces dernières années.

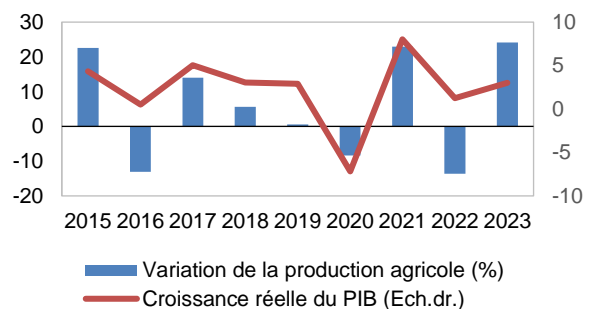
Le dynamisme du tourisme et l'élan de diversification soutiennent les exportations



Source : Crédit Agricole S.A./ECO, ITC (trade map)

La croissance reste cependant contrainte par une nouvelle récession agricole (-5% au premier semestre). Ce facteur inquiète, car il ne s'agit plus d'un choc exogène pour l'économie marocaine. La période 2019-2022 a été la plus sèche enregistrée depuis les années 60, et le manque de pluie devient chronique. Or, le secteur primaire contribue à 12% du PIB marocain. Les récessions agricoles récentes s'impriment donc fortement sur la croissance dont la volatilité augmente.

Une forte exposition au risque climatique rend la croissance volatile



Source : Crédit Agricole S.A./ECO, Haut Commissariat

L'enjeu est encore plus important pour l'emploi, car le secteur absorbe environ 38% de la main-d'œuvre, et même 50% de la main-d'œuvre féminine, dont la participation est déjà très faible (<25%). L'impact social est donc majeur. En 2023, à la suite de l'épisode de sécheresse de 2022, le chômage a atteint 13%, un niveau jamais vu depuis les années 90. Le gouvernement a engagé des réformes pour soutenir le secteur – notamment le développement d'infrastructures hydro-agricoles, et

des mesures d'économie d'eau. Toujours est-il que le secteur agricole restera un facteur de volatilité pour la croissance dans les années à venir. Au vu de l'impact sur l'emploi, cette dimension accélère le besoin de transformation de l'économie marocaine, pour réduire les contraintes à la croissance et favoriser la création d'emploi dans d'autres secteurs.

C'est tout l'enjeu du Nouveau modèle de développement² lancé en 2021. Dans un premier temps, un exercice de consultation a permis de poser le diagnostic. **Il identifie les « principaux nœuds à l'origine de l'essoufflement de l'élan de développement ».** On trouve, notamment, des indicateurs du secteur privé qui font apparaître une faiblesse de l'entrée et sortie des entreprises dans l'économie marocaine. Cela résulte, selon l'enquête, d'une réglementation lourde, souvent appliquée de manière hétérogène. Les règles du jeu du milieu des affaires s'en trouvent brouillées et compliquées, ce qui pèse sur la dynamique entrepreneuriale et encourage, bien souvent, l'informalité. Autre grand constat, un système d'incitations économiques non optimisé favorise certains secteurs traditionnels (typiquement la construction), ce qui désincite l'investissement dans des secteurs porteurs de diversification et de productivité. Enfin, une régulation parfois insuffisante autorise des pratiques anticoncurrentielles, qui renforcent les postures oligopolistiques. **Finalement, tous ces éléments entraînent une économie de rentes, à l'origine d'une certaine inertie de la structure économique.**

Face à ces constats, les réformes s'accélèrent.

Notamment, la charte d'investissement, adoptée en 2022, a pour objectif d'inciter 550 milliards de dirhams d'investissements d'ici 2026 (51 milliards d'euros, ou 30% du PIB), de créer 500 000 emplois (4,7% de l'emploi actuel). Les autorités visent plus largement de porter l'investissement privé à 2/3 de l'investissement total, contre 1/3 actuellement. Cette charte constitue justement une refonte complète du système d'incitations, au profit de la diversification. Cela sera appuyé par des réformes du climat des affaires, pour renforcer la régulation et prévenir les pratiques anticoncurrentielles.

Enfin, l'éducation et l'inclusion apparaissent au centre des réformes.

L'offre d'éducation au Maroc a été élargie et généralisée, mais cela s'est fait parfois au détriment de la qualité, qui reste en dessous des standards internationaux, selon l'appréciation de Moody's dans son dernier rapport. Il y a également un problème d'alignement des cursus universitaires avec le marché du travail. La Banque mondiale note à ce propos, qu'un diplôme d'université multiplie par cinq les chances de chômage³. Le système éducatif est donc un axe central du programme de réforme. Par ailleurs, le Maroc s'est engagé dans une refonte du système de protection sociale, proposant une protection universelle, qui est un pas clé pour améliorer la résilience des populations vulnérables et une incitation à la formalisation de l'économie.

✓ Notre opinion – Le Maroc a su faire preuve d'une efficacité reconnue dans la gestion de ses politiques publiques, lui permettant d'assurer une certaine stabilité macroéconomique à l'épreuve des chocs (Covid, guerre en Ukraine, tremblement de terre...). C'est un gage de confiance important pour les investisseurs, qui a notamment permis un historique ininterrompu d'accès aux marchés internationaux, et un coût de dette faible, éléments qui assoient sa soutenabilité. Mais cet attachement à la stabilité, marqué par un ancrage des politiques sur le temps long, a peut-être atteint une limite : celle d'une économie marquée par une forme d'inertie, face aux défis de l'urgence climatique et de l'emploi, qui viennent mettre en danger la stabilité de la trajectoire marocaine. Cela dit le diagnostic des contraintes et des enjeux macroéconomiques et sociaux semble bien posé et le Maroc s'est lancé dans un programme de réformes d'ampleur. Le début d'un développement dans certains secteurs, comme les composants automobiles ou électroniques, sont peut-être les premiers signes d'une économie remise en mouvement, même si les effets de ce plan sur la croissance et l'emploi ne pourront être pleinement mesurés que sur le moyen terme.

² « Le Nouveau Modèle de Développement. Libérer les énergies et restaurer la confiance pour accélérer la marche vers le progrès et la prospérité pour tous ». Rapport général de la Commission Spéciale sur le Modèle de Développement ; Avril 2021

³ Labor Market in Morocco: challenges and Opportunities. Banque Mondiale

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Turquie : la lutte contre l'inflation a-t-elle pris le pas sur la croissance ?

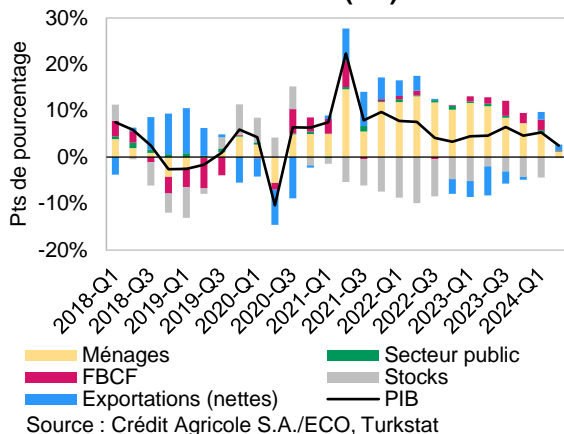
Après plusieurs années d'une politique monétaire hétérodoxe, l'économie turque est en plein rééquilibrage : depuis les élections présidentielles et législatives de mai 2023, un pivot monétaire orthodoxe, porté par le ministre des Finances et du Trésor Mehmet Şimşek, est à l'œuvre. Entre juin 2023 et mars 2024, le taux d'intérêt directeur est passé de 8,5% à 50% (pour une inflation qui a atteint 75,4% en mai et qui est toujours de 52% en août). Ce taux devrait vraisemblablement rester inchangé jusqu'en fin d'année. À cela s'ajoutent d'autres mesures monétaires restrictives prises par la Banque centrale (TCBM) visant à neutraliser l'excès de liquidité en livres toujours en circulation dans le système bancaire turc.

Malgré ce resserrement monétaire, l'inertie de la demande intérieure continue de porter la croissance. Entre le 3^e trimestre 2020 et le T1 2024, la demande des ménages a été de loin le premier contributeur à la croissance. En 2024, la consommation privée devrait atteindre 164% de son niveau d'avant-crise, plaçant la Turquie très largement en tête dans le G20. Ainsi, sur les quatre derniers trimestres, depuis que le resserrement monétaire a débuté, la demande intérieure a crû de 18,7% en glissement annuel. Seuls les récents chiffres du T2 2024 montrent un début de ralentissement de la croissance : en glissement annuel elle s'établit à 2,5% (0,1% en g.t.), le rythme le plus lent depuis le Covid. Surtout, les dépenses des ménages ne progressent plus que de 1,6% en glissement annuel, contre 6,8% au trimestre précédent. Ces dépenses ne sont donc plus le premier poste de contribution à la croissance, la balance commerciale prenant cette place (1,3 pp contre 1,2 pp).

Pour cause de cette inertie, la politique fiscale et salariale a mis du temps à s'aligner avec la politique monétaire restrictive. En janvier 2024, le gouvernement a procédé à une hausse de 49% (100% sur un an) du salaire minimum, le portant à 578 dollars (17 002 TRY). De la même manière, le budget de l'État devait enregistrer en 2024 un déficit de 6,4% (une partie des dépenses est liée à la reconstruction des provinces touchées par les séismes du 6 février 2023). Comme attendu, des annonces de réduction des dépenses ont bien été faites à l'issue des élections municipales (mars 2024) mais dont la portée semble à ce jour limitée. En revanche, l'exécutif a bien renoncé à procéder à une seconde hausse du salaire minimum en juillet comme cela était devenu une habitude depuis 2022 en raison de la forte inflation.

Le programme économique pluriannuel (OVP) présenté le 5 septembre éclaire sur les dispositions de l'exécutif à arbitrer entre croissance et inflation. En effet, malgré la crédibilité apportée par la figure de Mehmet Şimşek, des doutes persistent sur la résolution de l'exécutif à lutter contre l'inflation si cela signifie une forte baisse de la croissance. En plus des réticences idéologiques au sein de l'AKP, la façon dont le resserrement monétaire est réalisé crée un mécontentement chez certains exportateurs, très influents politiquement. En effet, la Banque centrale laisse la monnaie turque s'apprécier en termes réels, alors même que la compétitivité des exportateurs a été touchée par la forte hausse du salaire minimum en dollars, et que l'accès au crédit est rendu plus difficile qu'auparavant. Le secteur textile, déjà durement secoué par la précédente crise des comptes externes turques (2018-2019), semble une nouvelle fois en première ligne. Dans son plan pluriannuel le gouvernement a donc tenu à montrer qu'il prenait en compte les effets de la politique monétaire sur l'activité : la prévision de croissance a été abaissée de 4% à 3,5% pour 2024 et de 4,5% à 4% pour 2025. Elle est de 4% et 4,5% pour 2026 et 2027 respectivement. De la même manière, les prévisions de déficits budgétaires ont été revues à la faveur de dépenses plus maîtrisées : le déficit devrait finalement atteindre 4,9% du PIB en 2024 et être ramené de 3,9% à 3,1% du PIB en 2025.

PIB : contributions trimestrielles à la croissance (a/a)

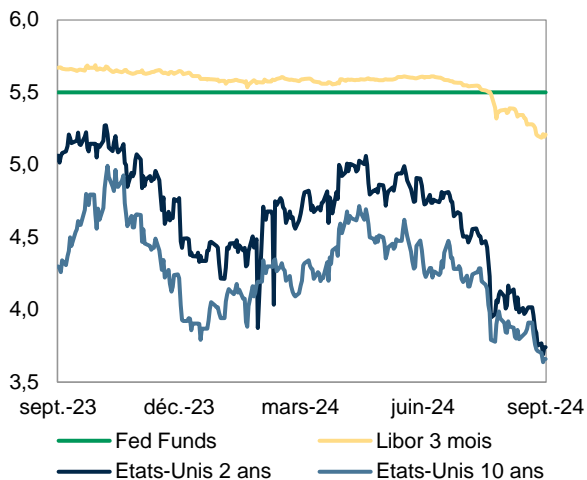


☑ **Notre opinion** – Si ces nouvelles prévisions du gouvernement lui permettent de s'approcher du consensus pour 2024 (y compris en ce qui concerne l'inflation), les anticipations de croissance pour 2025 et au-delà demeurent optimistes pour une économie en plein réajustement. Elles laissent donc ouverte la question des arbitrages : l'exécutif poursuivra-t-il la désinflation telle que la Banque centrale l'entend, où la croissance telle que son programme pluriannuel l'envisage ? La marge de manœuvre laissée par le corridor d'anticipation de la Banque centrale, soit une inflation entre 7% et 21% en 2025 et tombant sous les 10% courant 2026, pourrait être trop restreinte pour accommoder les ambitions de l'exécutif. Celles-ci sont d'ailleurs élevées : porter le revenu par habitant de 15 551 USD aujourd'hui à 20 420 USD en 2027.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

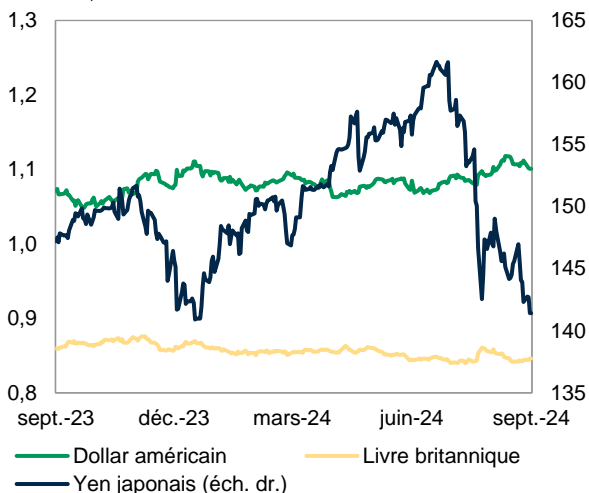
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

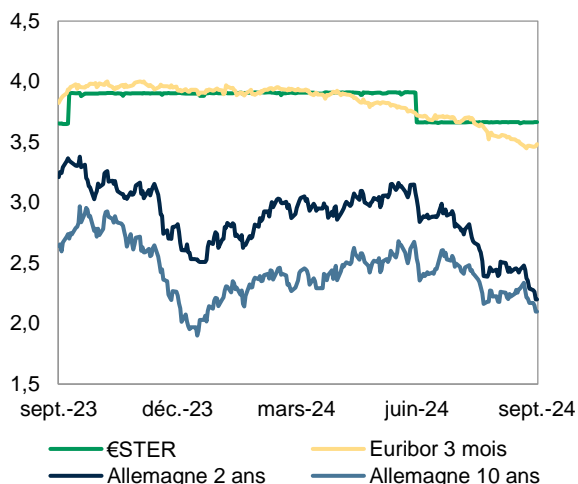
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

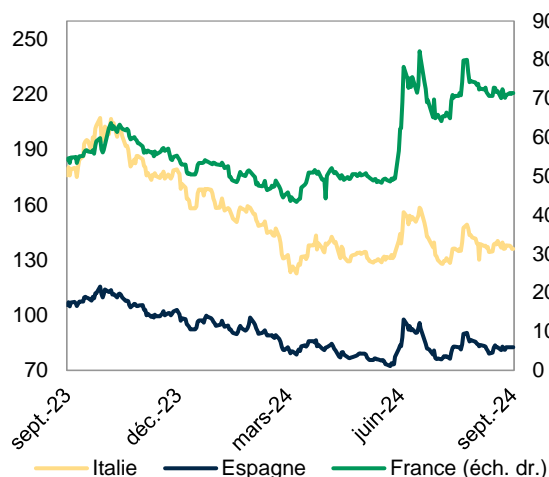
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

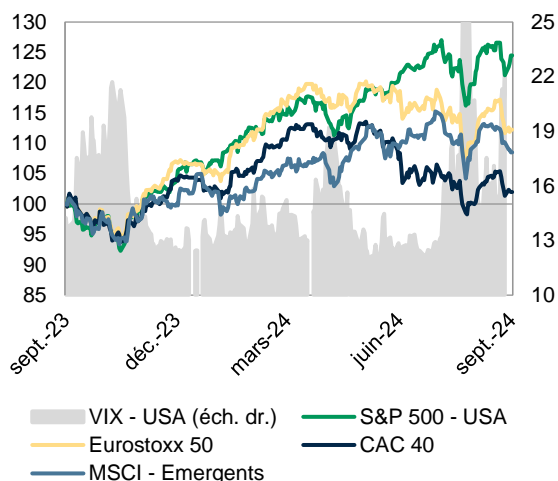
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

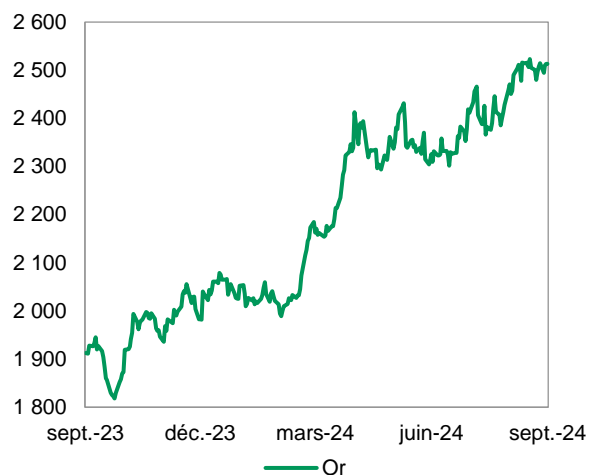
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

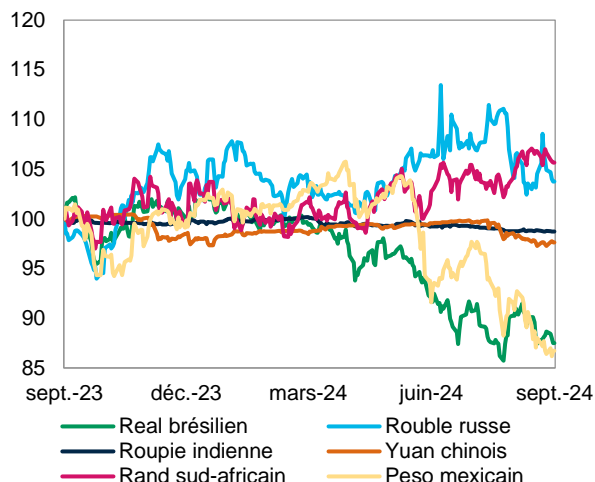
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

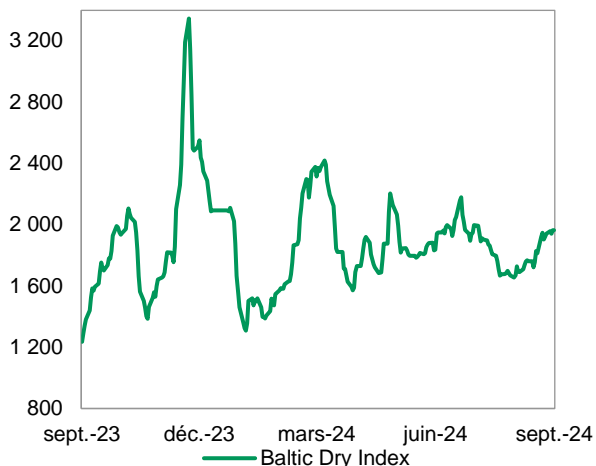
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

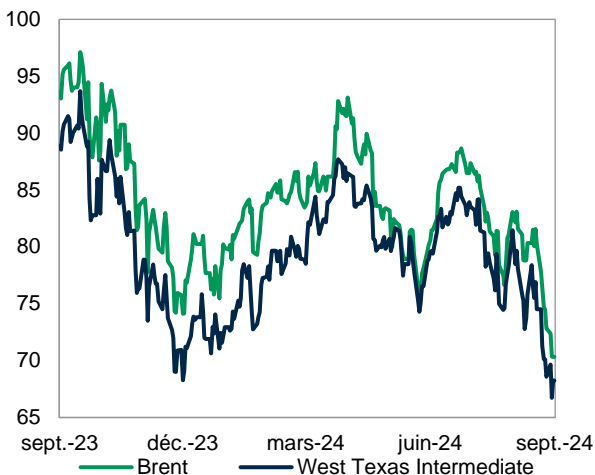
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

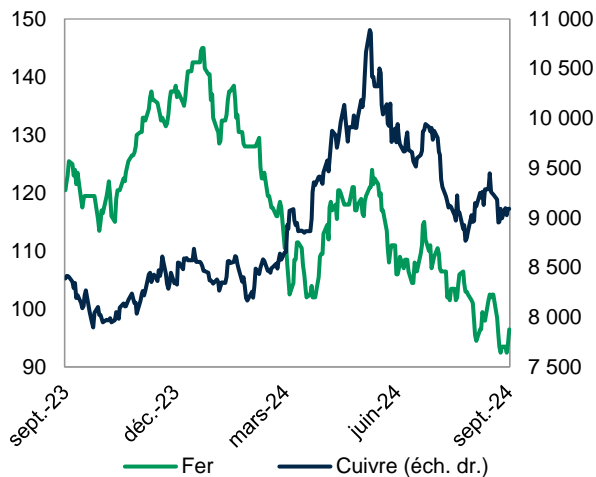
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

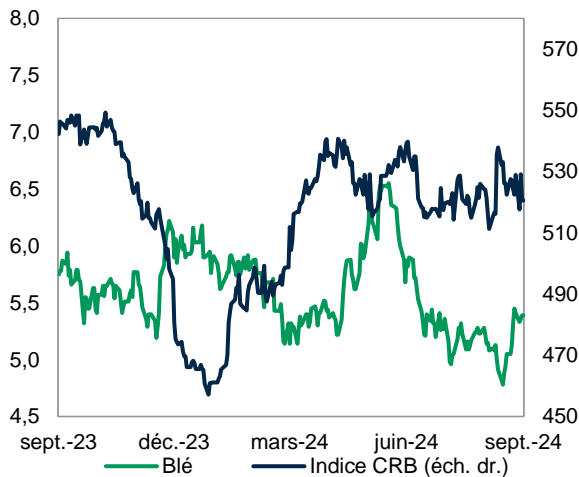
USD/tonne métrique



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 2024-2025 – Juin 2024

[Prolongement sans bouleversements](#)

Date	Titre	Thème
13/09/2024	France – Le marché de l'immobilier résidentiel : poursuite de la correction	Immobilier résidentiel
12/09/2024	De Jakarta à Nusantara, un chemin semé d'embûches en Indonésie	Asie
11/09/2024	Égypte – Que propose vraiment le FMI ?	Egypte
11/09/2024	Royaume-Uni – La croissance a été tout sauf modeste au premier semestre, mais qu'en est-il vraiment ?	Royaume-Uni
10/09/2024	Italie – Une rentrée mitigée	Italie
10/09/2024	France – Un nouveau Premier ministre, des défis majeurs en termes de finances publiques	France
10/09/2024	Zone euro – La croissance au T2 déçoit par son rythme et par sa composition	Zone euro
06/09/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
06/09/2024	La grande crise de légitimité	Géopolitique
30/08/2024	France – Conjoncture et perspectives économiques à la veille de la rentrée scolaire	France

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, Matteo GUERRAZ

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Laure DE NERVO

Afrique sub-saharienne : Thomas MORAND

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

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.