

# Perspectives

Hebdomadaire – N°24/293 – 8 novembre 2024

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Great issues for Europe again!</i> .....	2
☞ <i>France : l'Insee met le paquet, avec des comptes nationaux « augmentés », une première</i> .....	4
☞ <i>Allemagne : la production industrielle s'écarte du chemin de reprise</i> .....	5
☞ <i>Espagne : « DANA », risques et mesures</i> .....	6
☞ <i>Asie : Trump 2.0, ou l'ère de la grande incertitude commerciale</i> .....	8
☞ <i>Croissance en Amérique latine : un « survol » des prévisions du FMI</i> .....	12
☞ <i>Hongrie : enfin une bonne nouvelle pour Viktor Orban</i> .....	15

### Great issues for Europe again!

L'attention des marchés financiers s'est évidemment concentrée sur l'élection présidentielle américaine dont Donald Trump est l'incontestable vainqueur.

L'ex-président a, en effet, remporté l'élection présidentielle américaine avec 295 voix du collège électoral contre 226 pour Kamala Harris, alors qu'un minimum de 270 voix était nécessaire. Il a de surcroît gagné les votes du suffrage populaire avec 50,7% des voix contre 47,7% pour la candidate démocrate, soit une avance d'environ 4,6 millions de votes. Une victoire sans appel qu'illustrent ses succès dans les cinq États décisifs du Wisconsin, Michigan, Pennsylvanie, Géorgie, et Caroline du Nord. Les résultats définitifs des élections au Congrès ne sont pas encore disponibles mais le camp républicain domine au Sénat (la majorité des sièges étant dépassée) et semble s'acheminer vers une victoire à la Chambre des représentants (légère avance dans le décompte mais le seuil de la majorité n'est pas encore atteint) ce qui faciliterait évidemment l'adoption du programme de Donald Trump.

Les marchés boursiers américains se sont montrés euphoriques après les résultats. De ce côté de l'Atlantique, l'enthousiasme était plus « retenu » en raison des nombreuses répercussions économiques et géopolitiques pouvant affecter le « Vieux Continent ».

La mise en œuvre d'une hausse annoncée des droits de douane à 60% sur les produits importés de Chine et à 10% sur ceux provenant de ses autres partenaires commerciaux aura inévitablement un impact sur la croissance du reste du monde même si la Chine reste la principale cible de cette stratégie protectionniste. Cette politique est, par ailleurs, susceptible de contribuer à l'augmentation de l'inflation américaine, contraignant éventuellement la Fed à maintenir ses taux durablement plus élevés. La pérennisation promise des baisses d'impôts devrait en parallèle creuser le déficit budgétaire américain et augmenter le niveau de la dette. Côté européen, la stratégie commerciale américaine devrait pénaliser les exportations et, plus globalement, la croissance et ce, d'autant plus que la Chine risque de se montrer plus offensive sur le marché européen pour compenser le manque à gagner d'un marché américain plus contraint. Par ailleurs, l'éventualité d'un glissement du soutien américain à l'Ukraine vers une assistance plus timide ou conditionnelle devient une préoccupation majeure, tout comme l'augmentation des contributions financières des États membres de l'UE à l'OTAN avec en toile de fond la question de l'autonomie stratégique européenne toujours en gestation.

Du côté des indicateurs conjoncturels, la croissance américaine a augmenté de 2,8% en rythme annualisé au T3 selon la première estimation du

BEA. Cette dernière s'appuie sur l'accélération de la consommation privée (+3,7% après +2,8%), dopée par le *boom* boursier et la hausse des prix immobiliers, mais aussi sur les dépenses publiques (+5% après +3,1%) principalement liées à la défense. L'investissement a significativement ralenti (0,3% versus 8,3%), plombé par le recul de l'investissement résidentiel (-5,1%) tandis que l'investissement productif a bien résisté (+11,1%). Les exportations nettes ont retiré 0,6 point à la croissance en raison de la hausse des importations (+11,2%), stimulées par une demande domestique robuste tandis que les exportations ont nettement moins progressé (8,9%). Les variations de stocks ont par ailleurs soustrait 0,2 point à la croissance. Si ces performances sont légèrement en deçà du consensus, qui misait sur une hausse de 3%, la croissance américaine demeure vigoureuse et contente parfaitement les marchés. L'inflation mesurée par les dépenses de consommation des ménages est restée sur sa tendance baissière, à 2,1% sur un an au mois de septembre après 2,2% le mois précédent. L'indice sous-jacent a néanmoins stagné à 2,7%. Les dépenses de consommation ont été soutenues en septembre par la croissance des salaires et la baisse du taux d'épargne à 4,6%, son plus bas niveau depuis 2023. Par ailleurs, le marché du travail a montré quelques signes de refroidissement. Le rapport sur l'emploi non agricole du mois d'octobre a enregistré une hausse de seulement 12 000 emplois contre 100 000 anticipés. De surcroît, le bureau des statistiques sur l'emploi a révisé à la baisse les chiffres des deux mois précédents à hauteur de 112 000 personnes, révélant ainsi, une situation légèrement moins favorable.

Enfin, la Réserve fédérale américaine a baissé ses taux directeurs de 25 points de base, portant ainsi la fourchette du taux d'intérêt de référence à 4,50%-4,75%, en ligne avec les attentes du marché. Une décision prise à l'unanimité et doublement justifiée : l'inflation a « fait de nouveaux progrès » et les conditions du marché du travail se sont « généralement détendues ».

En zone euro, l'activité a enregistré une croissance de 0,4% au troisième trimestre, excédant le consensus (0,2%) mais conforme à notre prévision. Par ailleurs, l'indice des prix à la consommation harmonisé a progressé de 2% sur un an en octobre après 1,7% en septembre. Ce surcroît d'inflation est principalement dû à un effet de base sur les prix de l'énergie mais aussi à une accélération des prix des biens alimentaires (2,9% après 2,4%) ; l'inflation sous-jacente est, en revanche, inchangée à 2,7%. Ces chiffres suggèrent que la BCE devrait maintenir un rythme d'assouplissement monétaire prudent.

Outre-Manche, la Banque d'Angleterre a également réduit ses taux directeurs d'un quart de point et plaidé pour des réductions à venir très progres-

sives, estimant que le budget du gouvernement était susceptible de stimuler l'inflation, toujours sous surveillance.

Dans ce contexte, les marchés actions mondiaux se sont montrés assez divisés, les marchés américains engrangeant des performances significatives en raison des anticipations de relance de l'activité et de dérégulation, tandis que les marchés européens se sont contractés : le *S&P 500* progresse de 4,3%, l'*Euro Stoxx 50* perd 1,2% sur la semaine. Sur les marchés obligataires, les rendements des titres souverains ont également réagi de manière divergente le jour des résultats de l'élection présidentielle. Les taux américains de courte et longue maturité ont augmenté de plus de 10 points de base en raison des perspectives d'une politique budgétaire expansionniste et inflationniste, tandis

que le taux à deux ans allemand poursuivait sa baisse et le taux à dix ans restait stable. Cette différence de trajectoire s'est complètement effacée après l'annonce par la Fed de la réduction de ses taux directeurs jeudi soir, les taux américains et européens reprenant leur tendance baissière d'avant les élections. Les primes de risque française, italienne et espagnole se sont modérément tendues en milieu de semaine avant de finir globalement stables face au Bund allemand. Avec des perspectives de croissance plus favorables aux États-Unis, la devise européenne s'est d'abord dépréciée significativement face au dollar avant d'enregistrer un recul finalement assez limité à 0,5% sur la semaine. Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord a augmenté de 2%, stimulé par le sursaut de croissance attendu outre-Atlantique.

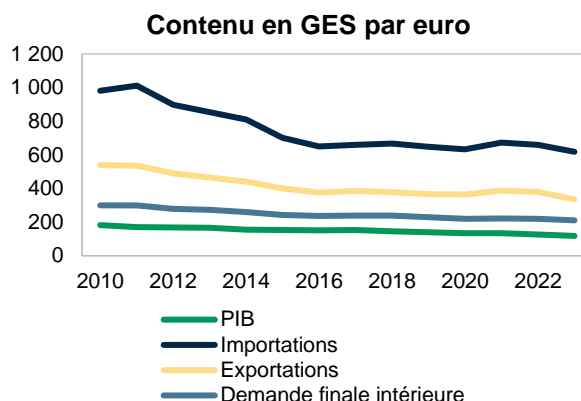
## Zone euro

### France : l'Insee met le paquet, avec des comptes nationaux « augmentés », une première

Force est de constater qu'à plusieurs égards, les indicateurs économiques classiques, à l'instar des comptes nationaux et de l'indicateur phare qu'est le produit intérieur brut (PIB), sont imparfaits. Ils ne prennent en effet pas en compte certaines dimensions pourtant essentielles, comme la répartition sur le plan social, d'autres dimensions (non monétaires) du bien-être, ou les conséquences de l'activité économique sur l'environnement et le climat. Les enjeux des « comptes nationaux augmentés » sont donc assez clairs : venir compléter les indicateurs des comptes classiques pour les « augmenter » d'éléments complémentaires sur les inégalités, le bien-être, et la soutenabilité de notre modèle économique.

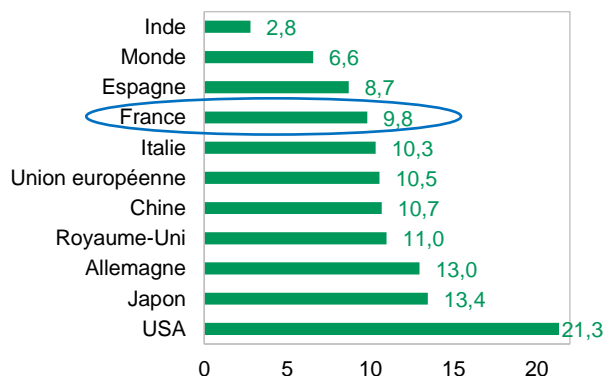
L'Insee présente ainsi pour la première fois des comptes nationaux augmentés pour la France<sup>1</sup>. Ces comptes augmentés prennent la forme d'un bouquet de publications accompagnées de tableaux détaillés<sup>2</sup>, que l'Insee devrait mettre à jour chaque année. Les émissions intérieures de gaz à effet de serre (GES) et l'empreinte carbone de la France sont analysées dans les « comptes carbone », et des comptes par catégorie de ménages permettent d'aborder la dimension sociale. Des indicateurs synthétiques, permettant de croiser les différentes dimensions, sont aussi proposés à titre expérimental. Que faut-il en retenir ? Nous présentons ici quelques enseignements de ces comptes augmentés.

Les comptes carbone de l'Insee nous apprennent que les émissions résidentes de GES (c'est-à-dire celles émises sur le sol français) s'élèvent à 403 millions de tonnes équivalent CO<sub>2</sub> (Mt CO<sub>2</sub> éq) en 2023, soit une diminution de 31% par rapport à 1990. Cela représente 5,9 tonnes par personne. L'empreinte carbone, qui représente les émissions de GES induites par la demande finale intérieure française (biens et services consommés, qu'ils soient produits sur le territoire national ou importés, en excluant les émissions de GES associées aux exportations), elle, est plus élevée, à 644 Mt CO<sub>2</sub> éq en 2023 (soit 9,4 tonnes par personne). Cette empreinte n'a par ailleurs baissé que de 13% par rapport à 1990, ce qui traduit une hausse de la part des importations, plus émettrices que la production domestique (5 fois plus intenses en GES en 2023). L'intensité en GES des importations se réduirait toutefois au même rythme que celle du PIB. Les comptes nationaux augmentés permettent en effet de mettre en évidence l'intensité en GES par euro du PIB, mais aussi de la demande finale, des importations et des exportations.



Les comptes carbone sont disponibles par type de GES, par origine géographique et activité des émissions, et par produits et secteurs institutionnels de la demande finale. Des comparaisons internationales sont aussi proposées par l'Insee et le service statistique du ministère de la Transition écologique et de la Cohésion des territoires, coproducteur des comptes carbone avec l'Insee (voir par exemple le graphique ci-après, produit à partir de ces données).

**Empreinte carbone par personne en 2021  
en tonnes équivalent CO<sub>2</sub>**



L'Insee propose un indicateur de produit intérieur et un indicateur d'épargne « ajustés » des désagréments environnementaux générés par l'activité économique, ces derniers étant mesurés par les émissions de GES. Cet ajustement des coûts implicites générés par les émissions de GES réduit le produit intérieur net de 4,1% par rapport à la mesure usuelle. L'épargne nette ajustée est pour sa part durablement négative (-133 Md€ en 2023), ce qui reflète un manque de soutenabilité de l'activité économique. Un « compteur GES » permet en outre

<sup>1</sup> Voir notamment le dernier billet de blog de l'Insee : [Croissance, soutenabilité climatique, redistribution : qu'apprend-on des « comptes augmentés » ? \(insee.fr\)](https://www.insee.fr/fr/billets/2023-11-08-comptes-nationaux-augmentes)

<sup>2</sup> Voir l'espace thématique : [Comptes nationaux - L'économie française - Comptes et dossiers | Insee](https://www.insee.fr/fr/themes/comptes-nationaux)

d'évaluer l'écart à la trajectoire prévue de baisse des émissions (stratégie nationale bas carbone ou SNBC 2). Aussi surprenant que cela puisse paraître, la France serait en avance sur les cibles d'émissions depuis 2018 (de 123 Mt CO<sub>2</sub> éq en cumul entre 2018 et 2023). À noter toutefois que cela ne prend en compte que les émissions de GES ayant lieu sur le territoire français, or, comme signalé plus haut, le contenu en GES des exportations françaises est sensiblement plus faible que celui des importations. L'Insee propose également une évaluation du coût à venir de la décarbonation (929 Md€ d'ici 2050), ainsi que des dommages déjà constitués, avec une « responsabilité climatique » estimée à 7 000 Mds€ depuis 1850 pour la France.

Les comptes nationaux par catégorie de ménages établissent pour leur part la répartition des revenus, de la consommation et de l'épargne selon les caractéristiques des ménages (niveau de vie, tranche d'âge, configuration familiale, diplôme, tranche d'unité urbaine, catégorie socioprofessionnelle, sexe). Ils permettent en outre de faire le bilan de la redistribution. En termes de consommation, celle-ci augmente sans surprise avec le niveau de vie des ménages : les 20% les plus aisés dépensent en moyenne 2,3 fois plus que les 20% les moins aisés (en 2022). Le taux d'épargne augmente lui aussi avec le niveau de vie, mais aussi avec le niveau de diplôme et la catégorie socioprofessionnelle. Les dépenses de consommation publique

bénéficient par ailleurs à l'ensemble des ménages, mais davantage aux ménages les plus modestes.

Au niveau du revenu national, les revenus des entreprises et des administrations publiques peuvent être réalloués aux ménages pour obtenir les « revenus primaires élargis », que percevraient les ménages en l'absence de redistribution, et le comparer au « niveau de vie élargi » qui prend en compte les mécanismes de redistribution (transferts monétaires ou non). 57% des personnes bénéficieraient ainsi en France de la distribution élargie (personnes dont le niveau de vie élargi est supérieur à leur revenu primaire élargi). Par ailleurs, alors que le revenu primaire élargi des 10% des ménages les plus aisés est 24 fois supérieur à celui des 10% les plus modestes avant transferts sociaux, ce rapport tombe à 4 fois après transferts, soit une réduction très importante des inégalités. Les transferts monétaires et les services publics augmenteraient en outre de 16% le niveau de vie au milieu de l'échelle des revenus.

L'Insee compte publier dans les prochaines semaines un nouvel indicateur, dit de « croissance équilibrée », qui permettrait de donner autant d'importance aux individus, indépendamment de leur revenu. Dans les indicateurs traditionnels, l'évolution du revenu d'un ménage donné est en effet pondérée par son niveau de revenu.

**☑ Notre opinion** – La publication des premiers comptes nationaux augmentés par l'Insee est un pas important vers l'inclusion nécessaire des questions environnementales et sociales dans l'analyse économique. Les indicateurs expérimentaux proposés sont évidemment soumis au débat et amenés à évoluer par la suite du fait des nombreuses hypothèses sur lesquelles ils reposent, mais ils fournissent des éclairages intéressants sur ces volets. Les comptes nationaux augmentés eux-mêmes pourraient évoluer à l'avenir afin d'intégrer d'autres dimensions liées à l'environnement au-delà des émissions de GES et du réchauffement climatique, comme les ressources naturelles et la biodiversité, ou d'autres types d'éléments comme les activités domestiques et le temps de loisir.

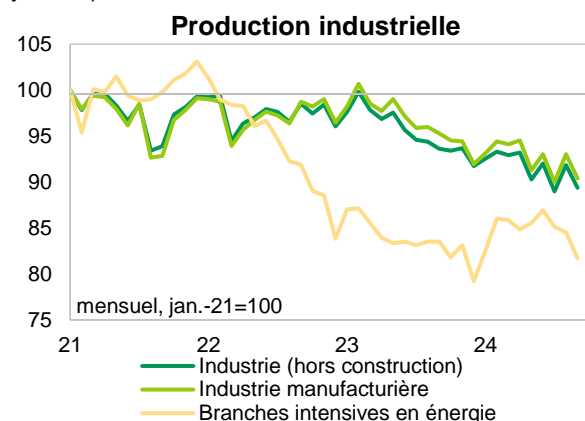
 **Allemagne : la production industrielle s'écarte du chemin de reprise**

La production industrielle (hors construction) a diminué de 2,7% en septembre (après une hausse de 3,2% en août) et la production dans l'industrie manufacturière a diminué de 2,8% (après une hausse de 3,4%). Dans les branches intensives en énergie, la production la diminution a été du même ordre de grandeur (3,3% après une baisse de 0,7%).

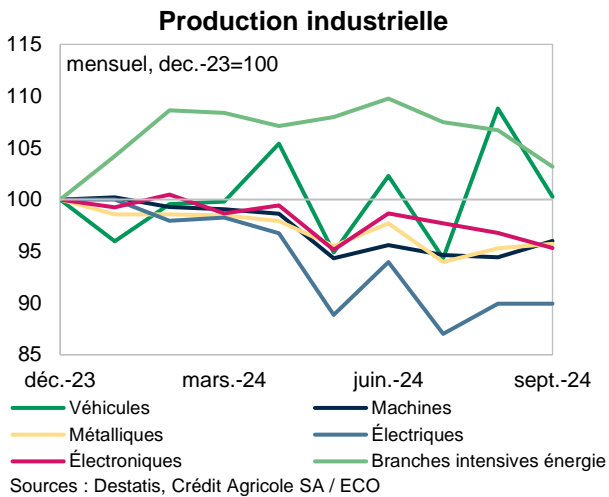
L'amorçage positif du trimestre n'a pas suffi à compenser la faible performance d'août et de septembre. Ainsi, la production industrielle s'est repliée de 1,9% au troisième trimestre (après une baisse de 1,2% au deuxième trimestre et une stagnation au premier) ;

En analysant en détail les industries manufacturières, on peut identifier les industries qui se démarquent le plus. Du côté positif, ce sont les produits chimiques (en hausse de 5,9% depuis

janvier). Du côté négatif, ce sont les produits métalliques (en baisse de 4,3% depuis janvier) et les produits électriques (en baisse de 10,1% depuis janvier).



Sources : Destatis, Crédit Agricole SA / ECO



Les carnets de commandes dans l'industrie manufacturière enregistrent aussi un recul de 1,7% depuis janvier, lestées par les commandes en provenance de l'étranger de produits métalliques, et par les commandes domestiques de produits électriques et métallurgiques. L'indicateur de perspectives d'exportation dans l'industrie manufacturière (Ifo) a

enregistré une correction à la baisse de 0,2 point en octobre et demeure en territoire négatif. En revanche, l'enquête Ifo signale une progression de 2,2% des commandes en septembre (après une baisse de 3,2% en août), et l'indicateur de demande à l'industrie manufacturière (Ifo), bien qu'il soit resté en territoire négatif, a enregistré une correction à la hausse de 8,5 points en octobre.

L'indicateur du climat des affaires (Ifo) s'est établi en territoire négatif depuis quinze mois, et s'est détérioré de 3,7 points en octobre. Concernant les perspectives pour les six prochains mois, l'indicateur s'est établi en territoire négatif depuis trente-deux mois, mais s'est amélioré de 5,5 points en octobre. Dans le même ordre d'idée, l'indice des directeurs d'achat (S&P Global) demeure en territoire négatif depuis vingt-huit mois, mais avance de 2,4 points en octobre. En analysant en détail les sous-composantes ce sont les perspectives de production qui dégradent l'état d'esprit des entreprises de l'industrie manufacturière, contrairement à l'indicateur du climat des affaires.

**☑ Notre opinion** – *L'évolution erratique de la production industrielle allemande et les signaux contradictoires montrés par les enquêtes sur la confiance dans l'industrie manufacturière dégradent les perspectives d'une reprise durable du secteur. En ce sens, les données reflètent la faiblesse de la demande intérieure et de la demande extérieure. Quant à l'effet qu'aurait pu avoir la production industrielle sur le PIB au troisième trimestre, les secteurs en expansion représentent 4,3% de la valeur ajoutée brute allemande (tels que le matériel de transport, et l'installation et l'entretien de matériel), tandis que ceux en contraction représentent 10,4% (tels que les produits électriques et les produits métalliques).*

 **Espagne : « DANA »<sup>3</sup>, risques et mesures**

Selon la Banque d'Espagne, les dommages causés aux entreprises dans les villes touchées par les inondations dans l'est de l'Espagne pourraient atteindre plus de 10 milliards d'euros et l'exposition des banques dans la région monter à environ 20 milliards d'euros.

Les prêts des banques espagnoles aux zones les plus touchées par les inondations, principalement dans la Communauté valencienne, s'élèveraient à environ 13 Mds€ pour les ménages et 7 Mds€ pour les entreprises. Au total, la banque centrale a identifié 23 000 entreprises ayant des prêts en cours et 472 000 titulaires de prêts dans ces régions. Parmi ceux-ci, 150 000 étaient des contrats hypothécaires sur lesquels le gouvernement et les banques ont convenu de proposer des moratoires sur les prêts. Les clients seront libres de payer des mensualités pendant les trois premiers mois et ne paieront des intérêts que pendant neuf mois supplémentaires sur leur prêt hypothécaire.

Mardi dernier, le Conseil des ministres a approuvé un premier paquet de mesures pour répondre aux graves conséquences du DANA dans plusieurs communautés autonomes, notamment Valence,

mais aussi Castille-La Manche, Andalousie, Catalogne et Aragon. L'objectif est d'articuler un ensemble de mesures économiques, sociales et fiscales pour soutenir à la fois les citoyens et les entreprises touchés et faciliter la reconstruction des zones dévastées. Au niveau fiscal, le ministère des Finances a suspendu le deuxième paiement de l'impôt sur le revenu des contribuables concernés. Cette mesure vise à alléger la charge économique qui pèse sur ceux qui ont choisi de fractionner le paiement de leur déclaration de revenus correspondant à 2023. Le Trésor a également accordé au gouvernement valencien la capacité d'effectuer toute dépense d'urgence nécessaire, sans limite de déficit. Cela permettra aux autorités régionales d'allouer des fonds pour la reconstruction et l'assistance sans les contraintes fiscales habituelles, afin de répondre rapidement à la crise.

Le ministère du Travail a élaboré un « bouclier » pour l'emploi dans le but de protéger les emplois dans les zones touchées. Parmi les mesures approuvées figurent les dossiers de réglementation de l'emploi temporaire (ERTE, dispositif de chômage partiel) pour cause de force majeure, qui permettront

<sup>3</sup> DANA, acronyme de depression aislada en niveles alto, ou *dépression isolée à niveau élevé*

aux entreprises de suspendre temporairement des contrats ou de réduire les heures de travail sans que les travailleurs ne perdent leurs droits aux allocations de chômage, et avec des exonérations de cotisations de Sécurité sociale tant pour les entreprises que pour les travailleurs. Les personnes couvertes par ces ERTE n'épuiseront pas leurs allocations de chômage et pourront reprendre le travail lorsque la situation le permettra.

Les travailleurs indépendants concernés recevront également une aide sous la forme d'une indemnité de départ sans avoir à remplir les 12 mois minimum de cotisations exigés dans des conditions normales. Cette indemnité, équivalente à 70% de la base réglementaire, sera accordée sans incidence sur leur compteur de chômage, c'est-à-dire sans que ces jours utilisés ne soient comptabilisés à l'avenir. Les mutuelles collaboreront activement pour faciliter l'accès des indépendants à cette prestation et

diffuseront les démarches nécessaires pour en faire la demande.

Finalement, la « Generalitat Valenciana » a approuvé une aide directe de 6 000 euros pour les familles dont les maisons ont été endommagées. De plus, les municipalités les plus touchées pourront recevoir des fonds d'urgence allant jusqu'à 200 000 euros chacune pour couvrir les besoins urgents et les premières réparations. Ces aides font partie d'un fonds de 250 millions d'euros qui a été mobilisé pour apporter une réponse immédiate.

Pour coordonner toutes ces initiatives, le gouvernement formera une commission interministérielle, en contact direct avec la Generalitat Valenciana et la Commission européenne, pour demander un soutien financier au Fonds de solidarité européen et à d'autres fonds d'urgence de l'UE.

## Pays émergents

### Asie

#### Asie : Trump 2.0, ou l'ère de la grande incertitude commerciale

La réélection de Donald Trump n'est probablement pas une très bonne nouvelle pour l'Asie du Sud-Est. Les pays de la zone étaient sortis plutôt gagnants de son premier mandat, en profitant largement de la réorganisation des chaînes de valeur d'entreprises désireuses de baisser leur niveau de dépendance ou d'exposition à la Chine, qui concentrait l'essentiel des mesures tarifaires et non-tarifaires prises par les États-Unis.

Le second mandat s'annonce bien plus incertain. Les importations américaines en provenance de Chine se sont certes réduites depuis 2016, mais la place de la Chine dans le commerce mondial n'a pas fondamentalement changé. Les processus de production se sont en revanche rallongés et complexifiés, et passent maintenant par des pays tiers ou « rebond », qui sont dans la ligne de mire de Donald Trump.

Le déficit bilatéral américain vis-à-vis de la Chine a beau avoir diminué, passant de 419 milliards de dollars en 2018 à 279 milliards en 2023, le déficit total n'a pas vraiment connu la même trajectoire, et dépassait les 1 000 milliards de dollars en 2023, contre 870 milliards en 2018. Les pays asiatiques hors Chine occupent une place particulière dans ce tableau, car c'est par eux – et par le Mexique – que transite maintenant une grande partie des importations américaines.

de plusieurs leviers qui pourraient être actionnés avec plus ou moins de certitude et de réussite.

#### Le plus certain : la hausse des droits de douane

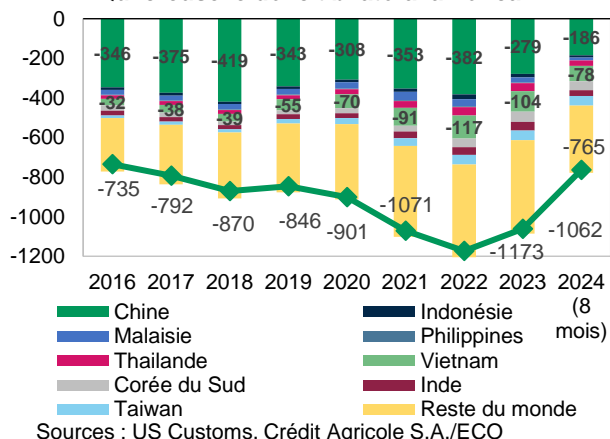
Il s'agit d'une promesse de campagne de Trump, qui a indiqué souhaiter augmenter les droits de douane sur l'ensemble des importations américaines. D'abord annoncée à 10%, la hausse des droits supplémentaires pourrait finalement être portée à 20%, et à 60% pour les importations en provenance de Chine. Une mesure qui, si elle est appliquée de manière équivalente à l'ensemble des pays devrait d'abord pénaliser les consommateurs américains, qui avaient absorbé l'essentiel des hausses des droits de douane sur les produits chinois entre 2016 et 2018. Cette fois-ci, Donald Trump a promis que ce serait bien les « entreprises étrangères » qui supporteraient ces hausses, sans que l'on ne sache vraiment comment il pourrait les contraindre à baisser leurs prix et donc leurs marges pour intégrer la hausse des tarifs.

Pour autant, il semble peu probable que les pays d'Asie soient tous logés à la même enseigne. Parmi eux, deux (la Corée du Sud et Singapour) ont signé un traité de libre-échange avec les États-Unis. Pour ces derniers, de surcroît alliés des États-Unis, le niveau des droits de douane est presque nul, même pour les produits habituellement les plus taxés (produits agricoles et produits technologiques à forte valeur ajoutée).

La Corée du Sud, qui a vu ses exportations vers les États-Unis augmenter en valeur (de 70 Mds à 116 Mds \$ entre 2016 et 2023) et en part de marché (de 3,2% à 4,2% sur la même période), au point que le pays est devenu son premier client devant la Chine, aurait beaucoup à perdre d'une dénonciation de cet accord de libre-échange. Cette menace pourrait inciter les entreprises coréennes, en particulier des secteurs de l'automobile et des semi-conducteurs, à intensifier leur développement et leur présence aux États-Unis, à l'image de ce que les constructeurs japonais avaient été forcés de faire dans les années 1980 pour continuer de vendre leurs véhicules sur le sol américain.

Le coût politique d'une telle décision serait cependant lourd : la Corée du Sud s'est fortement rapprochée des États-Unis depuis l'élection du président Yoon Suk-yeol en 2022, plus hostile à la Chine que son prédécesseur Moon. Un accord de coopération trilatérale, sécuritaire et économique avait même été signé avec le Japon en 2023. La Corée du Sud s'inquiète d'une éventuelle volonté de Trump de renouer le dialogue avec la Corée du Nord, comme il l'avait fait en 2019 et d'augmenter la

Qui creuse le déficit bilatéral américain ?



Lors de sa campagne, Donald Trump a affiché ses intentions de manière assez claire en indiquant sa volonté : i/de continuer à cibler la Chine, toujours accusée de fausser les règles du commerce mondial ; ii/de réduire le déficit commercial américain ; iii/de sanctionner les pays de contournement, exportant vers les États-Unis mais dépendant des consommations intermédiaires chinoises. Pour l'aider dans ses objectifs, il dispose

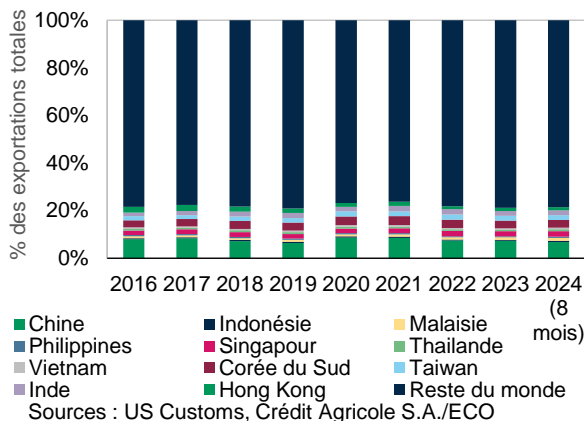


contribution coréenne au stationnement de troupes américaines sur son territoire. Dans ce contexte, l'arme commerciale pourrait être utilisée comme monnaie d'échange

Le risque pour le reste de la zone serait de voir les pays rentrer en concurrence pour obtenir le meilleur deal, au lieu de défendre des intérêts communs, par exemple en négociant au niveau de l'Asean (Birmanie, Brunei, Cambodge, Indonésie, Laos, Malaisie, Philippines, Thaïlande, Vietnam).

Si l'objectif principal est de réduire le déficit commercial américain, les États-Unis pourraient également négocier au cas par cas des accords du même type que celui qui avait été signé avec la Chine en 2020. Les pays signataires s'engageraient alors à augmenter leurs importations depuis les États-Unis. Une stratégie généralement peu payante : la signature de l'Accord Phase-1 en 2020 n'a ainsi entraîné qu'une hausse très marginale des exportations américaines vers la Chine, qui sont passées de 125 Mds de dollars en 2020 à 148 Mds en 2023, très loin des promesses de la Chine qui s'était engagée à augmenter de 200 Mds de dollars sur deux ans ses importations depuis les États-Unis. Pas sûr donc que l'administration Trump 2 se laisse de nouveau convaincre par des accords de ce type, même si les pays d'Asie (hors Chine et Japon) sont encore des débouchés très mineurs pour les États-Unis.

**Les pays d'Asie, des clients mineurs pour les États-Unis**



**Le plus nocif : le contrôle du contenu en valeur ajoutée**

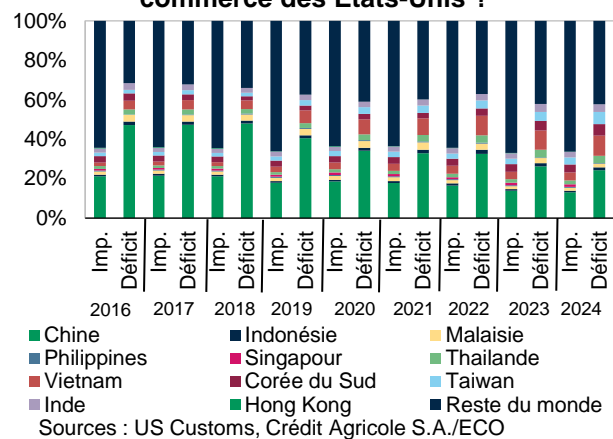
La montée des tensions commerciales sino-américaines s'était accompagnée entre 2016 et 2020 d'une forte hausse des droits de douane, qui n'ont jamais été remis en question, ni après la signature de l'Accord Phase-1, ni par l'administration Biden. Cette dernière a même poursuivi cette politique en intégrant de nouvelles hausses de droits de douane sur des produits emblématiques (acier et aluminium, batteries, véhicules électriques, panneaux solaires). Rare sujet de consensus entre démocrates et républicains, il y a peu de doute sur

le fait que la Chine va continuer à faire l'objet de mesures de rétorsion de la part des États-Unis.

Jusqu'ici, cela avait plutôt fait les affaires du reste de l'Asie. Les économies de la zone avaient ainsi tenté de se positionner dans certains secteurs stratégiques, notamment ceux pour lesquels la dépendance des États-Unis vis-à-vis de la Chine était la plus forte, afin d'attirer des entreprises soucieuses d'échapper aux droits de douane et autres sanctions éventuelles. La part des pays d'Asie (hors Japon et Chine) dans les importations américaines est ainsi passée de 14 à 20% entre 2016 et 2023, mais est surpondérée dans le déficit commercial américain (30% du déficit total).

Le Vietnam, en particulier, était apparu comme le grand gagnant de cette recomposition : sa part dans les importations américaines est passée de 1,9% à 3,7% entre 2016 et 2023, et son excédent bilatéral vis-à-vis des États-Unis a triplé, de 32 à 104 Mds de dollars sur la même période.

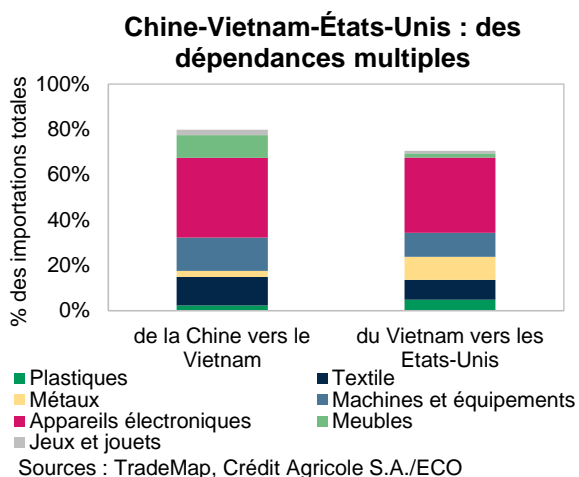
**Quelle est la place de l'Asie dans le commerce des États-Unis ?**



Problème : cette réorganisation des chaînes de valeur n'en est pas vraiment une, car le contenu en valeur ajoutée chinoise est resté sensiblement le même. Les importations du Vietnam depuis la Chine ont ainsi connu la même trajectoire que celles des États-Unis depuis le Vietnam. Elles se concentrent pour l'essentiel dans les mêmes secteurs, en particulier celui des appareils électroniques (téléphone, tablette, écran) pour lesquels le Vietnam est devenu un producteur, ou plutôt un assembleur majeur. Seuls des secteurs nécessitant moins de valeur ajoutée et de consommations intermédiaires (textile et meubles) échappent à la dépendance chinoise.

Les États-Unis perçoivent donc de plus en plus le Vietnam comme une porte d'entrée détournée des biens chinois aux États-Unis. Plus que les autres, le pays pourrait donc se retrouver sur la liste noire de Donald Trump et subir des pressions pour diminuer ses consommations intermédiaires chinoises, sous peine de se voir imposer des restrictions ou des droits de douane supplémentaires.

Dans les faits, ce genre de politique de contrôle est très difficile à mettre en place. La complexité des chaînes de valeur fait que les entreprises sont souvent incapables de remonter au-delà d'un ou deux niveaux de sous-traitance. Et surtout, qui contrôlerait ce contenu en importation ? Et ce contrôle aurait-il lieu au niveau des douanes américaines (qui n'ont pas du tout le personnel suffisant pour le faire) ou bien au niveau des entreprises, avec un dispositif de licences ? Mais là encore, qui surveillerait vraiment, et sur toute l'étendue de la chaîne ?



**Le plus discrétionnaire : l'inscription sur la liste des manipulateurs de devises**

Une autre opportunité que pourrait saisir Donald Trump pour mettre en place sa politique protectionniste est la désignation de pays « manipulateurs de devises » (*currency manipulator*). Bien qu'elle n'entraîne pas automatiquement de sanctions, cette désignation offre la possibilité aux États-Unis de prendre des mesures pour corriger un excédent commercial d'un pays tiers jugé excessif, sans enfreindre les règles de l'OMC. Historiquement, des négociations entre les États-Unis et le pays visé, parfois avec l'intervention du FMI, ont suffi à résoudre ces différends.

Le département du Trésor américain applique cette désignation aux pays se livrant à des pratiques monétaires jugées déloyales car leur conférant un avantage commercial et creusant le déficit commercial américain. Un pays est considéré comme manipulateur de devises s'il remplit trois critères : i/ un excédent commercial avec les États-Unis supérieur à 15 Mds USD ; ii/ un excédent de la balance courante dépassant 3% du PIB ; iii/ des interventions sur le marché des changes excédant 2% du PIB sur au moins huit des douze derniers mois.

D'autres facteurs, tels que la politique monétaire, le contrôle des capitaux ou la transparence des données, peuvent également être invoqués par le

gouvernement américain pour justifier la désignation de *currency manipulator*. En fait, la décision finale s'avère assez discrétionnaire et un pays peut être qualifié de manipulateur de devises sans nécessairement remplir les trois critères, comme ce fut le cas pour l'Inde en 2017. La raison invoquée était alors la « politique de change discutable » du gouvernement de Modi.

Actuellement, aucun pays n'est officiellement sur la liste des *currency manipulator*, actualisée deux fois par an par le département du Trésor. Toutefois, six pays d'Asie figurent parmi les sept présents sur la liste de surveillance (*monitoring list*) : la Chine, le Japon, Taïwan, la Malaisie, Singapour, le Vietnam. La liste regroupe les pays cumulant deux des trois critères présentés précédemment. En outre, tout pays qui représente une part disproportionnée du déficit commercial des États-Unis aux yeux du Trésor peut intégrer cette liste.

	Excédent commercial bilatéral avec US >15Mds USD	Compte courant >3% du PIB	Intervention sur le marché des changes >2% du PIB
	4 derniers trimestres, Mds USD	4 derniers trimestres, % du PIB	% PIB
Chine	277	1,4	0,5 à -0,1
Vietnam	113	5,8	1,5
Malaisie	24	1,3	-2,3
Thaïlande	41	1,4	-0,6
Singapour	-4	19,8	7,1
Indonésie	16	-0,1	0,7

Parmi les pays d'Asie du Sud-Est sur la liste de surveillance, seuls le Vietnam et Singapour cumulent deux des trois critères. Le Vietnam est particulièrement vulnérable en raison d'un excédent bilatéral de 113 milliards de dollars sur les quatre derniers trimestres et d'un excédent courant représentant 5,8% de son PIB. Singapour, avec un déficit bilatéral important vis-à-vis des États-Unis (-4 Mds USD), semble moins exposé à la menace protectionniste américaine. Enfin, la Malaisie et la Thaïlande ont un excédent commercial important vis-à-vis des États-Unis, respectivement 24 Mds USD et 41 Mds USD, mais seule la Malaisie est sur la liste de surveillance. Ces deux pays ont pu toutefois connaître par le passé des niveaux d'excédents courants plus élevés. La Malaisie semble cependant plus à risque que la Thaïlande car elle tire son excédent principalement de ses exportations de biens et non de services comme la Thaïlande (le tourisme comptant comme une exportation de services).

La loi de 1988 relative aux *currency manipulator* ne prévoit pas de mesures précises, mais elle légitime une hausse de droits de douanes, un contrôle du contenu importé en valeur ajoutée ou encore une exclusion des entreprises du pays des appels d'offre en provenance des États-Unis. Elle pourrait être

facilement utilisée par les États-Unis pour contraindre certains pays d'Asie à revoir leurs pratiques commerciales. Dans la zone, le Vietnam et la Malaisie semblent les deux pays les plus exposés à ce risque.

**✓ Notre opinion** – Avec le retour de Donal Trump à la Maison Blanche vient aussi celui de l'incertitude commerciale. La hausse des droits de douane est une promesse de campagne sur laquelle il sera peut-être difficile de revenir, surtout si Trump veut négocier en position de force avec des pays d'Asie (hors Chine) devenus commercialement plus dépendants des États-Unis. Mais le président élu a aussi mené toute sa campagne sur le thème de la lutte contre l'inflation. Or, toutes les études économiques montrent que ce sont bien les ménages américains qui ont absorbé l'essentiel de la hausse des droits imposés à la Chine entre 2016 et 2020. Appliquée totalement, la hausse des droits promise pourrait coûter jusqu'à 2 600 dollars au ménage américain moyen<sup>4</sup>, dans un jeu à somme nulle ou négative qui pourrait ne pas connaître de fin. Une contradiction de plus qui ne devrait pas faire reculer un Trump galvanisé par sa large élection.

Si le temps de la naïveté et de la « mondialisation heureuse » est effectivement terminé, cette dernière ayant contribué à détruire nombre d'emplois dans des secteurs et régions américaines s'étant tourné vers un vote Trump, la hausse des droits de douane ne résoudra pas le problème de l'emploi industriel aux États-Unis. On l'a vu, les tarifs imposés à la Chine n'ont pas provoqué de relocalisations massives d'entreprises aux États-Unis, ni même changé fondamentalement la place de la Chine dans le commerce mondial. Ils seraient en revanche un coup dur pour les autres économies asiatiques, qui y ont vu une opportunité de s'insérer plus vite dans le jeu mondial et ont adapté leur modèle en conséquence : du Vietnam à la Malaisie, des millions d'emplois, des infrastructures, des lignes de production sont en jeu. Le temps de la négociation pourrait s'avérer difficile, tant le rapport de force est déséquilibré sur le papier. Mais les pays d'Asie ne devront alors pas oublier que les voies de substitution aux produits qu'ils exportent ne sont pas évidentes, et qu'ils alimentent à prix compétitif les besoins et les envies des ménages américains qui n'ont aucune intention de renoncer à la société de consommation. Ne pas oublier enfin que l'État américain lui-même compte aussi sur eux pour financer une dette et des déficits jumeaux qui n'ont cessé de se creuser.

<sup>4</sup> Selon une étude du PIIE : [Trump's bigger tariff proposals would cost the typical American household over \\$2,600 a year | PIIE](#)

## Amérique latine

### 👉 Croissance en Amérique latine : un « survol » des prévisions du FMI

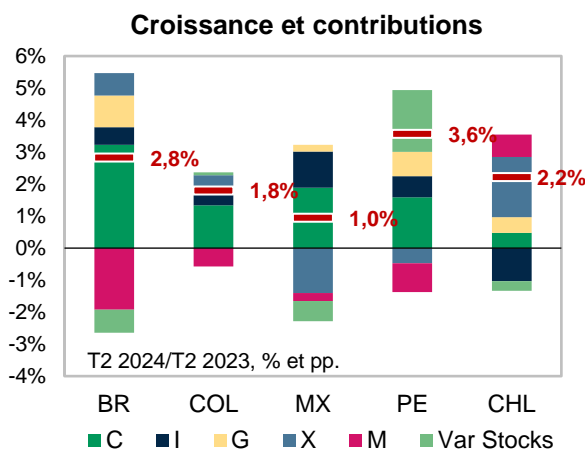
À l'occasion de la dernière publication du *World Economic Outlook*, le FMI a revu à la hausse les **prévisions de croissance des grandes économies latino-américaines**, à l'exception de celles du Mexique et de l'Argentine. Après avoir atteint 2,5% en 2023, la croissance de la région « LATAM-5 » (Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou) est désormais attendue à 2,3% en 2024. L'ancienne prévision s'établissait à 2,15%. L'amélioration anticipée est due surtout à la bonne performance brésilienne, qui ne cesse de déjouer les prévisions, qui se révèlent *ex post* toujours trop pessimistes. Les économies andines se voient également gratifier d'une amélioration de leurs prévisions de croissance. Celles-ci compensent la baisse attendue pour l'économie mexicaine. Le Mexique voit, en effet, sa croissance ralentir significativement ; la croissance y resterait faible en 2025 au regard, notamment, de celle de la région prévue à 1,9%.

Quant aux tendances générales, la **désinflation** se poursuit progressivement et s'accompagne de baisses des taux directeurs prudentes à l'exception de l'Argentine et du Brésil. Ce dernier constitue un cas un peu isolé : l'économie y reste dynamique, créant des pressions inflationnistes, contre lesquelles la banque centrale a réagi par des hausses de taux (visant également à rappeler que la situation budgétaire n'est pas pleinement satisfaisante).

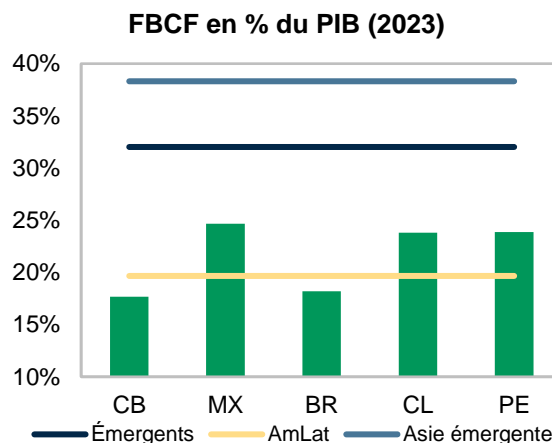
Les **marchés du travail** sont « globalement » dynamiques, avec des taux de chômage assez faibles au regard du passé, en raison de taux de participation qui n'ont pas encore partout retrouvé leurs niveaux pré-Covid<sup>5</sup>. La faiblesse du chômage a encouragé les hausses des salaires. Couplé à la désinflation, cela se traduit par une bonne tenue de la consommation privée, moteur de la croissance en particulier au Brésil. Par ailleurs, la consommation publique contribue également à la croissance, notamment (de nouveau) au Brésil.

Les **performances en termes d'investissement** sont hétérogènes. À titre d'illustration, après les fortes années 2022 et 2023, la croissance de l'investissement a ralenti au Mexique ; cela invite à la prudence sur les atouts censés être évidents en

termes de *nearshoring*. Au Chili, l'investissement a pesé négativement sur la croissance au premier semestre, mais une amélioration est attendue au cours de la seconde moitié d'année. Au Pérou, la croissance de l'investissement s'est reprise au premier semestre et les perspectives semblent satisfaisantes.



Source : LSEG Datastream, Crédit Agricole S.A./ECO



Source : FMI, Crédit Agricole S.A./ECO

Globalement, la région continue de souffrir d'un **taux d'investissement faible**, dû notamment à des coûts élevés de financement. Or, afin de profiter pleinement des opportunités de croissance offertes par la transition écologique et la réallocation des chaînes de production, source d'investissements directs étrangers (IDE), le continent a besoin d'investissements pour exploiter son potentiel en énergies renouvelables et en métaux stratégiques.

PIB (a/a, %)	2023		2024		2025	
	Oct 2024	Oct 2024	Révision	Oct 2024	Révision	
Brésil	2,9	3,0	0,9	2,2	0,0	
Chili	0,2	2,5	0,5	2,4	-0,2	
Colombie	0,6	1,6	0,5	2,5	0,0	
Mexique	3,2	1,5	-0,9	1,3	-0,1	
Pérou	-0,6	3,0	0,5	2,6	-0,1	

Sources : FMI, Crédit Agricole SA/ECO

<sup>5</sup> Le thème du marché du travail fera l'objet d'un article spécifique.

Au-delà des perspectives globales, les **histoires nationales** restent spécifiques : en termes de croissance, à la « contre-performance » mexicaine s'opposent notamment les récents succès brésiliens.

Le **Mexique** subit déjà une nette décélération de la croissance. Après les élections présidentielles (la présidente, Claudia Sheinbaum, a pris ses fonctions le 1<sup>er</sup> octobre) puis les élections américaines, l'incertitude est très élevée. Les investisseurs attendent de voir quel peut être l'impact des réformes constitutionnelles<sup>6</sup> et quelle sera l'attitude américaine afin de s'assurer (entre bien d'autres sujets)<sup>7</sup> que la tendance au *nearshoring* se poursuive. Le coup de frein subi par les IDE (-3,2% en glissement annuel au 1<sup>er</sup> semestre 2024) en témoigne. Plus récemment, l'indice d'activité économique s'est replié (-0,3% sur un mois, +1% sur un an en août). La construction publique a (bizarrement...) significativement ralenti après les élections. Les exportations en volume ont souffert d'une baisse de 3,6% (sur un an au 2<sup>e</sup> trimestre) alors que les importations augmentaient légèrement (0,5%). Le marché du travail montre des signes d'affaiblissement. Enfin, en raison de la résistance du prix des services, l'inflation est en repli mais encore trop élevée au regard de la cible (4,8% sur un an en octobre pour une cible de 3% +/- 1 pp) et empêche une baisse plus rapide de son taux directeur par la banque centrale (10,50%).

Aux « antipodes » du Mexique, l'économie **brésilienne** résiste, portée par la croissance de la consommation privée et les dépenses publiques (respectivement +4,8% et +5,4% sur un an au 2<sup>e</sup> trimestre). Même s'il ralentit, le marché du travail reste dynamique et les salaires continuent de progresser, soutenant la consommation. Portée par une demande interne encore vigoureuse, l'inflation s'est redressée (passant d'un creux à 3,7% en mai à 4,4% en septembre pour une cible à 3% +/- 1,5 pp) contraignant la banque centrale à remonter son taux directeur (11,25%). Sous l'impact d'une politique monétaire moins souple, l'économie commence à envoyer quelques légers signaux de décélération.

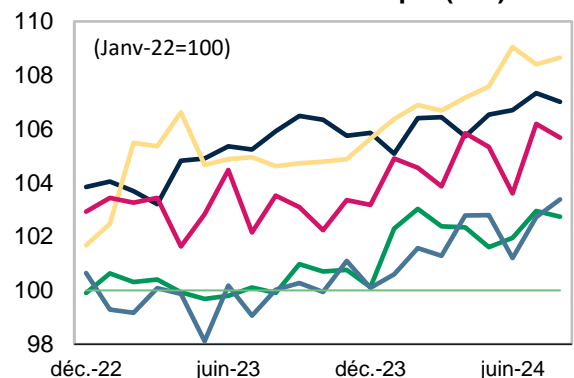
Quant aux pays andins, ils devraient enregistrer des rythmes de croissance en amélioration par rapport à 2023, une année de croissance faible voire de récession (Pérou).

La **Colombie** afficherait une croissance en accélération timide pour 2024. La banque centrale poursuit son cycle d'assouplissement mais lentement (à 9,75%, le taux directeur reste élevé) en raison, notamment, du déficit public et de la prudence que requiert la couverture du besoin de financement (dette externe et présence des non-

résidents sur le marché domestique). La baisse des taux devrait néanmoins aider la demande interne, laissant espérer une croissance plus soutenue en 2025.

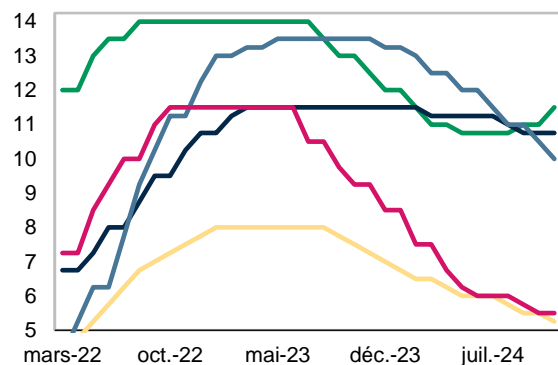
L'économie **Chilienne** reprendrait des couleurs en 2024 après une croissance tout juste positive en 2023. À son actif, une hausse des exportations en volume (+4,7% sur un an au premier semestre) qui fait un contrepoids au recul de l'investissement (-5,2% sur un an au 1<sup>er</sup> semestre). Le bon niveau des exportations s'explique aussi par les exportations de cuivre, en hausse après avoir enchaîné plusieurs trimestres en baisse. La baisse rapide du taux d'intérêt directeur (de 300 pdb depuis janvier à 5,25%) devrait en outre favoriser la reprise.

**Indice Activité Économique (cvs)**



Source : LSEG Datastream, Crédit Agricole S.A./ECO

**Taux directeurs**



Source : LSEG Datastream, Crédit Agricole S.A./ECO

Au **Pérou**, reflet d'une croissance encore poussive après la récession de 2023, l'inflation (2% sur un an en octobre) est conforme à la cible de la banque centrale de 2% (+/- 1pp) qui a très légèrement baissé son taux directeur (à 5% mais sans l'avoir monté à un niveau aussi « punitif » que dans le reste de la région). Inflation modérée et salaires nominaux à la hausse (+5,7% sur un an en septembre)

<sup>6</sup>Notamment la réforme judiciaire qui change le système d'élection des juges, la réforme sur le système énergétique qui change les priorités de Pemex ou CFE qui ne chercheront plus à faire des profits mais « l'intérêt commun », ou l'indexation du salaire minimum sur l'inflation.

<sup>7</sup> La négociation de l'accord de libre-échange USMCA, prévue pour 2026, et l'introduction de tarifs douaniers sont des risques pour le Mexique, notamment après l'élection de Trump.

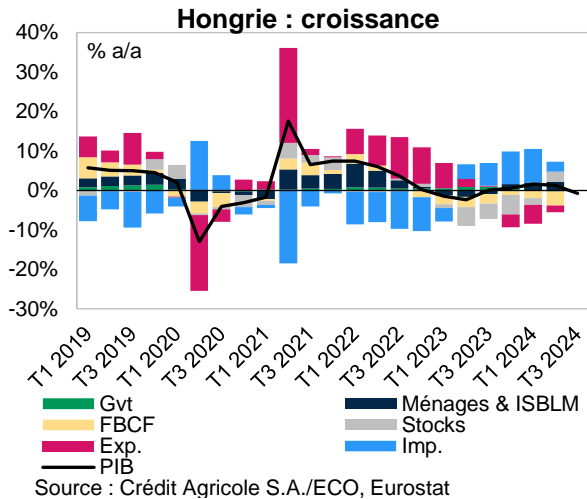
expliquent la reprise de la consommation privée (+1,8% sur un an au premier semestre). Les derniers chiffres d'activité indiquent une récupération dans les secteurs manufacturier et minier, dans lequel les investissements ont également significativement augmenté. Selon les données en volume (comptes nationaux), les exportations ont été décevantes au premier semestre. Ces résultats médiocres s'expli-

quent par une baisse des exportations de cuivre (25% des exportations totales péruviennes) de près de 4%. Quant aux IDE, la banque centrale table sur une hausse en 2024 et 2025, notamment dans le secteur minier (20% des IDE au sein desquels la Chine représente 21%).

Europe centrale et orientale, Asie centrale

**Hongrie : enfin une bonne nouvelle pour Viktor Orban**

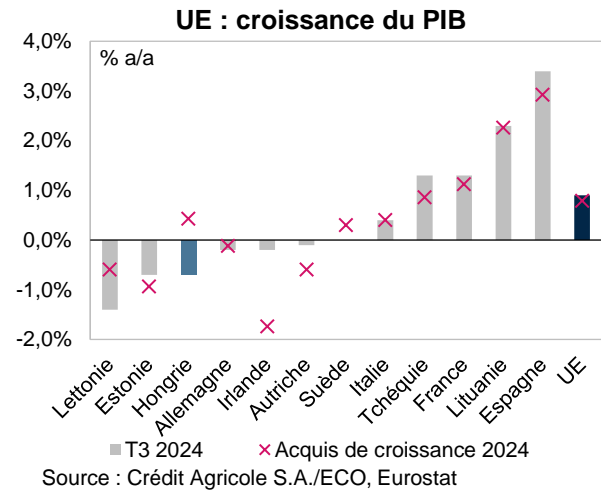
Dans les jours précédant les élections américaines, les mauvaises nouvelles se sont accumulées pour le Premier ministre hongrois.



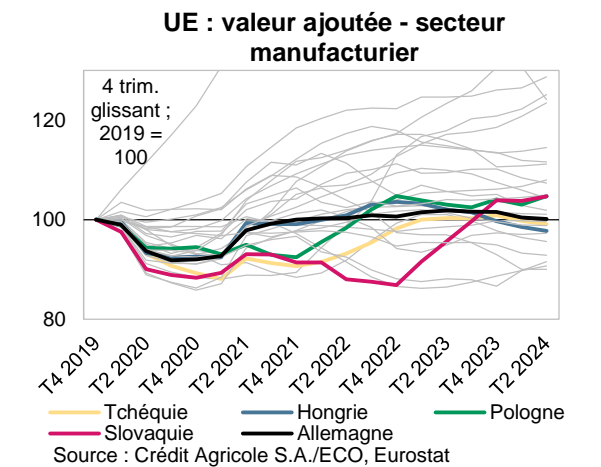
**Pour commencer, l'économie a montré des signes prononcés de faiblesses au 3<sup>e</sup> trimestre 2024.** Publiés le 30 octobre par l'Institut de statistique hongrois, les chiffres préliminaires indiquent une contraction du PIB hongrois au T3 2024 : en glissement annuel, l'activité baisse de 0,7%. En glissement trimestriel, il s'agit du deuxième trimestre consécutif de croissance négative (-0,7% après -0,2% au T2 2024), confrontant donc Budapest à une récession technique. La Hongrie était parvenue à sortir de la récession un an plus tôt (après deux trimestres de contraction en g.a.) grâce au rebond de la demande des ménages.

**Certaines composantes de la croissance ne s'étaient en réalité jamais relevées depuis la crise énergétique :** au T2 2024, l'investissement a connu son 8<sup>e</sup> trimestre de contraction en g.a. La suspension par l'UE de 20 Mds EUR de financements alloués à la Hongrie ne favorise certainement pas la reprise de cette composante. De même, la contribution des exportations a été négative du T4 2023 au T2 2024. Si, à l'échelle de l'UE, la croissance devrait également être décevante (+0,3%), la performance hongroise est parmi les pires au sein des pays dont les résultats ont déjà été publiés par Eurostat. Le pays, très intégré aux chaînes de valeur allemandes<sup>8</sup>, est entraîné par la piètre performance de son grand voisin, aussi en récession. **Par conséquent, la cible de croissance du gouvernement, à 1,5% pour 2024, devrait être difficile à atteindre,** ce qui rendra encore plus compliqué les efforts de

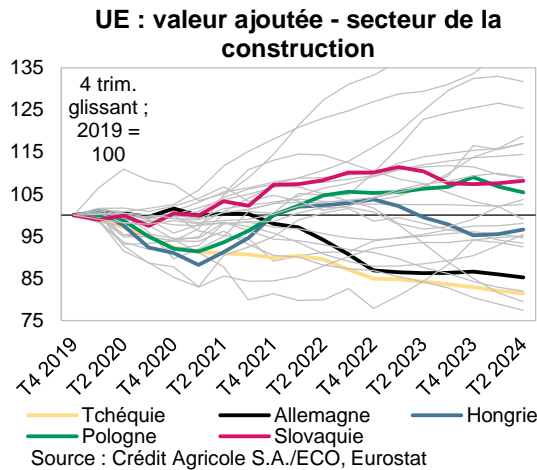
consolidation fiscale timidement entamés par le gouvernement.



**De fait, l'agriculture, la construction et l'industrie continuent d'afficher leurs faiblesses.** Selon l'Institut de statistique hongrois, ces trois secteurs contribuent négativement à la croissance à hauteur de 2 pp. La faiblesse du secteur industriel hongrois était connue, que ce soit dans la construction ou l'activité manufacturière. Cette sous-performance de la croissance par rapport au consensus doit donc s'expliquer par des difficultés dans d'autres secteurs, notamment les services, qui bénéficiaient jusque-là de la dynamique à la hausse des salaires réels. Pour ce qui est du secteur agricole, la Hongrie est le 5<sup>e</sup> pays de l'UE où il est le plus important (3,2% de la valeur ajoutée), ce qui expose l'économie à plus de volatilité dans un contexte où la région a connu une sécheresse d'une rare ampleur cet été.



<sup>8</sup> En 2023, l'Allemagne représente 26% des exportations hongroises de biens, soit 19% de son PIB.

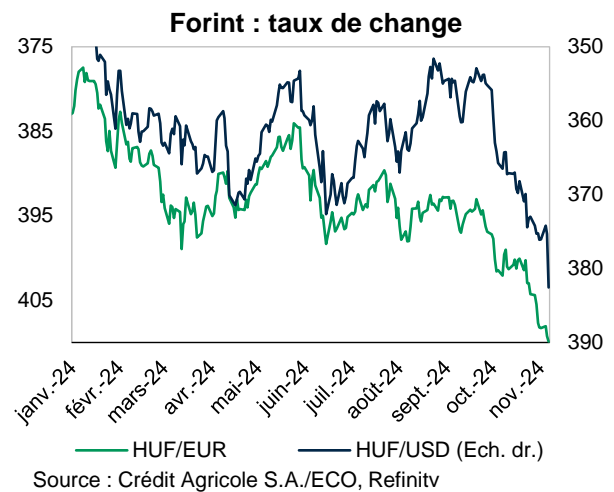


**La seconde mauvaise nouvelle pour V. Orban est venue des sondages :** pour la première fois, deux instituts ont publié des résultats montrant que le Premier ministre serait en difficulté si l'élection avait lieu aujourd'hui, l'un d'entre eux montrant le Fidesz relégué à la deuxième place pour la première fois en 20 ans. Si les élections n'auront lieu qu'au printemps 2026, la dynamique de son rival, Péter Magyar, qui a fondé son parti il y a huit mois seulement, a de quoi inquiéter Victor Orban.

**L'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis est donc la première bonne nouvelle pour le Premier ministre hongrois ces dernières semaines.** S'il n'est plus le seul dirigeant européen à soutenir D. Trump, il est le seul à avoir si ouvertement parié sur sa réélection, tant il a bâti la relation de Budapest avec Washington sur sa

relation personnelle avec celui qui est jusqu'à janvier le nouveau président élu.

**Pourtant, les gains économiques pour la Hongrie de cette victoire républicaine ne sont pas évidents.** D'ailleurs le Forint s'est immédiatement déprécié à l'annonce des résultats. Encore une fois, V. Orban semble estimer que sur le sujet chinois, sa proximité avec D. Trump protégera la Hongrie des divergences de fond qui existent entre les deux dirigeants<sup>9</sup>. De même, V. Orban fait le pari que les Européens n'iront pas jusqu'à la rupture avec la Chine, y compris dans un scénario de fortes pressions américaines, et que son pays pourra donc pleinement profiter de son positionnement de pont entre ces deux grandes zones économiques.



**✓ Notre opinion –** Fin octobre, le gouvernement hongrois a présenté son plan économique pour les années à venir. Celui-ci fait la part belle à la hausse du niveau de vie et aux transferts sociaux. La consolidation fiscale dépend quant à elle d'objectifs de croissance ambitieux : 3,4% pour 2025 et entre 3% et 5% pour les années suivantes. La contre-performance au T3 2024 met donc déjà en danger ce schéma de consolidation des finances publiques. A fortiori, plus la compétition électorale sera forte pour le Fidesz, moins V. Orban sera disposé à renoncer à ces objectifs de croissance. Les finances publiques pourraient donc être les premières pénalisées et à terme, la notation souveraine hongroise. Pour rappel, Fitch a placé une perspective négative sur la note hongroise (noté BBB), ce qui pourrait mener à une dégradation. Par ailleurs, dans un contexte fiscal contraint, le gouvernement pourrait chercher du côté monétaire pour stimuler l'économie. Dans les faits, au grand dam de l'actuel gouverneur de la Banque centrale, le gouvernement empiète déjà sur ses prérogatives monétaires en plafonnant certains taux d'intérêts (de telles mesures sont d'ailleurs incluses dans le nouveau plan gouvernemental). Or, en mars 2025, le mandat du gouverneur touchera à sa fin, laissant au Premier ministre une occasion de le remplacer par quelqu'un qui s'opposera moins à lui. À cela s'ajoute que la « bonne nouvelle » de l'élection de Donald Trump pourrait, s'il met en place son plan économique, réduire la marge de manœuvre de la Banque centrale hongroise pour réduire ses taux. En définitive, le Forint pourrait bien être la seconde victime de cet enchaînement de d'événements, surtout si les finances publiques continuent à se dégrader et que la crédibilité de la Banque centrale est érodée.

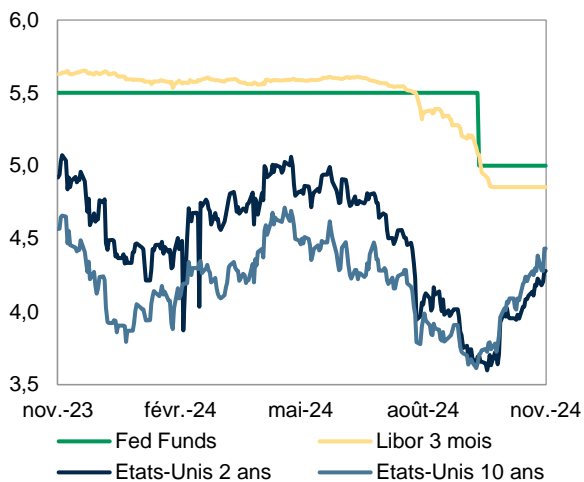
<sup>9</sup> Consulter notre publication : [Xi Jinping visite la Hongrie, une économie en rémission](#), juin 2024



## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

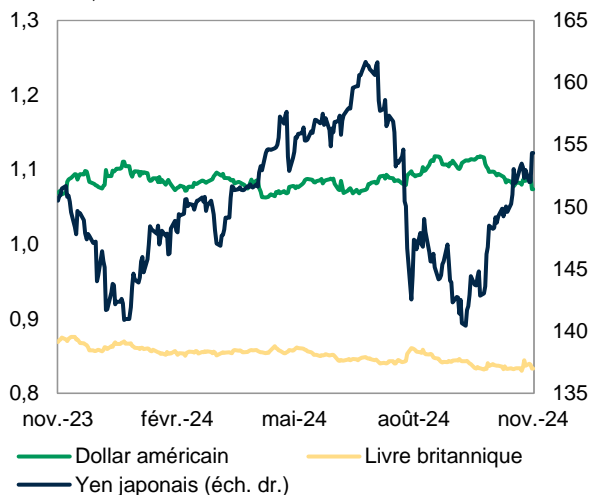
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

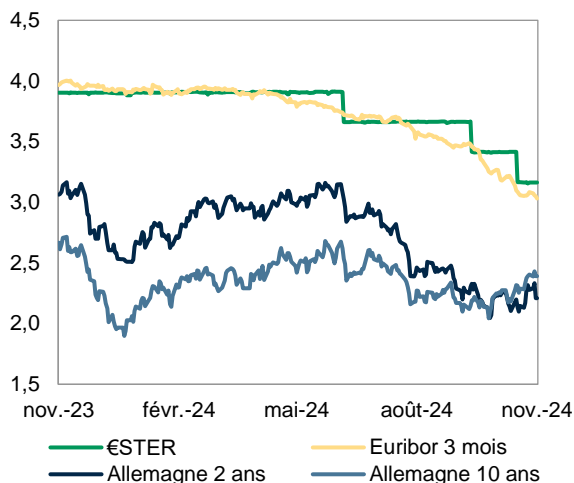
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

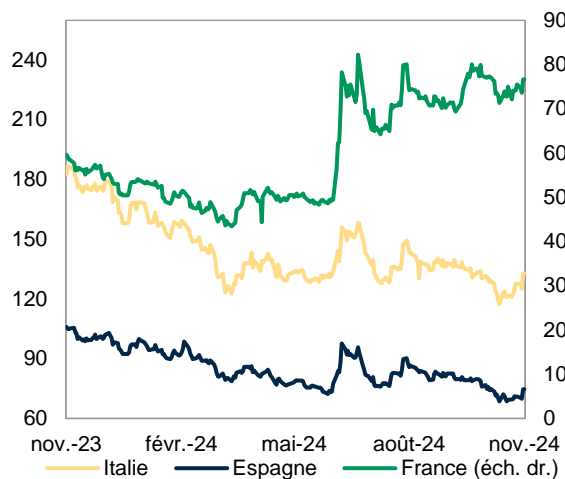
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

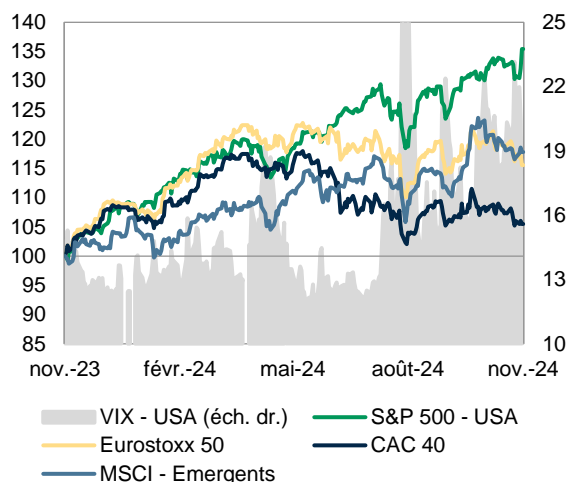
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

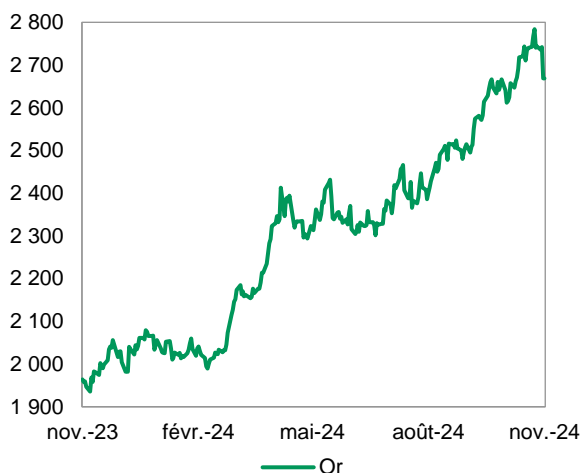
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

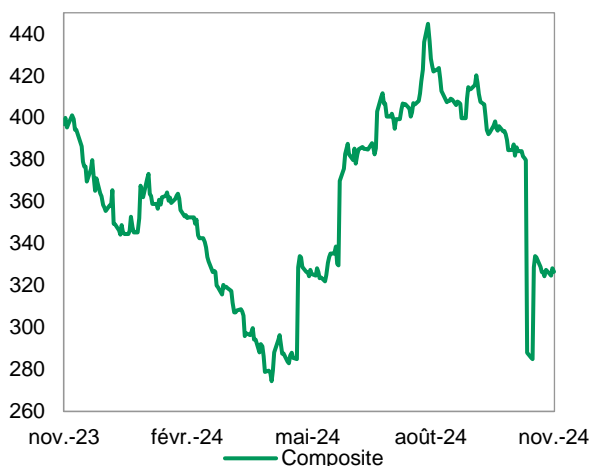
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

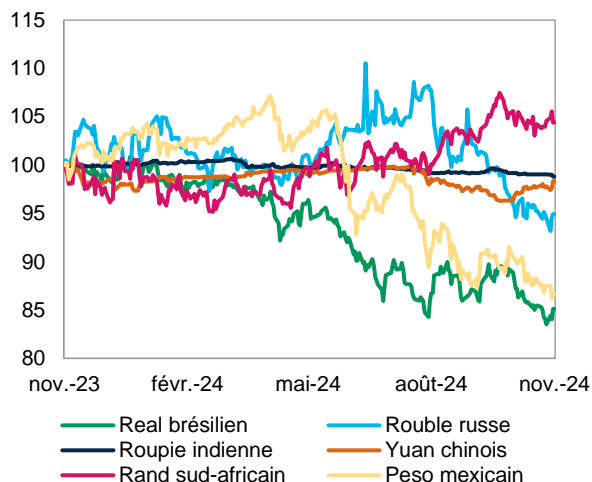
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

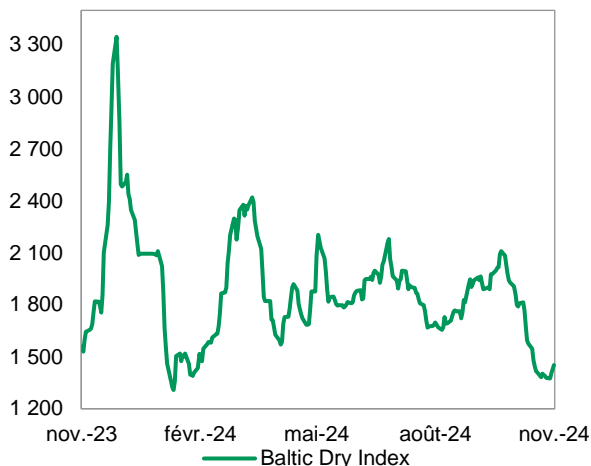
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

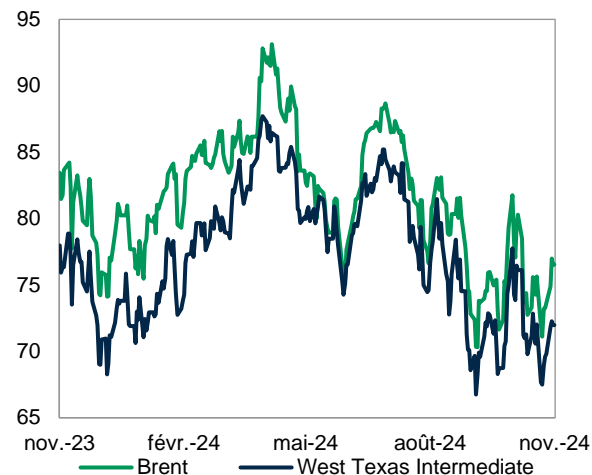
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

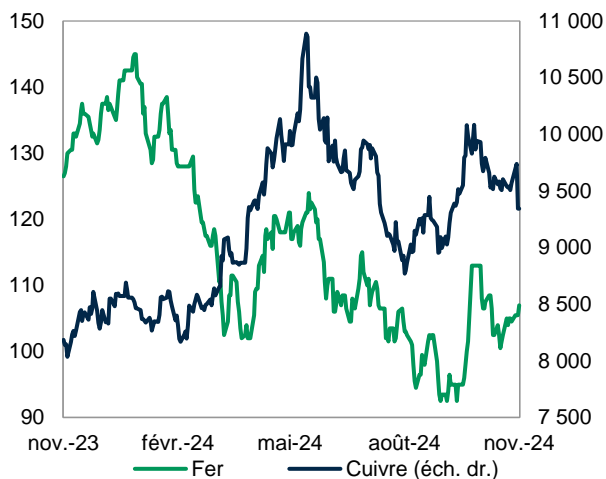
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

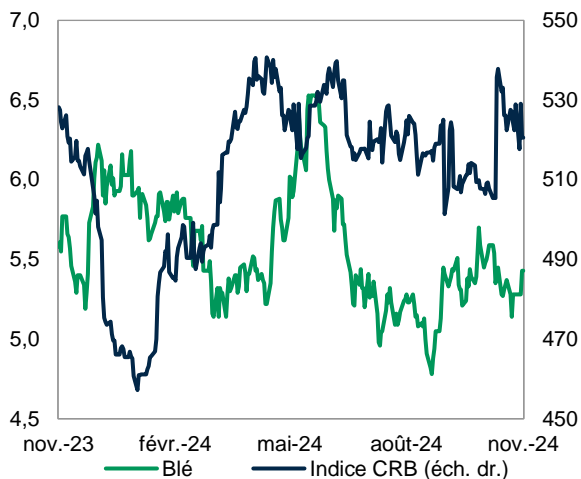
USD/tonne métrique



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 – Octobre 2024

### Des équilibres délicats

Date	Titre	Thème
06/11/2024	<u>Arabie saoudite – Au travail !</u>	Arabie saoudite
05/11/2024	<u>Géopolitique – La Russie face à la guerre longue</u>	Russie
31/10/2024	<u>La crise immobilière enterrera-t-elle les rêves de prospérité de la Chine ?</u>	Asie
30/10/2024	<u>France – Conjoncture – Flash PIB : une croissance de 0,4% au troisième trimestre, comme prévu</u>	France
30/10/2024	<u>Allemagne – Un été froid modère les perspectives de l'industrie</u>	Zone euro
28/10/2024	<u>Italie – Scénario 2024-2025 : croissance molle, retour vers le passé ?</u>	Italie
25/10/2024	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
24/10/2024	<u>Stripe, Bridge et stablecoins, la nouvelle trilogie des paiements</u>	Fintech
23/10/2024	<u>Tunisie – Le pays devient un cas d'école, sur le fil du rasoir du risque souverain</u>	Moyen-Orient
23/10/2024	<u>Espagne – La résilience du marché touristique</u>	Zone euro
23/10/2024	<u>Bulgarie – Le pays avance-t-il sans gouvernement ?</u>	PECO
22/10/2024	<u>Asie du Sud – Où en est l'assouplissement monétaire ?</u>	Asie

### 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), Jorge APARCIO LOPEZ

**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](mailto: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.*