

MONDE

# SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE 2024-2025

Trimestriel – Décembre 2023

## « *Fluctuat nec mergitur* »

Face à une inflation forte et des resserrements monétaires violents, les économies avancées ont fait preuve d'une résistance inattendue grâce à des amortisseurs de nature diverse et diversement sollicités : épargne, bilans privés sains, moindre sensibilité au choc de taux d'intérêt, marché du travail tendu, investissements encouragés par les stratégies publiques... Elles ralentissent à des rythmes variés, sûrement mais doucement. Sans s'effondrer, mais sans que l'inflation non plus ne s'effondre.

En 2023, les **États-Unis** ont échappé à la récession. Outre les soutiens, plus substantiels qu'attendu, fournis par une épargne abondante et le *stimulus* lié à la politique industrielle du président Biden, une sensibilité moindre à la remontée des taux d'intérêt a constitué le principal facteur de résilience. Le resserrement monétaire, très agressif, n'est cependant pas indolore : ses effets se diffusent simplement plus lentement et plus durablement. Affichant une croissance toujours positive mais inférieure à son taux potentiel, l'économie se maintiendrait ainsi à flot jusqu'au milieu de l'année 2024, avant que l'impact des hausses de taux d'intérêt ne morde plus significativement à la faveur de refinancements de dette. Notre scénario central table donc sur une récession mais seulement légère, à la jonction des années 2024 et 2025, car la situation financière des entreprises et, surtout, des ménages est saine. Ceux-ci devraient en outre profiter d'un marché du travail « déséquilibré » au profit de l'offre et dont le refroidissement se traduirait par une remontée légère du taux de chômage. Ils bénéficieront du recul de l'inflation qui, même si la hausse du prix des services se révèle tenace, passerait sous la barre des 3% au deuxième trimestre 2024. Notre scénario retient donc une croissance moyenne en ralentissement sensible en 2024 (à 1,2% après 2,4% en 2023) qui fléchirait de nouveau en 2025 (à seulement 0,5% en 2025) en dépit de l'accélération prévue en fin de période grâce à la baisse des taux d'intérêt.

En **zone euro**, de nombreux commentateurs dessinaient encore il y a quelques mois, voire simplement quelques semaines, un scénario de stagflation : une menace que la reprise de la demande intérieure et la désinflation éloignent. Le ralentissement est certes marqué, mais amorti par le processus désinflationniste qui permet de dessiner un scénario d'atterrissage sans fracas sur une tendance de croissance dégradée. Taux d'intérêt réels plus élevés, choc structurel de compétitivité lié à l'énergie, environnement extérieur très incertain conduisent, en effet, l'économie de la zone euro sur un rythme de croissance inférieur à un potentiel affaibli par rapport à la période pré-pandémie.

Certains des facteurs qui ont permis à la croissance européenne de fléchir sans s'effondrer, malgré une inflation en baisse mais encore élevée et une transmission puissante du resserrement monétaire, seront encore à l'œuvre en 2024. Il s'agit, surtout, de l'emploi et des salaires qui résistent au détrimement de la

productivité et des coûts salariaux unitaires. Notre scénario de croissance très « molle » s'appuie donc sur une reprise de la consommation des ménages elle-même justifiée par des créations d'emplois moins dynamiques mais toujours positives, une progression soutenue des salaires, la poursuite à un rythme ralenti de la désinflation et, *in fine*, une amélioration de la confiance laissant entrevoir une baisse de l'épargne de précaution. Passée de 8,6% en janvier à 2,4% en novembre, l'inflation totale moyenne (glissement annuel) atteindrait 5,5% en 2023, puis 2,8% et 2,5% en 2024 et 2025 respectivement. Quant à la croissance, elle serait plafonnée à 0,5% en 2023, à 0,7% en 2024 et à 1,4% en 2025.

*Si les grandes banques centrales semblent être parvenues au terme de leurs hausses de taux directeurs, elles n'en ont pas pour autant fini avec l'inflation.*

En **Chine**, un an après l'abandon brutal du zéro-Covid, la croissance demeure « plombée » par des problèmes structurels et les politiques de soutien ne parviennent pas à insuffler la confiance nécessaire à la stabilisation, puis au redémarrage. L'économie chinoise tourne en-dessous de son potentiel et demeure marquée par une insuffisance chronique de la demande domestique, qui se reflète dans l'absence d'inflation : déflation et grave crise immobilière, mais aussi population vieillissante, accumulation d'épargne de précaution et dette interne élevée rappellent le Japon de la fin des années 1980 et sa « décennie perdue ». La cible de croissance 2024 devrait être officiellement annoncée en mars lors des sessions parlementaires : elle se situerait entre 4,5% et 5%. Il semble plus probable que le gouvernement privilégie une approche plus prudente et conservatrice avec une cible autour de 4,5%, afin de ne pas prendre le risque politique de « passer à côté ». Notre prévision 2024 se situe dans cette zone, à 4,4%.

En termes de **politique monétaire**, il faudra s'armer de patience. Si les grandes banques centrales semblent être parvenues au terme de leurs hausses de taux directeurs, elles n'en ont pas pour autant fini avec l'inflation. Au recul mécanique et rapide de l'inflation totale doit succéder celui, plus ardu, de l'inflation sous-jacente qui risque de résister. Aux États-Unis, notre scénario table ainsi sur un repli de l'inflation mais retient une stabilisation de l'inflation à 2,4% et de l'inflation sous-jacente à 2,7% fin 2024, puis tout au long de l'année 2025. En zone euro, le risque d'une demande

qui alimente l'inflation a disparu, mais le canal de transmission de l'inflation par les salaires est encore ouvert et le risque d'effets de second tour ne peut être totalement écarté. L'inflation resterait supérieure à 2,4% au cours des deux prochaines années. Les rythmes d'inflation convergeraient donc lentement vers les « zones de confort » (qui restent encore floues) des banques centrales dont elles excéderaient néanmoins toujours les cibles de 2%.

Ces perspectives d'inflation justifient un scénario de desserrement monétaire prudent : en termes de baisses de taux directeurs, les attentes des marchés semblent « agressives ». Aux États-Unis, notre scénario ne table sur une première baisse de 25 points de base qu'en juillet 2024. Le rythme de baisse serait progressif, avec une deuxième baisse de 25 points de base en novembre seulement, portant la borne haute du taux des *Fed funds* à 5% fin 2024. Le recul envisagé de la croissance pourrait autoriser la Fed à accélérer ses baisses en 2025 : la borne haute se situerait à 3,50% fin 2025, un seuil sous lequel la Fed pourrait avoir du mal à passer compte tenu de la persistance d'une inflation supérieure à l'objectif et d'un taux d'intérêt neutre susceptible d'être plus élevé qu'auparavant. Quant à la BCE, sa première baisse de taux (25 points de base) interviendrait en septembre

2024. Elle serait suivie de cinq baisses de 25 points de base chacune jusqu'à ce que la BCE atteigne son taux neutre, avec un taux de dépôt à 2,50%, au deuxième trimestre 2025.

Tout comme pour la politique monétaire, notre scénario de **taux d'intérêt longs** est d'un « optimisme tempéré ». Inflation, croissance mais aussi nécessité de ne pas détendre trop rapidement les conditions financières : tout invite les banques centrales à la patience et milite en faveur d'un scénario de repli modéré des taux longs, une fois la séquence des baisses de taux directeurs véritablement enclenchée. Aux États-Unis, notre scénario retient un repli des rendements des *Treasuries*, lorsque la Fed procédera à ses premières baisses, et table sur un taux à dix ans d'environ 4% fin 2024. En zone euro, notre scénario sur les rendements des titres d'États ne « s'éclaircit » qu'au second semestre 2024. La baisse cumulée de 75 points de base en 2024 des taux directeurs de la BCE que notre scénario retient à partir de septembre devrait alors permettre aux marchés obligataires d'entamer une phase de baisse et de pentification modérées. Après s'être tendu au cours du premier semestre, le rendement du *Bund* se situerait fin 2024 vers 2,60%.

Catherine LÉBOUGRE

## Focus Géopolitique – Le mur du réel

Où en sommes-nous ? Pour l'instant, malheureusement, le cycle d'affaissement hégémonique américain se déroule à peu près comme la théorie politique le prévoit, cumulant crise de la démocratie et rivalité avec le principal concurrent chinois. Tout cela sous pression d'une urgence environnementale qui nous fait passer, qu'on le veuille ou non, d'une économie de la dépendance aux énergies fossiles à celle de la dépendance aux métaux critiques. Cette fin de cycle hégémonique est aussi un moment d'opportunité pour tous les acteurs révisionnistes<sup>1</sup>, États ou groupuscules, qui peuvent passer à l'acte dans un monde privé d'un gendarme capable de stabiliser le système global. Pour l'instant, nous sommes piégés dans ce monde du passage à l'acte, et la seule parade possible semble être la dissuasion.

C'est exactement le sens du positionnement rapide des porte-avions américains autour du théâtre de guerre israélien, afin d'éviter l'extension du conflit. C'est aussi celui du réarmement d'une Pologne qui se projette comme l'une des principales puissances de l'Otan. C'est enfin la leçon que beaucoup de pays d'Asie, Japon et Philippines en tête, ont tiré du conflit ukrainien : **la dissuasion doit être très forte et elle passe par des stratégies d'alliance. Elle doit être suffisamment crédible non seulement pour empêcher l'autre d'agir, mais aussi pour empêcher n'importe quelle puissance de modifier les *statu quo* existants.** Et cela sur tous les plans, à la fois militaires, mais aussi économiques (sanctions, mesures de rétorsion, etc.). En mer de Chine, la préservation des *statu quo* vise à empêcher les conflits, mais aussi à sécuriser des flux commerciaux dont le modèle de croissance des pays de la région reste dépendant.

### *Le monde du passage à l'acte fait naître celui de la dissuasion*

L'accord que le Premier ministre australien vient de concrétiser avec la Chine, qui va permettre de reprendre des relations commerciales plus sereinement, n'est donc pas une « normalisation », car l'alignement australien sécuritaire avec les États-Unis s'est renforcé. Il s'agit plutôt de la recherche d'un équilibre entre dépendance économique à Pékin et dissuasion. Cela n'arrêtera pas non plus le « *derisking* » des secteurs stratégiques, en premier lieu ceux qui utilisent des technologies duales (militaires et civiles). Par ailleurs, la notion de secteur stratégique peut s'élargir ou se rétrécir, selon l'État qui le définit. Sur ces mêmes bases d'équilibre de dissuasion, les Américains comme les Chinois cherchent aussi à négocier la « pause » qu'ils ont ratée l'an dernier avec l'affaire des ballons. C'est le sens de la rencontre Xi-Biden, qui n'arrêtera évidemment pas l'affrontement stratégique, et qui a surtout permis à Xi de rencontrer les milieux d'affaires américains et à Biden de désespérer publiquement Blinken en traitant la Chine de dictature juste après la réunion.

Enfin, **pour qu'une dissuasion soit efficace, encore faut-il que le risque d'incidents, y compris involontaires, soit sous contrôle – et la multiplication d'incidents entre les bateaux chinois et philippins donne une idée du risque.** Pour cela, les communications militaires d'urgence doivent donc être rétablies, après le court-circuit provoqué par la visite de Nancy Pelosi à

Taiwan. **La dissuasion, essentielle aujourd'hui pour sortir des escalades de tension, est d'abord une question de respect, et son périmètre doit être posé :** faire respecter sa souveraineté, son indépendance, sa liberté et sa dignité. Mais elle n'est évidemment rien sans les capacités à dissuader (économiquement, militairement, idéologiquement).

**Le diagnostic géopolitique mondial ne peut pas non plus se penser en dehors du calendrier des élections américaines. Au fond, c'est là qu'est le cœur du scénario.** À ce stade, ces élections s'annoncent comme un énorme *game changer* mondial : une réélection de Donald Trump, qui serait portée cette fois par un vote d'adhésion et non plus par une agrégation hétéroclite de votes de rejet des équipes en place (le fameux dégatisme), n'aurait pas le même sens politique qu'en 2016. Cela confirmerait en effet l'implantation idéologique des idées *trumpistes* dans l'électorat et parmi les élus républicains. Ne nous trompons donc pas : **dans un contexte d'extrême polarisation politique, une telle réélection ferait certainement entrer les États-Unis dans une inconnue institutionnelle, parfois sous-estimée.** En effet, l'argument de la résilience des institutions américaines – et de la quasi-sacralité de sa Constitution – est à manipuler avec de plus en plus de prudence, car les institutions ne cessent d'envoyer des signaux de blocage. En particulier, le désalignement de la Cour Suprême avec une partie de l'électorat s'accroît.

### *Le monde du deux poids, deux mesures est celui de la guerre cognitive*

**À l'extérieur, même si les États-Unis restent une hyperpuissance dans de nombreux domaines, ils ne sont plus acceptés comme modèle, non seulement par la compagnie internationale des autocrates, mais aussi par une bonne partie de l'opinion mondiale. Ils ne sont plus, depuis la guerre en Irak, le gendarme naturel du monde, à la légitimité incontestée.** Désormais, la capacité de la démocratie occidentale à assurer un traitement égal pour tous est minée par un mot-clé dont la puissance politique sidérante a été brutalement renforcée par le bombardement de Gaza : le « double standard ». Le fameux « deux poids, deux mesures ». Voilà donc les vieilles démocraties consolidées sommées d'admettre qu'elles ne respectent pas leurs promesses et contraintes, pour de bonnes ou de mauvaises raisons, d'affronter un

<sup>1</sup> Les États, les groupes ou les individus radicalement hostiles aux règles, normes ou valeurs en place. Très souvent, un acteur révisionniste est « jusqu'au-boutiste » car il considère qu'il n'y a pas d'autre moyen que la posture radicale pour mettre à bas le système tout entier (cf. *Le chemin de la paix*, Henry A. Kissinger, Denoël, Paris, 1972)

message que l'on peut résumer ainsi : ne vous mêlez plus de nos affaires intérieures, vous n'avez aucun mandat supérieur – moral ou idéologique – pour cela.

**La focalisation d'une immense partie de la population mondiale sur ces quelques mots est par ailleurs un signal stratégique majeur.** Elle pointe ce qu'un rapport de la RAND Corporation anticipait dès 1999 comme un enjeu de grande stratégie : la Noosphère<sup>2</sup>. Ce concept, inventé par Pierre Teilhard de Chardin en 1922, présupposait l'apparition progressive d'une « sphère de la pensée humaine »<sup>3</sup> et de moments de conscience planétaire globale, liés à la connectivité accrue de l'humanité. Quand les stratèges de la RAND exhument le *noos* grec et inventent la « noopolitique », le concept d'*information dominance* fait alors son entrée sur la scène géopolitique. « **Ce n'est pas celui qui a la plus grosse bombe qui l'emportera dans les conflits, mais celui qui racontera la meilleure histoire** »<sup>4</sup>.

### La bataille des récits

Bien sûr, la guerre d'influence n'est pas une nouveauté, elle est consanguine aux affrontements de puissances. Tout lecteur de Sun Tzu a compris l'avantage de gagner une position favorable en amont du combat, voire de gagner sans combattre. Joseph Nye avait quant à lui pointé l'importance du *soft power*<sup>5</sup> à l'âge de l'information. Mais, **l'enjeu de l'influence a pris une tout autre dimension au tournant du siècle, quand les nouvelles technologies ont rencontré les sciences de la cognition.** Le concept de guerre cognitive devient alors beaucoup plus opérationnel pour toutes les armées modernes, ainsi que pour tous les groupuscules révisionnistes. **Il s'agit dorénavant, en utilisant les sciences du mental, de faire basculer les croyances et les valeurs des individus, ainsi que leur capacité à décider.** Pour cela, la guerre cognitive utilise la manipulation émotionnelle, elle repère nos biais de pensée et elle s'engouffre dans nos dissonances morales (nos doutes, nos hésitations). Après la terre, l'air, la mer, le spatial et le cyber, nos cerveaux sont devenus des espaces de compétition.

Il est évident, avec la guerre en Ukraine, les attentats en Israël et le bombardement de Gaza, que l'opinion publique mondiale sera l'un des principaux champs de bataille du XXI<sup>e</sup> siècle. **Ce sera un conflit de haute intensité et nous en sommes déjà les cibles, les victimes et les acteurs. Ce ne sont plus seulement les États qui nomment amis et ennemis. Ce sont aussi et surtout les opinions publiques.** Ce sont elles qui vont adouber les vainqueurs des conflits, parfois même à rebours des événements militaires. En fait, la souveraineté politique, qui se définit justement par la capacité à nommer l'ennemi, est en train

d'échapper partiellement aux États : son sort se joue désormais dans ce qu'on appelle des arènes cognitives, c'est-à-dire des « espaces sociaux où se construisent les perceptions du monde » (réseaux sociaux, plateaux de télévision, *think tanks*, ONG, etc.)<sup>6</sup>.

**Nous sommes, et serons, soumis à des attaques cognitives de tout genre, pas seulement géopolitiques. Elles impactent par de multiples canaux, directs et indirects, les scénarios politiques et économiques.**

Tous les événements géopolitiques ou politiques ne deviennent cependant pas des prétextes à affrontement cognitif. Pour cela, **il faut qu'ils croisent un enjeu de puissance ou d'idéologie majeur, et que des acteurs particulièrement actifs dans ce domaine s'en emparent.** C'est exactement ce qui s'est passé avec les chocs de l'attentat du Hamas, puis du bombardement de Gaza, et c'est exactement le piège qui était tendu non seulement à Israël, mais à tous les gouvernements pris en tenaille par leurs opinions publiques. En revanche, la question du Haut-Karabakh, avalé en quelques jours par Bakou, n'a pas été une arène cognitive globale, malgré le drame arménien et l'importance stratégique du Caucase. La guerre informationnelle sino-américaine est évidemment une arène, et elle va durer des années. Il faut s'y préparer. Enfin, **certains moments sont particulièrement propices aux attaques cognitives et informationnelles** : ce sera le cas pour les élections taïwanaises et américaines. Quant aux questions climatiques, elles sont déjà un énorme enjeu de bataille cognitive.

Comment se déroulent ces affrontements ? Comment nous traversent-ils, en tant qu'individus et collaborateurs d'entreprises qui voulons élargir nos responsabilités dans le corps social ? Autant de questions qui se posent car nous sommes, et serons, soumis à des attaques cognitives de tout genre, pas seulement géopolitiques. Elles impactent par de multiples canaux, directs et indirects, les scénarios politiques et économiques. Elles influencent nos choix, le périmètre de notre confiance et de nos investissements. Pour y résister, il faut donc comprendre la façon dont un choc émotionnel se déploie, dans le temps et dans l'espace, par des chemins mentaux qui sont, en nous, des courroies de transmission puissantes.

**Comprendre comment la douleur de ceux qui sont exposés aux violences est instrumentalisée à travers l'émotion de ceux qui sont exposés aux mots et aux images. Comprendre le rôle économique et géopolitique de nos peurs, de nos colères, de nos empathies.**

Tania SOLLOGOUB

<sup>2</sup> J. Arquilla, D. Ronfeldt, *The Emergence of Noopolitik, Toward An American Information Strategy*, RAND, 1999

<sup>3</sup> G. S. Levit: *The Biosphere and the Noosphere Theories of V. I. Vernadsky and P. Teilhard de Chardin: A Methodological Essay*, Archives Internationales d'Histoire des Sciences, 2000

<sup>4</sup> Citation de John Arquilla et de David Ronfeldt, Le Monde, 06/06/1999

<sup>5</sup> J. S. Nye, *Bound to Lead: The Changing Nature of American Power*, New York: Basic Books, 1991

<sup>6</sup> *La guerre cognitive*, Christian Harbulot et Didier Lucas, École de Guerre Économique



# PAYS DÉVELOPPÉS

## L'atterrissage en douceur semble, enfin, se préciser

États-Unis – Une récession retardée

Zone euro – Atterrissage mou sur une tendance molle

Royaume-Uni – La politique monétaire restrictive pèse sur les perspectives

Japon – Sortie complète de la déflation lors de la prochaine reprise économique mondiale

# L'atterrissage en douceur semble, enfin, se préciser

Face à une inflation forte et des resserrements monétaires violents, les économies avancées ont fait preuve d'une résistance inattendue grâce à des amortisseurs de nature diverse : épargne, bilans sains des agents privés, moindre sensibilité au choc de taux d'intérêt, marché du travail tendu, investissements encouragés par les stratégies publiques... Elles ralentissent sûrement mais doucement. Sans s'effondrer mais sans que l'inflation non plus ne s'effondre.

## ÉTATS-UNIS : UNE RÉCESSION RETARDÉE

**En 2023, la croissance a mieux résisté que nous ne l'avions initialement anticipé et l'économie a échappé à la récession.** Plusieurs facteurs ont contribué à cette résistance dont un soutien budgétaire plus substantiel qu'attendu, lié à la politique industrielle du président Biden, et une épargne excédentaire des ménages plus abondante que notre estimation initiale ne le suggérait, à la suite des révisions du *Bureau of Economic Analysis* publiées fin septembre.

**Le principal facteur de résilience s'est toutefois révélé être une sensibilité à court terme à la montée des taux d'intérêt moindre que nous ne l'avions estimée.** Alors que ce cycle de resserrement monétaire de la Fed a été le plus agressif depuis plusieurs décennies, de nombreux ménages et de nombreuses entreprises ont pu figer le taux de leur endettement à des niveaux durablement bas, autorisant, au moins à court terme, une meilleure absorption du resserrement monétaire.

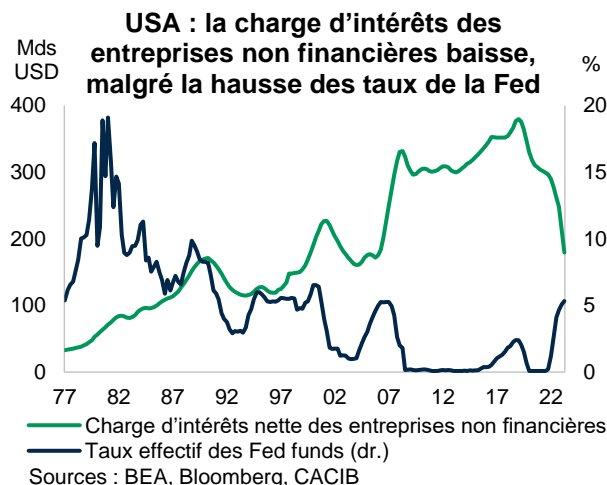
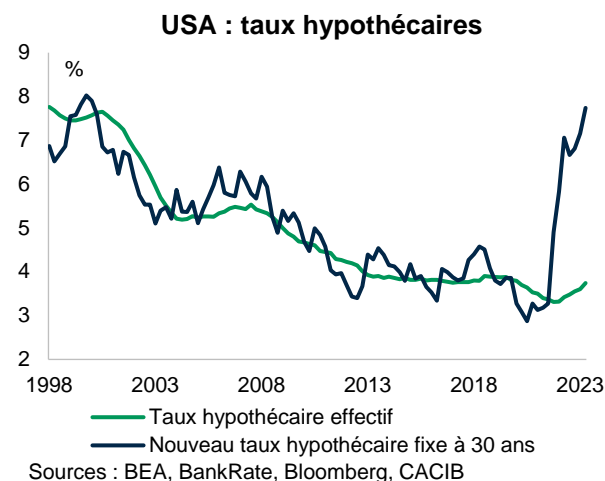
Des facteurs défavorables, notamment la reprise des remboursements des prêts étudiants et l'augmentation de l'endettement par carte de crédit, conduisent à envisager un ralentissement de la croissance à partir du quatrième trimestre 2023. Toutefois, une fois le choc initial des remboursements des prêts étudiants digéré, l'économie devrait se maintenir à flot jusqu'au milieu de l'année 2024 en raison, précisément, de sa moindre sensibilité à court terme au niveau des taux d'intérêt. Cela se traduirait par un taux de croissance inférieur à son potentiel mais toujours positif.

Si certains tablent déjà sur un rebond en 2025, notre scénario sur la fin 2024 et le début 2025 est plus réservé, en raison, essentiellement, de notre analyse sur la transmission de la politique monétaire et sur ses effets retardés.

En effet, du côté des entreprises, le montant des dettes arrivant à échéance augmentera en 2024 et continuera de croître en 2025, avec notamment une forte progression des échéances de dette *high yield* en 2025. Du côté des ménages, les effets de la hausse des taux pourraient, en outre, s'intensifier lentement avec la remontée progressive du taux hypothécaire effectif, ce que suggère déjà le début de remontée des imputés sur les dettes des ménages hors immobilier.

**Nous tablons sur une croissance moyenne annuelle de 2,4% en 2023, de 1,2% en 2024 et de seulement 0,5% en 2025, avec une réaccélération de la croissance trimestrielle au second semestre 2025, à la faveur de la baisse des taux d'intérêt.**

**Les hausses de taux ne commenceront donc réellement à se faire sentir qu'assez tard en 2024, au moment où interviendront plus de refinancements de dette, à des taux plus élevés : notre scénario retient ainsi une récession au quatrième trimestre 2024 ou au premier trimestre 2025.** Le calendrier est évidemment incertain et une récession peut intervenir plus rapidement. Le risque de rupture et de récession plus prononcée augmente à mesure des refinancements de dettes à des taux plus élevés. Nous maintenons cependant notre scénario central, qui table sur une récession certes, mais légère, compte tenu de



la situation financière saine des entreprises et surtout des ménages.

**Le soutien apporté par la politique budgétaire devrait légèrement baisser.** Les déficits resteront élevés, mais le CBO (*Congressional Budget Office*) s'attend à un léger recul du déficit primaire par rapport à ses niveaux actuels. En outre, l'accord sur les projets de loi de crédit (*appropriations bills*) nécessaires pour financer le gouvernement fédéral sur l'année fiscale 2024 pourrait nécessiter des baisses de dépenses afin d'éviter un *shutdown* lors des échéances à venir, les 19 janvier et 2 février 2024.

Finalement, notre scénario table sur une croissance moyenne annuelle de 2,4% en 2023, de 1,2% en 2024 et de seulement 0,5% en 2025, mais avec une accélération de la croissance trimestrielle au second semestre 2025, à la faveur de la baisse des taux d'intérêt.

**Le marché du travail devrait de nouveau ralentir : nous avons relevé notre estimation du pic du taux de chômage vers 4,6%.** La remontée du taux de chômage serait toutefois moindre que lors des récessions précédentes, en raison du déséquilibre inédit entre l'offre et la demande de main-d'œuvre, accentué par le départ à la retraite des *baby-boomers*. En raison de ce déséquilibre, le refroidissement du marché du travail se traduit plus par une baisse des offres d'emploi que par des licenciements massifs.

**La hausse des prix des services ne ralentit que lentement : l'inflation est devenue plus tenace,**

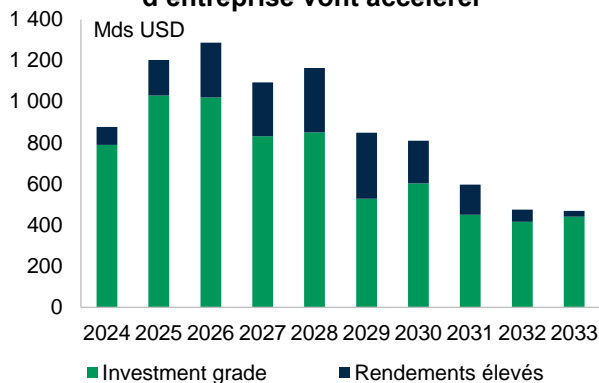
**malgré le ralentissement de l'économie. Cette situation devrait perdurer** et ce d'autant plus que les contraintes qui pèsent sur l'offre de main-d'œuvre pourraient maintenir la progression des salaires à des niveaux relativement forts, même si le taux de chômage augmente légèrement. Par ailleurs, dans l'immobilier, la faiblesse des stocks a prévenu une chute brutale de la composante « logement » de l'indice des prix.

Moyenne annuelle	2023	2024
<b>PIB</b>	2,4%	1,2%
<b>Inflation</b>	4,2%	2,6%

**Notre scénario table ainsi sur un recul de l'inflation, totale et sous-jacente, sous la barre des 3% au deuxième trimestre 2024, tout en retenant une stabilisation à 2,4% pour l'inflation et à 2,7% pour l'inflation sous-jacente sur le reste de l'année 2024, puis tout au long de l'année 2025. L'inflation ne reviendrait donc pas à sa cible avant la fin de notre horizon de prévision.** Une récession plus sévère pourrait certes entraîner une baisse plus prononcée vers l'objectif de 2%. Avec une récession seulement modérée, les facteurs de maintien de l'inflation légèrement au-dessus de l'objectif demeurent.

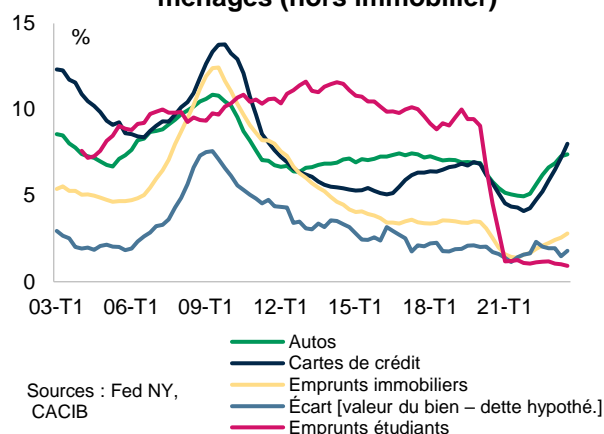
Nicholas VAN NESS

**USA : les échéances de dettes d'entreprise vont accélérer**



Sources : Bloomberg, CACIB

**USA : hausse des impayés des ménages (hors immobilier)**





## ZONE EURO : ATERRISSAGE MOU SUR UNE TENDANCE MOLLE

Reprise de la demande intérieure et désinflation éloignent un peu plus le scénario stagflationniste que de nombreux commentateurs dessinaient encore il y a quelques mois, voire simplement quelques semaines. Un léger repli du PIB au troisième trimestre, le maintien d'une croissance positive de l'emploi et une inflation en net recul en novembre continuent d'apporter de nouveaux arguments en faveur de notre scénario d'atterrissage en douceur, un ralentissement marqué mais amorti par le processus désinflationniste. Cependant, des taux réels plus élevés, un choc structurel de compétitivité lié à l'énergie, un environnement extérieur très incertain font atterrir l'économie de la zone euro sur un rythme de croissance inférieur à un potentiel affaibli par rapport à la période pré-pandémie. **La croissance de la zone euro sera plafonnée à 0,5% en 2023, à 0,7% en 2024 et à 1,4% en 2025.**

*Le redressement du pouvoir d'achat se traduit par le redressement de la consommation*

**Malgré son léger repli au troisième trimestre 2023 (-0,1% T3/T2), le PIB fournit une vision plutôt réconfortante de l'économie de la zone.** La demande intérieure s'est redressée et, après le recul de fin 2022 puis un premier semestre atone, contribue de nouveau positivement à la croissance du PIB (pour 0,2 point) grâce au rebond de la consommation privée (+0,3%) et à l'accélération de la consommation publique (+0,3%). L'investissement a en revanche stagné : la croissance positive de l'investissement en machines et équipements et en transports peine à compenser la baisse de l'investissement dans la construction. Celle-ci a été particulièrement affectée par le repli de l'investissement résidentiel, alors que l'investissement dans les autres types de constructions affiche une croissance légèrement négative depuis deux trimestres.

La faiblesse de la demande mondiale se traduit par une demande extérieure adressée à la zone euro qui

poursuit sa chute à un rythme soutenu, alors que la baisse de la demande de stocks et d'investissements freine les importations. La contribution de la demande extérieure nette a donc été nulle, exportations et importations ayant reculé au même rythme (-1,1% et -1,2% respectivement).

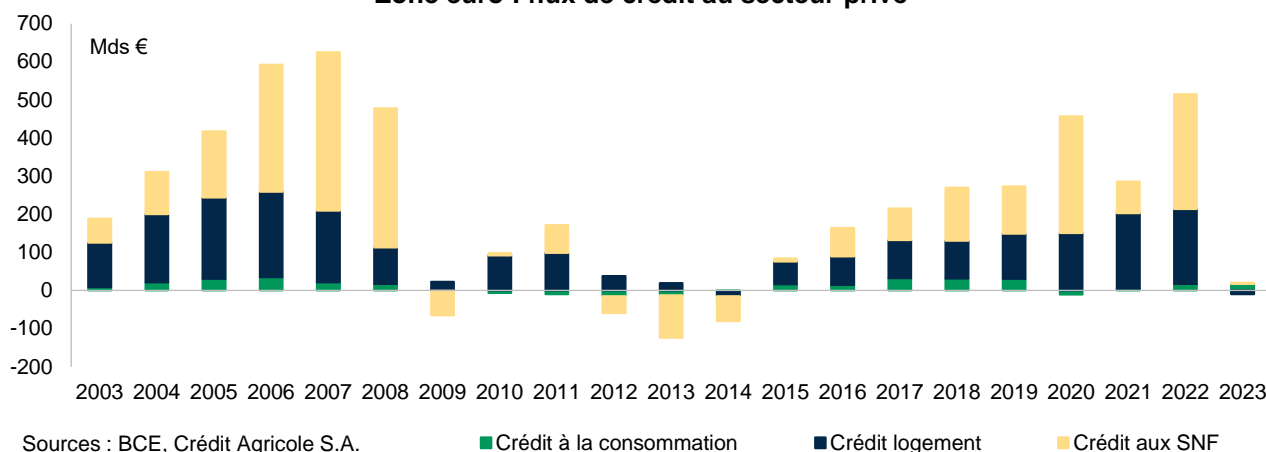
Enfin, **Le fort déstockage a soustrait 0,3 point à la croissance, réduisant ainsi le niveau des stocks après l'importante accumulation enregistrée au deuxième trimestre 2023** (avec une contribution de +0,7 point). Le stockage avait permis d'afficher une croissance positive au deuxième trimestre, en dépit de l'atonie de la demande intérieure et d'une contribution fortement négative de la demande extérieure nette. Bien que le niveau des stocks sur PIB soit encore élevé, sa baisse récente est de bon augure pour la croissance des prochains trimestres.

*L'activité se dégrade mais les défaillances ne décollent pas*

**Les enquêtes de décembre nous confirment une activité en contraction au quatrième trimestre 2023 et une confiance morose des agents privés.** L'indice PMI signale un repli fort, bien qu'en atténuation, de l'activité dans l'industrie, ainsi qu'une baisse dans les services. En novembre, selon les enquêtes de la Commission, si la confiance se redresse très modestement auprès des consommateurs, dans le commerce de détail et dans la construction, elle demeure très faible dans l'industrie.

**La dégradation de l'activité au troisième trimestre ne s'est pas traduite par une hausse des défaillances d'entreprises.** Le nombre de défaillances a baissé au troisième trimestre à un niveau désormais supérieur à celui d'avant la pandémie. Alors que les faillites augmentent dans l'industrie manufacturière, elles diminuent dans les services, où elles avaient fortement crû depuis la pandémie.

Zone euro : flux de crédit au secteur privé



Sources : BCE, Crédit Agricole S.A.

■ Crédit à la consommation

■ Crédit logement

■ Crédit aux SNF

*La transmission du resserrement monétaire est puissante, mais l'investissement productif fait de la résistance*

Les données sur la production de crédit d'octobre montrent que la transmission du resserrement monétaire se poursuit très puissamment et se traduit par une décélération des prêts aux ménages (0,6% sur un an) et une baisse plus accentuée de ceux aux entreprises non financières (-0,3% sur un an). Le retournement de l'investissement logement est acquis : il a reculé de 5% depuis le début de son repli au premier trimestre 2022. L'investissement productif reste soutenu par les besoins de transformation liés aux deux transitions et par le versement des fonds NGEU. Cependant, malgré des marges encore soutenues, la hausse des taux a réduit les revenus nets de la propriété des sociétés non-financières et le maintien d'un rythme positif de l'investissement a dégradé leur capacité de financement.

**Le retrait des mesures publiques de soutien (Covid et énergie) a érodé les liquidités, même si leur niveau reste supérieur à la période pré-pandémique.** L'enquête sur l'investissement de la Commission signale qu'une majorité d'entreprises prévoient encore une hausse de leurs dépenses en capital en 2024, mais leur part est en baisse par rapport à l'enquête conduite en avril. Les entreprises anticipent néanmoins une amélioration générale des perspectives commerciales et du financement interne. L'investissement en logement devrait poursuivre sa contraction et les autres composantes de la construction devraient rester modérées mais soutenues par les fonds NGEU dans les pays de la périphérie. Quant à l'investissement productif, il sera motivé par une augmentation de la demande intérieure et une baisse des coûts des intrants : ces stimulations pourraient compenser, en partie, la baisse des marges et l'augmentation des coûts de financement.

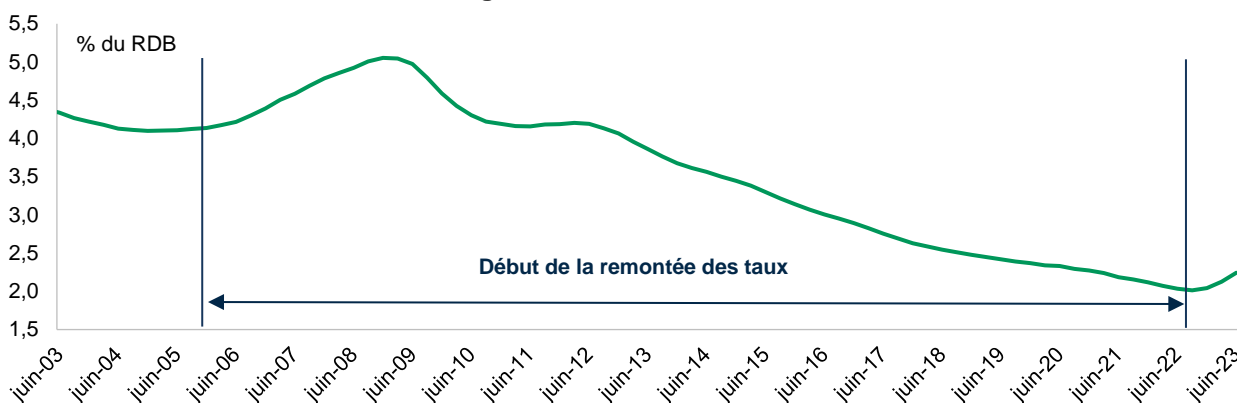
*Emploi et salaires au cœur du scénario*

La croissance de l'emploi est restée globalement positive, mais s'est essouffée dans l'industrie et le nombre d'heures travaillées a reculé. Si les salaires par travailleur ont perdu de leur dynamisme au troisième trimestre 2023 (4,9%, contre 5,4% en glissement annuel), ils continuent de croître à un rythme soutenu. Leur croissance se heurte à une baisse de la productivité et exerce une pression à la hausse sur les coûts salariaux unitaires. Le risque d'une demande qui alimente l'inflation a disparu ; le canal de transmission de l'inflation par les salaires est encore ouvert et le risque d'effets de second tour n'est pas totalement écarté. Si la BCE prévoit bien une décélération des salaires, elle attendra néanmoins que celle-ci soit bien inscrite dans les chiffres de la comptabilité nationale avant d'être rassurée. Par ailleurs, si les marges se sont un peu comprimées au troisième trimestre, la BCE souhaite continuer de surveiller les profits unitaires pour être sûre que les hausses de salaires à venir seront bien absorbées par les marges et non répercutées sur les prix de vente. Une confirmation du ralentissement des salaires et des profits à partir des données de comptabilité nationale du dernier trimestre 2023 et du premier trimestre 2024 sera donc nécessaire à la BCE avant toute décision de baisse des taux directeurs. D'autant plus que 50% des salaires couverts par le « wage tracker » de la BCE feront l'objet de renégociations au premier semestre 2024 et que c'est aussi en début d'année que les entreprises réadapteront leurs grilles de prix.

*Si le risque d'une demande qui alimente l'inflation a disparu, le canal de transmission de l'inflation par les salaires est encore ouvert.*

Créations d'emplois moins dynamiques mais toujours positives, croissance soutenue des salaires et désinflation justifient notre scénario de reprise de la consommation des ménages. Celle-ci s'est redressée après trois trimestres de reprise du revenu disponible réel. **Notre scénario prévoit que l'augmentation du pouvoir d'achat renforce la confiance réduisant ainsi l'épargne de précaution.**

Zone euro - Ménages : coût du service de la dette



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

*La Commission accentue la pression sur les États*

Après trois ans d'une forte impulsion positive à l'économie (4 points de PIB cumulés entre 2020 et 2022), l'orientation budgétaire deviendrait restrictive en 2023 et 2024, portant le déficit de la zone à 3,4% en 2023, à 3,1% en 2024 et à 2,8% en 2025. Cette modération faciliterait la maîtrise de l'inflation grâce à la compression de la demande et ne contrarierait pas le resserrement monétaire de la Banque centrale européenne. Les mesures destinées à faire face au Covid auront été entièrement supprimées en 2023, celles liées à la hausse des coûts de l'énergie en 2024. La baisse des dépenses primaires et des subventions à l'investissement (notamment le *Superbonus* en Italie et la recapitalisation d'Uniper en Allemagne en 2023) ferait plus que compenser la hausse de l'investissement public financé par les budgets nationaux, garantissant une impulsion négative. L'investissement national serait préservé et l'investissement financé par les fonds européens augmenté grâce au pic des paiements NGEU en 2024 et 2025.

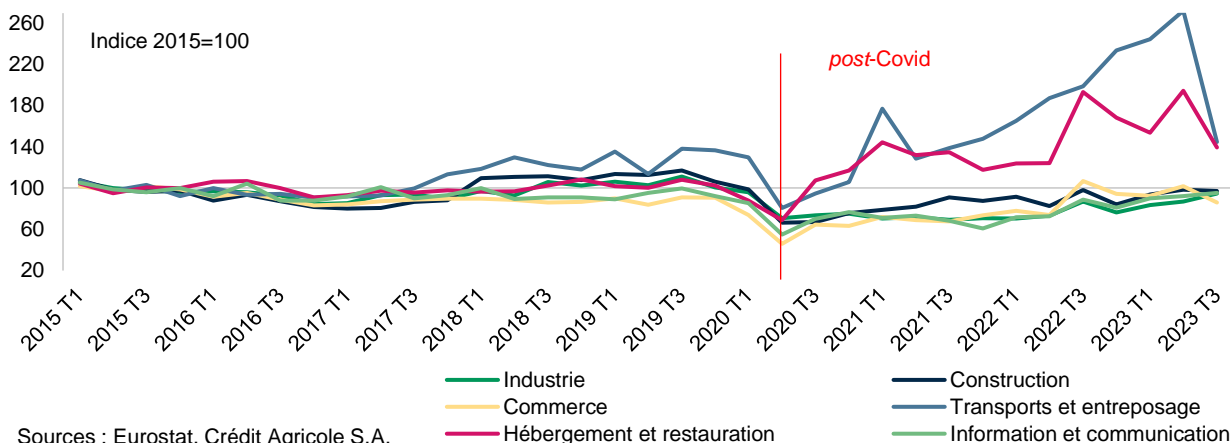
**Les conditions jusqu'ici favorables de soutenabilité des dettes se dégradent.** L'inflation, qui avait stimulé la croissance nominale en 2022 mais aussi en 2023, s'estompe, réduisant ainsi l'effet positif sur le dénominateur du ratio dette/PIB. Si le resserrement monétaire n'a eu pour l'instant qu'un impact marginal

sur la charge de la dette du fait des maturités longues, son effet va progressivement être intégré dans le coût moyen de l'encours de dette. Ainsi, l'écart entre ce taux et le taux de croissance nominal du PIB va se creuser : la stabilisation, voire la baisse des ratios dettes/PIB, va requérir des déficits primaires de plus en plus faibles (ou pour certains pays des excédents de plus en plus élevés). Des choix devront être opérés car la période *post-Covid* a été caractérisée par des hausses structurelles de dépenses et des baisses permanentes d'impôts. Cette phase de transition vers un nouvel équilibre d'inflation et de taux plus faibles va donc contraindre l'action des gouvernements. Jusqu'en 2026, la capacité de dépense pour l'investissement permise par les fonds européens continuera toutefois de limiter l'orientation restrictive de la politique budgétaire, compensant l'effort qui devra être porté par les budgets nationaux.

Moyenne annuelle	2023	2024
PIB	0,5%	0,7%
Inflation	5,4%	2,8%

Paola MONPERRUS-VERONI

**Zone euro : défaillances par secteur**



## ROYAUME-UNI : LA POLITIQUE MONÉTAIRE RESTRICTIVE PÈSE SUR LES PERSPECTIVES

Les enquêtes sont récemment devenues moins pessimistes : **l'économie britannique semble en mesure d'éviter une récession, mais une accélération significative paraît peu probable à court terme**. Après une croissance nulle au troisième trimestre 2023, provoquée par la baisse de la consommation privée et de l'investissement, les perspectives sont à la poursuite de la stagnation au cours des prochains trimestres.

**Le principal frein à la croissance tient à l'effet retardé du resserrement passé de la politique monétaire** : selon le rapport sur la politique monétaire publié en novembre par la Banque d'Angleterre (BoE), plus de la moitié de l'impact de la politique monétaire passée doit encore se répercuter sur l'économie réelle. Un délai plausible car, au regard des épisodes passés de resserrement monétaire, la part plus importante des emprunts immobiliers à taux fixe ralentit la répercussion de l'évolution des taux hypothécaires sur le revenu disponible des ménages. Le niveau élevé des taux d'intérêt pèsera néanmoins sur la consommation des ménages, l'investissement et les créations d'emplois. En retour, la faiblesse de la demande atténuera très progressivement les pressions inflationnistes domestiques dans le courant de l'année prochaine.

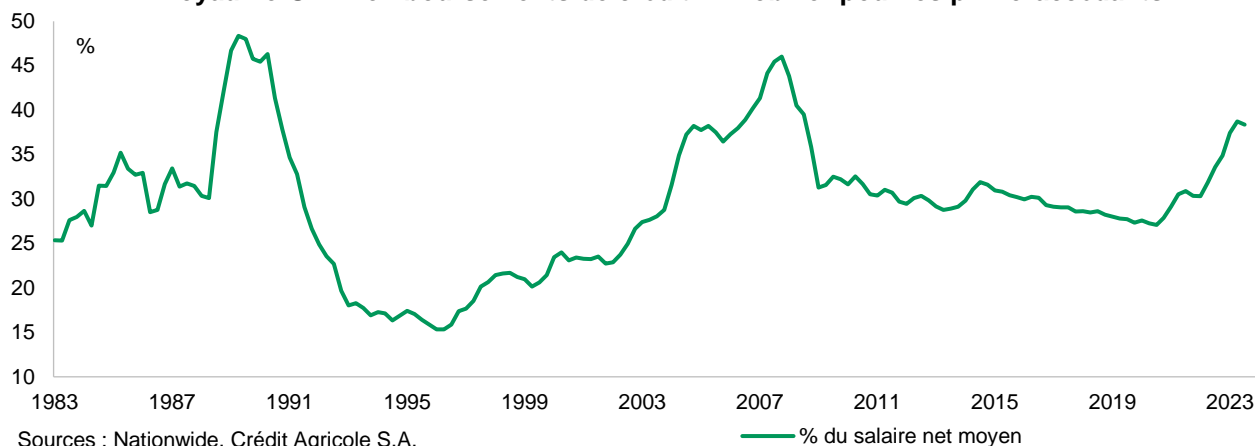
Le taux de chômage devrait dépasser 4,5% au second semestre 2024 : il sera donc supérieur au niveau révisé du taux de chômage d'équilibre de la BoE, suscitant l'apparition de capacités excédentaires sur le marché du travail. Selon notre scénario, **l'inflation devrait repasser sous la barre des 3% au deuxième trimestre 2024** et inciter la BoE à amorcer sa baisse de taux en août 2024. Toutefois, en raison de l'étroitesse du marché du travail, les risques inflationnistes restent orientés à la hausse et susceptibles de conduire à une action plus tardive de la part de la BoE.

**L'investissement, résidentiel en particulier mais aussi productif, continuera de peser sur la croissance**. Alors que les incitations fiscales ont stimulé l'investissement des entreprises en début d'année, la décision du chancelier de rendre permanente la déduction de la totalité du capital (*full expensing*) pour les investissements éligibles dans de nouvelles installations ou de nouvelles machines devrait se traduire par une baisse à court terme de l'investissement, puisque l'incitation à anticiper les investissements a été supprimée. Que l'inflation est en outre supposée poursuivre sa baisse au cours des prochains mois, les taux d'intérêt réels ont commencé à augmenter. Enfin, l'environnement politique mondial et britannique restera incertain avec des élections aux États-Unis et probablement au Royaume-Uni l'année prochaine, un ralentissement de la croissance mondiale et même une possible récession aux États-Unis.

*Le redressement de la confiance sera probablement lent mais certains facteurs favorables, notamment l'épargne excédentaire substantielle accumulée depuis la fin de l'année 2019, devraient permettre à la consommation privée de résister.*


**Le niveau élevé de coûts de financement pèse sur la confiance des consommateurs et le taux d'épargne des ménages a augmenté** (9,5% au deuxième trimestre), malgré l'augmentation des revenus disponibles réels, probablement en prévision d'un alourdissement du service de la dette. Le redressement de la confiance sera probablement lent mais certains facteurs favorables, notamment l'épargne excédentaire substantielle accumulée depuis la fin de l'année 2019, devraient permettre à la consommation privée de résister. La modération de l'inflation devrait être plus rapide que celle des revenus et permettre aux revenus disponibles réels de continuer à progresser. L'augmentation en avril 2024 de 10% du salaire minimum<sup>7</sup> et de 47% du salaire minimum pour les travailleurs qualifiés étrangers devrait stimuler les revenus disponibles, de même que les réductions

Royaume-Uni : remboursements de crédit immobilier pour les primo-accédants



<sup>7</sup> National Living Wage

d'impôts annoncées dans l'*Autumn statement* (principalement une réduction de deux points de pourcentage des cotisations sociales<sup>8</sup> payées par les salariés et les indépendants). Cela contribuera à compenser, en partie, l'augmentation de la fiscalité générée par le gel des seuils d'imposition.

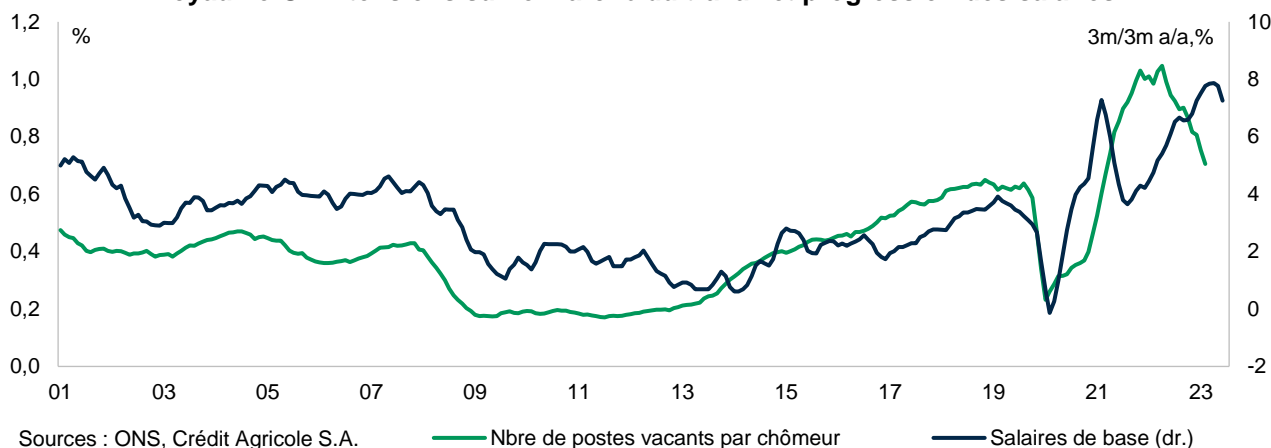
 Moyenne annuelle	2023	2024
<b>PIB</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,4%</b>
<b>Inflation</b>	<b>7,4%</b>	<b>3,4%</b>

Avec le recul des anticipations d'inflation et la baisse de la demande de main-d'œuvre, la croissance des salaires dans le secteur privé devrait continuer à se modérer dans les mois à venir. Toutefois, les pressions

hausnières sur les salaires resteront relativement fortes (la BoE prévoit une croissance des salaires du secteur privé de l'ordre de 5 à 6% l'année prochaine), en raison des facteurs structurels qui ont provoqué une remontée du taux d'équilibre du chômage : le *Brexit*, les problèmes *post-Covid* tels que les maladies de longue durée chez les personnes inactives, l'inadéquation des compétences des chercheurs d'emploi avec les besoins de l'économie. Par conséquent, malgré le caractère restrictif de la politique monétaire (et de la politique budgétaire), **la consommation des ménages devrait résister et croître légèrement en 2024** (de 0,6%, après 0,4% en 2023). Enfin, des élections générales étant probables au second semestre 2024, le gouvernement annoncera vraisemblablement un léger assouplissement budgétaire en avril 2024.

Slavena NAZAROVA

Royaume-Uni : tensions sur le marché du travail et progression des salaires



## JAPON : SORTIE COMPLÈTE DE LA DÉFLATION LORS DE LA PROCHAINE REPRISE ÉCONOMIQUE MONDIALE

*La demande intérieure va compenser la faiblesse de la demande extérieure*

**Nous prévoyons une croissance du PIB supérieure à la croissance potentielle, qui est d'environ 0,7%.**

Les signes de ralentissement de l'économie mondiale suggèrent un affaiblissement de la demande extérieure, mais celle-ci devrait être compensée par la bonne tenue de la demande intérieure et par une demande publique soutenue.

**La consommation privée devrait bien résister, sur fond de poursuite de la transition vers un monde *post-Covid*.** La décision du gouvernement de réduire l'impôt sur le revenu en juin 2024 devrait donner un coup de pouce supplémentaire à la consommation privée au second semestre 2024. Les plans d'investissement des entreprises restent ambitieux :

celles-ci augmentent en effet leurs investissements pour compenser la pénurie croissante de main-d'œuvre à laquelle elles sont confrontées. L'investissement privé dépassera probablement 17% du PIB en 2025, ce qui permettra au Japon de tourner définitivement la page de la déflation.

**La principale cause de la déflation au Japon reste l'excès d'épargne des entreprises.**

La demande privée étant toujours inférieure à son niveau pré-Covid (moyenne de 2019), il reste essentiel de maintenir des politiques accommodantes pour soutenir la demande intérieure face à un environnement extérieur moins favorable.

<sup>8</sup> National Insurance Contributions

Lors de l'ébauche des grandes lignes de l'exercice fiscal 2024, le gouvernement a réaffirmé son engagement à poursuivre la stratégie des **Abenomics**<sup>9</sup>. L'un des thèmes-clés des mesures du gouvernement Kishida pour un « nouveau capitalisme » semble être la résolution des problèmes sociaux et la stimulation de la croissance par l'augmentation des dépenses publiques dans des domaines qui tendent à être sous-investis, voire totalement laissés au secteur privé. Par conséquent, la politique budgétaire devrait rester accommodante, non seulement pour compenser les facteurs défavorables liés à l'économie mondiale, mais aussi pour stimuler les investissements privés domestiques.

*L'inflation va passer sous l'objectif de 2%, puis réaccélérer vers ce niveau*

Les principales mesures de l'inflation ont largement dépassé l'objectif de 2% fixé par la Banque du Japon (BoJ). Toutefois, l'essentiel des pressions haussières sur les prix est lié à des facteurs temporaires et non à une forte reprise de la demande intérieure. Le gouvernement et la BoJ estiment que l'économie japonaise n'a pas encore atteint son objectif d'inflation durablement stable à 2% et que des changements supplémentaires sont nécessaires pour modifier la tendance de l'inflation sous-jacente.

La principale cause de la déflation au Japon reste l'excès d'épargne des entreprises. Après l'effondrement de la bulle économique japonaise, le taux d'épargne des entreprises est devenu positif, une situation qui depuis lors a continué de peser très

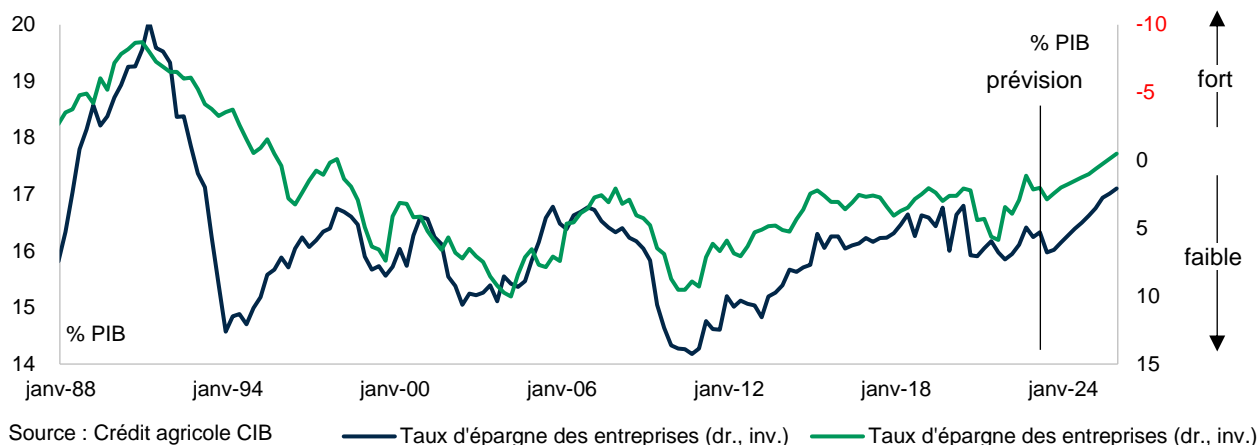
fortement sur la demande agrégée et, en retour, a renforcé les pressions déflationnistes structurelles. L'augmentation des dépenses d'investissement et le resserrement du marché du travail devraient atténuer l'excès d'épargne des entreprises et renforcer les pressions inflationnistes : le processus sera long.

Moyenne annuelle	2023	2024
PIB	2,0%	0,7%
Inflation	4,0%	2,1%

L'inflation sous-jacente (hors produits frais et énergie) commencera probablement à décélérer au premier semestre 2024, lorsque le pic des pressions haussières liées à la hausse des prix à l'importation et à la montée des coûts sera dépassé. L'inflation sous-jacente passerait sous la cible de 2% de la BoJ au second semestre 2024. Notre scénario table ensuite sur une réaccélération des prix vers 2% à mesure que l'économie mondiale se redressera et que la demande intérieure se renforcera. La hausse des salaires devrait stimuler la demande intérieure et conduire le taux d'épargne des entreprises en territoire négatif, éliminant ainsi les pressions déflationnistes et renforçant les pressions inflationnistes. L'inflation pourrait dépasser la cible de 2% de manière durable au cours de l'année 2026.

Takuji AIDA – Arata OTO

Japon : taux d'épargne des entreprises et investissement privé



<sup>9</sup> Ensemble de mesures macro-économiques mises en place à partir de 2013 par Shinzo Abe, le Premier ministre de l'époque, visant principalement à sortir le pays de la déflation.



# PAYS ÉMERGENTS

## Une étroite fenêtre d'opportunité (grande ouverte sur un paysage de problèmes structurels)

Panorama – Une étroite fenêtre d'opportunité (grande ouverte sur un paysage de problèmes structurels)

Chine – La fin du miracle ?

Brésil – « Sérénité et modération »

Russie – Plus résiliente qu'attendu

Inde – Nouvelle année de surperformance

# Une fenêtre d'opportunité (grande ouverte sur un paysage de problèmes structurels)

Le premier semestre pourrait bénéficier d'un vague alignement des étoiles, avec du mieux en Chine, une reprise du cycle électronique et une désinflation qui se poursuit dans de nombreux pays. Les facteurs de risque n'en demeurent pas moins très nombreux.

**Les pays émergents pourraient profiter d'une situation conjoncturelle un peu plus favorable sur la première partie de 2024, grâce la combinaison de plusieurs facteurs.** Cela leur permettrait de maintenir une croissance correcte, prévue à 3,7% en 2024 pour les vingt-cinq plus « gros » pays. Cela devrait aussi élargir le différentiel de croissance par rapport aux pays développés et l'emmener vers le niveau de 2019 (un peu moins de 2 points de pourcentage) ; loin cependant des années fastes du cycle de rattrapage accéléré, du début des années 2000 jusqu'à la crise financière de 2009 (environ 4 points de pourcentage).

**En fait, le terme « pays émergents » devient de moins en moins approprié à un monde qui peine à croître et qui, à mesure qu'il sera contraint de réviser sa grammaire de la mondialisation, va également imposer aux pays moins avancés de réfléchir autrement à leurs modèles de croissance.** Il va falloir s'ancrer de plus en plus sur les demandes domestiques, et pour ceux qui peuvent en profiter, parier sur la réorganisation des chaînes de valeur.

*Plusieurs facteurs pourraient se conjuguer favorablement sur la première partie de l'année*

**Dans l'immédiat, la Chine devrait retrouver un peu de dynamisme à court terme : c'est le premier facteur de soutien des émergents au premier semestre 2024.** Évidemment, cela ne change pas grand-chose aux interrogations structurelles qui ont valu à Pékin la dégradation de son *rating* par Moody's. Clairement, la Chine n'est plus le même objet économique ; elle n'apporte plus les mêmes promesses et elle charrie un lot élevé d'incertitudes. Mais les

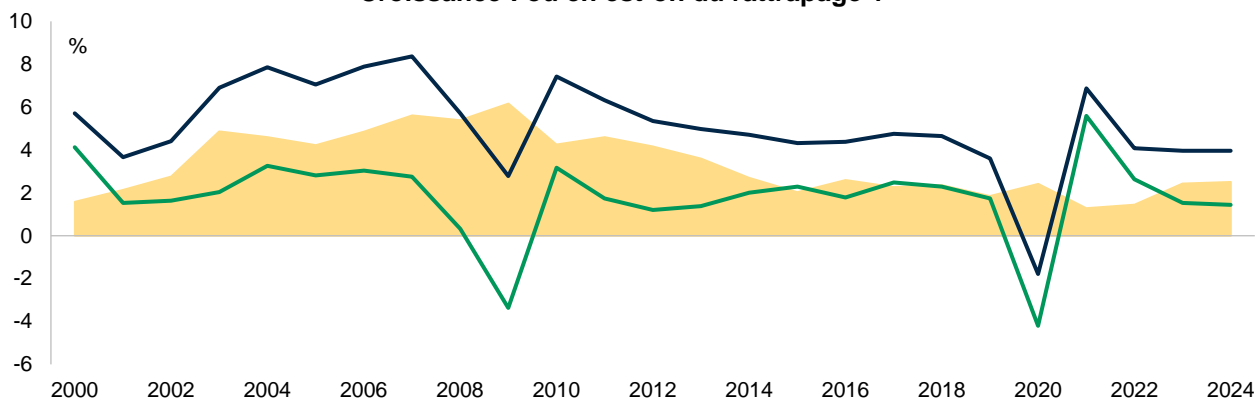
effets de taille et de gravité restent puissants et le moindre mouvement conjoncturel favorable déclenche immédiatement un mieux lisible sur les comptes extérieurs des nombreux pays émergents dont elle est le premier partenaire commercial.

C'est particulièrement le cas en Asie, où le commerce intra-zone reste plus élevé qu'ailleurs, et où les modèles de croissance des pays sont plus ouverts, plus dépendants des exportations. La croissance vietnamienne, par exemple, est très sensible au commerce extérieur et devrait être dynamique en 2024. À cette légère reprise chinoise s'ajoutent par ailleurs les signaux favorables d'un cycle électronique en redémarrage, qui va tirer beaucoup de pays asiatiques. Déjà, les exportations coréennes augmentent vigoureusement depuis deux mois, après une longue période de déclin. Ce commerce intra-asiatique devrait enfin bénéficier des tentatives de pauses géopolitiques que plusieurs pays cherchent à négocier avec la Chine, Australie et Corée en tête. Quant au rapprochement politique de Séoul et du Japon, il pourrait stimuler de nouveaux échanges (une ligne de *swap*, fermée depuis 2015, a été réouverte), tandis que Taïwan accélère ses investissements dans le secteur des semi-conducteurs japonais.

*La normalisation monétaire en Amérique latine et en Europe centrale*

**De l'autre côté du globe, en Amérique latine, outre le léger mieux chinois, la croissance devrait profiter d'une normalisation monétaire lente apportant un peu d'air à la demande domestique.** Évidemment, ce n'est pas assez pour relever la

Croissance : où en est-on du rattrapage ?



Sources : FMI, WEO, Crédit Agricole S.A.

■ Différentiel ■ Pays avancés ■ Pays émergents et en développement



croissance potentielle toujours trop faible du Brésil ou du Mexique, mais c'est un plus conjoncturel. **Ce sera également le cas en Europe centrale** bien que les taux d'inflation y restent plus élevés que dans les autres zones, toujours contraints par des marchés du travail tendus, et plus marqués par les effets de la guerre voisine. En Pologne, la hausse des salaires minimums et des revenus réels dans le secteur public devrait soutenir la demande et la croissance en 2024. Surtout, la Pologne est en train de s'engager dans un cycle bien plus favorable, où l'alignement des planètes entre économie et virage politique devrait porter la confiance des investisseurs. Mais la route va être longue pour faire évoluer les institutions, marquées par le parti PIS, dans un pays qui reste par ailleurs politiquement très clivé.

*Deux guerres majeures se déroulent, qui peuvent toujours bifurquer vers des scénarios négatifs. Les effets en seraient immédiats sur les pays les plus fragiles de la proximité.*

Globalement, l'inflation des pays émergents n'est donc pas loin d'être revenue aux niveaux pré-Covid, si l'on met bien sûr de côté les *outsiders* que sont toujours la Turquie et l'Argentine – où les effets du programme ultra-libéral et de la tronçonneuse (encore faut-il qu'elle soit utilisée) du nouveau président restent à mesurer, mais nous laissent pour l'instant sceptiques... **En Turquie, en revanche, bien que l'inflation soit encore à 62% en novembre, les excentricités monétaires ont cessé et les composantes sous-jacentes de la hausse des prix, hors énergie, commencent à baisser.** Le point haut du cycle de rééquilibrage monétaire se rapproche. En revanche, la position turque sur le conflit israélien crispe à nouveau les relations turco-américaines, ce qui crée des risques de sanctions et un univers institutionnel toujours difficile à maîtriser pour les investisseurs.

*Incertitude et volatilité à surveiller*

**Croissance plus résiliente et normalisation monétaire pourraient donc constituer le tableau du premier semestre des émergents. Mais tout cela s'inscrit, bien sûr, dans un contexte de faible**

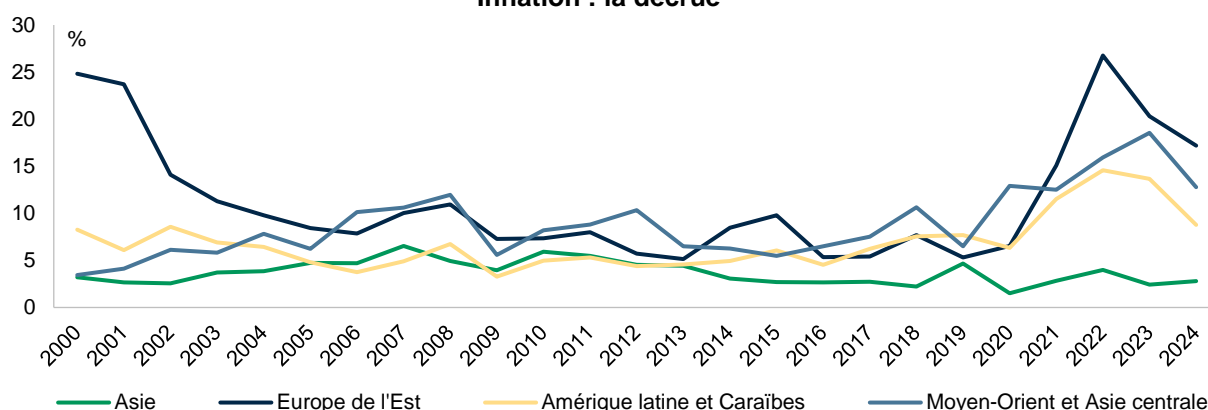
**croissance générale et de très forte incertitude, source de la volatilité.** Celle-ci va s'accroître sur la seconde partie de l'année avec les élections américaines – et il faut rappeler que les États-Unis restent le déterminant essentiel de la conjoncture des grands émergents. Par ailleurs, de nombreuses élections vont avoir lieu dans les pays moins avancés, qui peuvent aussi créer des effets ponctuels de défiance, comme on l'a vu récemment, par exemple, sur les flux de portefeuille vers la Thaïlande (élections en Indonésie, au Pakistan, en Inde, en Roumanie, en Afrique du Sud, au Sri Lanka, en Croatie...). En particulier, les élections à Taïwan vont rester l'un des points culminants d'une géopolitique mondiale qui peut entraîner à tout moment une forte volatilité économique et financière.

**Enfin, dernier facteur d'instabilité et non des moindres, deux guerres majeures se déroulent, qui peuvent toujours bifurquer vers des scénarios négatifs.** Les effets en seraient immédiats sur les pays les plus fragiles de la proximité, comme l'Égypte notamment. D'ores et déjà, les investissements de portefeuille et les revenus des travailleurs à l'étranger s'y sont fortement réduits ; cela va s'ajouter à la chute des flux touristiques, compliquant un peu plus l'année prochaine la situation des comptes extérieurs et du change. Certes, le FMI continue de soutenir le pays et les privatisations se poursuivent, mais le pilotage du pays semble toujours enfermé dans le court terme et la dépréciation du change en creuse l'appauvrissement. Ainsi, même si le conflit en Israël est en apparence limité (à ce jour), les effets confiance sont bel et bien là, qui se déploient en creux sur les pays fragiles de la périphérie immédiate.

*Un peu plus loin...*

**En Arabie saoudite, les années se suivent et ne se ressemblent pas pour le premier exportateur mondial d'or noir.** Après une très bonne conjoncture pétrolière en 2022, où la combinaison d'une hausse de 11% de la production à plus de dix millions de barils par jour et d'un prix du baril élevé à 101 dollars en moyenne, avait poussé la croissance du PIB à 8,9%, le tableau n'est plus du tout le même en 2023 : le prix du

**Inflation : la décrue**



Sources : FMI, WEO, Crédit Agricole S.A.

baril s'établit à 82 dollars en moyenne sur onze mois et la production est en baisse en raison du plafonnement dans le cadre de l'accord OPEP+. Ce double effet « prix et volume » est à l'exact opposé de 2022 et la croissance devrait soit stagner, soit se contracter légèrement cette année, avant de se redresser en 2024. Cette conjoncture volatile rappelle le caractère rentier du pays, loin d'être aussi diversifié qu'il le voudrait. Cela explique aussi que la priorité absolue pour Riyad reste la réalisation de son plan de transformation 2030, dont le conflit à Gaza ne doit pas la détourner. C'est certainement un facteur qui va jouer son rôle dans les scénarios et la stratégie géo-économique de ce pays, et de toute la région, dans les mois à venir.

*À long terme, le mur du réel*

**À plus long terme, la grande question économique, pour la plupart des pays émergents, reste bien sûr celle de leur capacité à capter les fruits d'une réorganisation en cours de chaînes de valeur.** Qu'on l'appelle *friendshoring*, *nearshoring*, découplage ou *derisking*, peu importe, la seule chose certaine c'est que les investisseurs cherchent aujourd'hui à réorganiser leurs chaînes de production, pour se prémunir des risques de pénuries sporadiques. Le maître-mot est celui des risques de chocs par l'offre, qui peuvent encore créer de nombreuses surprises sur la structure des prix relatifs.

**Les agences de notation estiment que le *rating* de nombreux pays émergents pourrait profiter, à terme, de cette réorganisation**, que ce soit grâce à leurs matières premières, comme l'Indonésie, le Chili,

ou le Congo ; ou bien grâce à de nouveaux flux d'investissements directs étrangers, notamment au Vietnam, en Inde et au Mexique.

Moyenne annuelle	2023	2024
PIB	3,7%	3,8%
Inflation	6,6%	5,1%

Ces trois pays, généralement cités en pole position du *derisking*, devraient tirer parti à la fois de leur localisation, du coût de leur main-d'œuvre, et d'une situation politique considérée comme « rassurante » (bien que cela soit très discutable). Effectivement, le Vietnam enregistre une hausse de près de 15% des promesses d'investissements sur onze mois en 2023, et le Mexique passe devant la Chine pour ses exportations vers les États-Unis. Cependant, dans les trois cas, ces promesses d'avenir vont aussi devoir affronter les nombreux blocages structurels qui caractérisent ces pays : surcharge du réseau et coupures d'électricité au Vietnam ; insuffisances d'infrastructures et problème du marché du travail en Inde ; gouvernance opaque au Mexique, où les gains de productivité dans le nord ne se diffusent toujours pas au sud... **Il faut être réaliste, la frontière qui sépare d'une autre mondialisation va être difficile à franchir.**

Tania SOLLOGOUB

## CHINE : LA FIN DU MIRACLE ?

La décision prise par l'agence Moody's de dégrader la perspective de la notation souveraine de stable à négative s'ajoute à la liste des inquiétudes persistantes autour de l'économie chinoise. Un an après l'abandon brutal du zéro-Covid, la Chine demeure enlisée dans ses problèmes structurels et ne parvient pas à insuffler la confiance nécessaire pour stabiliser la croissance.

### 2023 n'a pas confirmé les espoirs de reprise

L'année 2023 avait pourtant bien commencé : la fin des restrictions sanitaires avait permis de relancer la consommation de services, mise à mal par trois années de Covid. Mais l'effet d'entraînement a été de courte durée. Dès le deuxième trimestre, la croissance a ralenti et les doutes ont refait surface. L'économie chinoise tourne en-dessous de son potentiel et demeure marquée par une insuffisance chronique de la demande domestique, qui se reflète dans les chiffres de l'inflation. Cette dernière a été nulle ou négative depuis juin, ce qui a poussé la banque centrale à mener une politique monétaire plutôt accommodante, à rebours de celles pratiquées dans le reste du monde.

Cette déflation, couplée à la grave crise que traverse actuellement le secteur immobilier, n'est pas sans rappeler le Japon de la fin des années 1980 et sa « décennie perdue ». La Chine partage nombre de points communs avec son voisin : une démographie vieillissante, une accumulation d'épargne de précaution, une dette élevée et une faiblesse de la demande pouvant engendrer ce phénomène de trappe à liquidités. C'est sur ces points, et notamment celui de l'endettement, qu'a insisté Moody's pour justifier sa décision.


### 2024, quelle cible de croissance ?

La cible de croissance 2024 devrait être annoncée en mars lors des sessions parlementaires, mais des chiffres commencent d'ores et déjà à circuler. D'après le consensus, elle se situerait entre 4,5% et 5%. Une cible élevée enverrait un message fort aux acteurs économiques : un message signalant que les autorités sont prêtes à accentuer leur soutien à la croissance, en

débloquant de nouveaux moyens budgétaires. Pour autant, il semble plus probable que le gouvernement privilégie une approche plus prudente et conservatrice avec une cible autour de 4,5%, afin de ne pas prendre le risque politique de « passer à côté ».

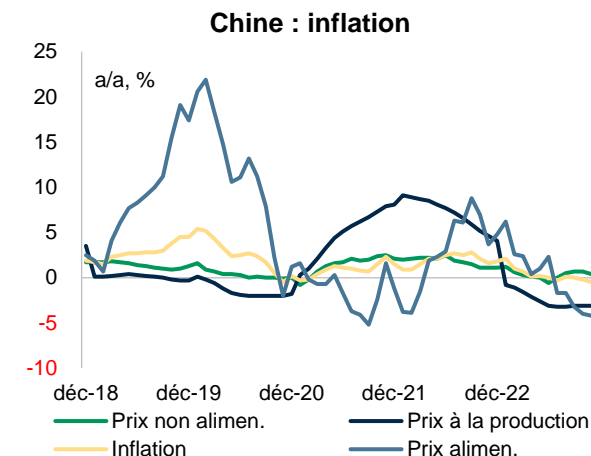
*Dès le deuxième trimestre 2023, la croissance a ralenti et les doutes ont refait surface.*

**Notre prévision 2024 se situe dans cette zone, à 4,4%.** Elle implique une contribution légèrement négative du commerce extérieur, en raison d'une demande mondiale en ralentissement, toutefois compensée en partie par un yuan faible ayant permis de regagner des parts de marché. Si la banque centrale est intervenue au cours des derniers mois pour soutenir le cours de sa devise face au dollar, le niveau actuel, autour de 7,15 yuans pour un dollar semble lui convenir et devrait donc être maintenu.

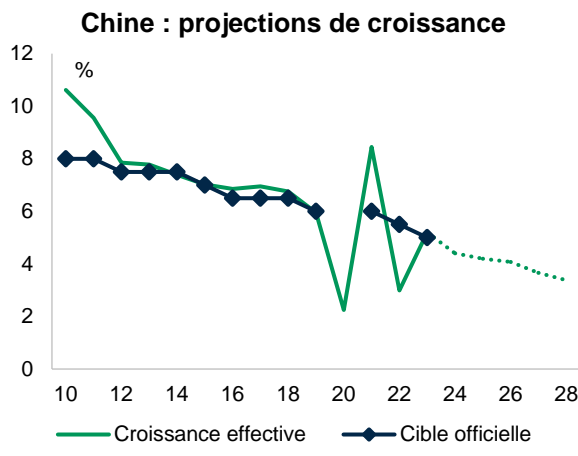
 Moyenne annuelle	2023	2024
PIB	5,2%	4,4%
Inflation	0,3%	1,3%

Sans mesure ciblée, la consommation domestique ne devrait pas tirer l'économie. L'investissement continuerait quant à lui de bénéficier d'une politique monétaire favorable. La banque centrale chinoise n'exclut en effet pas de nouvelles baisses de ses taux directeurs, mais aussi de mesures de relance, destinées aux infrastructures et au marché immobilier. Des mesures insuffisantes toutefois pour susciter le choc de confiance attendu tant par les ménages que les investisseurs. L'année 2023 devrait se conclure par des entrées nettes d'investissements directs étrangers négatives, une première pour l'économie chinoise.

Sophie WIEVIORKA



Source : NBS



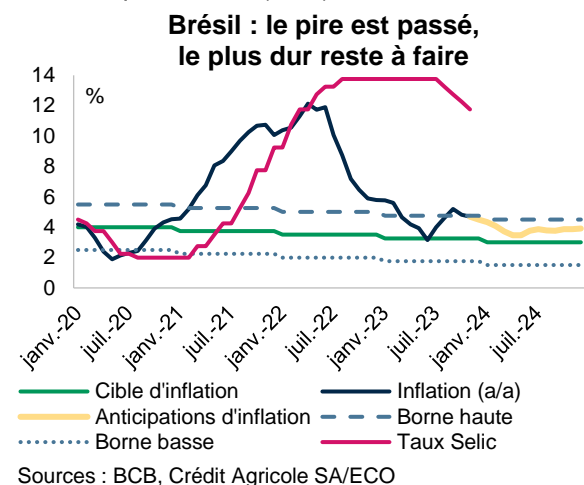
Sources : FMI, Crédit Agricole S.A/ECO

## BRÉSIL : « SÉRÉNITÉ ET MODÉRATION »

Malgré l'ajustement budgétaire (incomplet) et une politique monétaire désormais très restrictive<sup>10</sup>, la croissance moyenne a très bien résisté : elle avoisinerait 3% en 2023. Un ralentissement naturel se dessine désormais nettement (croissance trimestrielle limitée à 0,1% au troisième trimestre après 1,4% et 1% aux premier puis au deuxième trimestres). Au recul de l'investissement<sup>11</sup> continue cependant de s'opposer le dynamisme de la consommation des ménages portée par la croissance des revenus réels que soutiennent la désinflation, la bonne tenue du marché du travail (baisse du taux de chômage à 7,6% en octobre malgré la légère hausse du taux de participation à près de 62%) et l'augmentation des prestations sociales. Du côté de l'offre, après avoir bondi, l'agriculture « corrige », l'industrie s'essouffle, mais les services résistent. La décélération devrait se poursuivre à un rythme modéré et permettre à la croissance de se replier sans s'effondrer.

*La BCB semble rassurée par l'amélioration du scénario international (notamment américain) et la désinflation sous-jacente, mais n'entend pas baisser la garde.*

Profitant de la désinflation mondiale (dont les bienfaits n'ont pas été érodés, comme c'est fréquent, par la dépréciation du real qui se tient bien contre dollar) mais aussi des très bons résultats du secteur agricole qui promeuvent la désinflation alimentaire, l'inflation s'est nettement repliée. Compte tenu de la hausse des coûts salariaux et de la résistance du secteur des services, l'inflation sous-jacente risque elle aussi de résister : la partie de la plus « simple » de la désinflation est révolue. Son repli pourrait être contrarié en 2024 par l'impact d'El Niño sur l'inflation alimentaire qui compenserait la désinflation due aux prix administrés : un double effet déjà intégré dans la prévision (3,5% en 2024) de la banque centrale (BCB).



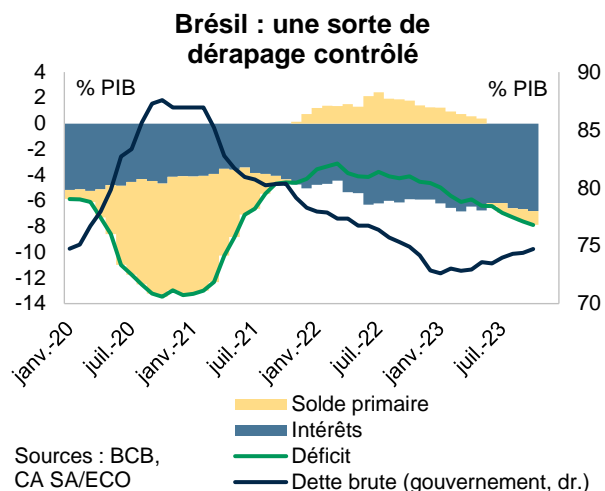
<sup>10</sup> Selon la Banque centrale (BCB), le coût moyen du crédit s'établit à 22% en octobre 2023 ; mais, à l'occasion de la détente monétaire liée à la pandémie, ce coût est resté élevé (16,7% au plus bas en décembre 2020) ; la croissance sur un an des crédits aux entreprises et aux ménages est désormais, respectivement, négative et très faiblement positive (après avoir atteint des quasi-

La BCB semble rassurée par l'amélioration du scénario international (notamment américain) et la désinflation sous-jacente mais n'entend pas baisser la garde. Alors que le processus de désinflation tend à ralentir et que le « ré-ancrage » des anticipations d'inflation n'est encore que partiel, la BCB signale que la conduite de la politique monétaire requiert « sérénité et modération ». Sans incriminer de façon directe un quelconque laxisme fiscal, il est en outre primordial de poursuivre fermement les objectifs budgétaires déjà fixés, essentiel pour l'ancrage les anticipations d'inflation et, partant, pour la conduite de la politique monétaire.

	2023	2024
<b>PIB</b>	<b>3,0%</b>	<b>1,5%</b>
<b>Inflation</b>	<b>4,5%</b>	<b>3,8%</b>

Tout d'abord, la BCB devrait conserver une stratégie d'assouplissement modéré lui permettant de détendre les conditions financières sans compromettre la convergence de l'inflation vers l'objectif de 3%. Notre scénario table sur un repli du taux Selic à 9,25% fin 2024. Ensuite, la BCB observera avec attention la trajectoire budgétaire, jugeant la discipline (renforcement du cadrage et respect des objectifs) essentielle à la désinflation. Si le nouvel ancrage budgétaire et la volonté de faire apparaître un budget primaire en équilibre sont louables, l'ajustement est incomplet et le gouvernement doit enfin trouver les outils permettant une hausse pérenne de ses recettes.

Catherine LEBOUGRE



sommets à, respectivement, de 33% et 13% au début de l'année 2022).

<sup>11</sup> Le taux d'investissement du troisième trimestre 2023 s'est établi à 16,6% du PIB, en baisse par rapport à la même période en 2022 (18,3%). Le taux d'épargne s'est établi à 15,7 %, en recul également par rapport à celui du troisième trimestre de l'exercice précédent (16,3 %).

## RUSSIE : PLUS RÉSilIENTE QU'ATTENDU

### La croissance économique résiste mieux que prévu

La croissance économique a réaccélééré aux deuxième et troisième trimestres 2023 : après quatre trimestres consécutifs de contraction annuelle, la croissance du PIB a atteint 4,9% en glissement annuel au deuxième trimestre et 5,5% au troisième trimestre. Cette évolution est attribuable à des effets de base (liés au fort ralentissement de l'économie après le début de la guerre en Ukraine), mais aussi à la résilience de la demande intérieure, de la consommation privée comme de l'investissement.

Tout d'abord, l'inflation a subi une forte hausse. Malgré le resserrement monétaire nominal initié en mars 2022, juste après le début de la guerre, les taux d'intérêt réels ont plongé en territoire négatif jusqu'en mars 2023. Les dépenses militaires ont également soutenu la croissance, au prix d'une hausse du déficit public, tandis que les exportations d'hydrocarbures sont restées fortes, la Russie ayant réussi à les réorienter vers les pays du Sud.

### Ralentissement attendu en 2024

Notre scénario retient un ralentissement en 2024. La Banque centrale russe (CBR) a relevé son taux directeur de manière assez agressive à partir de juillet 2023. Elle a ainsi ramené les taux réels en territoire positif, à des niveaux élevés, « agressifs » pour la demande intérieure.

### La politique monétaire comme bouclier politique

Les autorités ont également mis en place des mesures réglementaires destinées à soutenir la demande de roubles, telles que le rapatriement obligatoire et la conversion en roubles des revenus en devises étrangères de quarante-trois secteurs d'activité. Ces


mesures pourront être prolongées au-delà de la période initiale de six mois si nécessaire. Ainsi, la banque centrale continue d'utiliser la politique monétaire comme bouclier politique pour limiter la volatilité du rouble malgré les sanctions.

Le compte courant, qui avait connu des excédents sans précédent en 2022 en raison des cours records du pétrole et de la faiblesse de la demande intérieure, s'est détérioré en 2023. L'excédent est toutefois resté satisfaisant au regard de la période d'avant-guerre, notamment parce que le prix du pétrole libellé en rouble reste relativement élevé.

**Les dépenses militaires ont également soutenu la croissance, au prix d'une hausse du déficit public, tandis que les exportations d'hydrocarbures sont restées fortes.**

### Les élections

Des élections sont prévues en mars 2024 mais le suspense est limité et il fait peu de doute que Vladimir Poutine sera réélu. Dans le contexte de la guerre en Ukraine, les principales questions concerneront le taux de participation et le niveau de transparence.

 Moyenne annuelle	2023	2024
PIB	2,0%	1,0%
Inflation	5,9%	5,5%

Sébastien BARBÉ

Cours du Brent



Source : Crédit Agricole CIB

## INDE : NOUVELLE ANNÉE DE SURPERFORMANCE

*Les dépenses publiques soutiennent la croissance, mais les conditions météorologiques constituent un risque*

Notre scénario table sur une nouvelle année de surperformance de l'économie indienne, en dépit du resserrement de la politique monétaire et de l'affaiblissement du commerce mondial. La consommation reste forte malgré l'augmentation du coût de la vie et la remontée des taux d'intérêt liée au resserrement de la politique monétaire. L'Inde bénéficie du fait que certains investisseurs cherchent à réduire leur exposition à la Chine et récupère ainsi des parts de marché dans certaines chaînes d'approvisionnement. Alors que le climat des affaires reste favorable, malgré un léger recul provoqué par la hausse des taux d'intérêt, les investissements du secteur privé demeurent modestes. Mais le gouvernement a augmenté d'un tiers ses dépenses d'infrastructure, déjà importantes. **La croissance réelle du PIB devrait donc ralentir, mais très faiblement, de 6,1% en 2023 à 5,8% en 2024.** L'indice SOI suggère toutefois clairement une poursuite du phénomène El Niño<sup>12</sup>, qui durera jusqu'au deuxième trimestre 2024 et pèsera sur la production agricole, faisant peser un **risque baissier sur la croissance.**

**Le resserrement de la politique monétaire, la baisse des cours du pétrole et la stabilisation de la roupie permettront à l'inflation de passer de 5,5% en 2023 à 4,5% en 2024.** Une mousson légèrement inférieure à la moyenne a atténué les pressions haussières sur les prix alimentaires, mais les risques haussiers n'ont pas disparu en raison d'El Niño. Avant les élections générales, le gouvernement tentera de juguler l'inflation alimentaire en limitant les exportations de produits agricoles.

La baisse de la surperformance économique et le recul des cours du pétrole entraîneront une contraction du déficit courant (de 2,2% du PIB en 2023 à 1,8% du PIB

en 2024). Elle est cependant suspendue à El Niño qui pourrait peser sur les exportations.

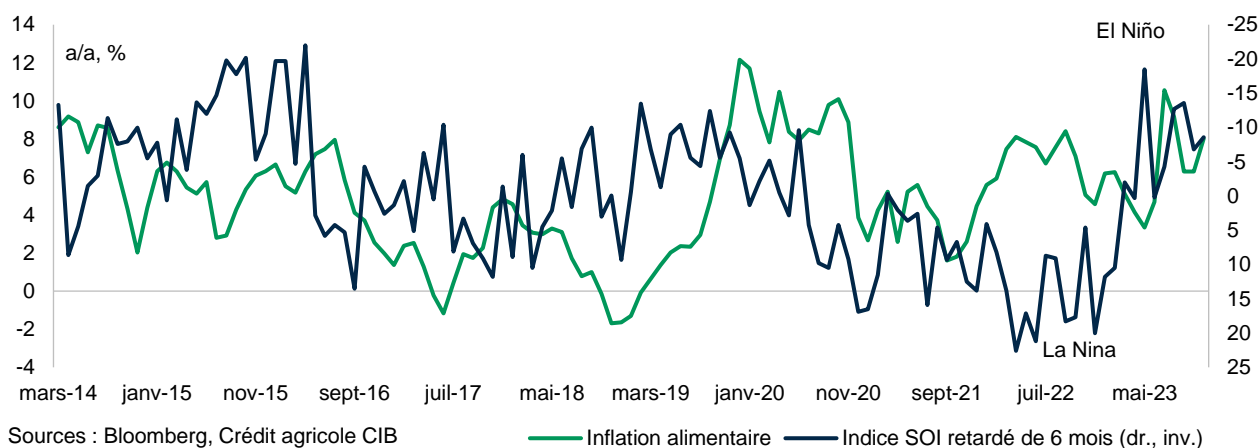
*L'année sera meilleure pour la roupie*

**Le rendement élevé des US Treasuries et un déficit commercial record ont pesé sur la roupie en 2023.** La baisse des cours du pétrole a contribué à améliorer les termes de l'échange de l'Inde, mais le recul des prix alimentaires a pesé sur la balance commerciale. La surperformance des actions américaines par rapport aux actions indiennes et asiatiques a également pesé sur la roupie. L'année 2024 devrait être plus favorable pour la devise indienne et encourager une baisse du dollar prévu à 81 roupies fin 2024. Les rendements des US Treasuries vont diminuer avec les baisses de taux de la Fed et la banque centrale indienne (Reserve Bank of India – RBI) agira avec un certain retard sur le tempo américain. S'il nuit à la production alimentaire indienne, El Niño devrait en revanche faire « grimper » les prix des produits alimentaires et améliorer les termes de l'échange de l'Inde. Les « Magnificent Seven »<sup>13</sup> américaines devraient cesser de surperformer les autres indices boursiers et de rendre les actifs américains plus attrayants que les actifs asiatiques.

*S'il nuit à la production alimentaire indienne, El Niño devrait en revanche faire « grimper » les prix des produits alimentaires et améliorer les termes de l'échange de l'Inde*

**JP Morgan a annoncé qu'il commencerait à inclure les obligations d'État indiennes dans son indice mondial des obligations des pays émergents à partir du 28 juin 2024, un processus étalé sur dix mois.** Les analystes estiment que cela se traduira par des entrées de capitaux de 25 milliards de dollars : un montant modeste au regard des entrées de capitaux régulières des investisseurs étrangers, de la taille du marché des obligations d'État indiennes et du montant


Inde : El Niño pourrait conduire à davantage d'inflation des prix alimentaires



<sup>12</sup> L'indice SOI (Southern Oscillation Index) est un indice de la pression atmosphérique dans le Pacifique Sud, entre l'Australie et Tahiti. Un SOI bas est propice au phénomène El Niño.

<sup>13</sup> Les sept grandes actions américaines du secteur de la technologie : Apple, Alphabet (Google), Amazon, Meta (Facebook), Microsoft, Nvidia et Tesla.

des transactions quotidiennes de change sur la roupie au comptant et à terme (NDF). Ces nouvelles entrées de capitaux sur le marché des obligations d'État indiennes n'auront donc probablement pas d'influence significative sur l'évolution de la roupie.

 Moyenne annuelle	2024	2025
<b>PIB</b>	<b>6,1%</b>	<b>5,8%</b>
<b>Inflation</b>	<b>5,5%</b>	<b>4,5%</b>

#### *Narendra Modi va rester aux commandes*

Les sondages d'opinion et les résultats des élections dans les États suggèrent une victoire confortable du gouvernement de coalition NDA<sup>14</sup> sortant, dirigé par le

leader du BJP<sup>15</sup> et Premier ministre, Narendra Modi, lors des prochaines élections générales qui devraient avoir lieu aux alentours d'avril-mai 2024. **Quel est le risque principal lié à ces élections ? La perte par le NDA de la majorité absolue, source d'un ralentissement des efforts de réforme.** Peu probable, un tel scénario pèserait sur la roupie et les actifs financiers indiens. Les partis d'opposition, auparavant divisés, ont formé une coalition baptisée I.N.D.I.A<sup>16</sup>, augmentant ainsi leurs chances de succès face au NDA. L'I.N.D.I.A n'a cependant pas choisi de candidat au poste de Premier ministre et ne le fera probablement pas avant l'élection : une indécision qui diminue ses chances de réduire l'avance du Premier ministre dans les sondages. Par ailleurs, l'I.N.D.I.A. n'obtient pas de bons résultats lors des élections au niveau des États.

**David FORRESTER**

<sup>14</sup> National Democratic Alliance  
<sup>15</sup> Bharatiya Janata Party

<sup>16</sup> The Indian National Developmental Inclusive Alliance



# SECTEURS D'ACTIVITÉ

Pétrole – Une année 2024 vraisemblablement proche de 2023

Gaz – Un marché à l'équilibre mais toujours exposé à la moindre perturbation



# Pétrole – Une année 2024 vraisemblablement proche de 2023

L'OPEP+ devrait rester active afin d'assurer l'équilibrage du marché dans un contexte de croissance plus faible de la demande. De lourdes incertitudes sur 2025 pèsent cependant sur le marché avec le possible retour de Trump au pouvoir et de sa future politique envers la Russie et l'Iran.

## La réunion de l'OPEP+ du 26 novembre 2023 n'a pas réussi à mettre un terme à la lente érosion du prix du pétrole au cours du dernier trimestre 2023.

Les cours du pétrole, à 75 dollars par baril en cette fin d'année, ont retrouvé leurs niveaux précédant la réduction supplémentaire et unilatérale mise en place par l'Arabie saoudite depuis juillet. Bien que conséquente, cette réduction volontaire d'un million de barils par jour a été compensée, d'une part, par une augmentation de l'offre hors OPEP+ en raison, notamment, des productions américaine et brésilienne et, d'autre part, par une croissance de la demande plus faible qu'escompté, qui semble marquer une pause. Sans surprise, en reconduisant le niveau de production d'octobre, l'OPEP+ ne modifie pas l'équilibre du marché.

Même si cette dernière réunion de l'OPEP+ révèle quelques divergences d'intérêt entre membres, elle signale aussi l'importance qu'accorde l'Arabie saoudite à sa relation avec la Russie et l'adhésion de cette dernière à ses engagements de réduction de production. En effet, la contribution de la Russie au contrôle de l'offre est nettement plus décisive que celles de nombreux membres de l'OPEP+. Par ailleurs, l'adhésion du Brésil accentue le possible contrôle de l'OPEP+ sur l'offre mondiale. Le Brésil produit, aujourd'hui, un peu plus de pétrole que les Émirats arabes unis. Avec les États-Unis, le Brésil fait partie des producteurs qui ont le plus nettement augmenté

leur production, contribuant ainsi à atténuer l'impact de la coupe d'un million de barils par jour appliquée par l'Arabie saoudite cet été. Même si officiellement le Brésil rejoint l'OPEP+ en tant qu'observateur, il est possible qu'il participe aussi au contrôle de l'offre.

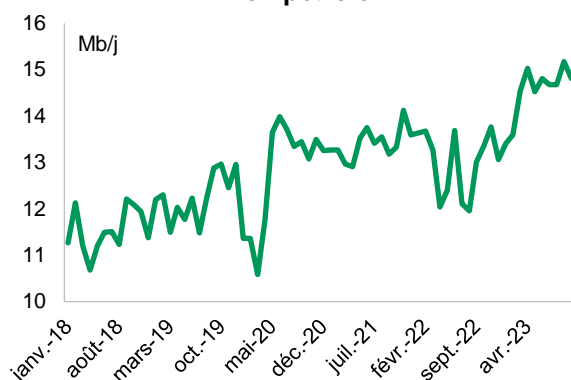
## Notre scénario se fonde sur une croissance d'un million de barils par jour de la demande en 2024 et 2025.

Le *leadership* de l'Arabie saoudite et de la Russie sur l'OPEP+ permettra à l'organisation d'adapter sa production pour maintenir les cours du pétrole entre 80 et 90 dollars par baril en moyenne. Un éventuel retour au pouvoir de Trump aux États-Unis en 2025 pourrait toutefois modifier cet équilibre de l'offre. En particulier, une modification de la politique américaine vis-à-vis de la Russie (assouplissement) et de l'Iran (durcissement) pourrait impacter significativement le marché pétrolier.

	Prix moyen du pétrole par baril
T4 2023	87,5 \$
2024	87 \$

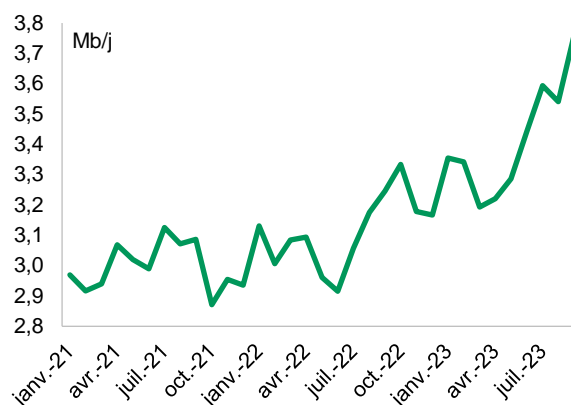
Stéphane FERDRIN

Chine : demande apparente en pétrole



Source : Crédit Agricole S.A./ ECO

Brésil : production de pétrole



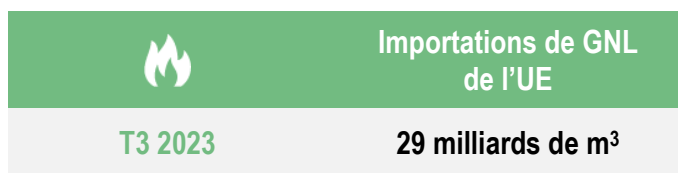
Source : Crédit Agricole S.A. / ECO

# Gaz – Un marché à l'équilibre mais toujours exposé à la moindre perturbation

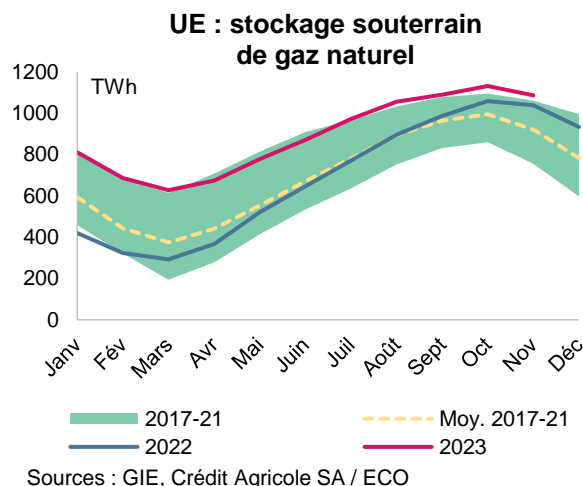
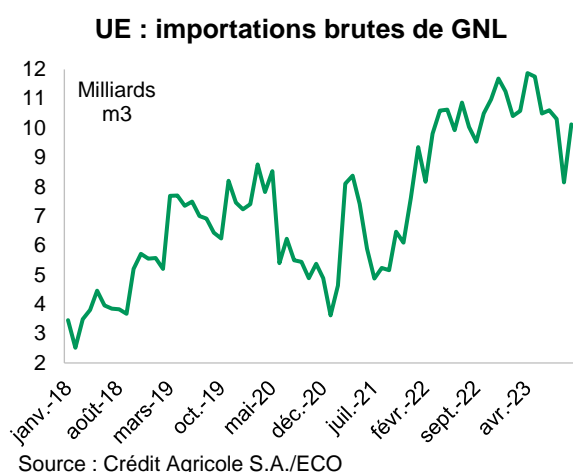
Le marché du gaz naturel en 2024 pourrait bien ressembler à celui de 2023 si les conditions hivernales dans l'hémisphère nord restent relativement tempérées. Cette impression de « normalité » ne doit pas faire oublier que, du côté de l'offre mondiale, aucun excès de capacité ne permet de subvenir à toute forte augmentation de la demande.

En ce début d'hiver, le marché du gaz naturel en Europe ressemble beaucoup à celui de l'année passée. **Les niveaux d'importation de gaz naturel liquéfié (GNL) de l'Union européenne sont relativement constants autour de 10 milliards de m<sup>3</sup> chaque mois en moyenne.** Les États-Unis et la Norvège restent les premiers fournisseurs en gaz naturel de l'Europe. Par ailleurs, la consommation de gaz naturel reste maîtrisée : la demande du secteur industriel ne s'est pas reprise (éventuellement un peu en Espagne) et les ménages se montrent toujours économes. Une plus grande disponibilité du parc nucléaire français, des centrales hydrauliques ainsi qu'une augmentation de la production de renouvelables ont limité l'appel aux centrales à gaz naturel cette année par rapport à l'année dernière. Ainsi, malgré des conditions météorologiques un peu moins clémentes en 2023 qu'en 2022 au cours des mois d'octobre et novembre, **les niveaux de stocks européens sont supérieurs à ceux de fin novembre 2022.**

Dans l'hypothèse d'un hiver 2023-2024 peu rigoureux, les tirages sur les stocks devraient demeurer raisonnables. Dans un tel scénario, le marché devrait rester globalement équilibré sur l'ensemble de 2024. On peut donc espérer des prix *spot* du gaz naturel sur le marché européen proches de ceux de 2023, soit entre 30 et 70 euros par MWh. Toutefois, **comme l'an passé, le marché du gaz naturel restera vulnérable et exposé à la moindre perturbation supplémentaire de l'offre ou à toute demande supérieure aux conditions normales.** Dans l'attente de nouvelles capacités de production de gaz naturel, la sobriété est toujours nécessaire pour les industries et les ménages européens.



Stéphane FERDRIN





# MARCHÉS

Politique monétaire – S’armer de patience

Taux d’intérêt – Un optimisme tempéré

Taux de change – Quand le dollar sourit un peu moins

# Politique monétaire – S’armer de patience

Si les grandes banques centrales semblent être parvenues au terme de leurs hausses de taux directeurs, elles n’en ont pas pour autant fini avec l’inflation. Au recul mécanique et rapide de l’inflation totale doit succéder celui, plus ardu, de l’inflation sous-jacente. Celle-ci, tout comme la croissance, risque de résister. Cela justifie un scénario de desserrement monétaire prudent.

## RÉSERVE FÉDÉRALE : REVIREMENT DOVISH ?

À plusieurs reprises, les membres de la Fed ont évoqué trois questions-clés auxquelles il aura fallu successivement répondre au cours du cycle de resserrement actuel :

- ✓ À quel rythme faut-il relever les taux ?
- ✓ Quel niveau les taux doivent-ils atteindre ?
- ✓ Pendant combien de temps les taux devront-ils être maintenus à ce niveau ?

Les membres du FOMC ont clairement fait comprendre que les hausses de taux étaient terminées. Il s’agit donc désormais de répondre à la troisième question : une fois le pic atteint, quelle doit être la durée du maintien des taux directeurs à leur niveau actuel ? Avant de se sentir suffisamment à l’aise pour baisser les taux, la Fed voudra voir confirmée la baisse de l’inflation sous-jacente. Elle devrait donc attendre que la hausse des prix *core* des dépenses de consommation (*core PCE, Personal Consumption Expenditures Price Index*) passe sous la barre des 3% pendant deux à trois mois. En conséquence, **notre scénario ne table sur une première baisse de 25 points de base qu’en juillet prochain**. Le rythme de baisse serait progressif, avec une deuxième baisse de 25 points de base en novembre seulement, portant la borne haute du taux des *Fed funds* à 5,00% fin 2024. Ces premières baisses seraient motivées par le souci d’éviter le resserrement passif du taux directeur réel qui se produirait, si le taux directeur nominal restait inchangé alors que l’inflation diminue.

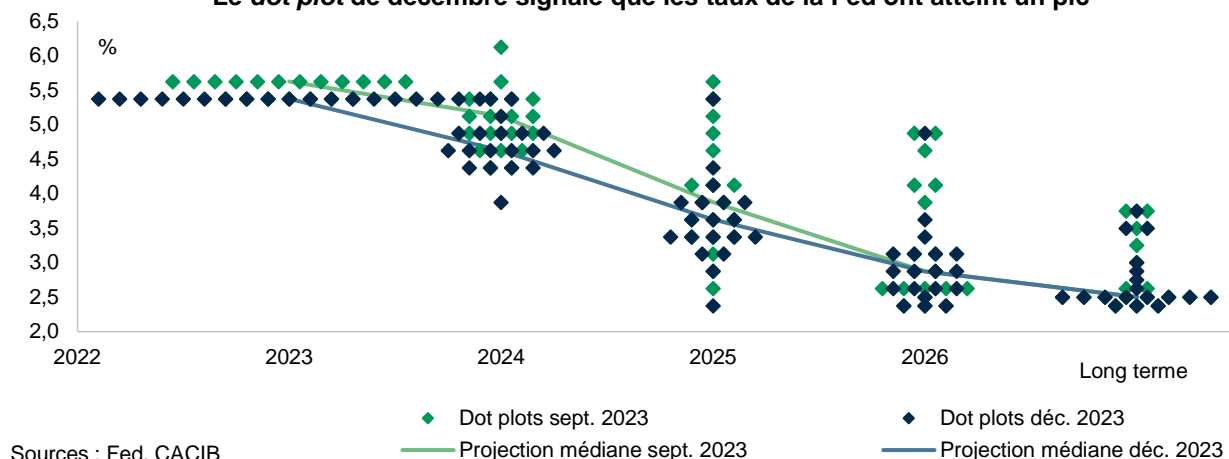
Avec le recul de la croissance envisagé dans notre scénario, plus visible début 2025, la Fed accentuerait le rythme des baisses de taux à 25 points de base par FOMC entre le premier et le troisième trimestre 2025, abaissant la borne haute à 3,50%. Avec une récession modérée et une inflation toujours supérieure à 2%, la Fed hésitera à baisser ses taux trop agressivement : elle s’arrêterait à 3,50% à la faveur d’une stabilisation de la croissance au cours de la dernière partie de l’année 2025, stabilisation attribuable en partie aux baisses de taux. Compte tenu de la persistance d’une inflation supérieure à l’objectif et d’un taux d’intérêt neutre<sup>17</sup> susceptible d’être plus élevé qu’auparavant, la Fed pourrait rencontrer des difficultés pour baisser la borne haute sous 3,50%.

*Avant de se sentir suffisamment à l’aise pour baisser les taux, la Fed voudra voir confirmée la baisse de l’inflation sous-jacente.*

Le FOMC de décembre a cependant été beaucoup plus *dovish* que nous ne l’avions anticipé : le président la Fed, Jerome Powell, a notamment indiqué que des baisses de taux étaient identifiées comme un sujet de discussion dans un avenir proche. **Le FOMC de décembre signale donc le risque d’un début plus rapide et/ou d’un rythme plus agressif du prochain cycle d’assouplissement monétaire. Nous maintenons néanmoins, à ce stade, notre scénario de desserrement monétaire graduel et prudent.**

Nicholas VAN NESS

Le dot plot de décembre signale que les taux de la Fed ont atteint un pic



<sup>17</sup> Taux théorique qui permet à l’économie de croître à son potentiel sans hausse ni baisse de l’inflation (*natural rate of interest*, noté *r-star* ou *r\** en anglais).

## BCE : NOUS N'Y SOMMES PAS ENCORE

Au cours des deux prochaines années, l'inflation devrait rester supérieure à 2,4% et la zone euro échapperait à la récession. Dans ce contexte, la BCE devrait être *hawkish* pendant la majeure partie de l'année 2024.

**La première baisse de taux interviendrait en septembre 2024 (dix-huit mois avant le retour de l'inflation vers 2%) et serait suivie de cinq baisses de 25 points de base jusqu'en mars 2025. La BCE atteindrait ainsi son taux neutre, 2,50%, au deuxième trimestre 2025.**

Compte tenu, notamment, de l'évolution récente des marchés et de la communication plus modérée de la BCE, notre prévision revêt un caractère *hawkish*. Mais la résilience de l'économie et la résistance à la baisse de l'inflation devraient justifier un maintien prolongé des taux directeurs à des niveaux élevés.

En ce qui concerne les portefeuilles de la BCE, le resserrement quantitatif de l'APP<sup>18</sup> (entamé en mars 2023) réduira les avoirs de la BCE de 340 milliards d'euros (28 milliards d'euros par mois en moyenne). Quant au PEPP<sup>19</sup>, la BCE diminuera ses avoirs de 7,5 milliards d'euros par mois au second semestre 2024, puis mettra fin à tous les réinvestissements en janvier 2025 (soit une réduction d'environ 17 milliards d'euros par mois).

*La résilience de l'économie et la résistance à la baisse de l'inflation devraient justifier un maintien prolongé des taux directeurs à des niveaux élevés.*

**Les 393 milliards d'euros de TLTRO restants seront remboursés en 2024.** Ils pourraient être remplacés à la marge par des emprunts lors des appels d'offres hebdomadaires (MROs) et/ou des opérations de refinancement de long terme (LTRO à trois mois), mais le besoin de liquidité des banques est très faible.

**La révision du cadre monétaire est prévue au printemps.** La BCE devrait confirmer le système de plancher actuel et reconnaître que l'excédent de liquidité doit en permanence excéder 1 500 à 2 000 milliards d'euros pour assurer une transmission sans heurt de la politique monétaire. Cela signifie qu'à partir de fin 2025, la BCE devra réinjecter des liquidités pour maintenir l'excédent au-dessus de 2 000 milliards d'euros.

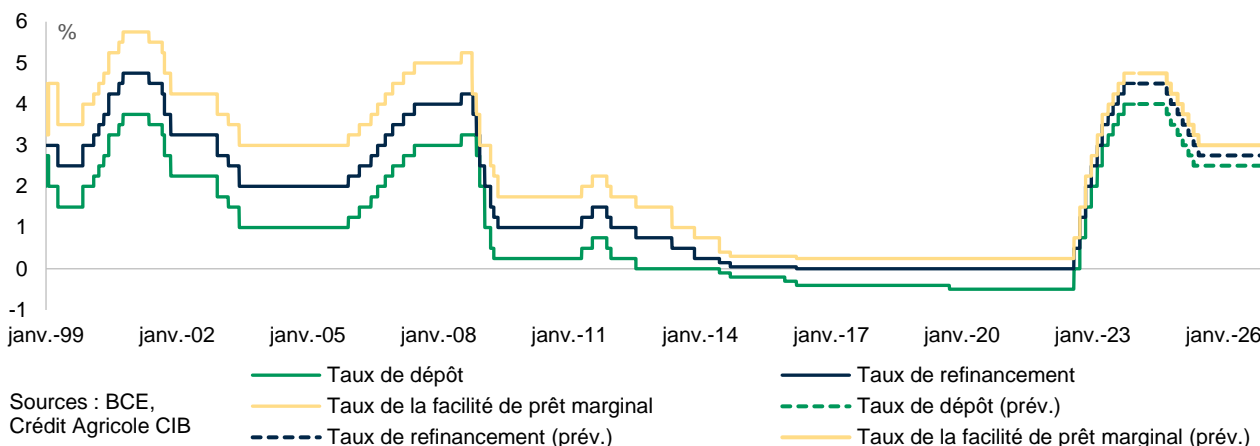
Le moyen le plus simple serait de mettre en place de nouveaux programmes d'achat ; des opérations de refinancement plus favorables (avec une durée plus longue et un taux plus bas que les LTRO à trois mois) seraient néanmoins un meilleur moyen de soutien de la liquidité des banques.

**La BCE devrait également se pencher sur le coût de la liquidité excédentaire** (rémunérée au taux de la facilité de dépôt). Une augmentation du taux de réserves obligatoires serait contre-productive, puisqu'elle affaiblirait la liquidité des banques et, par conséquent, gênerait la transmission de la politique monétaire. La BCE devrait plutôt mettre en œuvre un système à plusieurs niveaux, dans lequel les banques seraient obligées de placer un certain multiple de leurs réserves obligatoires dans une facilité dédiée, rémunérée à 0%, mais qui serait éligible au ratio de liquidité à un mois (ou ratio LCR pour *Liquidity Coverage Ratio*), ce qui n'est pas le cas des réserves obligatoires.

**Enfin, la BCE devrait rétablir le plafond de 0% pour les dépôts des gouvernements** : ce serait cohérent avec le nouveau cadre monétaire et aurait un impact limité dès lors que la disponibilité des actifs utilisés en collatéral s'est améliorée.

Louis HARREAU

Taux de la BCE : prévisions

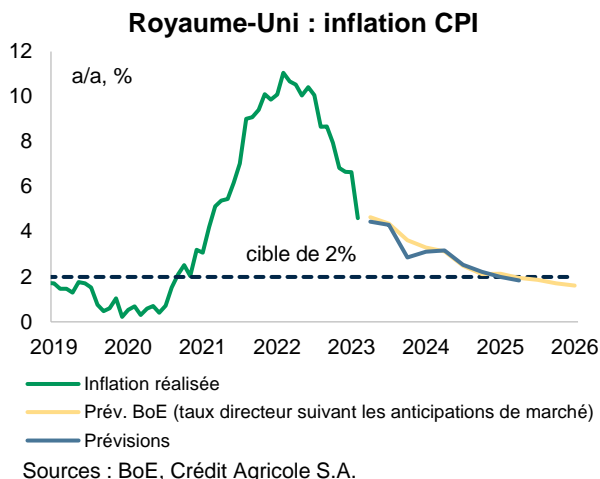


<sup>18</sup> Asset Purchase Programme : programme d'achat d'actifs de la BCE.

<sup>19</sup> Pandemic Emergency Purchase Programme : programme d'achats d'urgence pandémique.

## BANQUE D'ANGLETERRE : PASSAGE À UNE STRATÉGIE DE TAUX DIRECTEURS « PLUS ÉLEVÉS, PLUS LONGTEMPS »

Les prix ont évolué dans la bonne direction au cours des derniers mois, validant l'idée selon laquelle il ne serait pas nécessaire de relever davantage les taux directeurs. L'inflation (CPI) est tombée à 6,7% en septembre et au troisième trimestre (en-dessous des prévisions de la BoE), puis à 4,6% en octobre. Cette bonne surprise s'explique principalement par une décélération plus importante que prévu des prix des produits hors énergie et alimentation, mais aussi des services (en baisse à 6,6% en octobre).



Le marché du travail a continué à se détendre progressivement. Certes, à 4,2%, le taux de chômage est stable depuis juin. Mais s'il excède toujours son niveau pré-Covid, le nombre d'offres d'emploi a continué de diminuer. Le nombre de postes vacants par chômeur, un bon indicateur des tensions sur le marché du travail, est tombé à son plus bas niveau depuis juillet 2021. La croissance des salaires se replie plus fortement que prévu, notamment dans le secteur privé où elle est passée de 7,9% en septembre à 7,3% en octobre. Bien que la croissance des salaires soit encore trop élevée pour être compatible avec l'objectif d'inflation de 2%, les signes de désinflation continue sur le marché du travail sont rassurants.

De plus, la croissance du PIB a ralenti au cours du second semestre 2023, une tendance qui pourrait se poursuivre au cours des prochains mois, car une partie importante des effets du resserrement monétaire passé ne s'est pas encore fait sentir sur l'économie. La BoE anticipe une forte baisse de l'inflation en 2024, baisse qui sera toutefois plus lente que celle observée en 2023. Selon la BoE, l'inflation devrait être de 4,8% au quatrième trimestre 2023, de 4,5% au premier trimestre 2024 et de 3,8% au deuxième trimestre 2024. Elle reviendrait vers la cible de 2% fin 2025 et passerait ensuite sous ce niveau, en raison de l'apparition de capacités excédentaires.

**L'assouplissement monétaire semble cependant lointain.** La politique monétaire devra rester restrictive

afin de garantir un retour durable de l'inflation vers son objectif, et ce d'autant plus que les risques entourant l'inflation sont orientés à la hausse. En effet, le marché du travail reste historiquement tendu, la croissance des salaires nominaux trop élevée et devrait le rester à court terme (près de 6% prévu au premier trimestre 2024 et 5% au quatrième trimestre 2024). Cela pourrait conduire à une résistance à la baisse de l'inflation des services. La BoE estime que les effets de second tour sur les prix domestiques et les salaires seront lents à se résorber. En novembre, face à la révision à la hausse des prévisions de croissance des salaires, le Comité de politique monétaire a décidé de reconsidérer ses hypothèses de persistance des pressions inflationnistes domestiques. Il a notamment augmenté son estimation du taux de chômage d'équilibre à moyen terme (à 4,5%) : c'est à partir de ce seuil que les pressions inflationnistes domestiques disparaissent. À moins d'une détérioration importante et inattendue des perspectives dans un proche avenir (en cas de récession par exemple), des considérations de gestion des risques amènent ainsi à penser que les taux directeurs devront rester « plus élevés, plus longtemps » afin que l'inflation converge durablement vers la cible.

**La BoE estime que les effets de second tour sur les prix domestiques et les salaires seront lents à se résorber.**

**Un facteur supplémentaire rend encore plus improbable une baisse des taux au premier semestre 2024 :** l'assouplissement budgétaire de 0,7% du PIB annoncé dans l'*Autumn statement* du 22 novembre. Alors que les principales mesures de relance reflètent la politique de l'offre, la réduction des charges sociales (ou *NICs* pour *National Insurance contributions*) devrait à court terme donner une petite impulsion à la demande plutôt qu'à l'offre. À la marge, cela plaide en faveur d'un prolongement du *statu quo* de la BoE. En outre, au printemps, le gouvernement annoncera probablement un assouplissement supplémentaire du budget de 2024 dans l'optique des prochaines élections législatives (qui auront lieu au plus tard en janvier 2025).

**Finalement, la BoE devrait être suffisamment confiante pour commencer à baisser ses taux en août 2024, un an après sa dernière hausse.** Cette décision serait justifiée par un contexte de croissance faible, de recul des tensions sur le marché du travail et de poursuite de la décélération de l'inflation au cours du premier semestre 2024. Notre scénario retient deux baisses des taux de 25 points de base chacune au second semestre 2024, puis quatre en 2025.

Slavena NAZAROVA

## BANQUE DU JAPON : PAS DE RESSERREMENT EN 2024

*La BoJ maintiendra le statu quo pendant toute l'année 2024*

La Banque du Japon (BoJ) a ajusté trois fois sa politique de contrôle de la courbe des taux (ou YCC pour *Yield Curve Control*) depuis un an et les marchés estiment qu'elle pourrait durcir sa politique au cours des prochains mois. Toutefois, les ajustements effectués depuis décembre 2022 ont pour objectifs de renforcer le YCC et ne constituent pas un premier pas vers une normalisation de la politique monétaire. Risque d'un ralentissement économique mondial, persistance de pressions déflationnistes structurelles et maintien par le gouvernement de son engagement à poursuivre la stratégie des *Abenomics* devraient, cependant, conduire la BoJ à s'abstenir de tout resserrement monétaire en 2024.

*La BoJ insiste désormais sur le fait qu'un cycle vertueux de progression des salaires et de remontée de l'inflation doit se matérialiser avant qu'elle ne modifie sa politique.*

Le gouvernement a indiqué que son objectif était de sortir le pays de la déflation en s'éloignant d'une économie de « baisse des coûts ». Pour atteindre cet objectif, il continue d'attendre de la BoJ qu'elle maintienne sa stratégie actuelle d'assouplissement et qu'elle se joigne ainsi aux efforts du gouvernement pour soutenir l'économie japonaise. Considérant les attentes du gouvernement, la BoJ a modifié sa position : alors qu'elle ne mettait auparavant l'accent que sur une reprise des salaires, elle insiste désormais sur le fait qu'un cycle vertueux de progression des salaires et de remontée de l'inflation doit se matérialiser avant qu'elle ne modifie sa politique.

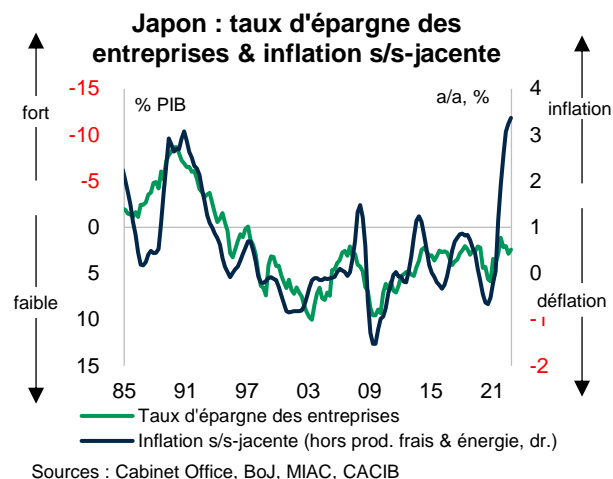
Son changement de position permet à la BoJ de limiter les anticipations selon lesquelles elle commencera à normaliser sa politique monétaire, si les négociations salariales annuelles de l'année prochaine conduisent à une hausse des rémunérations. La BoJ signale ainsi probablement aux marchés qu'il faudra un certain temps avant que le processus de resserrement ne commence.

*L'objectif de la BoJ est de créer un environnement permettant d'atteindre une inflation stable à 2% à horizon de deux ans*

Compte tenu de la persistance des incertitudes sur l'économie mondiale, la BoJ semble être prête à adopter une stratégie de durcissement de sa politique monétaire avec un cycle de retard sur les autres grandes banques centrales. Elle maintiendra probablement les mesures d'assouplissement monétaire actuelles, afin de s'assurer que l'économie japonaise sorte complètement de la déflation et que se mette en place un contexte inflationniste alimenté par des

hausse salariales régulières et une forte reprise de la demande intérieure.

La BoJ semble vouloir atteindre la cible des 2% d'inflation lorsque la reprise économique mondiale se concrétisera : on compte donc plutôt en années. Notre scénario maintient une prévision dans laquelle la BoJ ne normalisera sa politique qu'après avoir prévu une inflation égale ou supérieure à 2% en 2026 et 2027, *a priori* en avril 2025, à l'occasion de la publication de son rapport trimestriel sur l'inflation.



Si la BoJ ne prévoit pas d'atteindre son objectif d'une inflation à 2% d'ici avril 2025, elle envisagera probablement la mise en œuvre d'une nouvelle stratégie lui permettant de poursuivre l'assouplissement tout en minimisant les possibles effets secondaires, en s'appuyant sur les résultats du réexamen général de sa politique monétaire récemment annoncé.

*Les mesures d'assouplissement actuelles devraient être maintenues, de légers ajustements destinés à atténuer les effets secondaires restent possibles*

Notre scénario central est inchangé : si l'économie américaine ralentit, la Fed arrêtera de relever ses taux directeurs (nous n'attendons d'ailleurs plus de hausse des taux de la Fed) et les marchés financiers continueront d'anticiper des baisses de taux directeurs en 2024. Dans un tel scénario, les pressions haussières sur les rendements obligataires mondiaux seraient limitées. Lorsque les marchés commenceront à anticiper un possible ralentissement économique et des baisses de taux par les principales banques centrales, les pressions baissières sur les rendements obligataires mondiaux donneront à la BoJ la possibilité de maintenir sa politique actuelle de contrôle de la courbe des taux. Cela n'empêcherait pas la BoJ d'ajuster à nouveau ses mesures d'assouplissement actuelles pour atténuer tout renforcement des effets secondaires.

Arata OTO – Takuji AIDA

## Taux d'intérêt – Un optimisme tempéré

Les attentes des marchés en termes de baisses de taux directeurs semblent « agressives ». Inflation en repli mais résistante, absence d'effondrement de la croissance, nécessité de ne pas détendre trop rapidement les conditions financières : tout invite les banques centrales à la patience et milite en faveur d'un scénario de repli modéré des taux longs, une fois la séquence des baisses de taux véritablement enclenchée.

### ÉTATS-UNIS : PENTIFICATION AVEC L'ASSOULISSEMENT MONÉTAIRE

L'idée selon laquelle les pressions inflationnistes diminuent et le caractère restrictif de la politique monétaire doit entraîner un ralentissement économique en 2024 est intégrée dans les prix de marché : cette idée fait l'objet d'un large consensus. **Notre scénario retient une baisse des rendements des Treasuries en 2024, lorsque la Fed mettra fin à son cycle agressif de hausse des taux et procédera aux premières baisses** : nous tablons sur un taux à dix ans d'environ 4% fin 2024.

**La courbe des taux devrait rester inversée début 2024 ; mais cette inversion disparaîtra progressivement, ultérieurement, lorsque le cycle d'assouplissement commencera.** Lors de sa réunion du 13 décembre, la Fed s'est montrée plus disposée à réduire les taux en relevant de 50 à 75 points l'assouplissement monétaire anticipé en 2024 dans son nouveau *dop plot* : un changement auquel de nombreux acteurs du marché ne s'attendaient pas. Malgré les progrès déjà observés en termes de baisse de l'inflation et le recul des tensions sur le marché du travail, la Fed ne devrait cependant réduire ses taux que graduellement : l'inflation reste élevée et le marché du travail résilient. Par conséquent, il faudra faire preuve de patience avant de mettre en place des opérations tablant sur une pentification de la courbe.

L'année **2025** complète notre horizon de prévision : notre scénario table sur **une poursuite du mouvement de pentification et de baisse des taux**. Lorsque l'effet retardé des hausses de taux passées se fera davantage sentir sur l'économie fin 2024, la Fed deviendra plus agressive dans ses baisses de taux. Fin

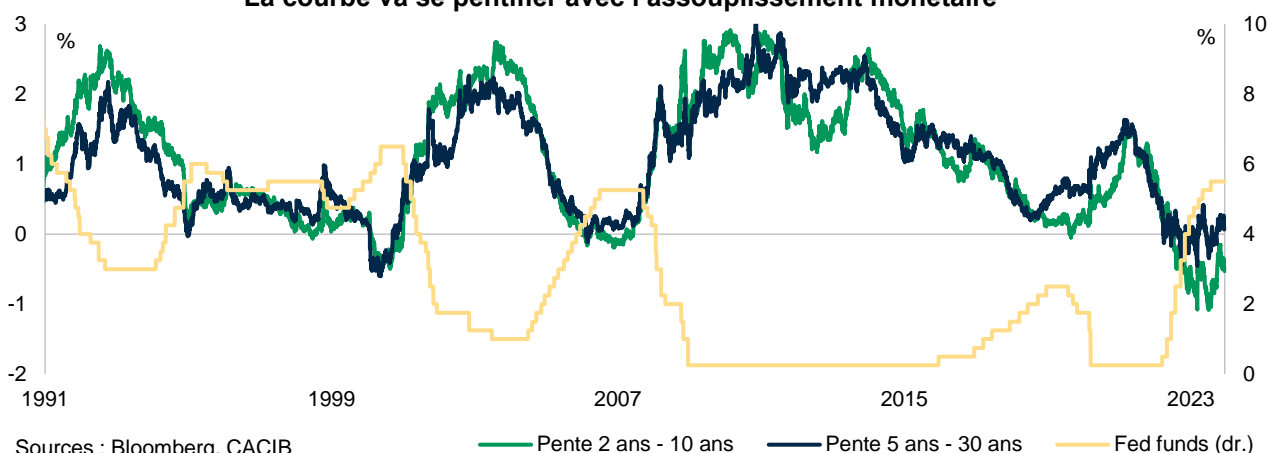
2025, le taux à dix ans se situerait à 3,80% et la pente deux ans - dix ans serait ascendante de 70 points de base fin 2025.

Outre l'économie américaine, d'autres facteurs interviennent dans nos prévisions de taux. Il s'agit, notamment, des craintes d'un affaiblissement de la demande extérieure et de nouveaux ajustements de la politique de contrôle de la courbe des taux de la Banque du Japon. La demande a été mitigée lors des récentes adjudications de *Treasuries*. Par ailleurs, si l'impact des élections américaines de novembre 2024 sur le marché est incertain, la perspective d'un déficit élevé et d'une offre croissante de titres du Trésor demeure.

*La Fed a cité les conditions financières comme un facteur susceptible de déterminer l'évolution future des taux directeurs, mais celles-ci peuvent évoluer dans un sens comme dans l'autre.*

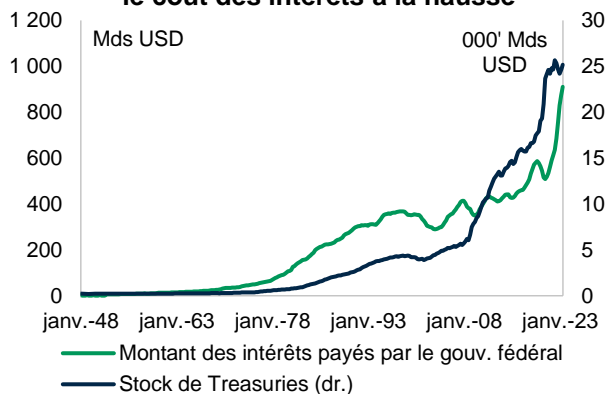
**Le Trésor américain a en effet annoncé un déficit de 1 695 milliards de dollars pour l'année fiscale 2023**, contre 1 375 milliards pour l'exercice précédent. Au-delà, les perspectives ne s'améliorent pas : le CBO prévoit un déficit de 1 600 milliards pour l'exercice 2024 et de 1 800 milliards pour l'exercice 2025. Le futur président, quel qu'il soit, disposera d'une marge de manœuvre budgétaire plus faible que celle des administrations précédentes. Les paiements d'intérêts du gouvernement fédéral ont, en effet, atteint 1 000 milliards de dollars par an.

La courbe va se pentifier avec l'assouplissement monétaire





**La hausse du stock de dette pousse le coût des intérêts à la hausse**



Sources : Bloomberg, CACIB

La prime de terme des *Treasuries* a récemment baissé, sous l'effet de la baisse des rendements. La prime de terme ACM<sup>20</sup> à dix ans est d'environ -0,15%, à comparer à un pic récent à +0,50%. Les conditions financières se sont assouplies depuis le FOMC de septembre. Dans l'ensemble, les gestionnaires de fonds semblent actifs sur la partie longue de la courbe : les taux semblaient, en effet, attractifs lorsque le taux à dix ans a atteint 5,00% en octobre dernier. Sur les contrats à terme sur les *Treasuries*, les spéculateurs restent vendeurs, tandis que les gestionnaires d'actifs restent acheteurs. Or, la Fed a cité les conditions financières, qu'elles soient restrictives ou accommodantes, comme un facteur susceptible de déterminer l'évolution future des taux directeurs. Si les rendements des *Treasuries* continuaient de baisser, cela pourrait paradoxalement accroître le risque de voir la Fed maintenir les taux directeurs à un niveau élevé plus longtemps.

Alex LI

**EUROPE : ÇA N'EST PAS POUR TOUT DE SUITE...**

En augmentant les coûts, la hausse des taux directeurs a fait ce que l'on attendait d'elle : freiner la demande de crédit et limiter l'offre. Les prêts bancaires ont fortement ralenti. Alors que le durcissement quantitatif (ou QT)<sup>21</sup> est clairement trop lent pour promouvoir le resserrement des conditions financières, le principal outil de politique monétaire pour réduire la demande et lutter contre l'inflation a donc été la remontée des taux directeurs.

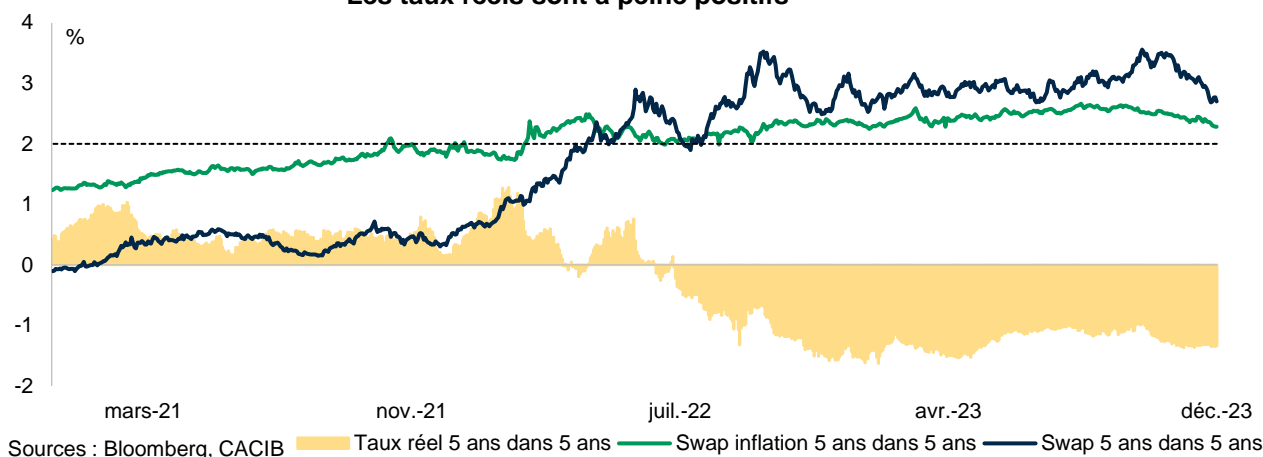
Les taux d'intérêt demeureront l'instrument principal alors que le QT, certes susceptible d'accélérer, devrait rester en arrière-plan et n'avoir qu'un impact modeste sur les marchés financiers. La combinaison du QT et de la hausse des taux directeurs devrait entraîner une hausse des rendements réels en

euro à mesure que les prévisions d'inflation se rapprocheront de 2%.

Cependant, avec la baisse de la croissance (surtout allemande) et la poursuite du recul de l'inflation, les marchés anticipent désormais une série de baisses de taux de la BCE l'année prochaine, à partir du deuxième trimestre. Les attentes des marchés en termes de baisse des taux directeurs semblent « agressives » et contradictoires avec l'idée selon laquelle la BCE devrait accélérer son resserrement via un QT plus rapide en début d'année prochaine.

En effet, la baisse mécanique de l'inflation, liée aux effets de base, est désormais terminée : les projections d'inflation inférieure à l'objectif de la BCE d'ici l'été prochain semblent trop optimistes. Compte tenu des

**Les taux réels sont à peine positifs**



<sup>20</sup> Prime de terme calculée selon le modèle dit ACM (Adrian, Crump and Moench)

<sup>21</sup> QT pour *Quantitative Tightening* : processus de réduction des bilans des banques centrales par la baisse des réserves à la faveur de l'arrivée à échéance des obligations détenues.

positions de marché, de nos prévisions d'inflation plus élevées et de croissance globale de la zone euro, **notre scénario retient donc une remontée des taux obligataires au premier semestre 2024.**

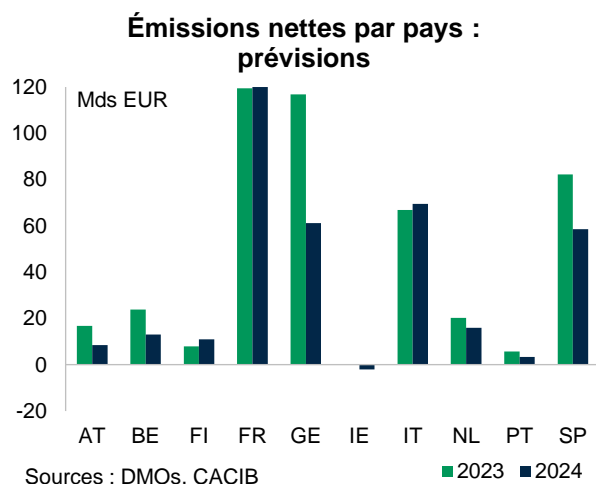
*Après plus d'une décennie de rendements faibles, voire négatifs, les investisseurs craignent de manquer une opportunité d'achat.*

**Les mouvements de la courbe des taux sont donc devenus plus difficiles à anticiper.** Après plus d'une décennie de rendements faibles, voire négatifs, les investisseurs craignent en effet de manquer une opportunité d'achat. Cette stratégie explique que la perspective de baisses de taux agressives ne se soit pas accompagnée de la pentification de la courbe de l'euro que l'on pouvait attendre. Si les premières baisses de taux espérées en 2024 par les marchés ne se concrétisaient pas, on pourrait observer un mouvement de *bear flattening* (remontée des taux de marché et aplatissement de la courbe). Mais le possible impact d'une correction du marché obligataire américain (voire du marché obligataire japonais) et le calendrier des émissions obligataires, habituellement chargé au premier trimestre, doivent être pris en considération. Nous préférons donc opter simplement pour l'achat de *swaps* inflation à court terme ou pour des positions courtes en durée.

**Notre scénario est plus optimiste pour les marchés des titres d'États de la zone euro à l'horizon du second semestre 2024 :** le resserrement de la politique monétaire aura eu davantage d'effet sur l'économie et le retour de l'inflation vers sa cible sur un horizon plus lointain semble plus crédible. **La baisse cumulée de 75 points de base en 2024 des taux directeurs de la BCE, que notre scénario retient à partir de septembre, devrait permettre aux marchés obligataires d'entamer la phase de *bull steepening* (baisse des taux et pentification) du cycle.** À mesure que nous avancerons dans l'année 2025, le mouvement de pentification qui aura commencé par le segment cinq-trente ans se diffusera progressivement au segment deux-dix ans, le taux directeur se rapprochant alors de son niveau neutre.

**Notre prévision d'émissions brutes de titres à moyen/long terme des dix principaux émetteurs de**

**titres d'État de la zone euro s'établit à 1 222 milliards d'euros, soit une baisse de 17 milliards par rapport à 2023** en raison de l'augmentation des remboursements (846 milliards, en hausse de 67 milliards). Les émissions nettes devraient donc tomber à 376 milliards d'euros, ce qui est inférieur à nos estimations initiales, même si les gouvernements adoptent des budgets plus volontaristes pour contrer en partie le ralentissement économique en cours. La baisse des prévisions d'émissions en Allemagne et en Italie fait plus que compenser les hausses d'autres émetteurs.



La décision de la Cour allemande, jugeant inconstitutionnel le transfert de 60 milliards d'euros non utilisés du Fonds de stabilisation économique (FSM, fonds créé pour aider l'économie à surmonter la crise du Covid) vers le Fonds pour le climat et la transformation (KTF) et stipulant que ces types de fonds *ad hoc* ne pouvaient pas être utilisés comme des sources flexibles de financement supplémentaire pose plusieurs questions. L'incertitude sur le budget allemand persiste et les règles du « frein à l'endettement », qui se traduiraient par une offre obligataire brute structurellement plus faible dans les prochaines années, vont être examinées de près. Dans le contexte actuel, les gouvernements pourraient ne pas apprécier les règles, d'où qu'elles viennent, régissant leurs dépenses : il sera intéressant de voir dans quelle mesure ces règles seront remises en question.

**Bert LOURENCO**

# Taux de change – Quand le dollar sourit un peu moins

Le dollar devrait subir de légères pressions baissières à mesure que l'avantage que lui a procuré son rendement s'effritera, avant que le retour de l'aversion au risque ne le soutienne en fin d'année.

## PAYS DÉVELOPPÉS : LE CÔTÉ SOMBRE DU « SOURIRE DU DOLLAR »

Le « sourire du dollar » explique la performance du dollar à l'aide de deux corrélations-clés : une corrélation positive entre le dollar, les taux directeurs et les taux de marché, d'une part, et une corrélation positive entre le billet vert et l'aversion pour le risque, d'autre part. **Ce « sourire » nous signale que la diminution de l'avantage-taux dont bénéficie le dollar devrait, tout d'abord, promouvoir sa dépréciation. Une légère récession et l'incertitude politique aux États-Unis ainsi que des périls géopolitiques persistants pourraient alimenter l'aversion au risque et soutenir le dollar au quatrième trimestre 2024.**

Les anticipations de marché en termes de baisses des taux de la Fed en 2024 sont excessives : certains facteurs défavorables semblent déjà intégrés dans les cours du billet vert. Le dollar pourrait donc regagner du terrain début 2024, lorsque la divergence entre la politique de la Fed et les anticipations du marché s'intensifiera, en particulier si cela pèse un peu plus sur l'appétit pour le risque. Toute remontée du dollar serait toutefois limitée.

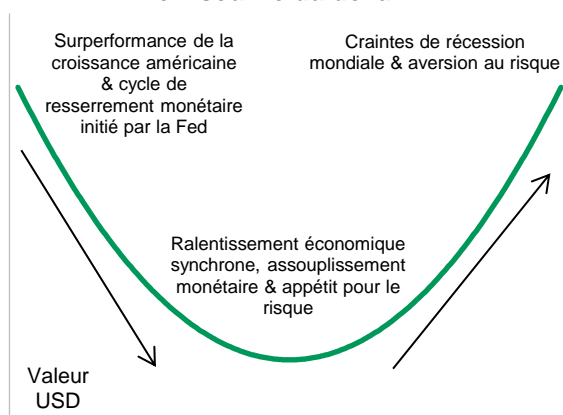
Pour le reste de l'année 2024, nos prévisions reposent sur l'idée que l'avantage-taux du dollar vis-à-vis du reste du G10 continuera de s'estomper, puis disparaîtra à mesure que les perspectives économiques américaines se détérioreront. Le dollar devrait ainsi se rapprocher de la partie basse du « sourire » d'ici six à neuf mois.

*L'atténuation de l'aversion au risque au niveau mondial et des baisses de taux agressives de la Fed pousseront à nouveau l'euro à la hausse face au dollar à très long terme.*

**L'autre facteur-clé dans l'évolution du dollar est la résilience de l'appétit global pour le risque.** Or, de nombreux éléments sont susceptibles de déclencher une montée de l'aversion au risque, notamment :

- ✓ Un ralentissement économique mondial et une récession américaine fin 2024 et début 2025 pourraient, dans un premier temps, soutenir le dollar ;
- ✓ La montée des risques politiques américains et géopolitiques mondiaux : une victoire de Donald Trump aux élections présidentielles américaines pourrait alimenter les craintes d'une guerre

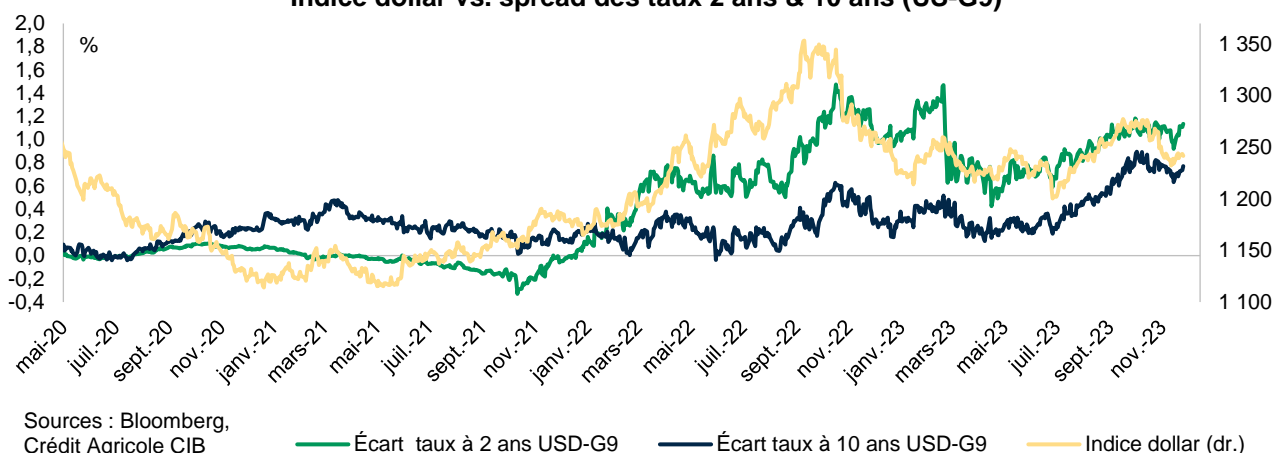
Le « sourire du dollar »



Source : Crédit Agricole CIB

Alors même que la Fed reste nettement plus *hawkish* que les autres banques centrales du G10, les attentes du marché selon lesquelles la Fed basculerait vers une politique accommodante en 2024 ont atténué l'attrait-taux du dollar et l'ont poussé vers le bas de la partie basse du « sourire du dollar ». Toutefois, les anti-

Indice dollar vs. spread des taux 2 ans & 10 ans (US-G9)




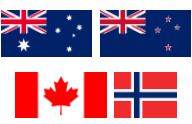




commerciale (possiblement mondiale) et soutenir le dollar.

La décélération cyclique et les risques politiques précités pourraient commencer à contrebalancer l'impact des baisses de taux de la Fed au quatrième trimestre 2024. Ces développements pourraient ainsi soutenir le dollar fin 2024 et début 2025, notamment face à l'euro et à la livre sterling, susceptibles d'être désavantagés par les politiques monétaires plus accommodantes de la BCE et de la BoE : le dollar pourrait alors remonter sur le côté droit du « sourire » éponyme.

Concernant le « très long terme », l'impact positif sur le dollar de l'incertitude des marchés quant aux perspectives cycliques ou politiques aux États-Unis a tendance à s'estomper avec le temps : l'aversion au risque se dissipe. L'atténuation de l'aversion au risque au niveau mondial et des baisses de taux plus agressives de la Fed (nous attendons une baisse des taux cumulée de 150 points de base en 2025), encourageraient l'appréciation de l'euro face au dollar se dirigeant vers la partie basse du « sourire ».

Valentin MARINOV

Perspectives par devise	
	La politique monétaire relativement plus accommodante de la BCE et des inquiétudes persistantes sur les perspectives économiques de la zone euro devraient maintenir l'euro sous pression en 2024, en particulier si les inquiétudes sur la croissance américaine et les risques politiques alimentent l'aversion au risque au quatrième trimestre 2024. En 2025, l'atténuation de l'aversion au risque et des baisses de taux agressives de la Fed devraient tirer à nouveau l'euro à la hausse face au dollar.
	La devise devrait bénéficier du début du cycle mondial d'assouplissement monétaire, de la normalisation de la politique de la BoJ et des rapatriements de capitaux vers le Japon.
	Nous restons optimistes sur le franc suisse en raison de son statut de devise refuge, mais la fin de la normalisation de la politique monétaire de la BNS et la surévaluation de la devise pourraient créer un risque.
	La convergence des perspectives entre les États-Unis et le Royaume-Uni pourrait contribuer à stabiliser les perspectives de la livre sterling, en particulier si une victoire des travaillistes aux élections de 2024 calme les inquiétudes liées au <i>Brexit</i> .
	Les devises des pays producteurs de matières premières restent soutenues à l'approche du cycle d'assouplissement de la Fed, grâce à la bonne tenue des cours des matières premières, elle-même liée à la reprise en Chine et à la faiblesse de l'investissement. Les risques sur la croissance, qui persistent, le retour des risques politiques aux États-Unis et l'aversion au risque pourraient toutefois limiter les gains au cours du second semestre 2024.
	Les difficultés de la couronne suédoise pour retrouver son statut de devise surperformant l'euro vont continuer, mais la devise pourrait néanmoins regagner du terrain au cours des douze prochains mois avec l'aide de la banque centrale (Riksbank).
	L'or va continuer de briller, en particulier lorsque la Fed commencera à abaisser ses taux.

## PAYS ÉMERGENTS : LE MEILLEUR DES MONDES ?

**Le contexte est propice à une appréciation progressive et limitée des devises émergentes en 2024.**

La fin du resserrement mondial des conditions monétaires (avec notamment, concernant la Fed, la fin des hausses et des anticipations de baisses par les marchés) laisse entrevoir de moindres pressions sur les devises émergentes. Le différentiel de taux entre les pays émergents et les États-Unis est moins attractif

mais reste positif ; les taux d'intérêt restent élevés dans certains pays émergents.

**Le ralentissement de l'économie américaine devrait être modéré : cet inflexionnement contenu de la croissance américaine soutient également l'idée d'une lente appréciation des devises émergentes.** En effet, si ce scénario se confirme pour l'économie américaine, les exportations émergentes ne souffriront pas trop (d'autant plus que nous

prévoyons que la croissance séquentielle accélérera au cours du premier semestre 2024 en Europe et en Chine) et la Fed disposera d'une marge de manœuvre pour baisser ses taux.

**L'appréciation des devises émergentes devrait toutefois être limitée : les facteurs d'explication sont largement américains.** Le premier facteur est l'incertitude qui entoure le rythme de la désinflation à venir et la possibilité d'un rebond des anticipations de taux d'intérêt, si le marché réalise qu'il a été trop optimiste. Le deuxième facteur est le risque d'un ralentissement plus fort que prévu aux États-Unis. Dans un tel scénario, les exportations des pays émergents souffriraient davantage : la contribution externe à leur croissance économique et leur situation financière extérieure seraient toutes deux moins favorables. Le troisième facteur est l'ensemble des menaces politiques et géopolitiques, susceptibles d'alimenter l'aversion au risque et la volatilité des devises. De nombreuses élections sont prévues dans les pays émergents au premier semestre (cela commencera par Taïwan en janvier, viendront ensuite l'Indonésie, la Russie, la Corée, l'Inde, l'Afrique du Sud et le Mexique, pour ne citer que les principaux pays). Les élections américaines (en novembre) pourraient, en outre, susciter l'inquiétude des marchés, d'autant qu'une victoire de Donald Trump pourrait conduire à une intensification des tensions avec la Chine, ainsi qu'à une hausse des taxes à l'importation aux États-Unis.

**En termes de valeur relative, les rendements attendus sur la plupart des devises émergentes sont intéressants,** y compris par rapport aux *US Treasuries* ; ce sont toutefois les risques qui, dans de nombreux cas, justifient ces rendements attractifs. La région Europe, Moyen-Orient, Afrique (EMEA) continue de présenter des devises intéressantes pour les opérations de portage. Les devises asiatiques semblent moins risquées (mais moins intéressantes en termes d'évolution attendue des taux de change). La

situation nous paraît moins favorable pour les devises d'Amérique latine.

Les devises de la **région EMEA** (du CE4<sup>22</sup> en particulier) présentent une alliance intéressante de portage encore élevé et de réaccélération de la croissance. Toutefois, au fur et à mesure de l'assouplissement monétaire régional, l'attrait du portage va s'éroder. Par ailleurs, ces devises ne sont pas bon marché et leur cherté devrait limiter leur appréciation.

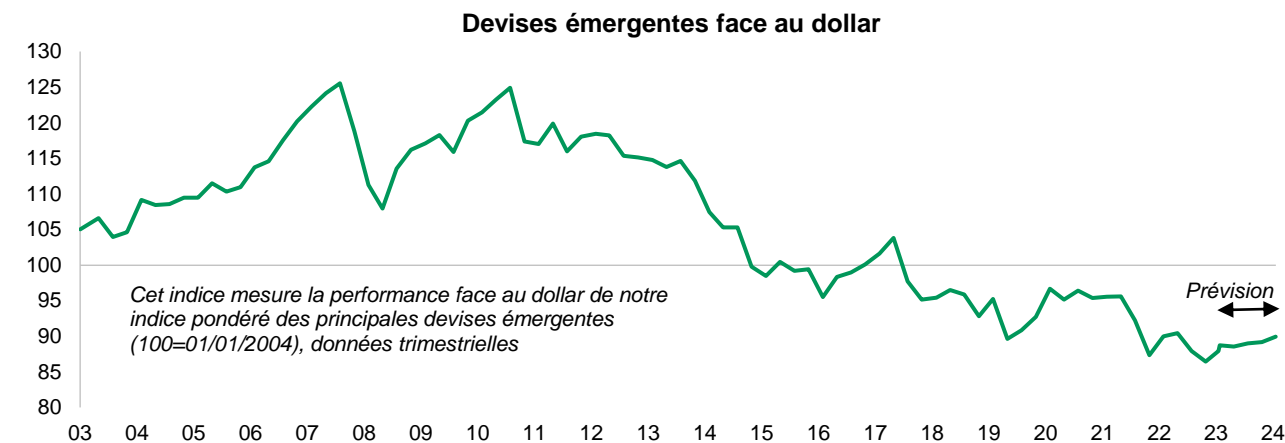
*L'appréciation des devises émergentes devrait être limitée pour des raisons qui sont principalement liées aux États-Unis (les taux d'intérêt et le rythme de l'atterrissage économique).*

Les arguments en faveur d'une rotation semblent assez solides dans la région EMEA. Les marchés les plus risqués devraient davantage retenir l'attention en 2024, à mesure que les devises du CE4 perdront de leur attrait. Grâce à leur portage élevé, la livre turque et, dans une moindre mesure, la livre égyptienne pourraient retrouver les faveurs de certains investisseurs (sous réserve de la poursuite des mesures de stabilisation et de la mise en œuvre des réformes). En fonction des résultats des élections, le rand sud-africain pourrait également être intéressant.

L'**Asie** semble être un pari plus sûr. De nombreuses devises asiatiques affichent un portage plus faible que leurs homologues émergents mais également un risque moindre, en raison de situations financières plus solides. L'Asie devrait bénéficier de l'accélération de l'économie chinoise au premier semestre.

Les devises d'**Amérique latine** semblent être une option plus risquée : le portage reste attractif sur de nombreux marchés, mais les valorisations sont élevées.

Sébastien BARBÉ



Source : Crédit Agricole CIB

<sup>22</sup> Pays d'Europe centrale : Pologne, Hongrie, Roumanie, République tchèque



# PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES & FINANCIÈRES

Scénario économique

Taux d'intérêt

Taux de change

Matières premières

Comptes publics

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE DU GROUPE CRÉDIT AGRICOLE

	PIB (a/a, %)			Inflation (a/a, %)			Balance courante (% du PIB)		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
<b>Etats-Unis</b>	2,4	1,2	0,5	4,2	2,6	2,4	-3,1	-3,1	-3,0
<b>Japon</b>	2,0	0,7	1,8	4,0	2,1	1,6	2,0	1,3	1,3
<b>Zone euro</b>	0,5	0,7	1,4	5,4	2,8	2,5	2,4	2,8	2,7
<b>Allemagne</b>	-0,1	0,0	1,0	6,1	3,2	2,7	4,5	5,1	5,0
<b>France</b>	0,9	1,0	1,3	5,7	2,8	2,7	-1,0	-0,4	-0,4
<b>Italie</b>	0,7	0,6	0,9	5,9	2,5	2,3	1,0	2,5	2,5
<b>Espagne</b>	2,4	1,6	1,4	3,4	2,7	2,1	2,2	1,2	0,9
<b>Pays-Bas</b>	0,2	0,7	1,2	4,1	2,3	2,7	9,1	9,0	8,9
<b>Belgique</b>	1,4	1,2	1,2	2,2	2,3	2,6	-0,2	0,3	0,3
<b>Autres pays développés</b>									
<b>Royaume-Uni</b>	0,5	0,4	1,2	7,4	3,4	2,1	-2,4	-2,0	-2,3
<b>Canada</b>	1,1	0,5	2,0	3,8	2,5	2,0	-0,8	-0,8	-0,8
<b>Australie</b>	1,8	1,2	2,0	5,8	4,0	3,4	0,6	-0,7	-0,8
<b>Suisse</b>	0,9	1,8	1,2	2,2	2,0	1,7	8,0	8,0	7,6
<b>Suède</b>	-0,2	0,3	1,8	8,5	3,2	2,1	2,5	1,8	1,4
<b>Norvège</b>	1,1	0,5	1,1	5,5	3,6	3,0	30,3	13,5	14,5
<b>Asie</b>	4,9	4,6	4,6	2,3	2,4	2,6	1,3	1,2	1,1
<b>Chine</b>	5,2	4,4	4,2	0,3	1,3	1,6	1,8	1,2	0,8
<b>Inde</b>	6,1	5,8	6,3	5,5	4,5	5,2	-2,2	-1,8	-1,6
<b>Corée du Sud</b>	1,3	2,3	2,1	3,7	2,4	2,2	1,9	3,5	3,5
<b>Indonésie</b>	5,0	5,1	5,0	3,8	2,8	3,0	-0,2	-0,4	-0,7
<b>Taiwan</b>	1,4	3,0	2,3	2,6	2,1	1,9	11,9	11,5	11,3
<b>Thaïlande</b>	2,3	3,4	3,2	1,5	2,4	2,0	1,1	2,8	4,6
<b>Malaisie</b>	4,6	5,0	4,7	2,8	2,4	2,3	2,2	2,8	3,0
<b>Singapour</b>	0,9	2,7	2,8	4,8	3,3	3,0	17,6	17,0	16,7
<b>Hong Kong</b>	3,4	3,0	3,1	2,1	2,2	2,2	8,6	9,2	9,6
<b>Philippines</b>	5,2	5,8	5,7	6,0	3,6	3,3	-2,3	-2,1	-2,0
<b>Vietnam</b>	4,8	6,0	6,3	3,2	3,3	3,2	4,1	4,1	4,1
<b>Amérique latine</b>	0,3	2,0	2,1	5,9	3,4	2,6	-3,0	-3,1	-2,6
<b>Brésil</b>	3,0	1,5	1,8	4,5	3,8	3,5	-1,5	-1,7	-2,0
<b>Mexique</b>	3,2	1,8	1,5	5,8	3,8	3,5	-1,5	-1,4	-1,0
<b>Europe émergente</b>	2,0	2,0	2,4	20,2	14,3	9,7	0,3	-0,3	-0,1
<b>Russie</b>	2,0	1,0	1,5	5,9	5,5	4,5	4,0	2,5	2,5
<b>Turquie</b>	3,5	3,0	3,0	53,0	40,0	25,0	-4,0	-3,0	-3,0
<b>Pologne</b>	0,5	2,8	3,5	11,6	3,5	4,0	0,8	-1,0	-0,5
<b>Rép. tchèque</b>	-0,2	2,1	2,9	10,8	2,7	2,1	-0,7	0,1	1,2
<b>Roumanie</b>	1,5	3,5	3,0	10,5	5,3	3,6	-7,2	-6,5	-6,0
<b>Hongrie</b>	-0,5	2,3	3,4	17,7	4,8	3,9	-2,2	-0,9	0,5
<b>Afrique, Moyen-Orient</b>	1,7	2,8	2,9	16,1	11,3	7,5	4,0	2,8	2,6
<b>Arabie saoudite</b>	-0,1	3,0	2,8	2,3	2,1	2,0	6,3	5,2	4,8
<b>Emirats Arabes Unis</b>	2,9	3,7	3,9	3,0	2,5	2,2	10,5	9,9	10,4
<b>Afrique du Sud</b>	0,5	1,8	1,5	5,8	4,8	4,5	-1,2	-1,8	-1,5
<b>Egypte</b>	3,1	3,9	4,4	33,5	26,0	12,0	-1,8	-2,5	-2,3
<b>Algérie</b>	2,7	2,3	2,5	9,3	6,9	6,0	2,4	1,1	-1,0
<b>Qatar</b>	2,5	2,5	3,1	3,0	2,2	1,9	15,1	12,1	13,3
<b>Koweït</b>	1,1	2,5	2,6	3,7	2,6	2,2	19,0	15,0	13,2
<b>Maroc</b>	2,7	3,0	3,2	6,3	3,0	2,2	-2,6	-2,6	-2,4
<b>Tunisie</b>	0,9	1,7	2,5	9,4	7,1	6,9	-5,5	-5,3	-5,4
<b>Total</b>	2,7	2,5	2,6	5,8	4,0	3,3	0,5	0,3	0,3
<b>Pays industrialisés</b>	1,5	0,9	1,1	4,8	2,7	2,3	-0,1	-0,2	-0,2
<b>Pays émergents</b>	3,7	3,8	3,9	6,6	5,1	4,1	1,0	0,8	0,7

Croissance PIB, t/t, %	2023				2024				2025			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Etats-Unis (annualisée)</b>	2,2	2,1	4,9	0,8	0,4	0,7	1,0	-0,6	-0,5	1,1	1,4	2,0
<b>Japon</b>	1,2	0,9	-0,7	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,5	0,7	0,6	0,5
<b>Eurozone</b>	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Allemagne</b>	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
<b>France</b>	0,1	0,6	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4
<b>Italie</b>	0,6	-0,4	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,2	0,0	0,2
<b>Espagne</b>	0,6	0,4	0,3	0,2	0,4	0,4	0,5	0,3	0,4	0,2	0,2	0,1
<b>Royaume-Uni</b>	0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4

Prix à la consommation, a/a %	2023				2024				2025			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Etats-Unis</b>	5,8	4,0	3,5	3,3	3,0	2,7	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
<b>Japon</b>	3,5	4,2	4,3	3,8	3,1	2,3	1,6	1,5	1,5	1,5	1,7	1,8
<b>Eurozone</b>	9,6	8,8	7,2	4,9	2,7	2,8	2,6	2,9	2,7	2,5	2,4	2,4
<b>Allemagne</b>	11,0	10,7	9,3	6,3	4,7	3,1	3,3	3,2	2,9	2,7	2,7	2,6
<b>France</b>	7,3	6,4	5,6	4,5	3,5	3,0	3,2	3,1	2,8	2,7	2,6	2,5
<b>Italie</b>	10,6	10,6	8,6	4,4	3,4	2,5	2,6	2,5	2,5	2,3	2,3	2,3
<b>Espagne</b>	5,2	4,1	2,1	3,2	2,7	2,5	2,8	2,8	2,3	2,2	2,0	2,0
<b>Royaume-Uni</b>	10,2	8,4	6,7	4,5	4,3	2,9	3,1	3,2	2,5	2,2	2,0	1,8

Taux de chômage, %	2023				2024				2025			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Etats-Unis</b>	3,5	3,6	3,7	3,9	4,1	4,2	4,3	4,3	4,4	4,6	4,6	4,5
<b>Japon</b>	2,6	2,6	2,7	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,6	2,5	2,4	2,3
<b>Eurozone</b>	6,7	6,6	6,6	6,8	6,8	6,9	6,7	6,8	6,7	6,7	6,6	6,6
<b>Allemagne</b>	2,9	2,9	3,0	3,1	3,2	3,2	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0
<b>France</b>	7,1	7,3	7,4	7,7	7,9	8,0	8,0	7,9	7,9	7,8	7,8	7,8
<b>Italie</b>	7,9	7,7	7,6	7,6	7,7	7,7	7,8	7,8	7,8	7,9	7,9	7,9
<b>Espagne</b>	12,8	12,0	12,0	12,3	12,2	12,0	11,3	11,6	11,8	11,6	11,1	11,3
<b>Royaume-Uni</b>	3,8	4,3	4,2	4,3	4,5	4,6	4,8	4,8	4,7	4,6	4,4	4,3



« FLUCTUAT NEC MERGITUR » | PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

	PIB (b)	Consom- mation privée (b)	Consom- mation publique (b)	FBCF (b)	Exportations (b)	Importations (b)	Exportations nettes (a)	Variations de stock (a)
<b>Zone euro</b>								
2023	0,5	0,5	0,1	0,8	-0,7	-1,4	0,3	0,7
2024	0,7	1,1	0,7	0,9	0,6	0,8	-0,1	0,5
2025	1,4	1,3	0,6	1,8	2,8	2,8	0,1	0,5
T4 2023	0,1	0,1	0,1	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,5
T1 2024	0,2	0,3	0,1	0,1	0,3	0,3	0,0	0,5
T2 2024	0,3	0,4	0,1	0,3	0,7	0,7	0,0	0,5
T3 2024	0,4	0,4	0,3	0,4	0,8	0,8	0,0	0,5
<b>Allemagne</b>								
2023	-0,1	-1,0	-2,2	1,0	-1,4	-2,5	0,5	0,2
2024	0,0	0,6	0,0	0,8	0,2	0,7	-0,2	-0,2
2025	1,0	1,3	0,7	1,1	2,4	2,5	0,0	0,0
T4 2023	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	-0,3	-0,2	-0,1	0,0
T1 2024	-0,1	0,2	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,0	-0,1
T2 2024	0,0	0,3	0,0	0,2	0,4	0,6	-0,1	-0,1
T3 2024	0,3	0,4	0,6	0,2	0,6	0,8	-0,1	0,0
<b>France</b>								
2023	0,9	0,6	0,5	1,3	1,6	0,6	0,3	-0,2
2024	1,0	1,5	0,7	0,2	1,9	1,7	0,0	0,0
2025	1,3	1,3	0,4	1,5	1,3	1,2	0,0	0,2
T4 2023	0,2	0,1	0,2	-0,1	1,2	0,5	0,2	-0,1
T1 2024	0,2	0,4	0,1	-0,1	0,3	0,2	0,0	-0,1
T2 2024	0,3	0,5	0,1	0,0	0,4	0,3	0,0	0,0
T3 2024	0,4	0,5	0,1	0,1	0,4	0,3	0,0	0,0
<b>Italie</b>								
2023	0,7	1,7	-0,4	0,4	-0,2	-0,4	0,1	-0,3
2024	0,6	1,2	-0,3	-0,8	1,3	-0,4	0,5	-0,4
2025	0,9	0,9	-0,6	1,7	2,6	2,5	0,1	0,1
T4 2023	0,1	0,3	0,0	-0,1	0,2	-0,9	0,4	-0,4
T1 2024	0,2	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,1
T2 2024	0,2	0,2	-0,1	-0,1	0,5	0,5	0,0	0,1
T3 2024	0,3	0,3	-0,1	0,3	0,6	0,8	-0,1	0,1
<b>Espagne</b>								
2023	2,4	2,1	2,6	1,8	0,7	-0,6	0,5	-0,2
2024	1,6	1,9	1,3	2,7	0,7	1,4	-0,2	-0,1
2025	1,4	1,5	0,4	2,4	3,6	3,9	0,0	0,0
T4 2023	0,2	0,2	0,3	0,6	0,5	0,7	0,0	0,0
T1 2024	0,4	0,3	0,2	0,8	1,5	1,4	0,1	0,0
T2 2024	0,4	0,3	0,2	0,9	1,1	1,0	0,1	0,0
T3 2024	0,5	0,4	0,1	0,7	1,3	1,0	0,1	0,0
<b>Portugal</b>								
2023	2,0	1,2	1,1	1,9	4,0	1,3	1,2	-0,4
2024	1,2	1,1	1,1	4,8	1,5	2,5	-0,5	0,0
2025	2,1	1,6	0,1	4,9	2,8	2,5	0,1	0,0
T4 2023	-0,3	0,1	0,5	1,0	0,6	0,8	-0,1	0,0
T1 2024	0,4	0,3	0,1	1,3	0,9	1,0	0,0	0,0
T2 2024	0,8	0,5	0,1	1,9	1,1	0,9	0,1	0,0
T3 2024	0,8	0,4	0,1	1,7	1,3	0,8	0,2	0,0
<b>Pays-Bas</b>								
2023	0,2	0,1	2,8	2,9	-0,8	-0,3	-0,5	-0,6
2024	0,7	0,4	2,7	0,1	0,7	1,1	-0,2	0,1
2025	1,2	1,2	2,2	1,4	1,6	2,1	-0,2	0,0
T4 2023	0,2	0,1	0,5	0,2	0,8	0,9	0,0	0,0
T1 2024	0,3	0,3	0,7	0,2	0,5	0,6	0,0	0,0
T2 2024	0,3	0,3	0,7	0,3	0,5	0,7	-0,1	0,0
T3 2024	0,3	0,3	0,7	0,5	0,5	0,7	-0,1	0,0
<b>Royaume-Uni</b>								
2023	0,5	0,4	-0,2	2,5	-0,4	-1,4	0,3	-1,1
2024	0,4	0,3	1,0	-2,5	1,7	0,9	0,2	0,0
2025	1,2	1,5	0,8	2,5	1,5	2,3	-0,3	0,0
T4 2023	0,0	-0,2	0,2	-1,0	0,5	0,0	0,1	0,1
T1 2024	0,1	0,2	0,2	-1,0	0,6	0,2	0,1	0,0
T2 2024	0,1	0,2	0,2	-1,0	0,6	0,2	0,1	0,0
T3 2024	0,3	0,3	0,2	0,5	0,4	0,5	0,0	0,0

(a) contribution à la croissance (% , t/t)

(b) t/t, %

## TAUX D'INTÉRÊT

Taux courts		19-déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	déc.-24	mars-25	juin-25	sept.-25	déc.-25
Etats-Unis	Fed funds	5,50	5,50	5,50	5,25	5,00	4,50	4,00	3,50	3,50
	Sofr	5,32	5,30	5,30	5,05	4,80	4,30	3,80	3,30	3,30
Japon	Call rate	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
	Tonar	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,02	0,02
Zone euro	Dépôt	4,00	4,00	4,00	3,75	3,25	2,75	2,50	2,50	2,50
	€str	3,90	3,92	3,92	3,68	3,19	2,70	2,45	2,45	2,45
	Euribor 3m	3,92	4,02	3,80	3,55	3,05	2,65	2,58	2,60	2,60
Royaume-Uni	Taux de base	5,25	5,25	5,25	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	3,75
	Sonia	5,19	5,19	4,94	4,69	4,44	4,20	3,95	3,71	3,46
Suède	Repo	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00	3,00
Norvège	Deposit	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50	3,50
Canada	Overnight	5,00	5,00	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50

Taux 10 ans		19-déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	déc.-24	mars-25	juin-25	sept.-25	déc.-25
Etats-Unis		3,91	4,40	4,30	4,20	4,10	3,90	3,75	3,75	3,80
Japon		0,63	0,65	0,63	0,61	0,58	0,59	0,98	0,98	1,00
Zone euro (Allemagne)		2,02	2,65	2,85	2,75	2,60	2,70	2,65	2,50	2,30

Spread 10 ans / Bund		19-déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	déc.-24	mars-25	juin-25	sept.-25	déc.-25
France		0,51	0,65	0,70	0,70	0,70	0,75	0,75	0,75	0,75
Italie		1,63	2,05	2,15	2,05	2,00	2,00	1,95	1,85	1,80
Espagne		0,95	1,25	1,25	1,25	1,30	1,35	1,40	1,40	1,40

Asie		19-déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	déc.-24	mars-25	juin-25	sept.-25	déc.-25
Chine	1Y deposit rate	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Hong Kong	Taux de base	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	4,75	4,25	3,75	3,75
Inde	Taux repo	6,50	6,50	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50	5,50	5,50
Indonésie	BI rate	6,00	6,00	6,00	5,75	5,50	5,25	5,00	5,00	5,00
Corée	Taux de base	3,50	3,50	3,50	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50	2,50
Malaisie	OPR	3,00	3,00	3,00	2,75	2,50	2,25	2,00	2,00	2,00
Philippines	Taux repo	6,50	6,50	6,50	6,25	5,75	5,25	5,00	4,75	4,75
Singapour	6M SOR	3,69	3,70	3,65	3,55	3,40	2,95	2,40	2,10	2,10
Taiwan	Redisc	1,88	1,88	1,88	1,75	1,75	1,63	1,63	1,50	1,50
Thaïlande	Repo	2,50	2,50	2,50	2,25	2,00	1,75	1,75	1,50	1,50
Vietnam	Refinancing rate	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Amérique Latine										
Brésil	Overnight/Selic	11,75	10,75	9,75	9,25	9,25	9,00	8,50	8,50	8,50
Mexique	Taux overnight	11,25	10,75	10,25	9,75	9,25	8,75	8,25	7,75	7,75
Europe Emergente										
Rép. tchèque	Repo 14 j.	7,00	6,25	5,75	5,25	4,75	4,50	4,25	4,00	3,75
Hongrie	Repo 2 sem.	10,75	9,50	8,00	7,00	6,00	5,75	5,50	5,25	5,00
Pologne	Repo 7 j.	5,75	5,50	5,50	5,25	5,25	5,25	5,25	4,75	4,75
Roumanie	Repo 2 sem.	7,00	6,75	6,50	6,25	5,75	5,50	5,25	5,00	4,75
Russie	1W auction rate	16,00	16,00	14,00	12,00	10,00	9,00	8,00	7,00	7,00
Turquie	Repo 1 sem.	8,25	8,25	8,25	7,25	6,00	5,50	5,50	5,50	5,50

## TAUX DE CHANGE

## Taux de change USD

Pays industrialisés		19-déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	déc.-24	mars-25	juin-25	sept.-25	déc.-25
Euro	EUR/USD	1,10	1,08	1,07	1,06	1,05	1,07	1,09	1,10	1,12
Japon	USD/JPY	144	146	144	140	138	138	136	134	132
Royaume-Uni	GBP/USD	1,27	1,27	1,26	1,26	1,25	1,27	1,30	1,33	1,35
Suisse	USD/CHF	0,86	0,90	0,90	0,90	0,89	0,88	0,87	0,87	0,87
Canada	USD/CAD	1,33	1,34	1,32	1,30	1,32	1,31	1,30	1,29	1,28
Australie	AUD/USD	0,68	0,68	0,70	0,72	0,72	0,70	0,72	0,74	0,74
Nouvelle Zélande	NZD/USD	0,63	0,62	0,62	0,63	0,62	0,61	0,62	0,64	0,64

## Parités croisées c/ euro

Pays industrialisés		19-déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	déc.-24	mars-25	juin-25	sept.-25	déc.-25
Japon	EUR/JPY	158	158	154	148	145	148	148	147	148
Royaume-Uni	EUR/GBP	0,86	0,85	0,85	0,84	0,84	0,84	0,84	0,83	0,83
Suisse	EUR/CHF	0,94	0,97	0,96	0,95	0,93	0,94	0,95	0,96	0,97
Suède	EUR/SEK	11,15	11,20	11,00	10,90	11,20	11,00	10,80	10,60	10,50
Norvège	EUR/NOK	11,27	11,30	11,10	10,90	11,50	11,10	10,80	10,50	10,20

Asie		19-déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	déc.-24	mars-25	juin-25	sept.-25	déc.-25
Chine	USD/CNY	7,13	7,10	7,05	7,05	6,95	6,90	6,90	6,90	6,80
Hong Kong	USD/HKD	7,80	7,80	7,80	7,78	7,76	7,75	7,75	7,75	7,75
Inde	USD/INR	83,06	82,50	82,00	81,00	81,00	80,50	80,50	80,00	80,00
Indonésie	USD/IDR	15 500	15 200	15 100	15 000	15 100	15 000	14 900	14 800	14 500
Malaisie	USD/MYR	4,68	4,60	4,60	4,50	4,45	4,40	4,40	4,35	4,30
Philippines	USD/PHP	56,0	55,5	55,3	55,2	54,5	54,5	54,0	54,0	53,5
Singapour	USD/SGD	1,33	1,34	1,33	1,32	1,31	1,31	1,31	1,31	1,30
Corée du Sud	USD/KRW	1301	1300	1300	1280	1260	1260	1250	1240	1220
Taiwan	USD/TWD	31,3	31,7	31,7	31,6	31,3	31,3	31,2	31,1	31,0
Thaïlande	USD/THB	34,8	34,0	33,0	35,0	34,5	34,0	32,5	33,5	32,0
Vietnam	USD/VND	24 350	24 000	24 000	23 800	23 800	23 500	23 400	23 300	23 200
Amérique latine										
Brésil	USD/BRL	4,86	5,00	5,05	5,08	5,10	5,15	5,20	5,25	5,25
Mexique	USD/MXN	17,03	17,50	17,60	17,75	18,00	18,25	18,50	18,75	19,00
Afrique										
Afrique du Sud	USD/ZAR	18,34	18,00	17,50	17,00	17,00	17,50	17,50	18,00	18,00
Europe émergente										
Pologne	USD/PLN	3,95	4,09	4,11	4,13	4,15	4,07	3,98	3,94	3,86
Russie	USD/RUB	90,50	95,00	95,00	90,00	90,00	90,00	90,00	90,00	90,00
Turquie	USD/TRY	29,09	30,00	29,00	28,00	28,00	29,00	30,00	31,00	31,00
Europe centrale										
Rép. tchèque	EUR/CZK	24,52	24,20	24,10	24,00	23,90	23,80	23,70	23,60	23,40
Hongrie	EUR/HUF	384	373	371	370	368	367	365	363	360
Pologne	EUR/PLN	4,34	4,42	4,40	4,38	4,36	4,35	4,34	4,33	4,32
Roumanie	EUR/RON	4,97	4,92	4,92	4,92	4,92	4,92	4,91	4,91	4,90

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix moy. du trim.		19-déc	2023				2024				2025			
			T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Brent	USD/BBL	79	84	85	87	90	87	85	87	90	90			

Prix moy. du trim.		19-déc	2023				2024				2025			
			T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Or	USD/oz	2 046	2 050	2 000	2 025	2 050	2 100	2 100	2 055	2 025	2 000			

## COMPTES PUBLICS

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dettes publiques (% du PIB)		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
<b>Etats-Unis</b>	-6,0	-5,8	-5,8	98,2	100,2	101,6
<b>Japon</b>	-3,5	-4,0	-2,5	244,2	240,9	235,1
<b>Zone euro</b>	-3,4	-3,1	-2,8	93,8	93,7	93,3
Allemagne	-2,2	-1,5	-1,1	65,1	65,0	64,0
France	-4,9	-4,6	-4,2	109,7	109,7	109,7
Italie	-5,3	-4,5	-3,6	140,2	140,1	139,3
Espagne	-4,1	-3,6	-3,8	109,3	107,9	107,1
Pays-Bas	-1,0	-1,9	-2,3	47,4	47,2	47,9
Belgique	-4,9	-4,8	-5,0	106,3	107,5	110,0
Grèce	-1,8	-0,8	-0,6	162,8	153,2	151,6
Irlande	-1,2	-3,2	-3,0	46,0	51,2	53,4
Portugal	0,6	0,2	0,3	105,4	99,9	98,6
<b>Royaume-Uni</b>	-5,1	-3,2	-2,4	100,6	102,8	105,1

Achevé de rédiger le 21 décembre 2023

**Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE**  
**Rédacteurs en chef : Catherine LÉBOUGRE – Armelle SARDA – Jean François PAREN**

**Comité de rédaction**

**Pays développés**

Ticiano BRUNELLO – Espagne  
Olivier ELUÈRE, Marianne PICARD – France  
Paola MONPERRUS-VERONI – Zone euro  
Slavena NAZAROVA – Royaume-Uni  
Arata OTO, Takuji AIDA – Japon  
Sofia TOZY – Italie  
Alberto ALEDO – Allemagne, Autriche, Pays-Bas  
Nicholas VAN NESS – États-Unis  
Philippe VILAS-BOAS – Scénario

**Secteurs d'activité**

Stéphane FERDRIN – Pétrole & gaz

**Pays émergents**

Sébastien BARBÉ – Pays émergents  
Xiaoja ZHI – Chine  
Catherine LÉBOUGRE, Olga YANGOL – Amérique latine  
Olivier LE CABELLEC – Afrique du Nord & Moyen-Orient  
Tania SOLLOGOUB – Russie, géopolitique  
Sophie WIEVIORKA, David FORRESTER – Asie émergente  
Ada ZAN – Europe centrale et orientale, Asie centrale

**Marchés financiers**

Nicholas VAN NESS – Réserve fédérale  
Louis HARREAU – Banque centrale européenne  
Slavena NAZAROVA – Banque d'Angleterre  
Arata OTO, Takuji AIDA – Banque du Japon  
Alex LI – Taux d'intérêt États-Unis  
Bert LOURENCO – Taux d'intérêt zone euro  
Valentin MARINOV – Taux de change pays développés  
Sébastien BARBÉ – Taux de change pays émergents

**Documentation : Elisabeth SERREAU – Statistiques : Datalab ECO**

**Maquette & Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY**

**Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr**

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. Le 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.

**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](#)**