

# Perspectives

Hebdomadaire – N°24/134 – 17 mai 2024

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Les yeux rivés sur l'inflation américaine</i> .....	2
☞ <i>Zone euro : au mois de mars rebond de la production industrielle, mais ralentissement de l'activité</i> .....	3
☞ <i>France : un marché du travail étonnamment robuste, enfin une hausse des salaires en termes réels</i> .....	3
☞ <i>Allemagne : l'industrie en positif au premier trimestre</i> .....	5
☞ <i>Espagne : le PS remporte les élections catalanes</i> .....	5
☞ <i>Royaume-Uni : l'assouplissement du marché du travail se poursuit, et c'est une bonne nouvelle pour la BoE</i> .....	7
☞ <i>Chine : la hausse des droits de douane américains est d'abord un enjeu politique</i> .....	10

## Les yeux rivés sur l'inflation américaine

Les derniers chiffres d'inflation américaine nous avaient clairement confirmé qu'une fois la partie la plus facile de l'assagissement passée (notamment celle, mécanique, liée aux effets de base favorables), la désinflation était poussive et que le dernier kilomètre vers la zone de confort de la *Fed* menaçait d'être long et chaotique. Principale donnée publiée cette semaine, l'inflation américaine d'avril était donc attendue avec impatience voire anxiété.

Or, elle signale une très légère amélioration (un soupçon en fait). La hausse des prix à la consommation au cours du mois s'établit à 0,3% (inférieure, à la fois, aux anticipations et au résultat de mars tous deux à 0,4%), portant le glissement annuel à 3,4% (après 3,5% en mars). L'inflation sous-jacente enregistre la même évolution mensuelle et son rythme annuel ralentit à 3,6% (après 3,8%). L'inflation reste tirée par les prix des services dont la progression annuelle reste très (trop) élevée (passant de 5,4% à 5,3%). Outre l'inflation, les ventes au détail d'avril ont surpris défavorablement, en se révélant quasiment stables sur un mois mais toujours en hausse de 3% sur un an. Même si la progression s'infléchit, la consommation reste globalement dynamique : des signaux encore parcellaires mais qui signalent que la croissance pourrait encore se révéler satisfaisante au 2<sup>e</sup> trimestre.

Notre scénario dessine un ralentissement seulement très progressif des rythmes d'inflation totale et sous-jacente (attendus, respectivement, autour de 3% et 3,3% à la fin de l'année avant de se replier vers 2,4% et 2,7% en 2025). Quant à notre scénario monétaire, il a, de longue date, tablé sur un taux des *Fed Funds* durablement installé sur un plateau élevé (loin du pivot longtemps espéré par les marchés). Il continue d'envisager une première réduction en juillet suivie d'une autre en novembre, abaissant la borne supérieure à 5% à la fin de 2024. Mais le calendrier devient plus incertain et, si la porte à la baisse n'est pas définitivement fermée, le plateau risque de se prolonger.

En Europe, la Commission européenne a publié ses « prévisions de printemps » qui ne comportent pas de surprises pour la zone euro : croissance prévue à 0,8% en 2024 puis à 1,4% en 2025, inflation passant de 5,4% en 2023 à 2,5% en 2024 et 2,1% en 2025. Plus globalement, la Commission note que l'expansion économique dans la partie sud de l'Union dépasserait toujours la croissance en Europe du Nord et de l'Ouest.

Enfin, sur un tout autre sujet, beaucoup plus politique qu'économique au regard des effets attendus, l'administration Biden a achevé l'examen quadriennal des droits de douane appliqués à la Chine. Les droits de douane existants seront maintenus alors que d'autres seront introduits sur quelque 18 milliards de dollars de biens en provenance de Chine (environ 4% du total importé de Chine). Quoique les montants concernés soient très modestes, la nature des biens concernés indique qu'il s'agit de mesures préventives visant à protéger les industries stratégiques, celles ciblées par la réindustrialisation promue par l'*Inflation Reduction Act* (cf. article « *Chine : la hausse des droits de douane américains est d'abord un enjeu politique* »). Si les États-Unis ne sont pas à l'abri de représailles chinoises, des mesures de rétorsion massive ne semblent pas redoutées.

Signe de l'absence de craintes de voir les États-Unis et la Chine s'engager dans une guerre commerciale meurtrière à brève échéance, les marchés n'ont pas été submergés par une quelconque vague d'aversion au risque. Les marchés actions émergents et américain progressent vigoureusement et les *spreads* de crédit se resserrent. Les primes offertes par les souverains européens à l'égard du Bund également ; l'Italie et l'Espagne en profitent largement, la France plus marginalement. L'euro s'apprécie contre dollar. Enfin, les taux « sans risque » (tout particulièrement le taux des *Treasuries* 10 ans et, dans une moindre mesure, 2 ans) se replient en réponse au chiffre d'inflation américaine jugé encourageant (quoique faiblement).

## Zone euro

### Zone euro : au mois de mars rebond de la production industrielle, mais ralentissement de l'activité

La deuxième estimation du taux de croissance du PIB de la zone euro au premier trimestre 2024 a confirmé la première estimation de croissance au rythme de 0,3% sur le trimestre.

L'activité dans l'industrie, n'a pas soutenu la croissance du PIB. Malgré le rebond en mars (+0,6%) et en février (+1%), l'indice de la production industrielle au premier trimestre est en recul de 1,1%, après le creux creusé au mois de janvier (-3,2%) qui n'a pas pu être comblé. L'activité ne s'est toujours pas redressée depuis le choc inflationniste lié à la guerre en Ukraine et la production est de 4% inférieure au niveau d'avant-guerre.

En dépit de l'amélioration de la production industrielle en mars, l'activité dans son ensemble a marqué un ralentissement. C'est ce que signale l'horloge conjoncturel d'Eurostat, qui situe l'activité dans les différentes phases du cycle. Après une accélération en janvier, qui s'est avérée temporaire, l'économie de la zone euro se situe dans une phase de ralentissement. Malgré le rebond du PIB au premier trimestre, selon l'indicateur, l'économie de la

zone euro ne serait pas encore dans une phase de reprise. Toutefois, l'horloge indique l'absence de signaux récessifs et situe donc l'activité dans une phase de décélération par rapport au pic du cycle daté à la fin 2022.

Des signes qui éloignent le risque récessif nous parviennent aussi des données de démographie d'entreprise avec des créations d'entreprises en hausse et des défaillances en baisse. Dans l'ensemble du secteur marchand, le nombre de défaillances est en repli au premier trimestre 2024, mais demeure légèrement supérieur au niveau pré-pandémique. Cette baisse est le fait du recul des défaillances dans la construction et dans le commerce, tandis que les autres secteurs des services enregistrent des remontées des faillites qui demeurent à un niveau supérieur à celui d'avant le Covid. Dans l'industrie aussi les défaillances sont reparties à la hausse en début d'année, mais elles demeurent à un niveau plus faible qu'avant la crise.

**✓ Notre opinion** – Les données conjoncturelles de mars n'augmentent pas la confiance sur une reprise de l'activité au tournant du deuxième trimestre, mais la poursuite du processus désinflationniste confirmée par la stabilité de l'inflation en avril (2,4%) devrait permettre de consolider notre scénario de reprise de l'activité sous l'effet d'une accélération de la consommation privée. La Commission européenne croit à ce scénario de croissance et anticipe, dans ses dernières prévisions de printemps, une croissance de la zone euro au rythme de 0,8% en 2024 et de 1,4% en 2025, en ligne avec notre prévision de mars (0,7% en 2024 et 1,5% en 2025), qui n'intégrait pas encore la surprise positive sur le PIB au T1 2024 (+0,3% vs 0,2% prévu).

### France : un marché du travail étonnamment robuste, enfin une hausse des salaires en termes réels

Les données publiées par l'Insee pour le premier trimestre 2024 témoignent d'une vigueur persistante du marché du travail, en dépit du ralentissement de l'activité. L'emploi salarié privé a ainsi légèrement rebondi, et le chômage s'est stabilisé. Les résultats provisoires de la Dares suggèrent par ailleurs une progression toujours soutenue des salaires de base sur un an, et surtout une progression enfin significative de leur pouvoir d'achat au premier trimestre en lien avec le processus de désinflation.

Au premier trimestre 2024, l'emploi salarié du secteur privé a augmenté de 0,2% d'après [l'estimation flash](#) de l'Insee, après -0,1% au quatrième trimestre 2023. Ce rebond s'explique par celui de l'emploi salarié privé dans le tertiaire marchand (+0,4% hors intérim<sup>1</sup> après -0,1% le trimestre précédent). L'emploi intérimaire diminue

pour sa part moins fortement que le trimestre précédent (-0,2% après -1,7%). L'emploi salarié privé (hors intérim) diminue de nouveau dans la construction (-0,5% après -0,2%) et se replie dans l'agriculture (-0,3% après +0,6%). Il augmente en revanche de nouveau dans l'industrie (+0,2% après +0,3%). L'emploi salarié privé total est ainsi en hausse de 0,5% par rapport à son niveau d'un an auparavant, et de 6,2% par rapport à celui d'avant la crise sanitaire (fin 2019, soit +1,2 million d'emplois).

Le taux de chômage au sens du Bureau international du travail (BIT)<sup>2</sup> est stable au premier trimestre 2024, à 7,5% de la population active pour la France (hors Mayotte) d'après [l'Insee](#). Il est ainsi en légère hausse (+0,4 point) par rapport à son point bas depuis 1982 atteint au quatrième trimestre 2022 et au premier trimestre 2023, mais reste inférieur à son

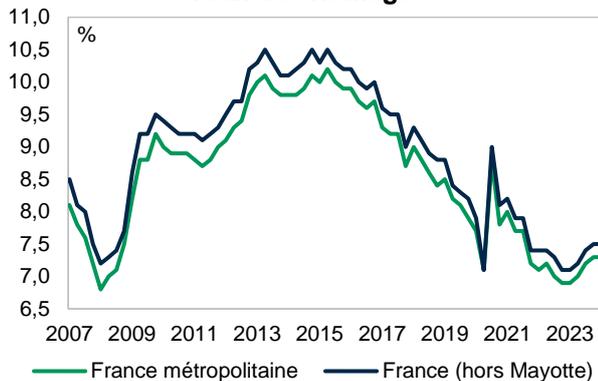
<sup>1</sup> Quelle que soit l'activité de l'entreprise où ils effectuent leurs missions, les intérimaires sont comptabilisés dans le secteur de l'intérim qui les rémunère, soit au sein du tertiaire marchand.

<sup>2</sup> Un chômeur au sens du BIT est une personne de 15 ans ou plus, sans emploi au cours de la semaine de référence, disponible pour

travailler sous deux semaines et qui a effectué une démarche active de recherche d'emploi dans le mois écoulé ou a trouvé un emploi commençant dans les trois mois.

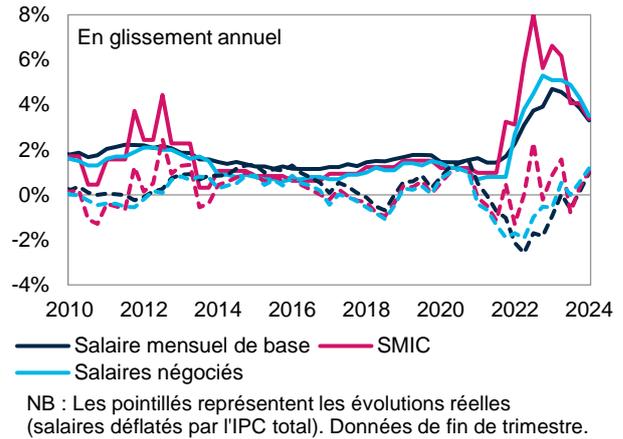
niveau d'avant la crise sanitaire (-0,9 point par rapport à l'année 2019), et surtout à son pic de mi-2015 (-3 points). Le taux de chômage est également stable pour la France métropolitaine, à 7,3%. Du côté des points positifs, on observe une progression du taux d'activité (+0,4 point) et du taux d'emploi (+0,3 point) ce trimestre, à leur plus haut niveau depuis que l'Insee les mesure (1975). En outre, le sous-emploi et le halo autour du chômage, qui représentent les personnes contraintes dans leur offre de travail en plus de celles au chômage, diminuent légèrement ce trimestre, et le nombre moyen d'heures travaillées par emploi rebondit quelque peu (+0,3% après -0,6%, à 31,3 heures par semaine, données cvs-cjo<sup>3</sup>). Le taux de chômage de longue durée est pour sa part stable, à 1,8% de la population active. Élément moins positif, la part des jeunes de 15 à 29 ans qui ne sont ni en emploi, ni en formation, ni en études (NEET) augmente légèrement (+0,1 point à 12,6%) et se situe un peu au-dessus de son niveau d'il y a un an et de l'avant-crise sanitaire.

Taux de chômage



Derniers points : T1 2024  
Sources : Insee, Crédit Agricole S.A./ECO

Évolution des salaires en termes nominaux et réels



D'après [l'estimation provisoire](#) de la Dares, les salaires de base ralentissent au premier trimestre 2024, mais ils progressent enfin significativement en termes réels. Le salaire mensuel de base (SMB) augmente ainsi de 3,3% sur un an, après 3,9% au quatrième trimestre 2023. Son pouvoir d'achat<sup>4</sup> progresse pour sa part de 1% en glissement annuel, soit nettement plus qu'au quatrième trimestre 2023 (+0,1%). L'indice des salaires négociés de la Banque de France du premier trimestre 2024, également publié début mai, augmente pour sa part de 3,5% en glissement annuel, soit une hausse de 1,2% en termes réels. L'évolution d'ensemble des salaires, qu'ils soient mesurés par le SMB ou les salaires négociés, va donc désormais de concert avec celle du SMIC sur un an (celui-ci augmente de 3,4% en termes nominaux et de 1,1% en termes réels au premier trimestre 2024). La hausse du SMIC avait été proportionnellement plus forte que celle des autres salaires entre fin 2021 et 2023, en lien avec son indexation automatique sur l'inflation.

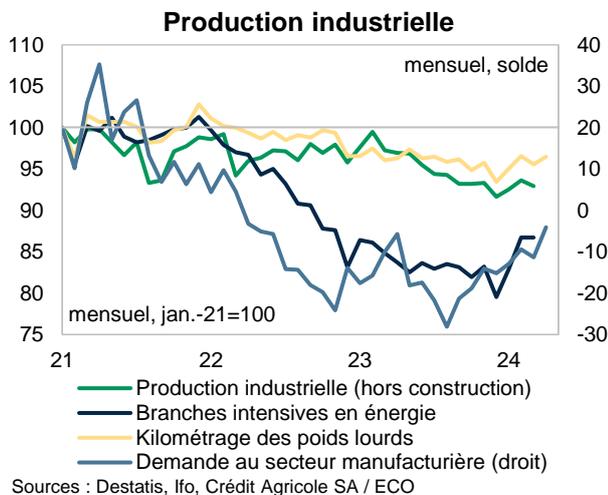
**Notre opinion** – Les données de salaires au premier trimestre confirment à la fois une décélération en termes nominaux et une accélération en termes réels. La première est rassurante sur l'absence de spirale prix-salaires, et sur la poursuite du processus de désinflation à l'avenir, en particulier concernant les services dont les prix sont très sensibles à l'évolution des salaires (en raison d'une intensité en main-d'œuvre relativement forte). La seconde, conjuguée à la légère hausse de l'emploi salarié privé (un peu supérieure à celle que nous anticipions), a soutenu le pouvoir d'achat des ménages au premier trimestre. Les salaires sont de surcroît une source de revenus plus susceptible d'être consommée que d'autres sources de revenus comme les revenus de la propriété (qui sont relativement plus souvent épargnés). Ces facteurs expliquent l'accélération de la consommation des ménages, à +0,4% d'après la première estimation des comptes nationaux du premier trimestre 2024, après +0,2% au quatrième trimestre 2023. Les points-clés de [notre scénario](#) semblent donc se confirmer.

<sup>3</sup> Corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés.

<sup>4</sup> Nous déflatons ici les indices de salaires par l'IPC total. La Dares utilise pour sa part l'IPC hors tabac.

 **Allemagne : l'industrie en positif au premier trimestre**

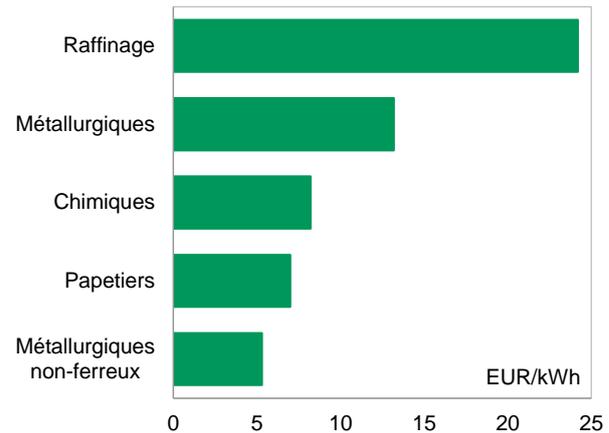
La production industrielle (hors construction) a baissé de -0,7% en mars (après +1,2% en février), selon les données publiées par l'Institut de statistiques allemand. La production dans les branches intensives en énergie s'est stabilisée (après avoir crû de 4,6% en février), et dans l'industrie manufacturière a baissé de 0,4% (après +1,9% en février). Malgré la légère contraction du mois de mars, les données du premier trimestre suggèrent que l'activité pourrait être proche d'un point de retournement. Ainsi, la production industrielle (hors construction) a augmenté de 1,4% depuis janvier, la production dans les branches intensives en énergie de 9%, et dans l'industrie manufacturière de 2,9%.



En analysant en détail les industries manufacturières, en tenant compte de la volatilité (après correction des effets saisonniers et

calendaires), qui peut être provoquée par les caractéristiques du secteur, les gros ordres ponctuels, le carnet de commandes ou les stocks, on peut identifier les industries qui se démarquent le plus. Tel est le cas des branches intensives en énergie, comme le raffinage (en hausse de 8,2% depuis janvier), les produits chimiques (13,3%), et les produits non-ferreux (7,9%). Par ailleurs, les produits pharmaceutiques et les plastiques se démarquent également, respectivement en hausse de 7,8% et de 6,5% depuis janvier.

**Branches industrielles intensives en énergie**



Concernant les nouvelles commandes dans l'industrie manufacturière, la plus forte demande est adressée à la production de machines et équipements (en hausse de 7,1% depuis janvier), particulièrement en provenance de l'extérieur de la zone euro (13,8%), ainsi qu'aux produits électriques par les pays membres de la zone euro (18,4%).

**Notre opinion** – La production industrielle (hors construction) a baissé de -4,3% en 2023 (après -3,1% en 2022), marquant la sixième année consécutive en territoire négatif. Cependant, les données du premier trimestre suggèrent que l'activité pourrait être proche d'un point de retournement. Les secteurs de l'industrie manufacturière en hausse depuis janvier représentent 10,3% de la valeur ajoutée brute allemande, tandis que ceux en territoire négatif représentent 7,6%.

Les indicateurs avancés de l'activité économique gagnent du terrain. Par exemple, l'indicateur de demande au secteur manufacturier produit par l'institut Ifo, qui enquête sur les entreprises de l'industrie, montre une tendance à la hausse depuis la dernière baisse d'août. Le kilométrage des poids lourds, calculé par l'Institut de statistiques allemand, montre également une tendance à la hausse depuis décembre.

 **Espagne : le PS remporte les élections catalanes**

Le Parti socialiste de Pedro Sánchez a remporté la plus grande part des voix lors des élections régionales de dimanche en Catalogne, un résultat qui a renforcé le Premier ministre espagnol et porté un coup dur au mouvement séparatiste. Salvador Illa (PSC) réalise une forte ascension et obtient le meilleur résultat du parti depuis 2003 : 42 sièges. Les socialistes sont suivis par la formation dirigée par Carles Puigdemont, Junts, qui obtient 36 sièges. L'ERC subit une forte baisse de 13 sièges et reste à

20, tandis que le PP monte et obtient 15 sièges. Vox se retrouve avec 11 sièges. Le parti d'extrême droite, l'Aliança Catalana, entre pour la première fois au Parlement avec deux sièges. De son côté, Ciudadanos n'est pas représenté. Le parti, qui a réussi à remporter les élections de 2017, ne remporte aucun siège et, après 18 ans, disparaît de la carte politique catalane actuelle.

Avec ces résultats, le PSC, l'ERC et Comuns peuvent former une tripartite de gauche et atteindre les 68 sièges nécessaires pour obtenir la majorité absolue et former un gouvernement. Les partis pro-

séparatistes de Catalogne n'ont pas obtenu les 68 sièges cumulés requis pour former un gouvernement de coalition pour la première fois depuis plus d'une décennie.

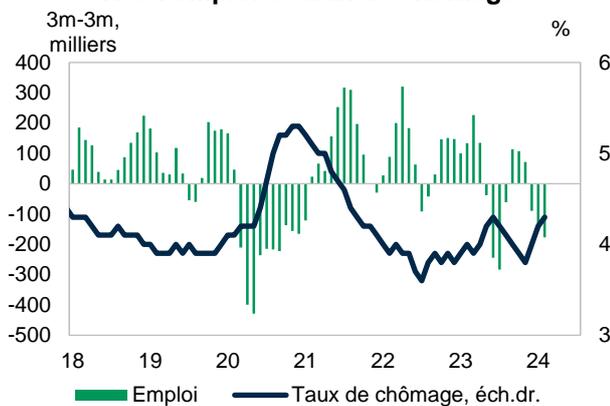
**☑ Notre opinion** – – *Ce résultat, qui renforce la position de Sánchez au sein du gouvernement, n'est pas passé inaperçu auprès de Moody's, qui considère que les résultats électoraux du 12 mai en Catalogne réduisent les risques politiques tant pour la région que pour l'Espagne. L'agence de notation souligne que les résultats du 12 mai favorisent l'initiative d'annulation partielle de la dette régionale auprès de l'État pour un montant de 15 Mds€, équivalent à environ 19% de la dette directe totale de la région. Cette remise partielle de la dette catalane a été convenue entre l'ERC et le PSOE.*

## Royaume-Uni

### Royaume-Uni : l'assouplissement du marché du travail se poursuit, et c'est une bonne nouvelle pour la BoE

Jusqu'à présent, le marché du travail britannique a relativement bien résisté à la faiblesse de l'activité, qui a stagné pendant plusieurs trimestres avant de chuter légèrement et temporairement au second semestre. En effet, le taux de chômage est resté étonnamment bas, 4% en moyenne en 2023, même si les données mensuelles ont été volatiles et restent entourées d'une incertitude inhabituellement élevée<sup>5</sup>. Le taux de chômage a même diminué au cours du second semestre passant de 4,2% au deuxième trimestre à 3,8% au quatrième trimestre. Il a augmenté récemment, à 4,3% au premier trimestre 2024, +0,3 pp sur un an, mais reste néanmoins inférieur à son niveau d'équilibre de moyen terme (4,5% selon l'estimation de la BoE).

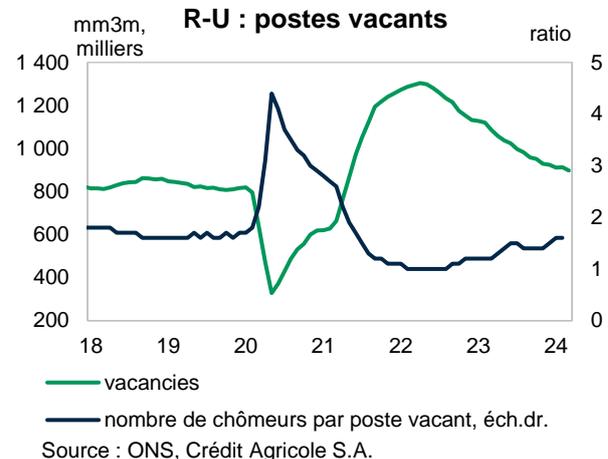
#### R-U : emploi et taux de chômage



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

Si le taux de chômage n'est pas l'indicateur le plus fiable des tensions sur le marché du travail en raison de l'incertitude inhérente aux résultats de l'enquête LFS, d'autres indicateurs témoignent de la détente en cours du marché. Il s'agit notamment du nombre de postes à pourvoir, en recul depuis presque deux ans. Après avoir atteint un pic à 1,3 million il y a deux ans, il a diminué à 898 000 au premier trimestre (- 26 000 en variation trimestrielle), un niveau néanmoins toujours supérieur à celui d'avant-Covid. Le ratio chômeurs/postes vacants, qui constitue un indicateur clé, est désormais en ligne avec ses niveaux de 2019. On compte à présent un peu plus d'un chômeur et demi par poste à pourvoir, alors que ce rapport était d'un pour un à son plus bas au cours de la première moitié de 2022. De même, les difficultés de recrutement ont significativement diminué, sans toutefois retomber aux niveaux

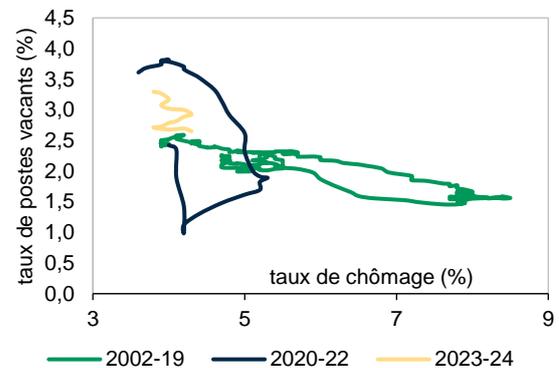
d'avant la pandémie, comme c'est le cas notamment pour les besoins de main-d'œuvre qualifiée dans l'industrie.



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

La relation entre taux de chômage et taux de postes vacants (courbe de Beveridge) semble revenue à une situation comparable à celle d'avant la pandémie, suggérant que tout assouplissement supplémentaire du marché du travail devrait se traduire par plus de chômage et moins par une hausse des postes vacants.

#### R-U : courbe de Beveridge



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

La baisse de la demande de main-d'œuvre impacte désormais l'emploi. L'emploi baisse au premier trimestre (-177 000) par rapport au trimestre précédent (-0,5%) et de -0,6% sur un an, signifiant que les destructions d'emplois dépassent les créations. La baisse de l'emploi sur fond de hausse

<sup>5</sup> L'année dernière, l'ONS a suspendu pendant plusieurs mois la publication des statistiques du marché du travail (Labour Force Survey) en raison de taux de réponse trop faibles à cette enquête réalisée auprès des ménages. En effet, les taux de réponse ont baissé fortement depuis la pandémie pour atteindre moins de 15% en 2023 contre plus de 40% dans les années avant la Covid. Après avoir mis en œuvre des mesures pour améliorer la

représentativité à l'enquête, l'ONS a repris sa publication en février 2024. En revanche, l'institution continue d'insister sur le fait qu'il faille interpréter les données avec prudence car le taux de réponse à l'enquête reste faible. Par ailleurs, une mise à jour récente des données démographiques a conduit à une repondération des variables de l'enquête et à une révision des chiffres des années récentes.

de la population totale conduit à un recul du taux d'emploi : 74,5% de la population (âgée de 16 à 64 ans), un plus bas depuis presque trois ans, perdant 0,5 pp sur le trimestre et 0,8 pp sur un an.

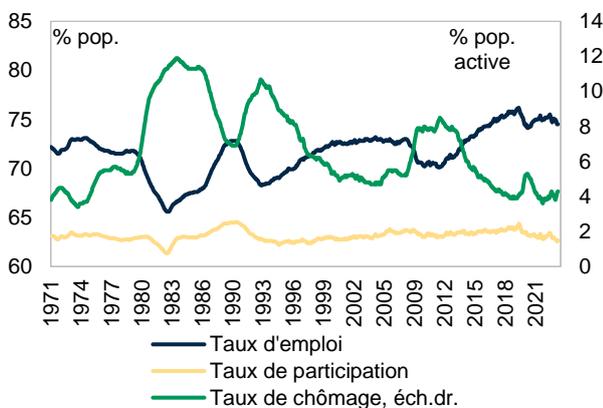
Le marché britannique demeure caractérisé par un taux d'inactivité anormalement élevé depuis la pandémie, et en hausse : + 300 000 sur un an à 22,1% de la population âgée entre 16 et 64 ans. Cela est dû à une hausse des maladies de longue durée et du nombre d'étudiants. Des mouvements dans la composition de la population et, notamment, dans la pyramide des âges semblent participer également à l'explication de la hausse du taux d'inactivité et de chômage. La faible participation permet d'expliquer en partie à son tour le niveau bas du taux de chômage, les personnes quittant le marché du travail n'étant évidemment pas comptées en tant que chômeurs.

Le rééquilibrage de la demande et de l'offre de travail, ainsi que la baisse des anticipations d'inflation (celles-ci évoluent en ligne avec l'inflation réalisée) se sont traduits par une modération de la croissance des rémunérations salariales. Toutefois, celle-ci reste encore forte en raison de pressions persistantes exercées par les chocs passés sur les prix (effets de second tour) : 6% au premier trimestre, contre 6,2% au quatrième trimestre et un pic à 7,9% en août dernier. Les individus cherchent à compenser les chocs sur les prix (et sur les taux d'intérêt) pour maintenir leurs niveaux de vie en renégociant des hausses de salaires. Dans le secteur privé, la croissance des salaires s'établit à 5,9% au premier trimestre, contre 6,2% au quatrième trimestre et un pic à 8,2% en juin dernier. C'est dans le secteur manufacturier et dans la finance qu'elle est la plus forte (6,8%). En ce qui concerne la rémunération totale (bonus inclus), elle ralentit à 5,7% au premier trimestre après 5,8% au quatrième trimestre et contre un pic à 8,5% en juillet dernier.

Cette semaine Megan Greene, membre externe du MPC, a publié un [discours](#) sur les dynamiques du marché du travail. Selon elle, la résistance du taux de chômage à la faiblesse de l'activité et le rythme toujours élevé de la croissance des salaires ont une part inexpliquée par les modèles. Cela serait dû en partie à une volonté probablement plus forte que la normale des entreprises de retenir leurs employés (« labour hoarding ») face à des fluctuations temporaires de la demande. Ce comportement permet aux entreprises de faire des économies sur les coûts de recrutement et de formation. S'il venait à persister, et les difficultés de recrutement toujours élevées dans certains secteurs suggèrent que cela pourrait être le cas, il pourrait ralentir le processus d'assouplissement des conditions sur le marché du travail. Toutefois, pour Madame Greene, l'équilibre entre l'offre et la demande de main-d'œuvre est désormais normalisé (ce qui est en ligne avec le constat fait par la majorité du MPC dans le rapport de politique monétaire du mois de mai). La croissance des salaires et l'inflation dans les services devraient se normaliser vers des niveaux compatibles avec la moyenne de long terme. Au mois de mai, Madame Greene a voté avec la majorité du MPC pour le maintien du taux directeur inchangé à 5,25%.

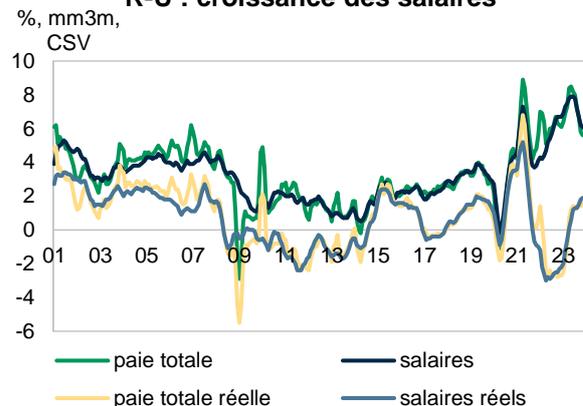
La modération de la croissance de la rémunération est plus lente que celle de l'inflation, ce qui permet aux ménages de bénéficier d'une reprise de leur pouvoir d'achat : corrigés de l'inflation, les salaires progressent de 2% sur un an, alors qu'ils baissaient au même rythme à la même période il y a un an. Leur croissance s'inscrit en territoire positif depuis maintenant dix mois. La dissipation des chocs passés sur l'inflation et la baisse des anticipations de taux participent à l'amélioration de la confiance du consommateur malgré l'assouplissement des conditions sur le marché du travail.

Indicateurs clé du marché du travail



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

R-U : croissance des salaires



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion** – Depuis la crise financière de 2008, le marché du travail britannique n'a cessé d'intriguer les économistes avec ses « puzzles ». Il a surpris en permanence par sa résilience lors des phases de ralentissement économique (taux de chômage plus bas que suggéré par la loi d'Okun), ce qui a pour résultat une productivité (output par tête ou par heure travaillée) structurellement basse et généralement plus faible que dans les autres pays avancés. Le rôle de l'État dans le soutien aux entreprises dans les périodes de crise mais également celui des banques, plus prudentes qu'avant la crise financière, a permis de limiter la hausse du taux de faillites des entreprises et, partant, la hausse du chômage, dans une économie relativement intensive en emplois de faible qualification. Depuis la pandémie, un taux de participation anormalement faible contribue à son tour à expliquer une partie de la faiblesse du taux de chômage. Le Brexit n'a pas arrangé les choses, contribuant au manque de main-d'œuvre dans certains segments de l'activité qu'une hausse de l'immigration hors UE n'a pas pu compenser, contribuant par-là aux tensions sur les salaires.

À court terme, bien qu'une incertitude persiste dans les statistiques issues de la LFS, le taux de chômage devrait continuer de progresser légèrement. L'assouplissement du marché du travail et la baisse imminente de l'inflation vers la cible de 2% devraient permettre à la BoE d'entamer son cycle de baisses graduelles de taux avec une première baisse de 25 points de base en juin prochain.

## Pays émergents

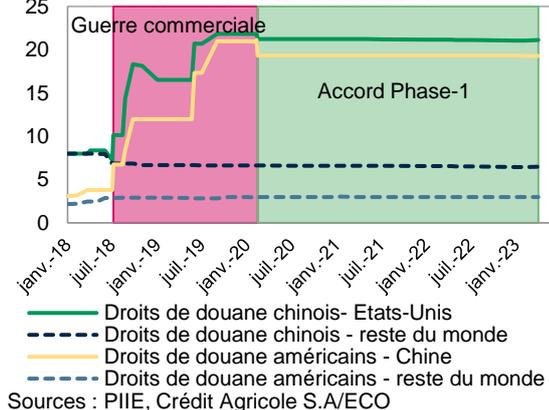
### Asie

#### 👉 Chine : la hausse des droits de douane américains est d'abord un enjeu politique

La décision ne se sera pas fait attendre : après avoir indiqué envisager de nouvelles hausses des droits de douane sur certaines importations chinoises, Joe Biden a dévoilé cette semaine les produits concernés. Dénonçant les pratiques trompeuses de la Chine en matière commerciale devant un parterre de dirigeants syndicaux, le président américain a indiqué que les 18 milliards de biens chinois – soit environ 4% du total des importations américaines annuelles depuis la Chine – concernés par les hausses de droits avaient été « soigneusement ciblés dans les secteurs stratégiques » afin de permettre aux entreprises américaines de consolider leur position de marché.

Ces mesures viennent s'ajouter à une longue liste de barrières tarifaires et non-tarifaires imposées depuis le déclenchement de la guerre commerciale en 2018. L'institut de recherches PIIE (*Peterson Institute for International Economics*) estimait qu'avant les nouvelles annonces, 66% des exportations chinoises vers les États-Unis étaient déjà soumises à des droits de douane à un taux moyen de 19,3%. La signature de l'accord Phase-1 puis l'élection de Joe Biden n'avaient eu aucun effet d'apaisement, la dénonciation des pratiques commerciales chinoises étant même un des rares sujets bipartisans aux États-Unis.

#### Les droits de douane ne sont jamais retournés à leur niveau de 2018

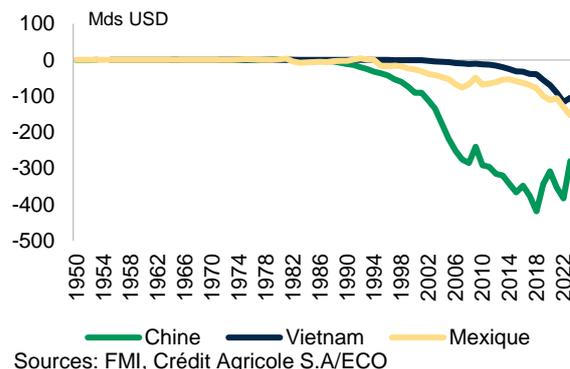


Sans surprise, à six mois des élections présidentielles américaines, les produits concernés sont les plus emblématiques de l'appareil de production chinois : panneaux solaires, véhicules électriques, batteries et semi-conducteurs, ainsi que l'acier et l'aluminium, déjà taxés sous l'administration Trump. Bien que le déficit commercial américain vis-à-vis de la Chine se soit réduit depuis 2018 – tout comme la part de marché de la Chine dans les importations américaines, passée de 19% en 2018 à 14,8% en 2023 – il restait à un niveau

élevé en 2023, autour de 280 milliards de dollars. Surtout, il semblerait que les pays ayant bénéficié de la recomposition des chaînes de valeur, Mexique – redevenu le premier partenaire commercial des États-Unis depuis 2023 – et Vietnam en tête, servent aussi de plateforme intermédiaire aux produits chinois pour contourner les droits de douane et les restrictions mises en place, plutôt que de véritables sites de production.

Les autorités américaines, conscientes de ces circuits de contournement, n'ont pour le moment pas pris de dispositions particulières pour s'assurer du contenu en valeur ajoutée chinoise transitant par des pays tiers. La renégociation de l'accord de libre-échange ALENA (Canada, États-Unis, Mexique) qui doit avoir lieu l'an prochain pourrait cependant ouvrir la porte à plus de contrôle, surtout en cas de victoire de Donald Trump aux élections présidentielles.

#### Déficit commercial américain



Les nouveaux droits de douane s'appliquent donc sur les produits et secteurs ciblés par l'*Inflation Reduction Act*, pour lesquels les autorités américaines déploient une politique de réindustrialisation, à commencer par toute la filière des véhicules électriques (des minerais critiques aux véhicules finis, en passant par les batteries), qui a concentré l'essentiel de l'attention médiatique ces derniers mois.

Produits	Droits de douane	
	actuels	futurs
Véhicules électriques	25%	100%
Acier et aluminium	7,5%	25%
Semi-conducteurs	25%	50%
Panneaux solaires	25%	50%
Batteries	7,5%	25%
Minerais critiques	0%	25%

### Véhicules électriques : une mesure en trompe-l'œil

Si la hausse des droits de douane sur les véhicules électriques chinois est la plus impressionnante, il s'agit avant tout d'une mesure défensive, la part des entrants chinois représentant à peine 2% des importations totales de véhicules électriques aux États-Unis. Alors que l'inflation peine toujours à se stabiliser aux États-Unis, les autorités américaines ont veillé à ce que la hausse des droits de douane, généralement directement reportée sur les prix de vente, n'entraîne pas une nouvelle accélération des prix à la consommation.

Les mesures concernant les minerais excluent par exemple ceux pour lesquels la Chine est un fournisseur critique et incontournable. Dans le cas des panneaux solaires, la compétitivité-prix de l'industrie chinoise est telle que la hausse des droits de douane ne devrait pas empêcher les produits chinois de rester moins chers que les panneaux américains ou européens.

Une mesure similaire sur les véhicules électriques prise du côté de l'Union européenne aurait en revanche un coût économique bien plus fort pour la Chine. Le marché européen représentait près de 40% des exportations de véhicules électriques chinois en 2023. Les images de milliers de voitures stockées dans le port d'Anvers-Bruges illustrent l'ampleur de l'offensive des constructeurs chinois, pour lesquels le marché européen est devenu vital pour écouler les surcapacités de production et reconstituer marges et trésorerie sérieusement entamées par l'intense guerre des prix à laquelle se sont livrés les constructeurs ces derniers mois.

Si Xi Jinping a répété à l'occasion de sa venue en France que le prétendu « problème de la surcapacité de la Chine n'exist[ait] pas », la présidente de la Commission, Ursula van der Leyen a montré une ligne plus dure, en déclarant que l'Union européenne ne pouvait pas accepter « le commerce déloyal » induit par les politiques de subventions massives et que cette dernière « n'hésitera[it] pas à prendre des décisions fermes pour protéger son économie et sa sécurité ».

Les conclusions du rapport commandé par la Commission sur les subventions dans le secteur automobile chinois ne sont pas attendues avant l'automne, mais une hausse des droits de douane pourrait être décidée dès le début du mois de juin, avec une application en juillet. Elle représenterait un revers significatif pour les constructeurs chinois, alors que les ventes de véhicules électriques ralentissent déjà en Chine et dans l'Union européenne.

### Côté chinois : quelles répliques possibles ?

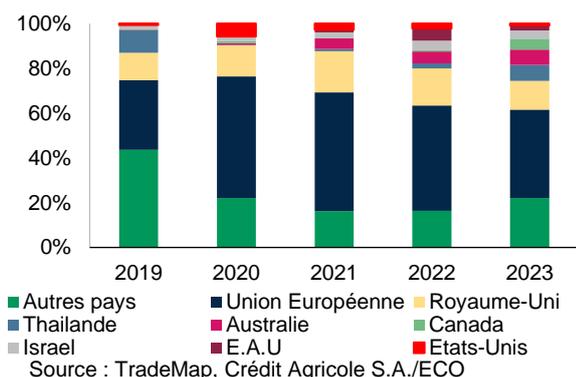
Bien que le ministre du Commerce chinois ait annoncé que la Chine « s'opposait aux hausses des droits de douane unilatérales violant les règles de l'OMC » et qu'elle « prendrait des mesures énergiques pour protéger ses propres droits et intérêts », ses marges de manœuvre sont en réalité plus étroites. En 2018-2019, la Chine avait elle aussi répliqué par des hausses de droits de douane sur les produits américains, à commencer par les matières premières énergétiques (pétrole, propane) ou alimentaires (soja, coton, fruits et légumes...). 58% des importations de produits américains sont déjà taxées, à un taux moyen de 21,1%.

Les produits restants sont essentiellement des biens industriels à haute valeur ajoutée (avions, machines-outils, semi-conducteurs) pour lesquels il existe parfois peu de fournisseurs de substitution. La Chine a beau connaître un contexte inflationniste beaucoup plus favorable que le reste du monde – son problème serait plutôt de sortir de la déflation – une hausse des droits de douane sur ces produits très spécifiques pourrait mettre une partie de son appareil productif en difficulté.

Une autre voie possible serait de reprendre et d'intensifier les restrictions aux exportations sur les métaux et terres rares, dont les États-Unis restent dépendants. Ces mesures visaient surtout à contrer les multiples interdictions prises par les États-Unis pour éviter que des brevets ou technologies liés au secteur des semi-conducteurs ne puissent être transférés en Chine, et donc que le pays rattrape son retard.

Enfin, la Chine pourrait jouer sur le niveau de son taux de change pour regagner en compétitivité et compenser la hausse des prix induite par les droits de douane. Cette option semble néanmoins peu crédible. Si la banque centrale a laissé le yuan se déprécier face au dollar ces derniers mois, ce qui a aussi permis de soutenir les exportations, il semble peu probable qu'elle agisse délibérément pour affaiblir de nouveau sa devise, surtout dans un contexte de taux qui lui est très défavorable. Une dépréciation du yuan pourrait ainsi entraîner de nouvelles sorties de capitaux.

Exportations de véhicules électriques chinois

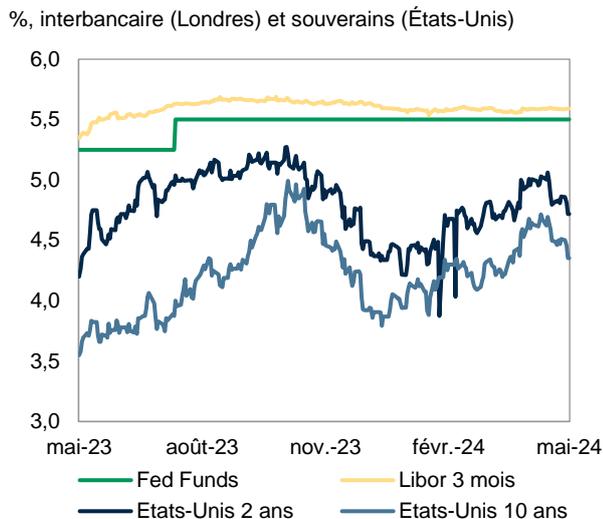


☑ **Notre opinion** – Aux États-Unis, la fermeté vis-à-vis de la Chine est devenu un enjeu électoral. En annonçant vouloir porter les droits de douane sur l'ensemble des importations chinoises à 60% en cas de victoire, Donald Trump a contraint Joe Biden à se positionner sur le sujet et à prendre de nouvelles mesures. Si ces dernières ont été soigneusement ciblées, afin 1/ de s'inscrire dans la continuité des mesures précédentes, 2/ de cibler les secteurs déjà concernés par l'Inflation Reduction Act, 3/ de limiter au maximum l'impact sur l'inflation pour les consommateurs américains, elles ouvrent surtout la porte à plus de fermeté côté européen. Alors que les conclusions des multiples enquêtes sur le niveau des subventions chinoises dans divers secteurs (éolien, panneaux solaires, véhicules électriques) ne sont pas attendues avant plusieurs mois, l'UE pourrait décider d'une hausse des droits de douane dans les prochaines semaines.

Au milieu des années 1980, et alors que le déficit commercial américain vis-à-vis du Japon atteignait des niveaux historiques, les États-Unis avaient réussi à contraindre le Japon à une forte appréciation du yen (Accords du Plaza de 1985) et à une délocalisation des sites de production de voitures japonaises sur le territoire américain. Face à la Chine, les problématiques sont similaires mais le contexte a changé, et la logique économique s'est effacée derrière des enjeux géopolitiques plus globaux. Si Joe Biden affiche aussi un message écologique en affirmant vouloir que les États-Unis puissent maîtriser les chaînes de production liées à la transition climatique, le retour au pouvoir de Donald Trump pourrait conduire à une reprise de la guerre commerciale encore plus violente et au retour d'un protectionnisme basique faisant peu de cas des problématiques climatiques.

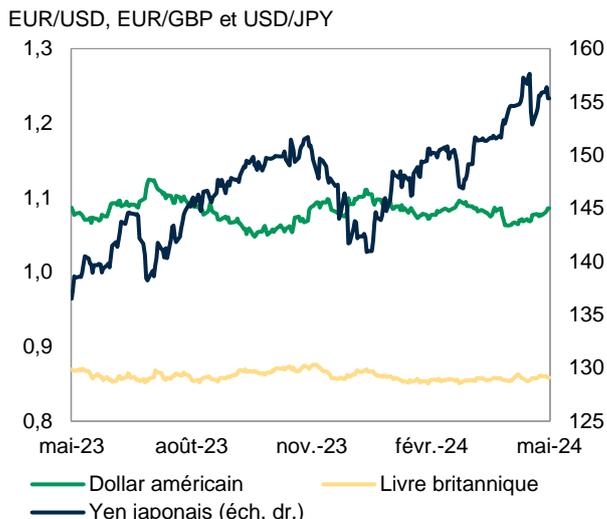
## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain



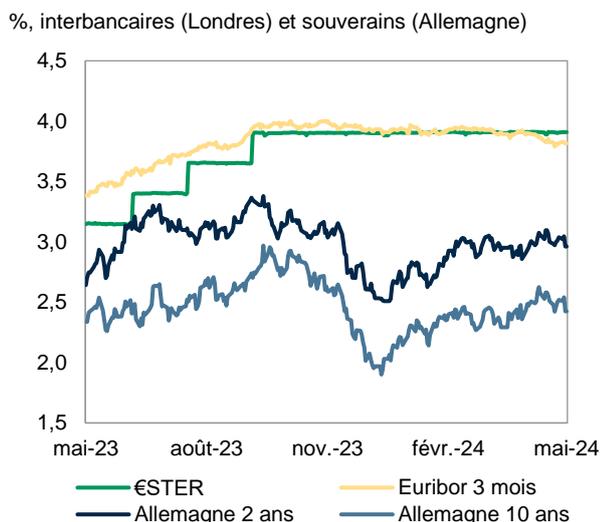
Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises



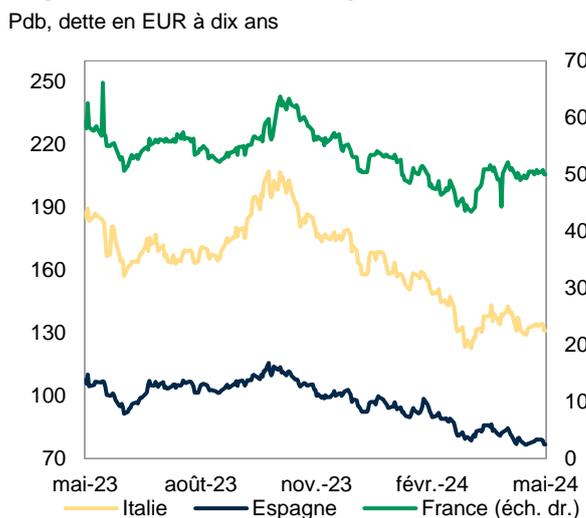
Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro



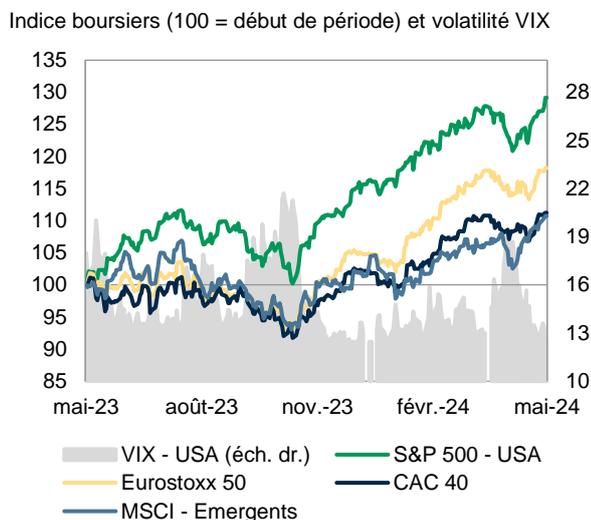
Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund



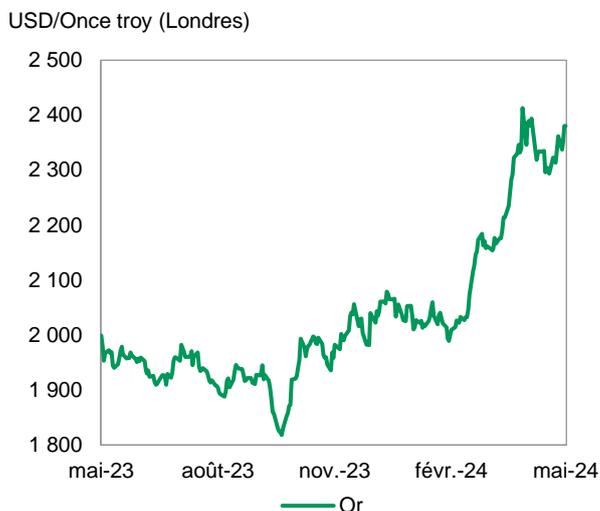
Source : Thomson Reuters

### Marché actions



Source : Thomson Reuters

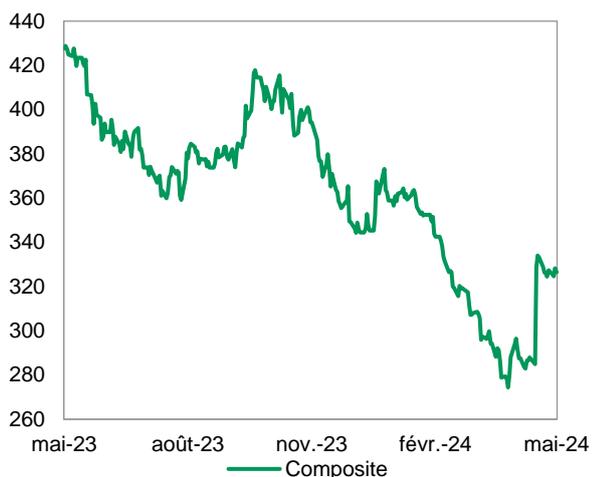
### Cours de l'once d'or



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

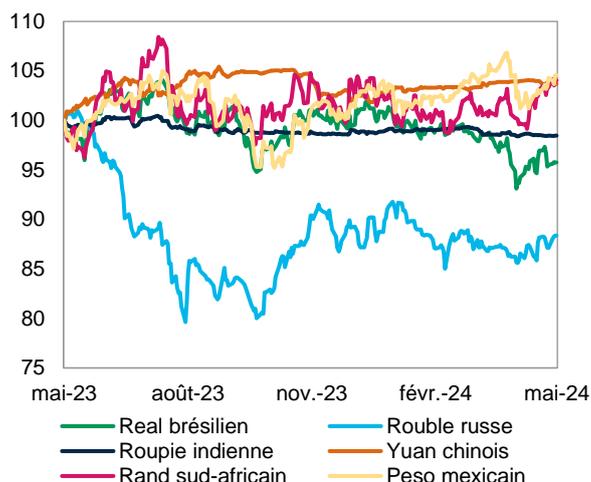
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

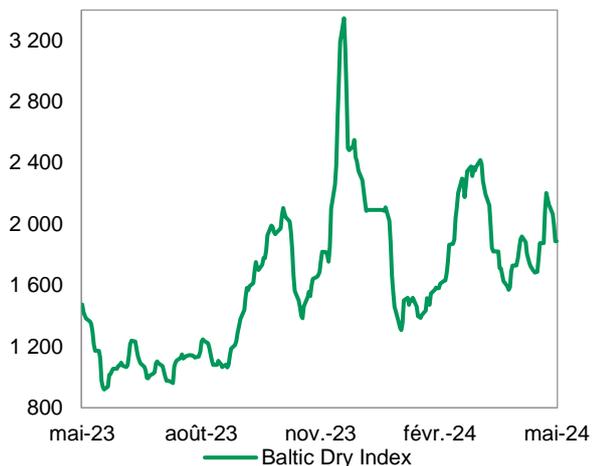
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

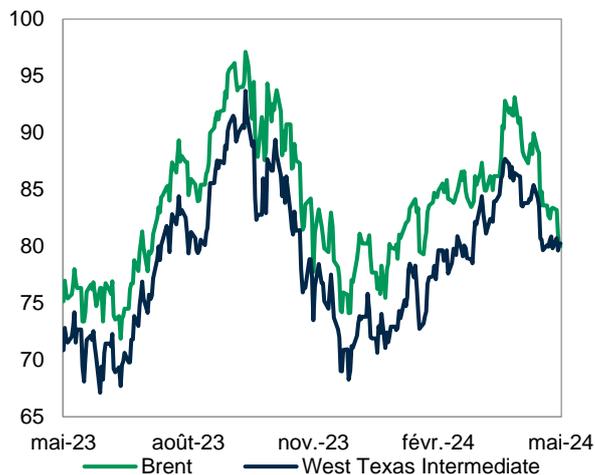
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

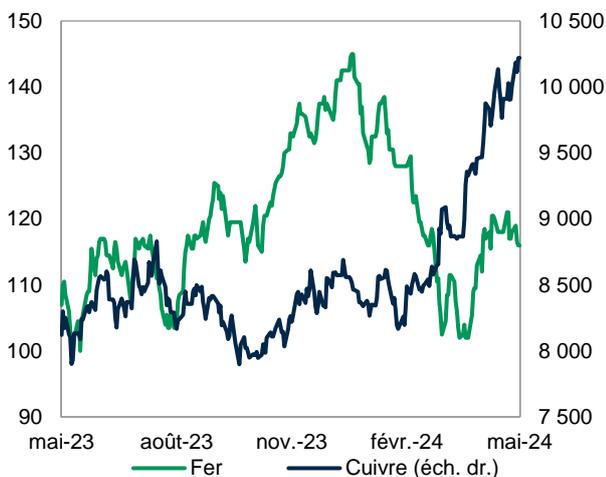
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

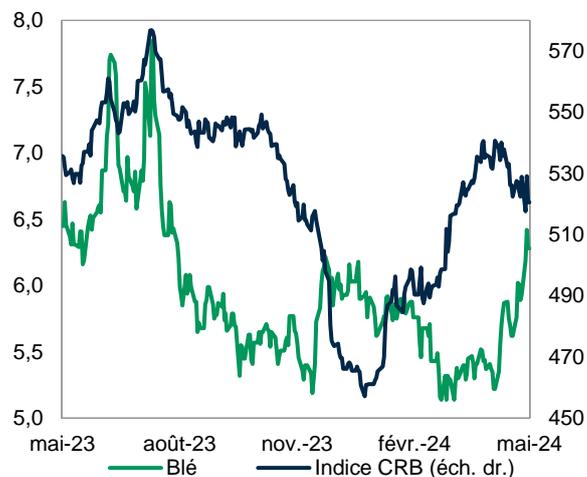
USD/tonne métrique



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
16/05/2024	<a href="#">Mais que vient faire l'Azerbaïdjan dans le Pacifique Sud ?</a>	PECO, Asie centrale
14/05/2024	<a href="#">Allemagne – Le gouvernement fédéral face aux défis de l'économie</a>	Allemagne
13/05/2024	<a href="#">Le dollar est toujours le problème des pays d'Asie</a>	Asie
07/05/2024	<a href="#">Zone euro – Les premières estimations de la croissance du PIB au T1 2024 confirment notre scénario de reprise par la consommation</a>	Zone euro
07/05/2024	<a href="#">France – L'inflation cumulée depuis début 2020 reste inférieure de 3,5 points à celle de la zone euro</a>	France
03/05/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
02/05/2024	<a href="#">En Afrique sub-saharienne, les questions migratoires et climatiques sont à la croisée des chemins</a>	Afrique sub-saharienne
30/04/2024	<a href="#">France – Conjoncture – Flash PIB : légère accélération du PIB au T1 2024, à +0,2%, comme prévu</a>	France
30/04/2024	<a href="#">France – Programme de stabilité, un manque de crédibilité et de cohérence, ainsi que des défis</a>	France
29/04/2024	<a href="#">Zone euro – Scénario 2024-2025 : l'attention se déplace de l'inflation vers la croissance</a>	Zone euro

### Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la publication** : Isabelle JOB-BAZILLE

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

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

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

**Europe centrale et orientale, Asie centrale, géo-économie** :

Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QUENTRIC

**Asie** : Sophie WIEVIORKA

**Amérique latine** : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario)

**Afrique du Nord, Moyen-Orient** : Olivier LE CABELLEC

**Afrique sub-saharienne** : Thomas MORAND

**Documentation** : Elisabeth SERREAU

**Statistiques** : DATALAB ECO

**Réalisation et Secrétariat de rédaction** : Véronique CHAMPION

**Contact** : [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

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

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

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

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