

Perspectives

Hebdomadaire – N°24/124 – 3 mai 2024

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Des taux élevés plus longtemps face à une désinflation plus poussive	2
☞ France : l'inflation cumulée depuis début 2020 reste inférieure de 3,5 points à celle de la zone euro	3
☞ Zone euro : les premières estimations de la croissance du PIB au T1 2024 confirment notre scénario de reprise par la consommation.....	4
☞ Italie : des salaires qui se maintiennent.....	5
☞ Allemagne : le gouvernement fédéral face aux défis de l'économie	6
☞ Le dollar est toujours le problème des pays d'Asie	7
☞ Mais que vient faire l'Azerbaïdjan dans le Pacifique Sud ?	9

Des taux élevés plus longtemps face à une désinflation plus poussive

La nervosité a dominé les marchés financiers dans l'attente de la réunion de politique monétaire du « *Federal Open Market Committee* » en milieu de semaine, alors que les progrès en matière de désinflation sont décevants et que la croissance économique demeure obstinément robuste. Les investisseurs ont finalement dû composer avec un calendrier de baisses plus éloignées, mais ils ont évité une nouvelle hausse de taux, hypothèse qu'ils redoutaient davantage.

Les chiffres de l'emploi américain non agricole ont indiqué un certain ralentissement au mois d'avril avec 175 000 emplois créés, contre 303 000 en mars. Le taux de chômage a légèrement augmenté pour atteindre 3,9%, après 3,8% le mois dernier, tandis que la croissance a ralenti au premier trimestre mais reste solide, à 1,6% en taux trimestriel annualisé. L'indice des prix mesuré sur les dépenses de consommation personnelles (PCE) a quant à lui augmenté de 2,7% en mars, après 2,5% en février, tandis que l'indice sous-jacent est resté stable à 2,8%, inscrivant ainsi un troisième mois de faibles progrès en matière de désinflation. C'est dans ce contexte, que la Réserve fédérale américaine a décidé de laisser inchangés ses taux d'intérêt directeurs, maintenant le taux des *Fed Funds* dans une fourchette comprise entre 5,25% et 5,5%. Elle a de surcroît opté pour un « resserrement quantitatif » plus lent qui se traduira à partir du mois de juin par une réduction de son bilan moindre, la baisse mensuelle maximale de son portefeuille de titres obligataires étant portée à 25 milliards de dollars, contre 60 milliards auparavant. Elle conserve néanmoins le même rythme de réduction des titres hypothécaires à hauteur de 35 milliards de dollars par mois. La banque centrale américaine s'est montrée particulièrement prudente sur le calendrier de baisses des taux envisagé, alors que l'inflation est encore élevée et ne reflue plus que marginalement. Lors de sa conférence de presse, le président Powell a réitéré la formulation selon laquelle l'institution attendra « d'avoir suffisamment confiance dans le fait que l'inflation se rapproche durablement de l'objectif de 2% avant de réduire ses taux ». Il a en outre déclaré qu'une hausse des taux d'intérêt lui semblait « peu probable », écartant ainsi une hypothèse que les investisseurs redoutaient, au profit d'un maintien des taux sur un plateau haut durant une plus longue période. Une position qui se déclare rester résolument dépendante des données macro-économiques et qui conduit les marchés à anticiper dorénavant la première baisse des taux, de 25 points de base, en septembre, au lieu de juin il y a encore un mois.

En zone euro, le rebond de la croissance au premier trimestre a été meilleur qu'attendu, à +0,3% en variation trimestrielle, contre +0,1% anticipé par le consensus. Des résultats légèrement plus positifs ont en effet été enregistrés dans les quatre grands pays de la zone : France, Allemagne, Italie et Espagne. Néanmoins, l'activité manufacturière, d'après l'enquête PMI, continue de se détériorer au mois d'avril en raison d'une plus faible demande. En parallèle, l'inflation harmonisée s'est stabilisée à 2,4% au mois d'avril, tandis que l'indice sous-jacent a ralenti à 2,7%, après 2,9% en mars. La poursuite de la désinflation se révèle là aussi plus délicate à mesure que l'on se rapproche de la cible de 2%.

En Asie, les bénéfices cumulés des entreprises industrielles chinoises ont augmenté de 4,3% sur un an en mars, en net ralentissement par rapport à février (10,2%), renforçant ainsi des doutes quant à la vigueur de la reprise économique. Au Japon, le yen s'est brutalement déprécié face au dollar en début de semaine pour atteindre son plus bas niveau depuis trente-quatre ans, à 160 yens pour un dollar. En dépit de la sortie des taux négatifs et du contrôle des rendements obligataires par la banque centrale le mois dernier, les cambistes ont estimé que les taux japonais resteraient bas pendant un certain temps comparativement aux taux américains. La forte dépréciation de la devise a vraisemblablement conduit les autorités japonaises à défendre leur monnaie en puisant dans les réserves de change en dollars, sans grand succès toutefois. Ces tensions se sont néanmoins quelque peu atténuées en fin de semaine après le discours de la Réserve fédérale.

Dans ce contexte, les marchés actions mondiaux se sont globalement montrés plus averses au risque. Les indices *Eurostoxx50* et *S&P500* ont enregistré des reculs respectifs de 1,8% et 1,6% sur la semaine. Sur les marchés obligataires, l'annonce de politique monétaire de la Fed a favorisé l'apaisement des tensions sur les obligations souveraines. Les rendements sur les taux souverains à dix ans américains et allemands ont ainsi baissé de respectivement 9 et 4 points de base. Dans le même temps, les *spreads* français, espagnol et italien face au Bund se sont faiblement resserrés. La devise européenne s'est légèrement appréciée face au dollar américain dans un sursaut *post* réunion de la Fed. Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord a cédé 6%, en raison des craintes d'une plus grande faiblesse de la demande de pétrole et d'une augmentation surprise des stocks de brut américains.

Zone euro

France : l'inflation cumulée depuis début 2020 reste inférieure de 3,5 points à celle de la zone euro

L'Insee a publié cette semaine les [résultats provisoires](#) de l'indice des prix à la consommation (IPC) d'avril. Eurostat a également publié l'[estimation rapide](#) de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) d'avril pour l'ensemble de la zone euro. En France, l'inflation en glissement annuel diminue ainsi légèrement au sens de l'IPC, mais elle est stable en termes d'IPCH, l'indice qui permet de comparer les taux d'inflation entre les différents pays européens grâce à une méthodologie harmonisée. L'inflation sur un an en France est ainsi la même qu'en zone euro au sens de l'IPCH pour le deuxième mois consécutif. En revanche, l'inflation cumulée depuis l'avant-crise sanitaire (janvier 2020) reste nettement inférieure en France à celle en zone euro.

L'inflation diminue en France en avril au sens de l'IPC, à 2,2% en glissement annuel (g.a.), après 2,3% en mars. Cette baisse de l'inflation s'explique par le ralentissement des prix de l'alimentation hors produits frais (+1,5% en g.a. après +2,7%), de ceux des produits manufacturés dont le glissement annuel devient négatif (-0,1% après +0,1%), et dans une moindre mesure de ceux du tabac (+9% après +10,7% en g.a.). En revanche, les prix des produits alimentaires frais diminuent moins fortement que le mois précédent (-0,7%, après -3,9%), et ceux de l'énergie accélèrent (+3,8%, après +3,4%) sur un an. L'inflation des services est pour sa part stable, à 3% en glissement annuel.

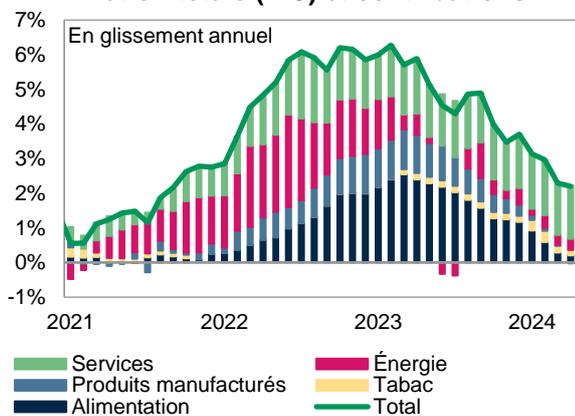
Si l'inflation a bien diminué depuis le plateau haut autour de 6% en glissement annuel (pour l'IPC) atteint entre l'été 2022 et le printemps 2023, son repli pourrait être plus lent à l'avenir, et même heurté. L'inflation pourrait, en effet, remonter légèrement en mai et en juillet en raison d'effets de base sur les prix de l'énergie (qui avaient diminué un an plus tôt). En outre, l'inflation des services, principale contributrice

à l'inflation totale depuis l'automne 2023, devrait s'avérer relativement persistante en lien avec des salaires nominaux toujours allants dans ce secteur intensif en main d'œuvre.

En utilisant l'IPCH, qui permet une comparaison des taux d'inflation entre les différents pays européens du fait d'une méthodologie harmonisée, l'inflation française est stable en avril, à 2,4% sur un an (comme en mars). Le fait que le glissement annuel de l'IPC diminue, tandis que celui de l'IPCH reste stable, peut paraître étonnant à première vue. Toutefois, il est lié aux différences méthodologiques entre les deux indicateurs. Pour les produits et services de santé, l'IPCH comptabilise uniquement le reste à charge des ménages après remboursement de la sécurité sociale, contrairement à l'IPC qui prend en compte le prix « brut » (avant tout remboursement). Le doublement des franchises médicales le 31 mars pourrait ainsi expliquer l'accroissement de l'écart entre les glissements annuels de l'IPC et de l'IPCH en avril (voir la dernière [note de conjoncture](#) de l'Insee).

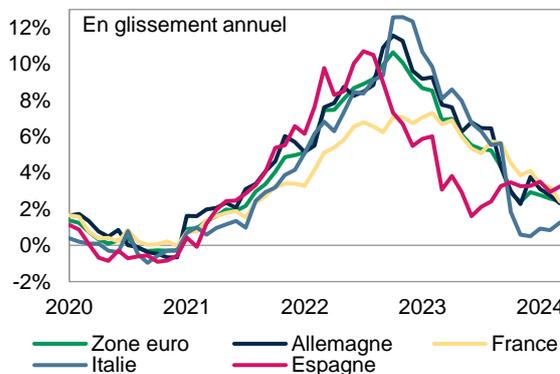
En avril, l'inflation en France est la même qu'en zone euro (au sens de l'IPCH) depuis mars, à 2,4% en glissement annuel. L'inflation allemande, qui a légèrement augmenté par rapport à mars (+0,1 point) s'établit également à 2,4% sur un an. En Espagne, l'inflation est supérieure et en augmentation (+0,1 point à 3,4% en g.a.), tandis qu'en Italie, elle est nettement inférieure et en baisse ce mois-ci (-0,2 point à 1% en g.a.). La France apparaît ainsi en position médiane par rapport à ses grands voisins. Elle affiche par contre une inflation cumulée depuis l'avant-crise sanitaire (17,3%) sensiblement plus faible que la zone euro (20,8%), l'Espagne (19,6%), l'Italie (20,2%), et surtout l'Allemagne (22,6%). Cette observation est également valable pour l'inflation sous-jacente¹ (qui correspond à la

Inflation totale (IPC) et contributions



Derniers points : avril 2024 (provisoire)
Sources : Insee, calculs Crédit agricole S.A./ECO

Inflation harmonisée (IPCH)



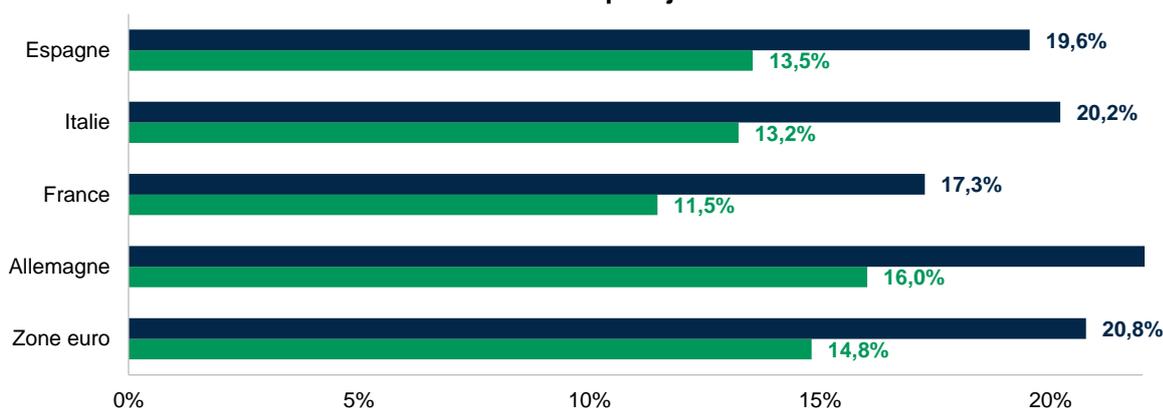
Derniers points : avril 2024 (flash)
Sources : Eurostat, calculs Crédit Agricole S.A.

¹ Au sens de l'IPCH hors énergie, alimentation, alcool et tabac

tendance de fond de l'inflation, hors prix volatils), en se basant sur les chiffres de mars (les chiffres d'avril

n'étant pas encore disponibles pour l'ensemble des pays).

Inflation cumulée depuis janvier 2020



Sources : Eurostat, calculs Crédit Agricole S.A.

■ IPCH total - avril 2024

■ IPCH core - mars 2024

Notre opinion – Le processus de désinflation est un élément-clé de [notre scénario](#). Il devrait générer des gains de pouvoir d'achat des salaires, stimulant ainsi le rebond de la consommation des ménages, que nous voyons comme le moteur de la croissance en 2024 et 2025. La consommation des ménages a d'ailleurs finalement déjà un peu rebondi depuis le deuxième semestre 2023. C'est ce que la première estimation des comptes nationaux trimestriels du premier trimestre 2024, et les révisions intervenues à cette occasion sur le passé, nous révèlent (voir notre publication « [Flash PIB : légère accélération du PIB au premier trimestre 2024, à +0,2%, comme prévu](#) »). La consommation des ménages a ainsi augmenté de 0,5% au troisième trimestre 2023, a ralenti à +0,2% tout en continuant d'augmenter au quatrième trimestre 2023, et a de nouveau augmenté au premier trimestre 2024, à +0,4%. En particulier ce dernier trimestre, la consommation de biens se redresse légèrement, portée notamment par le rebond de l'alimentation, et en dépit de la baisse des dépenses en matériels de transport liée au durcissement des conditions des dispositifs de bonus et malus écologiques pour les voitures neuves. La consommation de services est par ailleurs toujours dynamique.

Zone euro : les premières estimations de la croissance du PIB au T1 2024 confirment notre scénario de reprise par la consommation

La première estimation du PIB de la zone euro fournie par Eurostat pour le premier trimestre 2024 à +0,3% sur le trimestre signale une accélération de l'activité par rapport à une année 2023 qui a connu une stagnation au cours des quatre trimestres, le PIB s'étant même légèrement replié aux troisième et quatrième trimestres 2023 (-0,1%).

Cette estimation est supérieure aux prévisions du consensus et aux projections de la BCE de mars (+0,1%) et à nos propres prévisions (+0,2%). L'acquis de croissance laissé par le premier trimestre au taux de croissance en moyenne annuelle en 2024 est de +0,3%. Cette estimation augmente automatiquement notre prévision de croissance en 2024 de +0,7% à +0,8%. Nous ne modifions pas notre prévision à ce stade, puisque l'estimation rapide préliminaire est basée sur des sources de données incomplètes qui feront encore l'objet de révisions y compris sur le passé. Les chiffres sont susceptibles d'être révisés le 15 mai 2024, puis lorsque les agrégats principaux seront publiés le 7 juin 2024 et le 19 juillet 2024.

La croissance a surpris à la hausse dans la plupart des pays dont on dispose de la première estimation :

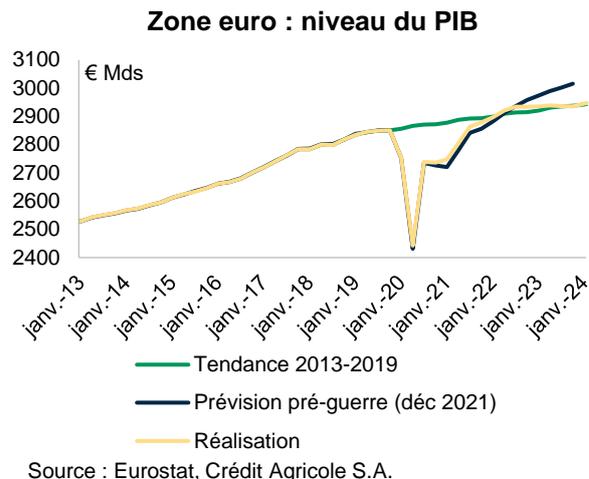
en Allemagne (+0,2%, contre 0% prévu), en Italie (+0,3%, contre +0,2% prévu), en Espagne (+0,7%, contre +0,4% prévu) et au Portugal. En France et en Belgique la première estimation de la croissance correspond à nos prévisions (+0,2% et +0,3% respectivement), tandis qu'en Autriche et en Irlande elle est un peu plus faible (à +0,2% et +1,1% respectivement).

Nous ne disposons pas encore des estimations sur les principaux agrégats composant le PIB, ni pour la zone euro ni pour la plupart des pays, mais pour les pays où elles sont connues, la France et l'Espagne, la contribution de la demande intérieure a été positive, grâce à l'accélération de la consommation des ménages et à la reprise de l'investissement, après son repli de fin 2023. La contribution de la demande extérieure nette a aussi été positive grâce à une dynamique plus soutenue des exportations que des importations. La progression des ventes de biens et services à l'étranger est encore modeste, bien qu'en accélération en France, tandis qu'elle demeure soutenue mais en ralentissement en Espagne. En Allemagne, la croissance du PIB aurait été tirée par les exportations et par l'investissement

en construction, tandis que la consommation des ménages se serait repliée. En Italie aussi, la contribution des exportations nettes à la croissance a été positive, mais nous ne disposons pas d'informations sur les composantes de la demande intérieure.

Bien qu'on ne puisse pas extrapoler la variation des agrégats connus par pays, l'évolution des composantes du PIB de la zone euro, l'accélération de la consommation des ménages en France et en Espagne est de bon augure. Elle était fortement attendue depuis que le revenu disponible réel des ménages affichait son redressement sous l'effet d'une croissance soutenue des salaires et d'un net affaiblissement de l'inflation. La volonté de reconstituer le pouvoir d'achat perdu et les encaisses réelles et la faiblesse de la confiance ont alimenté la hausse du taux d'épargne au deuxième

semestre 2023, empêchant l'accélération de la consommation des ménages dans la zone euro.



☑ Notre opinion – Cette accélération de la croissance, bien qu'elle soit à confirmer, a été une bonne surprise après que la succession du choc inflationniste lié à la guerre en Ukraine et de celui lié au resserrement monétaire ont plié au-delà de la simple normalisation la trajectoire du PIB successive au rebond post-pandémie. Au premier trimestre 2024, le PIB de la zone euro est un peu inférieur au niveau où il serait s'il avait crû au rythme enregistré en moyenne entre la crise souveraine et juste avant le Covid (de 2013 à 2019) : un rythme qui était déjà trop faible et qui a autorisé à qualifier la décennie passée de « décennie perdue ». L'enjeu de la redynamisation de la croissance est donc un enjeu majeur si l'on veut éviter une deuxième décennie perdue.

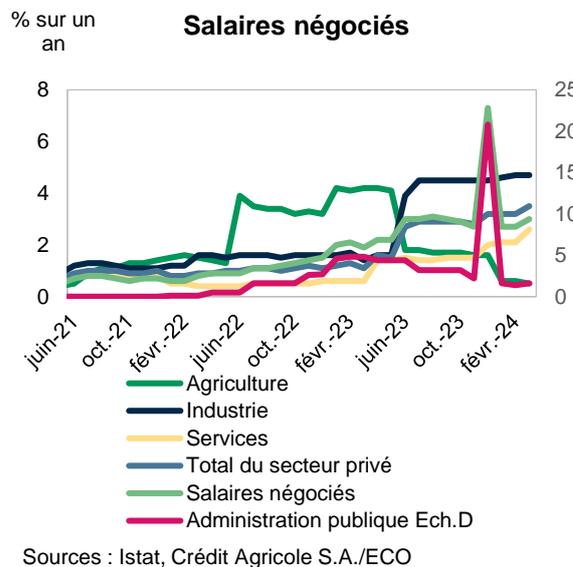
👉 Italie : des salaires qui se maintiennent

Les salaires négociés ont de nouveau progressé en mars, augmentant de 0,3% par rapport au mois précédent, contre 0,1% en février. En glissement annuel, les données de mars indiquent une légère accélération, avec une hausse de 3% contre 2,7% en janvier et février.

Sur le trimestre, l'indice des salaires négociés enregistre un léger recul par rapport au trimestre précédent, baissant de 0,6%, après +1,5% le trimestre précédent. En tendance, ces derniers continuent cependant d'enregistrer une dynamique soutenue, avec une croissance en glissement de 2,8% dans la continuité de la tendance observée en 2023.

L'évolution a été plus favorable dans le secteur industriel, avec une hausse (+4,7% par rapport au T1 2023) près de cinq fois supérieure à celle de l'inflation (+1,0%) ; pour les services privés, la croissance est de (+2,3%) en accélération par rapport au trimestre précédent (1,7%). Grâce aux accords enregistrés jusqu'en mars, notamment dans les services, seuls deux salariés sur dix attendent le

renouvellement de leur convention collective dans le secteur privé.



✓ Notre opinion – Les salaires continuent de s'inscrire dans une dynamique de rattrapage, malgré un léger ralentissement par rapport au pic de décembre avec une croissance dynamique dans les services et l'industrie. La forte progression des salaires au quatrième trimestre 2023 de 4,8% masque en effet davantage une hausse liée aux revalorisations dans le secteur public prévue dans le projet de loi de finances en décembre avec un bond de 20% de l'indice, qui s'est traduit par une croissance trimestrielle de 8,7% pour le secteur public.

Allemagne : le gouvernement fédéral face aux défis de l'économie

La Loi de finances pour 2024 approuvée par la chambre basse en février implique une combinaison de réduction de dépenses et de création de nouvelles recettes. Le gouvernement a adopté des mesures de consolidation d'un montant de 17 milliards d'euros (0,4% du PIB), dont 12 milliards correspondent à des réductions du Fonds pour le climat et la transformation. Les modifications budgétaires ont été détaillées dans le point sur les finances publiques de notre [scénario de janvier](#).

Le rétablissement du frein à l'endettement et la limitation du recours aux instruments hors bilan a obligé au gouvernement de coalition à fixer des priorités en matière de dépenses.

Le [programme de stabilité allemand](#) a été approuvé par le Conseil des ministres fédéral le 24 avril, il présente une position budgétaire modérément restrictive. Le document repose sur des prévisions de croissance du PIB de 0,2% en 2023 et de 1% en 2025. Les revenus augmenteraient de 0,5 point de PIB tandis que les dépenses resteraient stables. En conséquence, le solde budgétaire atteindra -1,8% du PIB en 2024 et -1% en 2025, ce qui se traduirait par un ratio d'endettement public de 64% du PIB en 2024 et de 63,3% en 2025.

Les dépenses liées au vieillissement de la population représentent 27,3% du PIB en 2023, et le document estime que ce chiffre passera à 28,7% en 2030. Concernant les dépenses de pensions de retraite, le programme de stabilité estime qu'elles passeront de 10,8% du PIB en 2023 à 11,7% en 2030. En effet, l'évolution démographique constitue l'un des principaux défis auxquels est confrontée la soutenabilité des finances publiques. Le nombre de personnes ayant atteint l'âge de la retraite (plus de 65 ans) augmentera de 2,4 millions entre 2023 et 2030, tandis que le nombre de personnes en âge de travailler (entre 15 et 64 ans) diminuera de 1,8 million. Cette relation, appelée taux de dépendance des personnes âgées, est passé de 4,6 en 1990 à 2,8 en 2023, ce qui signifie que 2,8

personnes sont en âge de travailler pour chaque personne ayant atteint l'âge de la retraite. Le programme estime que le ratio diminuera encore à 2,4 en 2030.

Pour maintenir la prestation retraite à 48% du salaire moyen, l'exécutif a présenté en mars un plan pour contribuer au financement du système public de retraite. Ainsi, 200 milliards d'euros seront investis sur les marchés des capitaux jusqu'en 2035 au titre d'un fond de réserve pour les retraites. 12 milliards d'euros de dette seront émis en 2024, un montant qui augmentera de 3% par la vente de participations publiques. Par ailleurs, les cotisations aux régimes de retraite privés sont désormais entièrement déductibles de l'impôt sur le revenu. Le dispositif devrait contribuer au financement du système public de retraite à hauteur de 10 milliards d'euros par an à partir de 2036.

Le gouvernement fédéral continue de développer la stratégie nationale en matière de compétences, en collaboration avec les régions, l'Agence fédérale de l'emploi et les acteurs sociaux. La loi sur l'éducation et la formation continue vise à prévenir le chômage causé par les changements structurels et à maintenir l'offre de main-d'œuvre qualifiée.

La loi sur le financement de l'avenir vise à améliorer la disponibilité des capitaux privés pour l'investissement en disposant de meilleures conditions de financement. Dans le même ordre d'idée, la loi sur les opportunités de croissance crée des incitations fiscales ciblées pour l'investissement et l'innovation, notamment des règles de déduction des pertes plus favorables, une augmentation de l'abattement fiscal pour la recherche, ainsi qu'une amélioration de la liquidité des entreprises. Le dégrèvement apporté par ces mesures est estimé à 3,2 milliards d'euros par an. La loi comprend également des mesures visant à simplifier le système fiscal et à alléger la charge bureaucratique pesant sur les entreprises.

✓ Notre opinion – Les tendances économiques présentées dans le programme de stabilité montrent les défis structurels auxquels l'économie allemande est confrontée dans les années à venir, à savoir le changement démographique et la faible croissance potentielle. Le programme propose des mesures visant à garantir la soutenabilité des finances publiques. La diminution de la main d'œuvre ainsi que l'augmentation des dépenses liées au vieillissement de la population augmenteront la pression sur les comptes publics au cours de la prochaine décennie. Pendant ce temps, la croissance des revenus sera limitée en raison de la contraction de la croissance potentielle de l'économie.

Pays émergents

Asie

Le dollar est toujours le problème des pays d'Asie

En 1971, le secrétaire du Trésor américain John Connally s'était rendu célèbre pour avoir répondu à une délégation européenne s'inquiétant des fluctuations du dollar que « le dollar [était] notre monnaie, mais votre problème ». Et bien que le contexte monétaire ait changé depuis cinquante ans, et que l'on parle de plus en plus de dédollarisation des échanges, les pays asiatiques continuent de dépendre de la politique monétaire et du taux de change américains.

Vague de dépréciation et politique monétaire sous contrainte

Depuis le début de l'année, les devises asiatiques pâtissent des décisions de la Fed, qui a décalé son calendrier d'assouplissement monétaire, en raison d'indicateurs d'activité meilleurs qu'anticipé et d'une inflation jugée toujours trop élevée. Les principales devises de la zone ont ainsi cédé entre 5% et 10% face au dollar, sans parler du Japon où le yen a retrouvé des niveaux qu'il n'avait plus connus depuis les années 1980 et les accords du Plaza.

Sans surprise, les devises les plus touchées sont celles des pays dans lesquels les taux directeurs sont situés en-dessous du niveau des taux américains, Thaïlande et Corée du Sud en tête. Ces économies sont ainsi pénalisées par des sorties de capitaux motivées par des arbitrages risque/rendement moins favorables par rapport aux conditions de marché américaines. Les banquiers centraux de ces pays s'inquiètent ainsi de la pression engendrée par ce *spread* de taux qui devrait se maintenir pendant encore de longs mois, le premier assouplissement de la Fed étant maintenant anticipé pour septembre.

Dans un rare communiqué commun, les banques centrales coréenne, japonaise et américaine se sont montrées préoccupées par le décrochage des

devises asiatiques et le renforcement du dollar, et de l'impact que ce dernier pouvait avoir sur le commerce international, en profitant notamment à la Chine, régulièrement accusée de sous-évaluer sa devise. Une Fed préoccupée, mais pas au point de modifier son calendrier, laissant le soin à ses homologues de gérer comme ils le pouvaient leur politique de change.

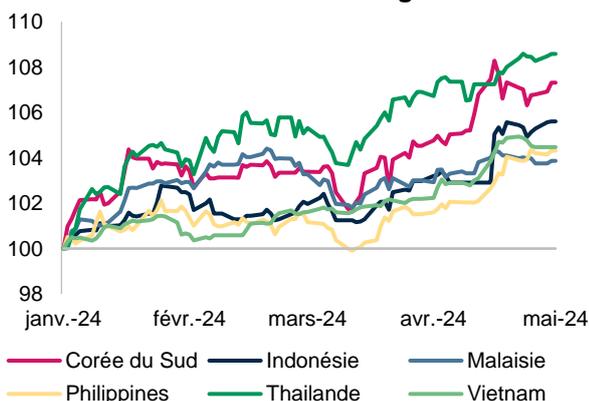
Fin avril, la banque centrale indonésienne a quant à elle relevé son taux directeur de 25 points de base, à 6,25%, son plus haut niveau depuis l'adoption de cet instrument en 2016. Elle a motivé sa décision par la nécessité de soutenir sa devise, la roupie indonésienne ayant cédé environ 5% face au dollar depuis le début de l'année.

C'est déjà sous pression américaine que les économies asiatiques avaient resserré leur politique monétaire à partir de 2022, et ce alors même qu'elles étaient pour la plupart en pleine phase de rattrapage, ayant connu un cycle de reprise *post-Covid* décalé par rapport aux pays avancés en raison de retards dans les campagnes de vaccination qui les avaient obligées à maintenir des mesures sanitaires contraignantes et à garder leurs frontières fermées jusqu'à fin 2021.

Les choix de la Fed coûtent donc cher aux économies asiatiques. Alors que la hausse des prix est largement sous contrôle dans la zone, et que les banques centrales ont réussi à ramener l'inflation proche de leur cible, ces dernières sont contraintes de maintenir des taux directeurs ne correspondant pas à leur contexte domestique.

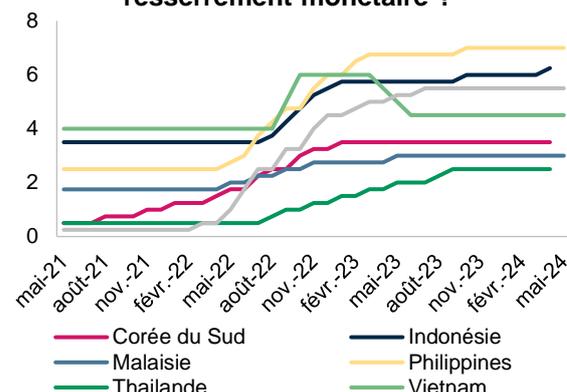
Elles sont ainsi confrontées à des arbitrages difficiles : baisser les taux pour soutenir la croissance, en particulier l'investissement, qui a parfois eu du mal à redémarrer depuis le Covid, en risquant des sorties de capitaux potentiellement déstabilisantes et des pressions sur leur taux de

Asie : taux de change



Sources : banques centrales, Crédit Agricole

Asie : où en est le resserrement monétaire ?

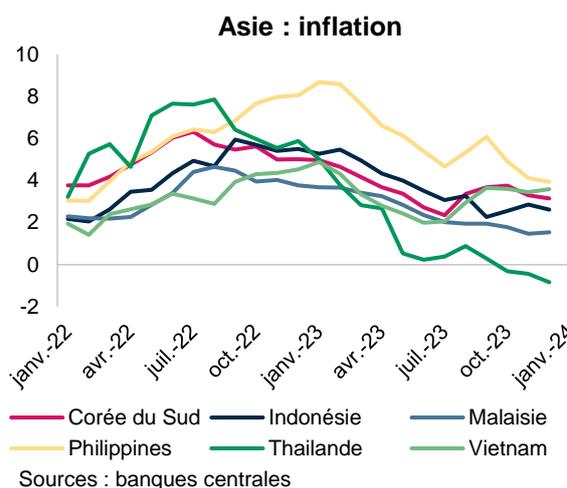


Sources : banques centrales

change, ou bien laisser leur niveau inchangé jusqu'au premier assouplissement de la Fed, afin de privilégier leurs équilibres externes.

Contrainte supplémentaire, le dollar fort qui, indépendamment de leurs choix, les oblige à intervenir sur le marché des changes pour soutenir leur devise, et donc à utiliser une partie de leurs réserves.

Encore marquées par le souvenir des crises asiatiques de la fin des années 1990, les pays de la zone font pour l'instant le choix de politique monétaire orthodoxe. Bien qu'elles soient relativement peu endettées en devises étrangères, elles craignent qu'un choc sur le change se propage rapidement à l'économie domestique via l'inflation sur les produits importés, et déséquilibre la structure des échanges extérieurs, souvent au cœur de leur stratégie de croissance et d'industrialisation.



☑ Notre opinion – Prisonnières des décisions et du cycle de la Fed, les banques centrales d'Asie ont peu d'outils à leur disposition pour s'extraire des contraintes posées par la politique monétaire américaine. Leur meilleur atout dans cette phase d'attente : une communication claire afin d'éviter des mouvements de capitaux brusque, et des réserves pour soutenir leur devise, lorsque les pressions sur le change sont trop fortes – et notamment après chaque annonce de la Fed. Dans leur malheur, les banquiers centraux peuvent tout de même compter sur un cadre macro-prudentiel bien plus solide que celui de la fin des années 1990, et sur une exposition plus faible de l'endettement en devises : de quoi tenir encore jusqu'à ce que l'assouplissement tant attendu arrive.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Mais que vient faire l'Azerbaïdjan dans le Pacifique Sud ?

Selon G. Darmanin, Bakou fait de « l'ingérence », et c'est « néfaste »... Ce sont ses termes après la signature, par une élue indépendantiste d'un *memorandum* de collaboration avec le Parlement azéri. À cela, s'ajoute la participation du Tavini Huiraatira (anciennement Front de libération pour la Polynésie) au *Groupe d'Initiative de Bakou*, créé pour « dénoncer le colonialisme », groupe auquel appartiennent aussi des indépendantistes de Guyane, Martinique ou Guadeloupe. Quant à la Corse, le Parlement azéri a très simplement réclamé son indépendance. Bref ! Tout cela ne fait que mettre un point d'orgue à la dégradation des relations franco-azéries, Bakou accusant Paris d'avoir pris le parti de l'Arménie après la conquête du Haut-Karabakh, avec des ventes d'équipements pour la défense sol-air arménienne en octobre dernier (l'Inde a aussi été accusée de soutien) – au moment même où Bakou menait des exercices militaires conjoints avec la Turquie, près de la frontière arménienne... Depuis, on a assisté, à l'incarcération d'un Français, au renvoi de diplomates et au retour de notre ambassadrice à Bakou. La relation diplomatique azérie s'est d'ailleurs aussi dégradée avec les États-Unis, jusqu'à ce que la rumeur circule, récemment, d'un projet de sanctions au Congrès américain (non matérialisé à ce jour). Cette menace n'est sans doute pas étrangère à la libération, en retour, d'un prisonnier politique et à la reprise de consultations téléphoniques entre Washington et Bakou.

Sécurité, stabilité, connectivité ?

Quels que soient les choix diplomatiques d'un régime qui se situe dans le dernier tiers des classements sur les libertés publiques (Reporters sans frontières ou *Transparency international*), aucun État occidental n'a d'intérêt stratégique à prolonger une discorde avec Bakou. Cela se voit dans la prudente diplomatie sur le dossier arménien : **dans la région, c'est le réalisme géopolitique qui prévaut, car l'Azerbaïdjan est la clé du Caucase et l'un des dominos de la sécurité énergétique européenne.**

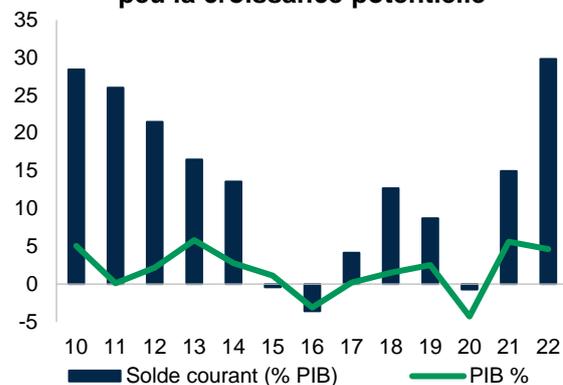
Cette géographie de « verrou », entre Turquie, Iran et Russie, est identifiée depuis longtemps comme un atout par le gouvernement azéri, qui se rêve en centre d'échanges régionaux, espérant transiter un jour d'un profil économique d'émirat à celui de *hub*. Même la Banque mondiale ne s'y trompe pas, elle prévoit un triplement des échanges d'ici 2030... à condition que les lourdeurs existantes soient levées, en particulier corruption, inertie administrative et encombrements routiers. Or, il faut bien dire que cette ambition azérie n'a jamais réussi à prendre forme. Pourtant, deux *game changers* pourraient être des accélérateurs géo-économiques. D'une part, la guerre en Ukraine,

qui donne de l'importance au contournement de la Russie. D'autre part, la conquête du Karabakh, et surtout la négociation de paix avec l'Arménie, qui pourrait lever une hypothèque de conflit (qui pèse sur le *rating* azéri).

Les deux questions clés du risque pays

Reste à savoir si Bakou saura matérialiser un espace de stabilité dans une géopolitique régionale éruptive (Géorgie à surveiller de près...), et si l'atout de sa position géographique pourra contrebalancer les inerties institutionnelles qui ont freiné le développement de ce pays jusqu'à présent. Ces deux questions vont encadrer les évaluations de risque pays, le profil souverain étant, quant à lui, sécurisé par les excédents extérieurs, par une dette publique à moins de 30%, et par le coussin record de 56 milliards de dollars de SOFAZ. Cette liquidité va permettre d'ailleurs de financer des investissements dans le Karabakh. En fait, avec des actifs nets en devises estimés à 67% du PIB, le souverain azéri est en tête de son *peer group* : il faut chercher pour trouver des inquiétudes souveraines. **Ce n'est donc pas par le quantitatif que l'analyse de risque se décline, mais dans les domaines informels de la relation diplomatique, du risque de réputation et de la capacité à matérialiser une trajectoire de développement.**

Les excédents externes nourrissent peu la croissance potentielle

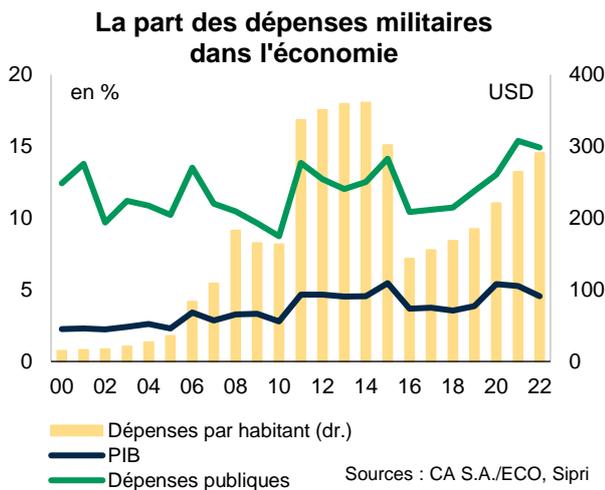


Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, EIU

En effet, malgré la manne pétrolière et gazière, la croissance potentielle azérie (de l'ordre de 2%) reste contrainte par un niveau élevé de corruption, une centralisation administrative et politique, ainsi que par l'augmentation des dépenses militaires – qui ont fait passer Bakou de la 16^e à la 9^e place mondiale, entre 2017 et 2022, dans un classement de militarisation² des économies. L'enjeu de la diversification reste donc entier pour une économie vulnérable à la volatilité de la rente énergétique, bien que sa

² [GMI Map | Global Militarisation Index – BICC](#)

résilience aux chocs se soit accrue (volatilité qui est l'une des faiblesses du *rating* souverain).



La guerre en Ukraine a renforcé le statut de pays pivot de l'Azerbaïdjan

Bakou a donc aujourd'hui une marge de manœuvre géopolitique plus large, qui lui permet de déployer un multi-alignement « à la turque » : ainsi, l'accord gazier avec l'UE de 2022 (partenaire « fiable », selon U. von der Leyen) n'a pas cassé les relations avec la Russie (nombreuses rencontres entre Gazprom et Socar depuis un accord de livraison de gaz russe). Mais cette diplomatie multifocale met les investisseurs occidentaux face à des zones d'ombre, que leurs propres États ne les aident pas à gérer. Risques de réputation, liés tant au traitement des Arméniens, que des journalistes ou des prisonniers politiques ; risque de sanctions, sur la relation avec la Russie ; risques d'instabilité géopolitique, si la définition des nouvelles frontières avec l'Arménie n'est pas acceptée... **Il va falloir que la paix devienne crédible pour que la stabilité régionale le soit aussi. On parle là de trente ans de conflit, mais on parle aussi du premier processus de paix engagé dans un monde en feu ! Ce n'est pas rien ! Reste que tout cela est mal *priced* dans les *ratings* d'agence, qui peinent à intégrer une telle complexité géo-économique.**

Et cela d'autant moins que tout le monde courtise l'Azerbaïdjan ! L'organisation de la COP va offrir une vitrine institutionnelle à un pays pourtant peu engagé dans la transition (le pétrole et le gaz comptent pour 90% des exportations, 48% du PIB et 53% des revenus de l'État). Et que dire de l'organisation à Bakou du 6^e « *World Forum on intercultural dialogue* ». L'Azerbaïdjan est aussi membre de l'organisation de coopération de Shanghai et développe ses relations diplomatiques avec la Chine. Mais surtout, Bakou déploie une diplomatie pan-turcique vers l'Asie centrale, en tant que membre de l'Organisation des États turques, et en cultivant les relations avec Ankara, son plus ancien allié (premier État à reconnaître son indépendance) – au point que

le président Aliiev parle « d'une nation, deux États ». Les projets d'infrastructures sont nombreux (entre autres, un nouveau *pipeline*, pour diminuer la dépendance du Nakhitchevan à l'Iran). **L'ambition de connectivité régionale est partagée par les deux pays, comme moteur de croissance, mais aussi d'unité culturelle et de solidarité, dans un monde turcique qui s'affirme en revendiquant son existence géo-économique. Cette émergence de « l'objet turcique » est une des conséquences de la fragmentation géopolitique mondiale.**

Il va falloir surveiller le corridor de Zangezur...

Entre le Nakhitchevan et le reste du territoire azéri, s'étale l'Arménie, mais aussi le projet du « corridor de Zangezur », qui donnerait à la Turquie un accès à l'Asie centrale *via* la Caspienne, sans passer par la Géorgie ou l'Iran – qui taxe lourdement les camions turcs. L'importance stratégique du corridor a été masqué par le long conflit avec l'Arménie, mais il devient évident aujourd'hui. Il intéresse aussi la Russie, qui cherche à renforcer ses relations avec Ankara et à avoir un accès à l'Arménie. Surtout, Zangezur est l'un des maillons du « *middle corridor* », qui relie la Chine à l'Europe, en contournant la Russie, et il peut avoir une énorme importance pour le commerce et la sécurité énergétique régionale (donc européenne). En revanche, il inquiète l'Iran, car il diminue son importance stratégique. Au point que des journaux iraniens évoquent même un corridor « otanien »... Il inquiète aussi la Géorgie qui se voit contournée. Quant à l'Arménie, il est un risque pour sa souveraineté, d'autant que Bakou ne serait pas hostile à ce que des troupes russes en assurent la sécurité. **Zangezur est donc un joker géopolitique, qui peut accélérer l'intégration régionale, mais aussi modifier les équilibres de puissance dans une région fragile.**

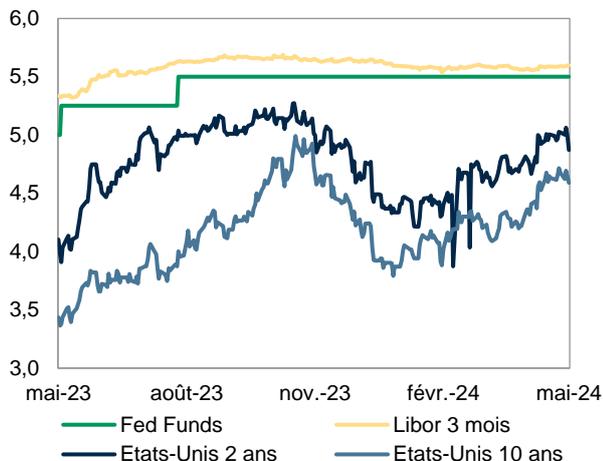
... et aussi la longue route nord-sud

Il est donc impératif pour l'Europe de surveiller ces grandes manœuvres d'infrastructures régionales dans son grenier énergétique, à la fois d'est en ouest, mais aussi du nord au sud. Car, paradoxe habituel des sanctions, le maillage anti-russe est en train d'accélérer les connexions sur les trois chemins d'un autre corridor – entre Saint Pétersbourg et Mumbai – dont l'un passe par l'Azerbaïdjan (l'autoroute vers la Russie est opérationnelle...). Le ministre des Affaires étrangères indien a d'ailleurs signalé que le blocage de la mer Rouge par les Houthis renforçait pour Delhi l'intérêt de cette route nord-sud. Le conflit du Moyen-Orient s'invite aussi dans le Caucase *via* l'Iran, ainsi qu'à travers les relations que Bakou entretient avec son fournisseur de drones, Israël, dont il est en retour l'un des fournisseurs d'énergie. Notons au passage que la Turquie n'aurait pas bloqué les livraisons azéries qui passent par ses ports, vers Israël : réalisme géopolitique oblige...

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

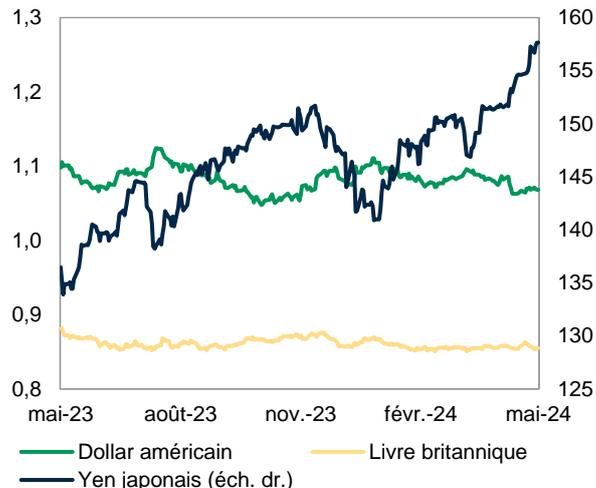
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

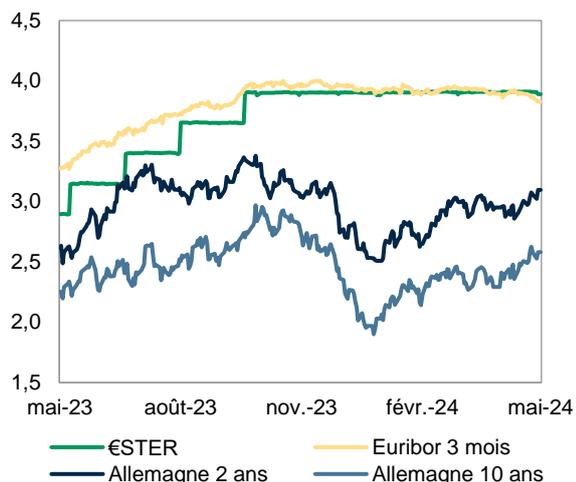
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

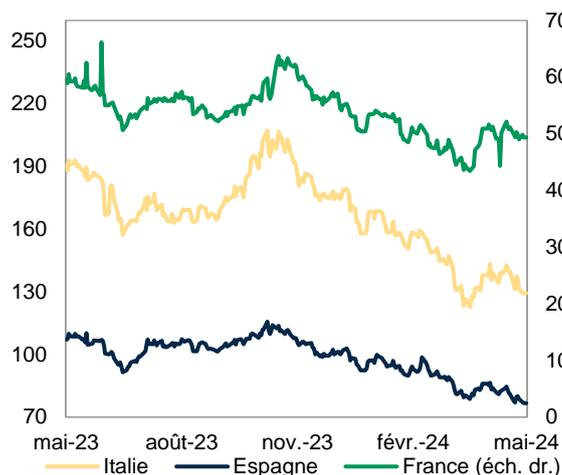
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

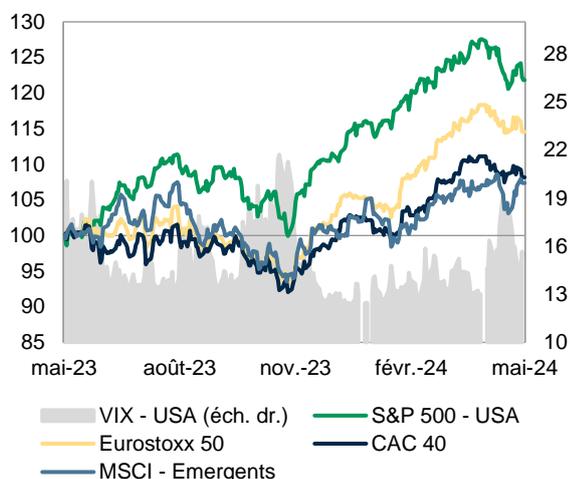
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

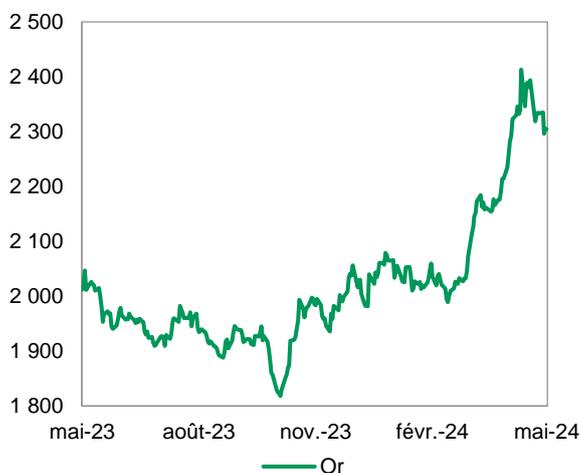
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

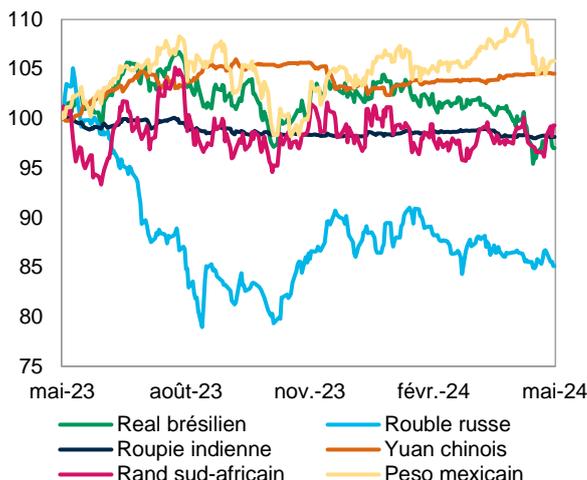
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

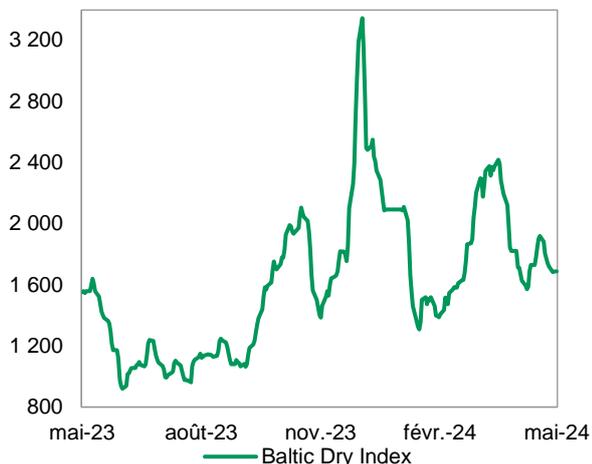
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

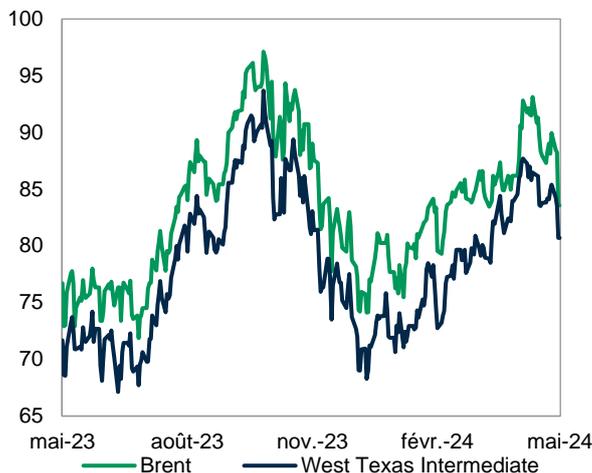
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

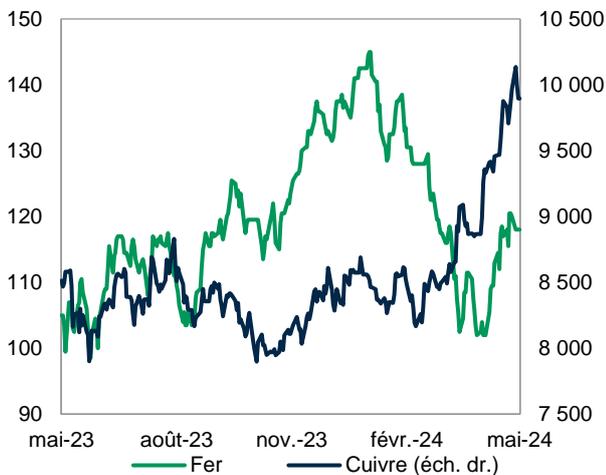
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

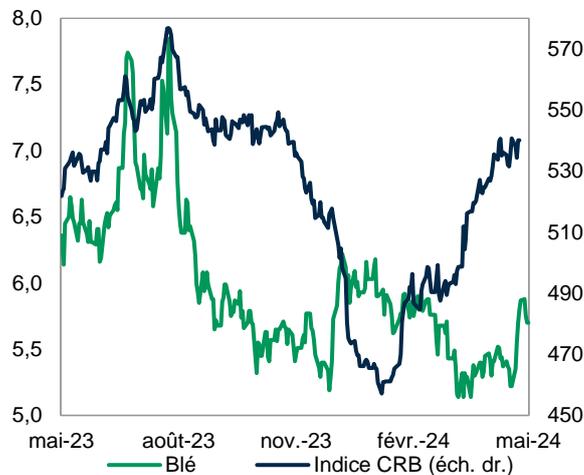
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

SRW Wheat (USD/boisseau) et CRB foodstuffs (USD/point)



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 – Avril 2024

[Normalisation\(s\)](#)

Date	Titre	Thème
30/04/2024	France – Conjoncture – Flash PIB : légère accélération du PIB au T1 2024, à +0,2%, comme prévu	France
30/04/2024	France – Programme de stabilité, un manque de crédibilité et de cohérence, ainsi que des défis	France
29/04/2024	Zone euro – Scénario 2024-2025 : l'attention se déplace de l'inflation vers la croissance	Zone euro
26/04/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
27/04/2024	Soudan – Un an après le déclenchement du conflit, l'économie est au point mort	Afrique sub-saharienne
28/04/2024	L'Observatoire financier des entreprises agroalimentaires – Viandes	Agroalimentaire
25/04/2024	Une intrigante croissance chinoise	Asie
19/04/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
18/04/2024	Afrique sub-saharienne – Une reprise économique fragile et des défis en suspens	Afrique sub-saharienne
17/04/2024	Hong Kong – Un pas de plus vers la Chine	Asie
17/04/2024	Fintech Outlook Premier trimestre 2024 – À la croisée des chemins	Fintech

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

Rédacteurs en chef : Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

Zone euro : Alberto ALEDO, Ticiano BRUNELLO, Marianne PICARD
Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

Europe centrale et orientale, Asie centrale, géo-économie : Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents)

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LÉBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Thomas MORAND

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : DATALAB ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

Application Etudes ECO disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.