

**MONDE**

# SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE 2024-2025

**Trimestriel – Juin 2024**

# Prolongement sans bouleversements

Il pourra sembler étrange d'intituler « prolongement sans bouleversements » un scénario économique et financier sur lequel planent des incertitudes politiques d'intensité variable qui seront levées soit très rapidement (élections législatives en France), soit plus tardivement (élection présidentielle américaine). Si le second événement est de nature à structurer/altérer significativement les grandes lignes d'un scénario, le premier est moins susceptible d'abîmer la « colonne vertébrale » d'un scénario mondial trimestriel.

## *Les tendances déjà esquissées se sont donc effectivement prolongées sans bouleversements*

Dans la zone euro, une accélération de la croissance soutenue par la consommation privée reste valide. Les craquements apparus aux États-Unis ne semblent pas de nature à faire plonger la croissance qui pourrait, de nouveau, se révéler résistante. Résistante comme l'est l'inflation en cette fin de parcours désinflationniste.

Aux **États-Unis**, la « résilience » qui a caractérisé l'économie en 2023 s'est en effet largement maintenue début 2024. Couplée au dynamisme du marché du travail, la moindre sensibilité à court terme aux taux d'intérêt (assainissement des bilans, coût d'endettement figé à un niveau durablement bas) a permis à la croissance de mieux absorber un resserrement monétaire qui ressort comme le plus agressif depuis plusieurs décennies.

Si l'impact dépressif de la politique monétaire a été bien moins violent qu'il n'était redouté, il n'en a pas pour autant disparu : ses effets se déploient dans le temps. Hausse de la dette des entreprises à refinancer à des taux plus élevés en 2024 et 2025, remontée progressive du taux hypothécaire effectif, croissance des impayés sur d'autres types de dettes (cartes de crédit, crédit automobile...), évaporation de l'épargne excédentaire, notamment celle des ménages modestes, taux d'épargne de retour sur des niveaux très faibles : tels sont les premiers « craquements » qui conduisent à toujours inscrire une récession « douce » à la charnière des années 2024-2025.

Après 2,5% en 2023, notre scénario table donc sur une croissance de 2,0% en 2024 et de seulement 0,4% en 2025 : une croissance en repli assortie d'un scénario alternatif dans lequel l'économie ferait preuve d'une résistance de nouveau surprenante. En ligne avec un ralentissement « en douceur » assorti d'un risque haussier sur la croissance, le recul de l'inflation devrait se poursuivre : il emprunterait une trajectoire graduelle et irrégulière, laissant l'inflation supérieure à l'objectif jusqu'à la fin de l'année 2025.

Dans la **zone euro**, si les élections européennes ont confirmé les grands équilibres de la représentation parlementaire européenne, l'incertitude liée au scrutin en France introduit un risque baissier. Dessiné et chiffré à « politique inchangée », avant la dissolution de l'Assemblée nationale, notre scénario central n'intègre pas ce risque et conserve son hypothèse-clé : le principe d'une accélération de la croissance tirée par la consommation privée est maintenu, malgré la prudence encore affichée par les consommateurs et un processus désinflationniste qui s'annonce « cahoteux » en 2024.

Le repli de l'inflation, dont les bienfaits sont déjà visibles, est désormais un peu moins aisé et manifeste : l'inflation persiste en raison, surtout, de l'inertie de l'inflation dans les services, témoin des pressions retardées sur les coûts salariaux, liées à la récupération plus tardive des pertes passées de pouvoir d'achat dans des négociations salariales. Enfin, si la consommation constitue le premier moteur de la reprise, celle-ci pourrait être accompagnée d'une demande extérieure un peu plus soutenue permettant au PIB de la zone euro de progresser de 0,8% en 2024 et de 1,5% en 2025.

## *En termes de politique monétaire, notre scénario n'a jamais supposé une baisse précoce et massive des taux directeurs américains*

Au « pivot » espéré par les marchés, il a de longue date privilégié le « plateau ». Plateau qu'il s'agit désormais de prolonger pour retenir un assouplissement plus tardif.

On peut certes espérer « vivement que soit levée l'hypothèque américaine », surtout pour les pays émergents ; mais les chiffres d'inflation signalant sa convergence seulement lente vers la cible, la résistance de la croissance, la bonne tenue de l'emploi malgré des signes récents de faiblesse, invitent à la prudence.

La **Fed** aura besoin d'un peu plus de temps afin d'être convaincue que l'inflation se dirige indiscutablement vers 2% ; besoin d'un peu plus de temps avant de procéder à une première baisse des taux directeurs. Celle-ci pourrait intervenir en septembre et serait suivie d'une autre baisse en décembre : la baisse cumulée serait toujours de 50 points de base en 2024. En 2025, l'assouplissement pourrait être plus agressif, totalisant 150 points de base au cours des trois premiers trimestres : une telle prévision repose cependant sur un scénario économique relativement pessimiste. Si l'économie et le marché du travail résistent mieux que prévu, la Fed peut adopter un rythme de baisse plus graduel.

Le *statu quo* américain n'a pas empêché la **BCE** d'entamer son assouplissement monétaire qui se poursuivra, sauf en cas de pressions fortement baissières sur l'euro ou de reprise nettement plus dynamique et, surtout, plus inflationniste que prévu.

L'inflation, totale mais aussi sous-jacente, devrait converger vers 2% au cours de la seconde moitié de 2025 et autoriser la BCE à prolonger le « desserrement » monétaire engagé en juin (baisse de ses taux de 25 points de base). Notre scénario retient un assouplissement graduel et continu : la BCE baisserait son taux de dépôt de 25 points de base chaque trimestre jusqu'en septembre 2025 pour le ramener à 2,50%, notre estimation du taux neutre.

### *Quant aux taux d'intérêt, ils devraient subir des pressions haussières modérées*

En effet, le thème de l'assouplissement monétaire flotte dans l'air depuis longtemps. Qu'ils soient entamés ou qu'ils se profilent (tout en s'éloignant, comme aux États-Unis...), les assouplissements ne sont ainsi pas une assurance de baisse des taux d'intérêt. Plusieurs facteurs, dont le risque rampant d'inflation et l'augmentation possible du taux neutre, plaident en faveur d'un maintien, voire d'une hausse modeste.

Aux **États-Unis**, nos prévisions de taux ont été revues en légère hausse sur l'ensemble de la courbe. Pour le taux souverain à dix ans, nous tablons à présent sur 4,30% à la fin de 2024, puis 4,05% à la fin de 2025.

La révision à la hausse du taux à long terme signalée dans les *dots plots* mérite d'être notée : resté bloqué à 2,50% entre 2019 et 2023, ce taux a été relevé pour le deuxième FOMC consécutif, de 2,5625% en mars à 2,75%. Cette révision, reflète la possible hausse du taux neutre, susceptible d'être liée à des facteurs tels que la « démondialisation » et le ralentissement de la

demande de titres du Trésor par les banques centrales mondiales, les fonds souverains et les institutions financières nationales.

Dans la **zone euro**, la BCE a entamé un mouvement de baisse de ses taux directeurs qui devrait se poursuivre. Or, les marchés anticipent pleinement ce cycle d'assouplissement monétaire et tablent sur un repli du taux de dépôt vers 2,50%. Dans un contexte de relatif optimisme sur la croissance européenne, de déficits publics encore élevés (une procédure pour déficit excessif concerne la Belgique, la France et l'Italie : ces pays doivent présenter un plan de réduction des déficits d'ici septembre), les rendements souverains européens ont peu de chance de baisser surtout si la Fed retarde le début de son propre cycle d'assouplissement. Notre scénario retient un rendement allemand à dix ans proche de 2,65% fin 2024.

Dans un contexte de *spreads* serrés, l'ajout d'une prime de risque politique (sans risque de redénomination) s'est traduit par un écartement du *spread* français par rapport au Bund jusqu'à 80 points de base (pb). Cet écart OAT-Bund risque d'osciller au gré des incertitudes politiques qui ne seront pas nécessairement levées à l'issue du scrutin en cas d'absence de majorité claire.

### *Enfin, les paramètres américains, résistance monétaire de la Fed et possible victoire de Trump à l'élection présidentielle, sont globalement favorables au dollar*

Viennent ensuite des histoires singulières telles que le risque politique pour la zone euro, la détérioration de la situation budgétaire en Amérique latine ou, *a contrario*, le portage favorable pour certaines devises asiatiques ou européennes. Notre scénario retient une dépréciation modeste de l'euro à 1,05 dollar fin 2024.

**Catherine LBOUGRE**

## Focus Géopolitique – Le scénario de la grenouille dans l'eau bouillante ?

**Le scénario géopolitique mondial continue d'être sous la pression d'élections américaines qui jouent en ce moment le rôle d'accélérateur de l'histoire.**

En Europe particulièrement, l'hypothèse Trump oblige à se projeter dans un scénario (minimal) de moindre contribution américaine à l'Otan, qui n'est pas étranger à la poussée des dépenses militaires polonaises. Or, celles-ci vont peser sur la consolidation budgétaire du pays et sur sa trajectoire de dette. La Pologne est ainsi l'un des pays européens où le changement de paradigme politique global commence à se lire assez nettement dans la macro-économie et le profil souverain. Ce changement va certainement affecter la zone qui s'étend tout au long de ce que l'on peut désormais appeler un second front, une zone qui part des pays baltes et va jusqu'à la Roumanie – où sera localisée la plus grosse base de l'Otan. De fait, la collaboration militaire s'organise le long de cette ligne, protégeant notamment la frontière polonaise, particulièrement autour du très dangereux et très stratégique corridor de Suwalki, qui relie la Russie à son exclave de Kaliningrad, entre Pologne et Lituanie. Pour les Baltes, le voisin russe est perçu comme une menace existentielle et la projection dans une économie de guerre va marquer les budgets, beaucoup plus qu'en Europe de l'Ouest, où les populations sont de plus en plus partagées sur la question du soutien à l'Ukraine.

### Attention à l'asymétrie des opinions publiques

Cette asymétrie de l'opinion publique européenne va jouer son rôle dans les arbitrages budgétaires qui seront opérés par les États. Mais d'autres types d'asymétries de type géopolitique se développent également sur le continent : c'est, par exemple, le cas de la Hongrie, qui est en train de fonder sa montée en gamme industrielle sur l'apport en capital et en technologie d'investissements directs chinois<sup>1</sup>. Plus que jamais, Hongrie et Serbie s'affirment comme les têtes de pont de la Route de la Soie chinoise en Europe. Quant à la mer Noire, elle reste un enjeu stratégique majeur pour la Russie, qui y fait transiter ses exportations de blé ou d'engrais, et surtout, qui y trouve sa route vers les mers chaudes. Tous les pays périphériques sont donc des enjeux d'influence pour Moscou, et c'est ainsi que la situation politique de la petite Géorgie se déstabilise, située au cœur de l'échiquier européen des grandes puissances. Il ne fait pas bon être tout petit à côté d'un grand...

La militarisation progressive des économies les plus proches de la zone de guerre a, néanmoins, des effets positifs indirects car elle stimule les projets d'aménagement régionaux autour d'un maître mot : la connectivité. Cela relance en particulier l'Initiative des Trois Mers, lancée en 2016, qui vise à promouvoir la coopération en matière d'énergie, de transport et

d'infrastructures de communication. Ce groupe compte treize pays (plus l'Ukraine et la Moldavie en tant que membres associés), tous situés le long d'un axe Nord-Sud longeant la mer Baltique, la mer Adriatique et la mer Noire. Ce projet de développement économique Nord-Sud, qui avait pour ambition de compléter l'axe Est-Ouest qui reliait l'Europe à la Russie, a désormais pour enjeu de s'y substituer. Lui fait aussi écho le projet autoroutier de la *Via Carpatia* qui relie la Lituanie à la Grèce.

***Le principal ennemi des États-Unis n'est pas la Russie, mais la Chine, et cela ne pourrait que s'amplifier en cas de présidence républicaine.***

L'Europe centrale et de l'Est tente donc de s'organiser stratégiquement dans la durée, de même que l'Otan qui envisage des programmations sur des périodes beaucoup plus longues, ce qui permettrait de lisser les risques liés à la volatilité politique de l'allié outre-Atlantique. Mais il va aussi falloir faire des choix stratégiques face aux pressions des Américains, qui insistent pour que l'Otan ouvre plus nettement sa stratégie sur l'Asie – des pays asiatiques ont déjà été invités aux dernières réunions annuelles. En effet, vu de Washington, le conflit ukrainien détourne du fameux pivot vers l'Asie de la politique étrangère américaine, objectif bipartisan depuis Obama : le principal ennemi n'est pas la Russie mais la Chine, et cela ne pourrait que s'amplifier en cas de présidence républicaine. Dans les rangs des « faucons », l'idée d'une négociation stratégique avec les Européens est de plus en plus populaire : ne rester sur le théâtre ukrainien que si l'Europe s'engage plus sur le théâtre indo-Pacifique.

### Le cauchemar stratégique américain est-il en train de se réaliser ?

Cette demande n'est pas sans lien avec le rapprochement stratégique de la Chine et de la Russie, qui ne cesse de se confirmer, de façon directe ou indirecte – bien que la Chine soit encore prudente, pour ne pas être accusée d'un soutien militaire direct. Or, ce rapprochement matérialise littéralement le vieux cauchemar stratégique américain. Ce cauchemar apparu dès la fin de la Seconde Guerre mondiale, c'est l'unification hostile d'une partie de l'Eurasie, que les pères de la géopolitique ont toujours considérée comme étant un « *heartland* » – caractérisé par cette fameuse maxime de base : « qui tient l'Eurasie tient le monde ». Le rapprochement sino-russe impose donc de plus en plus aux grandes puissances d'avoir une stratégie mondiale. Pour le Japon, par exemple, qui se sent sous

<sup>1</sup> Pour plus d'information, consulter notre publication : [Xi Jinping visite la Hongrie, une économie en rémission](#) – 6 juin 2024

triple menace russe, coréenne (du Nord) et chinoise, cette hypothèse d'une coordination stratégique et militaire sino-russe accélérée est un point d'inquiétude et de surveillance majeur. S'y ajoute évidemment le risque d'un incident en mer de Chine, qui se transformerait en escalade plus générale. La question taïwanaise, en tête des risques géopolitiques depuis longtemps, l'est encore plus depuis l'élection de Lai Ching-te à la présidence de l'île.

### *De la grenouille au salami*

Il faut dire que depuis quelques mois, l'assertivité chinoise face aux Philippines inquiète tous les pays de la région, d'autant qu'il existe un traité d'alliance entre Manille et Washington. La stratégie régionale de dissuasion et de coopération (notamment entre Japon, Corée et Philippines) se renforce donc, pour tenter de préserver les *statu quo* maritimes, tout en rétablissant les lignes de communication militaires directes avec Pékin, pour limiter les risques d'incompréhension. Tout cela se fait cependant sur fond de tensions et d'incidents permanents, auxquels la communauté internationale et les marchés s'habituent. Cela suggère néanmoins que Pékin est tenté par la « géopolitique du salami », popularisée par les Azéris, qui consiste à grignoter les terrains convoités par petites tranches... Ainsi, se déplacent peu à peu les lignes rouges. L'image de la grenouille dans l'eau qui se réchauffe progressivement est assez convaincante.

### *Le temps des choix*

Cette situation tendue en mer de Chine, de même que l'accélération de la nucléarisation et le développement exponentiel de la marine chinoise, suscitent de grands débats stratégiques aux États-Unis. En résumé, les stratégies de Washington sont désormais nombreux à

redouter que, plus le temps passe, plus la fenêtre d'opportunité pour stopper une action chinoise sur Taïwan ne se réduise, ce qui les incite aussi à chercher le moyen d'intensifier les pressions exercées sur une économie chinoise déjà fragile. Le monde entier fait des scénarios sur la stratégie chinoise à propos de Taïwan, mais il ne faut pas négliger non plus la tentation américaine qui consisterait à accélérer le scénario, d'une façon ou d'une autre...

***Depuis quelques mois, la question du « double standard » est devenue un facteur géopolitique à prendre très au sérieux, car elle accélère les stratégies de multi-alignement.***

En fait, les États-Unis sont dans un moment de choix stratégique sur tous les fronts : en Ukraine, en Asie, mais aussi en Israël. Israël, où Washington n'a pas plus réussi à stopper les Houthis (dont le rayon d'action s'est même élargi) que la guerre à Gaza elle-même, qui est en train de ruiner durablement la réputation américaine à la fois dans le monde, mais aussi au sein de ses propres élites. Depuis quelques mois, la question du « double standard » ou « deux poids deux mesures » est ainsi devenue un facteur géopolitique à prendre très au sérieux : elle accélère les stratégies de multi-alignement et donc, mécaniquement, la fragmentation géopolitique mondiale. Le thème du double standard donne une réalité politique à un Grand Sud pourtant très disparate et traversé par des lignes d'opposition profondes, en particulier entre Inde et Chine. Mais il n'empêche, même si les États-Unis restent une hyperpuissance, notamment en termes militaire ou monétaire, le temps de l'hégémonie est réellement terminé. Et cela, quel que soit le résultat de l'élection américaine.

**Tania SOLLOGOUB**



# PAYS DÉVELOPPÉS

## Prolongement sans bouleversements

États-Unis – Activité encore résiliente mais des craquements apparaissent

Zone euro – Une confiance raisonnée mais toujours sujette à vérification

Royaume-Uni – Ambitions de croissance *versus* défis budgétaires

Japon – Sortie complète de la déflation après la prochaine reprise cyclique mondiale

# Prolongement sans bouleversements

Les tendances déjà esquissées se sont prolongées sans bouleversements. Dans la zone euro, un scénario d'accélération de la croissance soutenue par la consommation privée reste valide. Les craquements apparus aux États-Unis ne semblent pas de nature à faire plonger la croissance qui pourrait, de nouveau, se révéler résistante. Résistante : c'est ce qu'est l'inflation en cette fin de parcours désinflationniste.

## ÉTATS-UNIS : UNE ACTIVITÉ ENCORE RÉSILIENTE MAIS DES CRAQUEMENTS APPARAISSENT

Avec une croissance accélérant à 2,5% en moyenne annuelle malgré les prévisions généralisées de récession en début d'année, **la résilience qui a caractérisé l'économie américaine en 2023 s'est largement maintenue début 2024**. Si la croissance a ralenti au premier trimestre 2024 à 1,3% (taux trimestriel annualisé), l'analyse de ses composantes livre une image plus positive : une grande partie du ralentissement provient en effet des composantes volatiles (stocks et exportations nettes), alors que les ventes finales aux acheteurs domestiques privés résistent et progressent encore de 2,8%.

**Comme cela a déjà été indiqué, la principale explication de cette résistance inattendue est la moindre sensibilité à court terme de l'économie au niveau des taux d'intérêt.** Alors que le cycle de resserrement monétaire de la Fed a été le plus agressif depuis plusieurs décennies, de nombreux ménages et de nombreuses entreprises ont profité d'un coût d'endettement figé à un niveau durablement bas, autorisant, au moins à court terme, une meilleure absorption du resserrement monétaire.

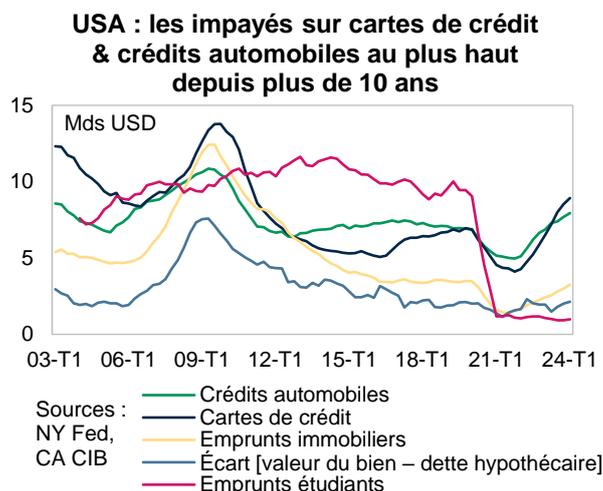
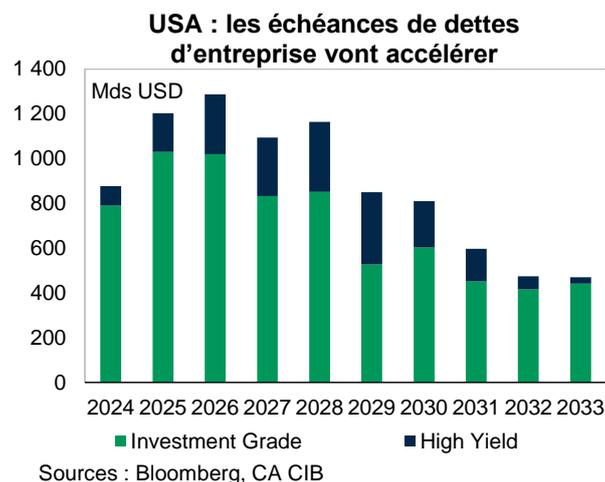
Toutefois, alors que le consensus table de nouveau sur une croissance forte en 2024, notre scénario reste plus pessimiste sur les perspectives pour fin 2024 et début 2025. Ce pessimisme, relatif, tient en grande partie à notre analyse sur la transmission de la politique monétaire et à ses décalages dans le temps : le montant de la dette des entreprises arrivant à échéance, et devant donc être refinancée à des taux plus élevés, augmente en 2024 et continuera de croître en 2025, un phénomène qui

sera encore plus prononcé pour la dette *high-yield* en 2025.

**De même, l'impact de la hausse des taux d'intérêt sur les ménages pourrait s'intensifier lentement avec la remontée progressive du taux hypothécaire effectif, tandis que les impayés sur d'autres types de dettes, comme les cartes de crédit ou le crédit automobile, sont déjà en hausse.** Ainsi, les impayés sur cartes de crédit et crédits automobiles sont à leur plus haut niveau depuis plus de dix ans. Par ailleurs, quand ils ne l'ont pas entièrement dépensée, les ménages continuent de puiser dans l'épargne excédentaire constituée grâce aux plans de relance de la période Covid et leur taux d'épargne reste extrêmement faible.

*De nombreux ménages et de nombreuses entreprises ont pu profiter d'un coût d'endettement figé à un niveau durablement bas, autorisant, au moins à court terme, une meilleure absorption du resserrement monétaire.*

Alors que l'économie semble avoir continué de croître à un bon rythme, quoiqu'en baisse, au premier semestre 2024, les effets des hausses de taux commenceront à se faire sentir plus nettement vers la fin de l'année. Notre scénario retient une récession « douce » au quatrième trimestre 2024 et au premier trimestre 2025, lorsque le montant des dettes refinancées à des taux plus élevés sera en nette augmentation. Notre scénario central continue de tabler sur une récession relativement légère, compte tenu de la situation financière saine des entreprises et surtout des ménages. Mais le risque de rupture et de



récession plus prononcée augmentera à mesure que de plus en plus de dettes devront être refinancées. Après 2,5% en 2023, notre scénario table donc sur une croissance de 2,0% en 2024 et de seulement 0,4% en 2025, en dépit d'un rebond anticipé de la croissance trimestrielle au cours de la dernière partie de l'année 2025, grâce à la baisse des taux d'intérêt.

**La récession inscrite dans notre scénario central reste toutefois incertaine : le scénario alternatif consiste en une économie résistante de nouveau mieux que prévu.** L'équilibre est délicat : les difficultés de certains agents économiques pourraient être compensées par la vigueur persistante de l'activité d'autres. Prenons l'exemple de la consommation : une grande partie des ménages les plus sensibles à la hausse des taux d'intérêt se situent dans la partie basse de l'échelle des revenus, tandis que les ménages à revenus élevés pourraient rester mieux protégés. Cela crée la possibilité d'une économie à deux vitesses dans laquelle les ménages à faibles revenus connaîtraient des conditions similaires à celles d'une récession, alors que les ménages à revenus élevés continueraient de dépenser, de sorte que l'économie dans son ensemble éviterait la récession. Les entreprises pourraient être confrontées à des dynamiques comparables, les plus petites étant plus à risque et les plus grandes potentiellement plus résilientes.

**Le marché du travail devrait continuer de fléchir graduellement et le taux de chômage pourrait culminer à 4,6%. Les données contradictoires publiées récemment compliquent l'analyse, mais en dépit des bons chiffres de créations d'emplois non agricoles (*non-farm payrolls*), d'autres indicateurs, tels que l'enquête sur l'emploi auprès des ménages (*household survey*) suggèrent un ralentissement.** Même dans un scénario de récession « légère », la remontée du taux de chômage serait moindre que lors des récessions précédentes en raison du déséquilibre inédit entre l'offre et la demande de main-d'œuvre, une situation qui pourrait persister du fait du départ à la retraite des *baby-boomers*. Du fait de ce déséquilibre, le refroidissement du marché du

travail se traduit davantage par une baisse des offres d'emploi que par des licenciements massifs.

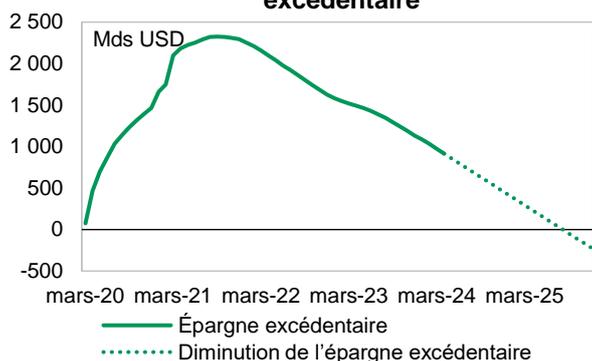
 Moyenne annuelle	2024	2025
<b>PIB</b>	2,0%	0,4%
<b>Inflation</b>	3,0%	2,5%

**L'inflation est devenue plus persistante. La hausse des prix des services se poursuit et ne ralentit que lentement. Cette situation va perdurer, malgré notre scénario de ralentissement de l'activité,** et ce d'autant plus que les contraintes pesant sur l'offre de main-d'œuvre devraient maintenir la croissance des salaires à des niveaux relativement élevés, malgré la légère hausse du taux de chômage. Par ailleurs, en ce qui concerne la composante logement, la faiblesse du nombre de logements disponibles à la vente a empêché les prix de l'immobilier de chuter trop fortement.

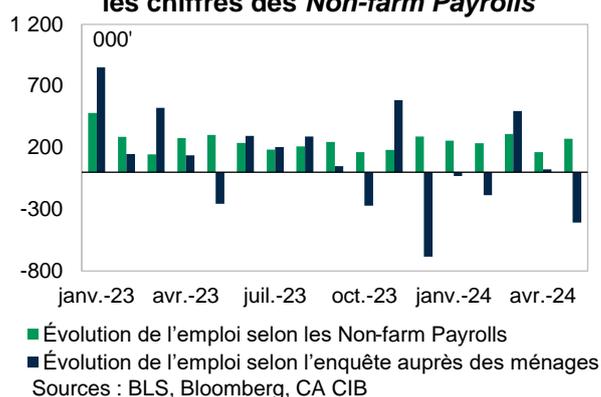
**Notre scénario table donc encore sur une inflation supérieure à l'objectif jusqu'à la fin de l'année 2025. Le recul de l'inflation, totale et sous-jacente, devrait se poursuivre, mais en empruntant une trajectoire graduelle et irrégulière.** L'inflation globale devrait ainsi passer sous la barre des 3% vers le mois de juillet pour osciller entre 2,5% et 3% au deuxième semestre 2024, puis baisser encore un peu début 2025, avant de se stabiliser autour de 2,4%. Quant à l'inflation sous-jacente, elle devrait reculer progressivement pour atteindre environ 3,3% vers la fin de l'année 2024. Un léger repli supplémentaire est attendu début 2025, avant une stabilisation autour de 2,7% ou 2,8%. Une récession plus sévère pourrait certes entraîner une baisse plus prononcée vers l'objectif de 2%, en cas de récession modérée, mais cela semble improbable, compte tenu de la nature des facteurs qui tendent à maintenir l'inflation légèrement au-dessus de l'objectif.

Nicholas VAN NESS

**USA : les consommateurs continuent de puiser dans leur épargne excédentaire**



**USA : l'enquête sur l'emploi auprès des ménages moins optimiste que les chiffres des Non-farm Payrolls**



## ZONE EURO : UNE CONFIANCE RAISONNÉE MAIS TOUJOURS SUJETTE À VÉRIFICATION

La diffusion géographique de l'expansion du cycle manufacturier mondial conforte notre narration d'une reprise modérée de la croissance dans la zone euro, tout en réduisant les menaces de court terme sur cette reprise.

Malgré la prudence encore affichée par les consommateurs de la zone euro et un processus désinflationniste qui s'annonce « cahoteux » en 2024, **nous maintenons notre hypothèse d'une accélération de la croissance tirée par la consommation privée**. Celle-ci serait un peu retardée par rapport à notre scénario précédent ; en revanche, elle pourrait être accompagnée d'une demande extérieure un peu plus soutenue en 2024. Le PIB de la zone euro progresserait ainsi de 0,8% en 2024 et de 1,5% en 2025.

**Si les élections européennes ont confirmé les grands équilibres de la représentation parlementaire européenne, l'incertitude liée au scrutin en France introduit un risque baissier pour l'économie de la zone.** Dessiné et chiffré à politique inchangée, avant la dissolution de l'Assemblée nationale, notre scénario central n'intègre pas ce risque.

### L'accélération au premier trimestre rassure sans rassurer

Au premier trimestre 2024, la croissance du PIB (à +0,3% en variation trimestrielle) signale une accélération de l'activité par rapport à une année 2023 qui a connu une quasi-stagnation. Une accélération qui mérite d'être remise en perspective, car elle ne gomme pas les effets des chocs : **au premier trimestre 2024, le PIB de la zone euro demeure un peu inférieur au niveau auquel il « aurait pu prétendre », si la tendance enregistrée entre la crise souveraine et juste avant le Covid (de 2013 à 2019) s'était maintenue.**

Quoi qu'il en soit, la croissance a surpris à la hausse dans la plupart des pays et laisse un acquis de croissance pour 2024 (+0,3%) qui vient ainsi

augmenter mécaniquement notre prévision de croissance de +0,7% à +0,8%.

Ce renforcement de la croissance est principalement dû à l'accélération des exportations nettes, alors que la demande intérieure se replie et que le processus de déstockage s'accroît. La croissance du PIB résulte ainsi d'une contribution positive des exportations nettes (+0,9 point de pourcentage – pp) qui compense la contribution négative de la demande intérieure (-0,2 pp) et des variations de stocks (-0,3 pp).

**L'accélération des exportations (+1,4%, après +0,2% au quatrième trimestre 2023) a été tirée par la France, l'Allemagne et les Pays-Bas**, le rebond marqué dans ces deux derniers pays ne faisant néanmoins que compenser la baisse intervenue fin 2023. Les importations, en revanche, se sont repliées (-0,3%), surtout sous l'effet du recul des importations italiennes.

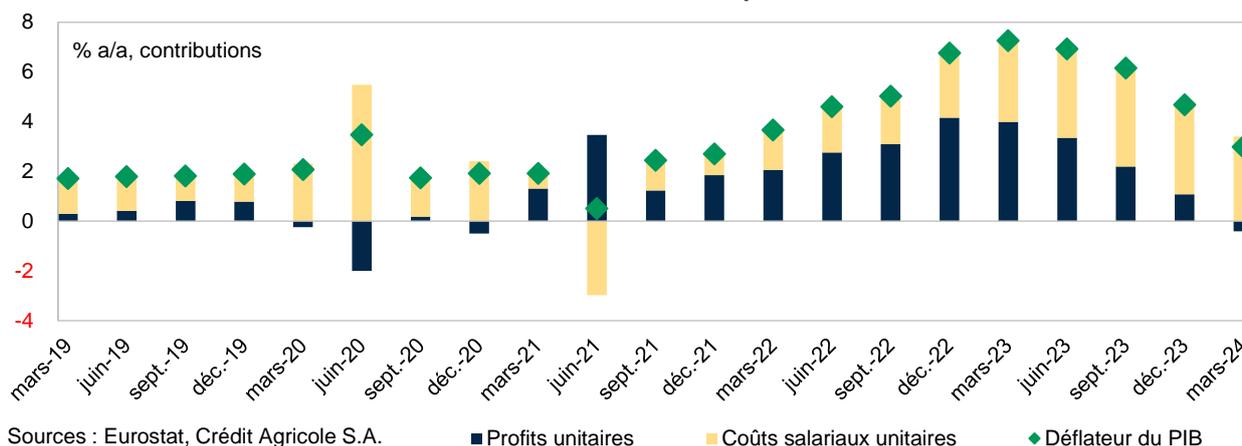
**La faiblesse de la demande domestique est le résultat d'une croissance modeste de la consommation privée, de la stagnation de la consommation publique et du repli marqué de l'investissement.**

**La consommation des ménages a déçu par son absence d'accélération (+0,2% sur le trimestre).** Sa progression a été très modeste en France (+0,1%) et à peine plus rapide en Italie, en Espagne et aux Pays-Bas (+0,3%), tandis qu'elle a été négative en Allemagne (-0,4%).

*La consommation privée reste le premier moteur de la reprise inscrite dans notre scénario pour l'année 2024.*

**Le recul de l'investissement (-1,5% sur le trimestre) est à relativiser**, puisqu'il est principalement dû au repli de 41% de l'investissement en Irlande, notamment dans la composante investissement en propriété intellectuelle. Sans cet effet, l'investissement dans la zone euro aurait progressé de 0,4%, avec un

Zone euro : une moindre contribution des profits à l'inflation



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

■ Profits unitaires

■ Coûts salariaux unitaires

◆ Déflateur du PIB

redressement de toutes les autres composantes à l'exception des biens de transport.

*La prudence des consommateurs ne change pas notre « narration » sur la consommation privée*

Au premier trimestre, la reprise de la consommation des ménages s'est révélée inférieure à nos attentes. En dépit de la progression du pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages, l'arbitrage semble s'être encore fait en faveur de l'épargne. La **consommation privée** reste cependant le **premier moteur de la reprise inscrite dans notre scénario pour l'année 2024**. Si cette dynamique n'a pas encore été pleinement confirmée, aucun autre facteur n'est venu infirmer cette hypothèse : celle-ci continue de se fonder sur une moindre hausse à venir du taux d'épargne favorisée par une amélioration de la confiance des ménages. La poursuite du processus de désinflation va en effet continuer de garantir des gains de pouvoir d'achat et soutenir la confiance.

*Une inflation « cahoteuse »*

Ce processus s'annonce néanmoins irrégulier. **C'est surtout l'inertie de l'inflation dans les services qui justifie la persistance de l'inflation en 2024** avec des pressions retardées sur les coûts salariaux, liées au décalage dans le temps de la récupération des pertes passées de pouvoir d'achat *via* les négociations salariales. La longue durée des contrats ralentit au départ la progression des salaires négociés, mais l'accélère en fin de cycle inflationniste.

Cependant, malgré un rebond de la croissance du salaire négocié au premier trimestre 2024 (+4,7% sur un an, après +4,5%) dû notamment à des paiements ponctuels (primes) dans le secteur public allemand, tous les indicateurs anticipateurs des salaires pointent vers un ralentissement en 2024. Lorsque l'on examine son évolution sectorielle, l'indice du coût horaire de la main-d'œuvre (en accélération au premier trimestre 2024 à +4,3%, après 3,6%) est finalement plutôt rassurant. L'accélération est en effet particulièrement marquée dans le secteur de la construction alors que, dans les services, elle est cantonnée aux services financiers et scientifiques et techniques, ainsi qu'aux

administrations publiques. **La dynamique des coûts salariaux dans les services intensifs en contact qui avaient poussé l'inflation salariale à la hausse en fin de pandémie affiche donc plutôt un ralentissement.** L'affaiblissement du taux d'emplois vacants (2,8% au premier trimestre 2024, après le pic à 3,4% de la mi-2022), même s'il ne s'est pas traduit par une remontée du taux de chômage (en baisse en avril à 6,4%, après 6,5%), signale également que les tensions sur le marché du travail sont en voie d'apaisement et que leur contribution à l'accélération des salaires devrait s'estomper.

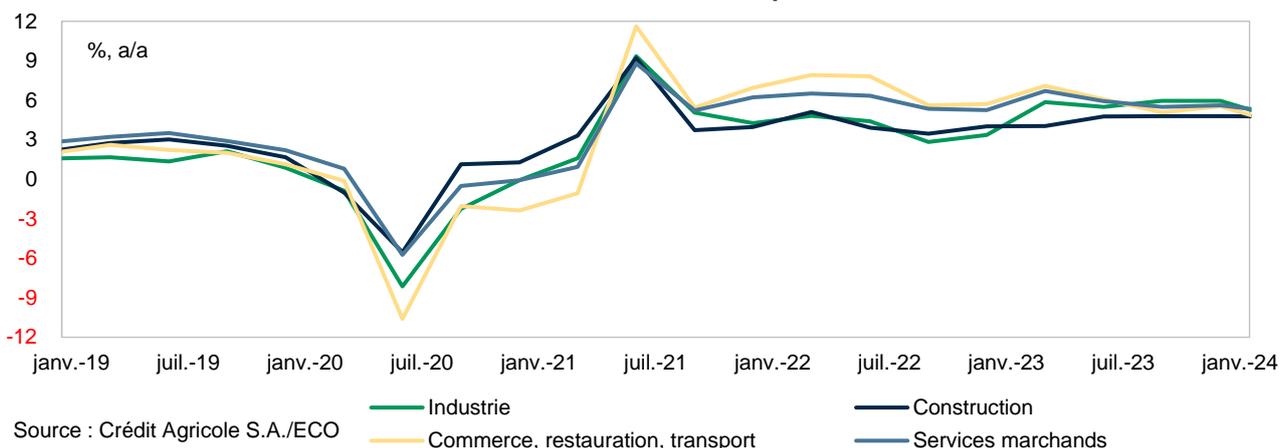
*La BCE regarde le chemin déjà accompli, tout en maintenant une orientation restrictive*

En dépit de la révision à la hausse de ses prévisions d'inflation en 2024 et 2025, **la BCE regarde le chemin déjà accompli dans le processus désinflationniste et la baisse des anticipations d'inflation.** Elle sait, en outre, que malgré la baisse des taux d'intérêt, l'orientation de sa politique monétaire demeure restrictive : cette orientation restrictive sera maintenue sur l'année 2024. La BCE compte encore sur la modération de la croissance de la demande domestique pour éviter que les entreprises ne transmettent les hausses des coûts salariaux aux prix. Il faut empêcher, autant que possible, que les effets de troisième tour ne s'ajoutent aux effets de second tour encore présents (ajustement retardé des salaires).

	2024	2025
 Moyenne annuelle		
<b>PIB</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,5%</b>
<b>Inflation</b>	<b>2,4%</b>	<b>1,8%</b>

**Les taux sur les nouveaux prêts restent inchangés ainsi que les conditions d'octroi des crédits.** Malgré une enquête BLS (*Bank lending survey*) signalant une demande de prêts moins négative, l'expansion du crédit au secteur privé est encore très modeste. Si l'amélioration des enquêtes sur l'activité et la confiance

Zone euro : croissance du salaire par tête



des ménages renforcent les perspectives de demande et peuvent constituer un risque haussier pour l'inflation, des facteurs d'offre tels que la croissance de la population active et la reprise anticipée du cycle de productivité pourront, selon la BCE, modérer la hausse des coûts salariaux unitaires et la dynamique des prix.

**La contribution de la hausse des profits à l'inflation est désormais passée, la désinflation ne permettant plus la transmission de la remontée des coûts**

## ROYAUME-UNI : AMBITIONS DE CROISSANCE VERSUS DÉFIS BUDGÉTAIRES

Les sondages sont unanimes et suggèrent tous une victoire écrasante du Parti travailliste à l'occasion des élections générales du 4 juillet : le Labour obtiendrait une majorité significative à Westminster, de plus de 300 sièges selon certaines projections. La victoire du Parti travailliste pourrait être plus large que celle de Tony Blair en 1997 (419 sièges) et parmi les plus significatives dans l'histoire parlementaire britannique moderne. Les Conservateurs s'apprentent à subir une défaite historique et pourraient passer sous la barre des 100 sièges.

*Quel que soit le parti vainqueur de l'élection, la politique budgétaire devra rester restrictive.*

La question de la contrainte budgétaire a été au cœur des débats de la campagne électorale. La situation des finances publiques britanniques s'est considérablement détériorée au cours des années récentes en raison de l'augmentation des dépenses liées au Covid, du ralentissement de la croissance, de l'augmentation de la charge de la dette publique (composée en grande partie d'obligations indexées sur l'inflation), ainsi que de la faiblesse persistante de la croissance de la productivité. **Le déficit et la dette publics ont atteint respectivement 5,9% et 101,3% du PIB en 2023** (selon les définitions de Maastricht). Quel que soit le parti vainqueur de l'élection, la politique budgétaire devra rester restrictive : il faudra

**salariaux sur les prix.** Cette compression des marges devrait s'alléger au fur et à mesure du ralentissement des salaires et de la reprise cyclique de la productivité. Celle-ci restera néanmoins modeste, modérée par une plus forte rétention de l'emploi que par le passé. Le taux de chômage se stabiliserait à 6,6% en 2024 pour reprendre sa baisse à 6,5% en 2025.

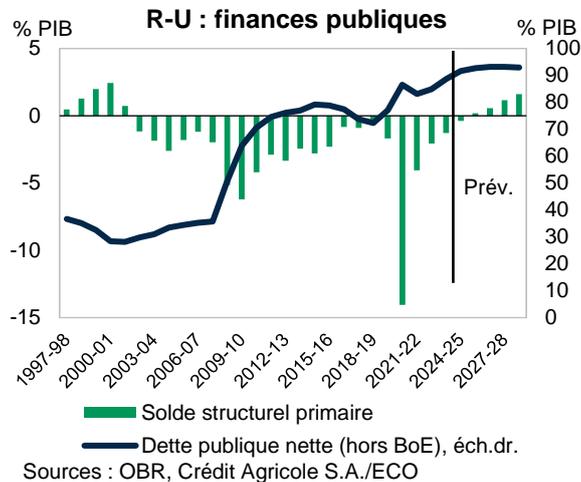
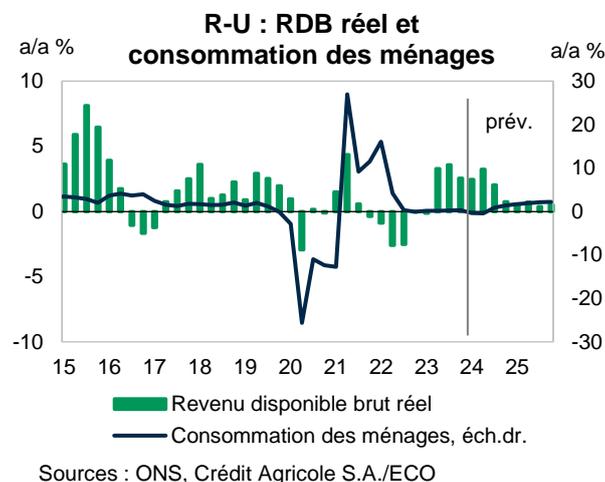
Paola MONPERRUS-VERONI

dégager des excédents primaires afin de stabiliser le ratio d'endettement et tout assouplissement budgétaire éventuel ne pourra être que d'une ampleur limitée.

**Le Parti travailliste s'engage à respecter la règle budgétaire actuelle selon laquelle le ratio d'endettement public doit être sur une trajectoire descendante dans cinq ans** (cette règle est respectée actuellement, avec une marge de seulement 9 milliards de livres sterling, selon les prévisions de l'OBR<sup>2</sup> publiées en mars). Trois options s'offrent au prochain gouvernement :

- ✓ procéder à des coupes significatives dans les services publics « non protégés » (tels que les transports, la justice et le ministère de l'Intérieur) ;
- ✓ augmenter les impôts et les taxes ;
- ✓ ou emprunter davantage, au risque d'enfreindre la règle budgétaire.

Le Labour n'a pas donné d'indications précises sur l'approche budgétaire qu'il comptait mettre en œuvre, à part le fait qu'il souhaitait emprunter uniquement pour financer des investissements supplémentaires et qu'il excluait toute augmentation des principaux impôts (impôt sur le revenu, cotisations sociales<sup>3</sup>, TVA et impôt sur les sociétés). En effet, les hausses d'impôts supplémentaires qu'il a annoncées dans son program-



<sup>2</sup> Office for Budget Responsibility, le gendarme budgétaire britannique, équivalent du Haut Conseil des Finances Publiques en France

<sup>3</sup> National Insurance Contributions

me électoral sont modestes (8,6 milliards de livres sterling par an) et ne concernent pas la majorité de la population.

**Le programme électoral du Parti travailliste met l'accent sur les efforts de relance de l'activité économique** : il vise la plus forte croissance du G7 au cours de la prochaine législature. Son plan économique est en effet ambitieux en termes de réformes (dans l'éducation, la santé, le système de planification, la réglementation du marché du travail, l'investissement dans la transition verte, la stratégie industrielle). Cependant, ses promesses en termes de dépenses et d'impôts supplémentaires paraissent modestes au regard de ses ambitions en termes de croissance, ce qui peut s'apparenter à une reconnaissance tacite du manque de marges de manœuvres budgétaires. Les dépenses supplémentaires prévues dans les services publics se concentrent sur l'éducation et la santé (4,8 milliards de livres sterling par an). L'engagement le plus important, le *Green Prosperity Plan* (plan de prospérité écologique), ne dépasse pas 5 milliards de livres sterling par an. Il sera financé par emprunt et par « une taxe exceptionnelle sur les géants du pétrole et du gaz ». Il s'agirait d'une augmentation significative de l'investissement « vert », mais qui se ferait au détriment des investissements dans d'autres domaines. Au total, l'investissement net du secteur public devrait continuer de baisser en pourcentage du PIB au cours des cinq prochaines années.

**La possibilité d'une quelconque relance budgétaire étant contrainte par les finances publiques, notre scénario central n'a pas fondamentalement changé depuis le trimestre dernier** : l'économie britannique repose désormais sur de meilleures bases, notamment parce que le pire de la crise du coût de la vie semble largement derrière nous, que les taux se sont stabilisés et que la Banque d'Angleterre (BoE) devrait commencer à assouplir sa politique monétaire cet été. La récession qu'a connue l'économie britannique au second semestre 2023 a été de courte durée et relativement légère, puisque le PIB réel n'a baissé que de 0,4% entre son point haut (fin du deuxième trimestre 2023) et son point bas (fin du quatrième trimestre 2023). Cette période de récession a été suivie d'un rebond plus fort que prévu au premier trimestre 2024 : 0,6% (contre 0,3% prévu), un rebond principalement lié au commerce extérieur net, les importations ayant baissé davantage que les exportations, tandis que la demande intérieure n'a que très légèrement progressé. La consommation des ménages n'a en effet augmenté que de 0,2% sur le trimestre et reste inférieure de 1,9% à ses niveaux pré-Covid. L'évolution de l'investissement a surpris favorablement : l'investissement des entreprises a augmenté pour le deuxième trimestre de suite, tandis que l'investissement immobilier est reparti à la hausse

après cinq trimestres consécutifs de baisse. La reprise des investissements devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres, la BoE commençant à baisser ses taux probablement en août. La croissance plus forte que prévu du premier trimestre 2024 nous amène à réviser notre prévision de croissance annuelle à la hausse pour 2024, à 0,8% contre 0,5% précédemment (après +0,1% en 2023), tout en laissant notre prévision inchangée à 1,4% pour 2025.

**La consommation des ménages, puis l'investissement, devraient être les principaux moteurs de la croissance, tandis que le commerce extérieur aura probablement une contribution négative.** La confiance des consommateurs a suivi une tendance haussière pendant la majeure partie de l'année dernière grâce au redressement des revenus réels, lui-même lié à une forte croissance des salaires et à une baisse de l'inflation. En avril, l'indice GfK des anticipations des ménages sur leur situation financière pour les douze prochains mois a retrouvé sa moyenne historique. La croissance du revenu réel devrait dépasser 3% pour l'ensemble de l'année 2024, grâce à la diminution de l'impact des chocs extérieurs passés et aux baisses successives des cotisations sociales. **Le taux d'épargne est relativement élevé** (10,5% au quatrième trimestre 2023, contre 6,0% au quatrième trimestre 2019). Il baissera probablement avec la reprise de la consommation, mais devrait rester anormalement élevé, les ménages maintenant une épargne de précaution importante contre le risque de chômage futur.

 Moyenne annuelle	2024	2025
<b>PIB</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,4%</b>
<b>Inflation</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,0%</b>

**Le taux de chômage a augmenté plus que prévu récemment** (de 0,5 point de pourcentage sur un an, à 4,4% en avril) : la demande de main-d'œuvre s'est affaiblie, alors que le taux d'inactivité a encore augmenté (il a atteint 37,4% de la population âgée de seize ans et plus, en hausse de 0,8 point de pourcentage sur l'année et à son plus haut niveau depuis vingt-cinq ans). Améliorer l'offre sur le marché du travail, en s'attaquant notamment aux problèmes de santé des personnes inactives, est l'un des défis majeurs que devra relever le prochain gouvernement. Le Parti travailliste veut mettre en place une réforme ambitieuse de la réglementation du marché du travail, mais les mesures envisagées n'auront probablement pas d'effet immédiat.

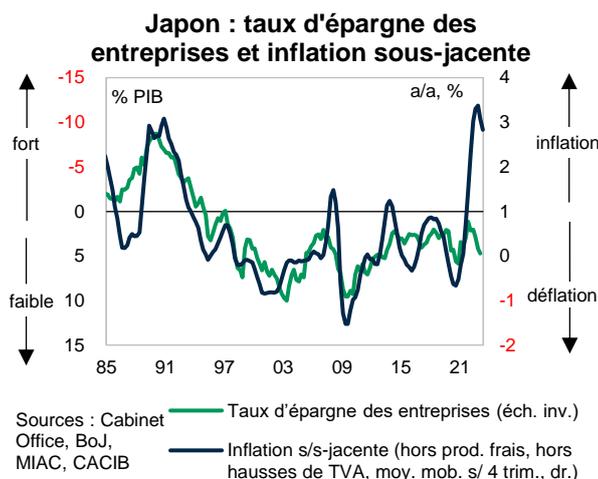
**Slavena NAZAROVA**

## JAPON : SORTIE COMPLÈTE DE LA DÉFLATION APRÈS LA PROCHAINE REPRISE CYCLIQUE MONDIALE

*La croissance du PIB réel devrait redevenir positive au troisième trimestre 2024*

Avec une baisse de 1,2% en glissement annuel, le PIB réel a baissé au premier trimestre 2024 pour le deuxième trimestre de suite. Même en supposant que la croissance redevenue positive au deuxième trimestre par rapport au premier avec la reprise de la production automobile, la croissance restera probablement négative en glissement annuel pour le troisième trimestre consécutif.

Un tel recul du PIB réel signale généralement une dégradation des conditions économiques. Or, le gouvernement et la **Bank of Japan (BoJ)** estiment que le redressement de l'économie japonaise se poursuit, tout en indiquant que certains indicateurs économiques donnent des signes de faiblesse : ils **conserveront probablement une approche prudente jusqu'à ce que la croissance économique du Japon redevenue positive, au troisième trimestre 2024**. Il est cependant assez probable que lors de la publication des chiffres du PIB du troisième trimestre (en novembre prochain), l'économie mondiale envoie des signes plus nets de ralentissement.



La fin des taux directeurs négatifs, alors même que la demande intérieure reste faible, pèsera sur le cycle du crédit japonais. L'augmentation des salaires devrait permettre aux ménages de compenser la baisse de l'épargne observée précédemment, ce qui limitera la reprise de la consommation. L'appréciation du yen pèsera probablement sur les bénéfices des entreprises. Combiné à la faiblesse de la demande extérieure, tout cela devrait conduire à une **croissance réelle négative en 2024**.

En revanche, en 2025, la croissance devrait être proche de son niveau potentiel, environ 0,7%. Les dépenses d'investissement des entreprises augmenteront probablement, lorsque l'économie mondiale entrera dans la prochaine phase de reprise cyclique et que le PIB nominal accélérera.

*L'inflation va passer sous l'objectif de 2% au second semestre 2024*

Les principales mesures de l'inflation ont largement dépassé l'objectif de 2% fixé par la BoJ, mais les pressions haussières sur les prix s'expliquent principalement par des facteurs temporaires et ne sont pas liées à une forte reprise de la demande intérieure. Le gouvernement et la BoJ estiment, d'une part, que l'économie japonaise n'a toujours pas atteint l'objectif d'inflation de 2% de manière stable et durable et, d'autre part, que de nouveaux changements sont nécessaires pour infléchir les tendances déflationnistes sous-jacentes.

*En 2025, la croissance devrait être proche de son niveau potentiel, environ 0,7%.*

La principale cause de la déflation au Japon reste l'**excès d'épargne des entreprises**. Après l'effondrement de la bulle économique japonaise, le taux d'épargne des entreprises est devenu positif, une situation qui depuis lors pèse très fortement sur la demande agrégée et, en retour, renforce les pressions déflationnistes structurelles. L'augmentation des dépenses d'investissement et le resserrement du marché du travail devraient atténuer l'excès d'épargne des entreprises et soutenir à terme des pressions inflationnistes : le processus sera long.

	2024	2025
Moyenne annuelle		
PIB	-0,1%	0,6%
Inflation (hors produits frais & énergie)	2,0%	0,9%

L'inflation sous-jacente (hors produits frais et énergie) devrait commencer à décélérer au premier semestre 2024, lorsque le pic des pressions haussières liées à la hausse des prix à l'importation et à la montée des coûts sera passé : elle devrait passer sous la cible de 2% de la BoJ au second semestre 2024. Elle devrait ensuite retomber autour de 1% en 2025, puis ré-accélerer sous l'effet de la reprise de l'économie mondiale et du renforcement de la demande intérieure. La hausse des salaires devrait stimuler la demande intérieure et conduire le taux d'épargne des entreprises en territoire négatif, éliminant ainsi les pressions déflationnistes et renforçant les pressions inflationnistes.

**Takuji AIDA – Ken MATSUMOTO**



# PAYS ÉMERGENTS

## Les dividendes de la désinflation

Panorama – Les dividendes de la désinflation

Chine – Une économie administrée face au cycle

Brésil – Croissance résistante (inflation également)

Inde – Surprise politique, continuité économique

## Les dividendes de la désinflation

La poursuite de la désinflation, même si elle tend à ralentir, devrait permettre de nouvelles baisses de taux directeurs dans la sphère émergente, soutenir la demande intérieure et consolider la surperformance des économies émergentes par rapport aux économies développées en termes de croissance. Les principaux risques restent liés à la politique de la Fed et aux incertitudes politiques et géopolitiques.

### Des perspectives de croissance encourageantes

Les perspectives macro-économiques pour les pays émergents restent raisonnablement positives. La désinflation reste bien l'un des principaux facteurs d'amélioration. L'inflation dans les pays émergents a, en effet, continué de reculer récemment : hors Chine, Russie et Turquie (qui présentent des particularités), elle est passée de 4,4% en glissement annuel en décembre 2023 à 3,8% en mai 2024. Le pic avait été atteint en septembre 2022, à 7,7%. D'un point de vue régional, c'est en Amérique latine et en Europe centrale que la désinflation la plus puissante a été observée : l'inflation y avait bondi plus fortement auparavant, laissant plus de place à une normalisation.

La désinflation a permis à la plupart des banques centrales émergentes de poursuivre la baisse de leurs taux directeurs. Des baisses de taux directeurs sont intervenues en Amérique latine et dans la région EMEA (Europe – Moyen-Orient – Afrique), bien plus qu'en Asie, pour les raisons mentionnées ci-dessus. De plus, après une phase initiale d'assouplissement, certaines banques centrales sont devenues plus réticentes à baisser leurs taux en raison de la résistance à la baisse de l'inflation. Ainsi, le Mexique n'a baissé ses taux qu'une seule fois et le Brésil est récemment devenu moins accommodant. En Europe centrale, la Pologne a baissé ses taux en 2023, mais pas en 2024, et la Roumanie ne les a pas baissés du tout. Quelques banques centrales ont même relevé leurs taux, certaines modestement (Indonésie, Taïwan), d'autres de façon plus spectaculaire (Turquie, Égypte).

### Poursuite de l'assouplissement monétaire

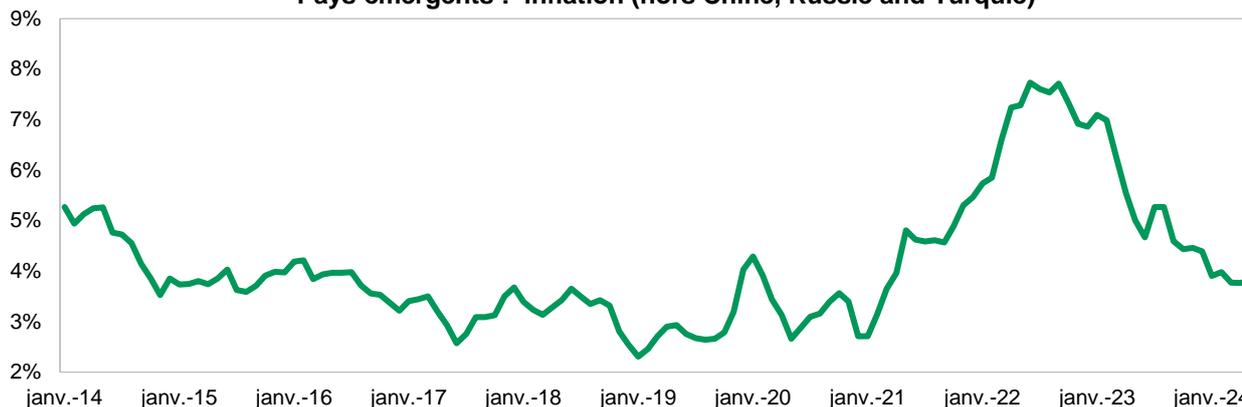
Notre scénario table sur une poursuite de l'assouplissement des conditions monétaires au second semestre. Même si la prochaine phase de désinflation est moins manifeste, plus lente, les taux d'intérêt réels ont augmenté en moyenne dans la sphère émergente, la baisse de l'inflation ayant été plus rapide que l'assouplissement monétaire. Par conséquent, nous envisageons de nouvelles baisses des taux directeurs pour le reste de l'année dans les trois-quarts des pays que nous couvrons. D'ici la fin de l'année, nous prévoyons une baisse moyenne de 171 points de base dans les pays de la région EMEA, de 131 points de base en Amérique latine et de 36 points de base en Asie (moyennes arithmétiques).

*Nous prévoyons une très légère augmentation de la croissance des pays émergents, avec un rééquilibrage : une contribution plus forte de la demande intérieure mais plus faible du commerce extérieur.*

Cela devrait soutenir le pouvoir d'achat des ménages ainsi que l'investissement : le second semestre devrait donc voir un certain rééquilibrage de la croissance en faveur de la demande intérieure.

La situation devrait être différente pour le commerce extérieur. En résumé, au cours des deux dernières années, soit après la reprise *post-Covid*, les exportations agrégées des pays émergents n'ont pas progressé et une amélioration semble peu probable dans les mois qui viennent. Tout d'abord, nous attendons un recul du PIB américain au quatrième trimestre 2024 et au premier trimestre 2025, ce qui

Pays émergents : inflation (hors Chine, Russie and Turquie)



Sources : Eikon Datastream, Crédit Agricole CIB

devrait limiter les exportations des pays émergents. Ensuite, les inquiétudes protectionnistes s'accumulent et pèsent sur les perspectives du commerce mondial. Les mesures annoncées récemment, telles que les nouveaux droits de douane de l'UE sur les véhicules électriques chinois, ont les mêmes effets. Enfin, la position protectionniste des États-Unis pourrait s'accroître avant et après l'élection présidentielle américaine. Les États-Unis et l'UE pourraient exercer une surveillance accrue sur les pays tiers qui sont parfois utilisés pour contourner les droits de douane et les barrières imposées aux exportations chinoises.

**La croissance chinoise devrait résister.** Elle devrait être légèrement inférieure à celle de l'année dernière, mais nous l'avons révisée en hausse par rapport à nos prévisions d'il y a trois mois (à 4,7%, cf. [article Chine](#)).

**Renforcement de la demande intérieure**

En conclusion, **notre scénario table sur une très légère progression de la croissance des pays émergents, de 4,0% en 2023 à 4,1% en 2024**, avec une contribution plus forte de la demande intérieure et plus faible des exportations. Compte tenu du scénario de croissance des économies développées, la surperformance de la croissance des pays émergents par rapport aux pays développés devrait augmenter : à près de 3,0 points de pourcentage en 2024, elle se situerait dans le haut de la fourchette des chiffres observés pendant la période pré-Covid, entre 2014 et 2019.

**Les élections américaines restent le grand sujet pour les pays émergents.** Leur impact sur la question du protectionnisme ne doit cependant pas être surestimé : le consensus relativement large qui existe au sein de la classe politique américaine au sujet de la Chine suggère que les tensions entre les États-Unis et la Chine resteront fortes, quel que soit le prochain président. Le résultat de l'élection américaine pourrait *a contrario* avoir un impact plus important sur les incertitudes géopolitiques en Europe : une victoire de Donald Trump pourrait se traduire par un soutien moindre à l'Ukraine, une montée des incertitudes et de

l'aversion au risque, ce qui réduirait les marges de manœuvre politiques de l'Europe émergente.

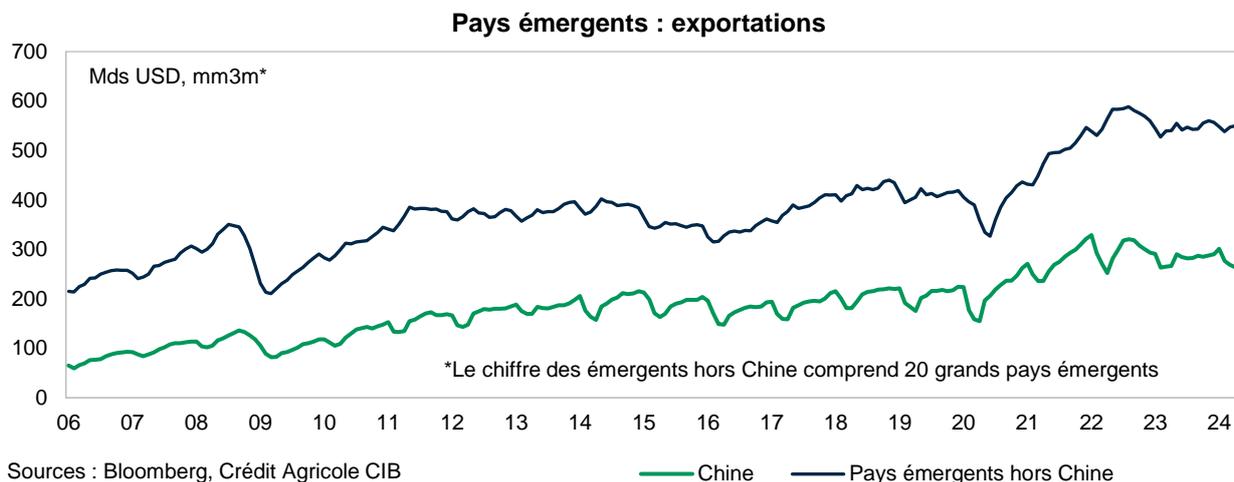
**La politique locale est importante**

La politique intérieure des pays émergents est également importante. **Le deuxième trimestre a été plutôt chargé en élections, avec des résultats contrastés en Inde, au Mexique et en Afrique du Sud.** En Inde, la coalition de Narendra Modi conserve la majorité, mais une majorité plus étroite. La dépendance accrue du parti au pouvoir (le BJP) à l'égard de ses alliés laisse entrevoir de moindres marges de manœuvre pour mener à bien des réformes économiques difficiles, ce qui compromet quelque peu les perspectives de croissance à long terme. Cela pourrait également se traduire par un risque légèrement plus élevé sur le plan budgétaire, le gouvernement pouvant être tenté d'augmenter les dépenses pour s'assurer le soutien de ses alliés.

Au Mexique, Claudia Sheinbaum a remporté une victoire plus large que prévu. Cela pourrait déboucher sur des réformes institutionnelles et une augmentation des dépenses budgétaires, ce qui serait de nature à nuire à la perception du pays et du peso mexicain sur les marchés.

En revanche, en Afrique du Sud, la nouvelle coalition *post-électorale* ouvre la porte à des réformes favorables au marché. De telles réformes, si elles sont effectivement mises en œuvre, pourraient contribuer à améliorer la croissance potentielle.

Moyenne annuelle	2024	2025
PIB	4,1%	3,9%
Inflation	5,6%	3,8%



*Les principaux risques autour de ce scénario encourageant*

Deux risques principaux pèsent sur notre scénario. Tout d'abord, **il est possible que les taux américains restent « plus élevés, encore plus longtemps »**. Les perspectives de croissance des économies émergentes sont actuellement soutenues par la perspective d'une baisse des taux directeurs américains. Si l'inflation américaine ne refluit pas comme prévu, conduisant la Fed à adopter une attitude encore moins accommodante, certains pays émergents verraient leurs marges de manœuvre politique réduites et certaines devises pourraient se retrouver sous pression.

Deuxièmement, **de nombreux risques géopolitiques se présentent** : hormis les frictions sino-américaines et les tensions au Moyen-Orient, un des risques les plus critiques reste lié à la guerre en Ukraine et aux tensions entre la Russie et l'Europe. Ce risque serait probablement aggravé si Trump devenait le prochain président des États-Unis, car cela exercerait une pression sur les capacités militaires européennes. Ces deux risques pourraient creuser le fossé entre l'Occident et les pays du Sud, fossé susceptible de générer des tensions et des boucles de rétroaction négatives sur le commerce, les institutions internationales et de conduire à des pressions financières.

Sébastien BARBÉ

**CHINE : UNE ECONOMIE ADMINISTRÉE FACE AU CYCLE**

**Après des mois de tergiversations et alors que les indicateurs immobiliers continuent de se dégrader, les autorités chinoises ont dévoilé un nouveau plan de soutien au secteur.** Ce dernier s'appuie notamment sur l'achat par les entreprises publiques ou les municipalités de logements vacants ou en construction, afin de les transformer en habitat social. Un peu plus de 40 milliards de dollars seront investis. Une goutte d'eau par rapport au montant des stocks d'appartements à vendre, estimé à 30 000 milliards de yuans et plus de 750 millions de m². Les autorités espèrent créer un choc de confiance qui stabiliserait le marché et, surtout, freinerait la dynamique de baisse des prix dans laquelle la Chine s'est dangereusement engagée.

*L'immobilier, clé du scénario chinois*

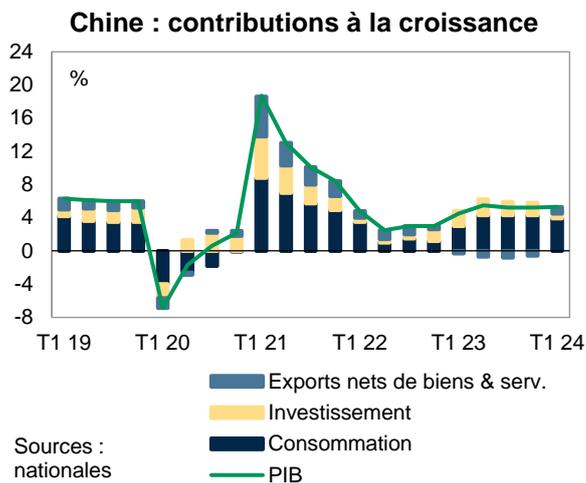
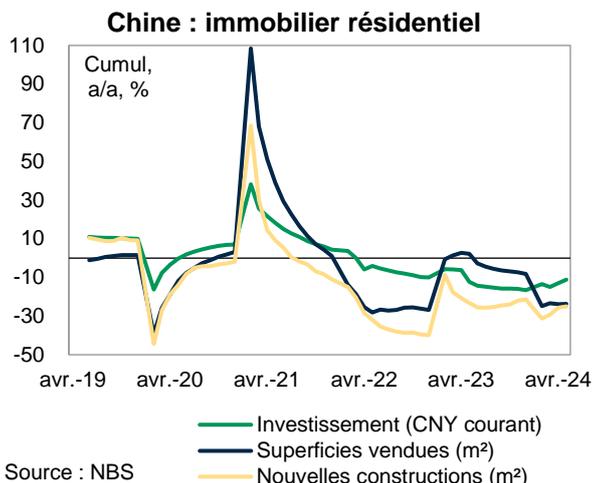
**La crise traversée par le secteur immobilier est la clé d'entrée dans le scénario chinois.** C'est elle qui explique la bascule de l'investissement – public comme privé – de la construction vers le manufacturier, la pression exercée sur le secteur industriel pour qu'il produise de la croissance, la dépendance accrue de la Chine envers son appareil exportateur et les tensions

engendrées au niveau mondial autour des surcapacités chinoises.

**Elle alimente également la spirale désinflationniste, voire déflationniste, dans laquelle la Chine est plongée depuis plus d'un an,** par le canal des prix de l'immobilier bien sûr, mais aussi par celui de la confiance des ménages, qui continuent d'arbitrer en faveur d'une épargne de précaution plutôt que de la consommation. Même si cette dernière a progressé dans le secteur des services, notamment grâce aux dépenses liées au tourisme domestique, activement promu, le rythme des ventes de biens, durables ou non, reste inférieur à celui de la croissance, posant la question de sa soutenabilité, alors que les autorités répètent leur souhait de rééquilibrer leur modèle entre consommation et investissement.

*Quelle croissance, quels risques ?*

**Fin mai, le FMI relevait ses prévisions de croissance pour 2024, la fixant à 5%, soit la cible officielle, grâce à un premier trimestre plus vigoureux que prévu. Notre projection reste plus conservatrice** (croissance de 4,7% en 2024, 4,2% en



2025) en raison des nombreuses incertitudes pesant sur le scénario. À court terme, les principaux risques sont liés à la montée des mesures protectionnistes côté américain, mais surtout européen. Essentiellement politique, la hausse des droits de douane annoncée par Joe Biden sur les produits emblématiques exportés par la Chine (panneaux solaires, batteries, véhicules électriques) aura peu de conséquences économiques. Celle que vient d'annoncer l'Union européenne sur les véhicules électriques est déjà bien plus douloureuse. L'UE comptait pour 40% des exportations chinoises de véhicules électriques chinois en 2023.

*La question du soutien budgétaire à l'économie et de sa répartition demeure cruciale, alors que les autorités continuent de privilégier une relance par l'offre.*

Enfin, une victoire de Trump ouvrirait la voie à de nouvelles hausses sur l'ensemble des importations chinoises qui seraient taxées à hauteur de 60%. Il pourrait également s'attaquer plus fermement aux

pratiques de contournement des droits de douane (via des pays tiers comme le Mexique ou le Vietnam). La réponse chinoise dans ce scénario est encore très incertaine, mais pénaliserait nécessairement son économie.

 Moyenne annuelle	2024	2025
PIB	4,7%	4,2%
Inflation	0,5%	1,4%

En interne, la question du soutien budgétaire à l'économie et de sa répartition demeure cruciale, alors que les autorités continuent de privilégier une relance par l'offre. Le troisième plénum, réunion du Parti dédiée aux questions économiques, se tiendra en juillet et devrait conduire à dévoiler de nouvelles mesures de soutien à l'immobilier, encore et toujours.

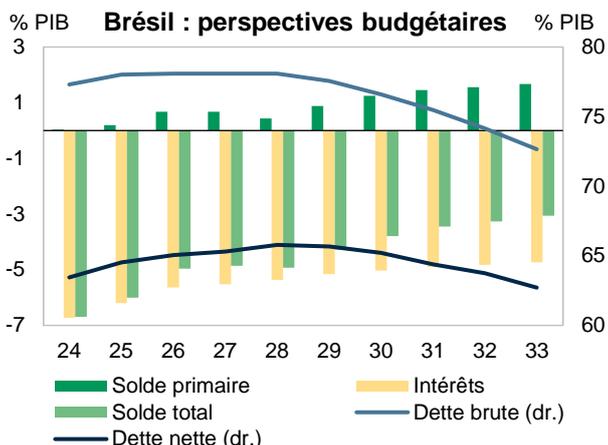
Sophie WIEVIORKA

### BRÉSIL : CROISSANCE RÉSISTANTE (INFLATION ÉGALEMENT)

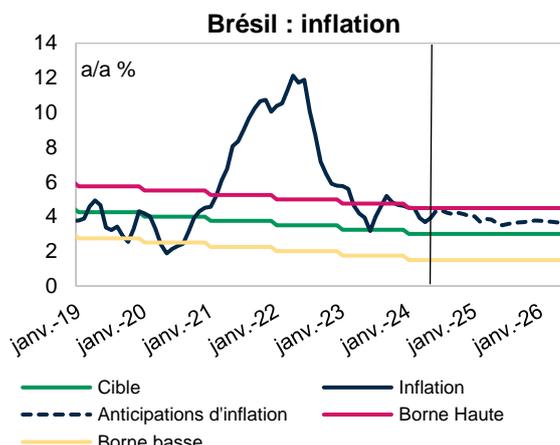
Après avoir stagné au second semestre 2023, la croissance (+0,8% sur le premier trimestre 2024, +2,5% sur un an) s'est nettement reprise grâce à la demande intérieure, elle-même portée par la bonne tenue du marché du travail, des transferts, la baisse de l'inflation et la reprise du crédit. Ce rebond, notamment celui de l'investissement productif, a suscité une hausse substantielle des importations, alors que les exportations ont presque stagné, tout comme les dépenses publiques. Cette reprise (justifiant un acquis de 1%) suggère qu'une croissance légèrement supérieure à 2% sur l'année est réalisable, malgré une contribution négative de la demande extérieure nette et l'impact négatif futur des fortes pluies qui ont durement touché l'État du *Rio Grande do Sul* (5,4% de la population, 6,5% du PIB national,

concentrés sur l'agriculture). La perte de croissance nationale pourrait être limitée à 0,4 point de pourcentage (pp), tandis que le coût budgétaire pourrait atteindre 15 milliards de reais (soit environ 0,5% du PIB, hors du plafond des dépenses budgétaires).

**Cet événement malheureux rappelle que des marges de manœuvre budgétaires pour absorber des chocs éventuels, qu'ils soient climatiques ou sociaux, sont indispensables.** À cet égard, même s'ils semblent indiquer que le pire de la détérioration est derrière nous, les derniers résultats budgétaires (solde primaire et dette publique) ont déçu et la trajectoire dette/PIB officiellement prévue paraît



Sources : officielles (Tesouro), Crédit Agricole S.A./ECO



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

ambitieuse<sup>4</sup>. La consolidation est lente : insuffisante, elle prive le Brésil d'un retour au statut d'*investment grade*, alors que les autres indicateurs sont encourageants (croissance, succès du ciblage de l'inflation, performance commerciale, investissements directs, liquidité extérieure).

*La consolidation est lente : insuffisante, elle prive le Brésil d'un retour au statut d'investissement grade, alors que les autres indicateurs sont encourageants.*

Après une nette tendance à la baisse, l'inflation s'est légèrement redressée très récemment (3,9% en mai, toujours dans la cible de [3% +/- 1,5 pp]) tout comme les anticipations. Selon la banque centrale (BCB), le récent désancrage des anticipations d'inflation s'explique par une détérioration du scénario externe, une « perception erronée » de l'engagement à atteindre l'objectif d'inflation et les récentes annonces budgétaires. La BCB dénonce le manque d'engagement en matière de réformes structurelles et de discipline budgétaire, l'augmentation de l'octroi de crédits affectés et les incertitudes concernant la stabilisation de la dette publique. Dans l'ensemble, cela aurait pu contribuer à la hausse du taux d'intérêt

neutre. En bref, les risques liés à l'inflation sont jugés asymétriques et orientés à la hausse.

	2024	2025
Moyenne annuelle		
PIB	2,0%	1,8%
Inflation	4,0%	3,5%

Bien plus que les *Fed Funds*, c'est donc le risque d'une inflation plus tenace (notamment dans les services) qui freine l'assouplissement monétaire de la BCB. Comme partout, le dernier kilomètre est le plus difficile à parcourir et un assouplissement jugé prématuré par les marchés doit être évité. Après avoir fortement abaissé son taux directeur (taux Selic de 13,75 % en juillet 2023 à 10,50%), la BCB devrait ainsi adopter une position prudente : notre scénario table sur un taux Selic stable à 10,50% jusqu'à la fin de l'année.

Catherine LEBOUGRE

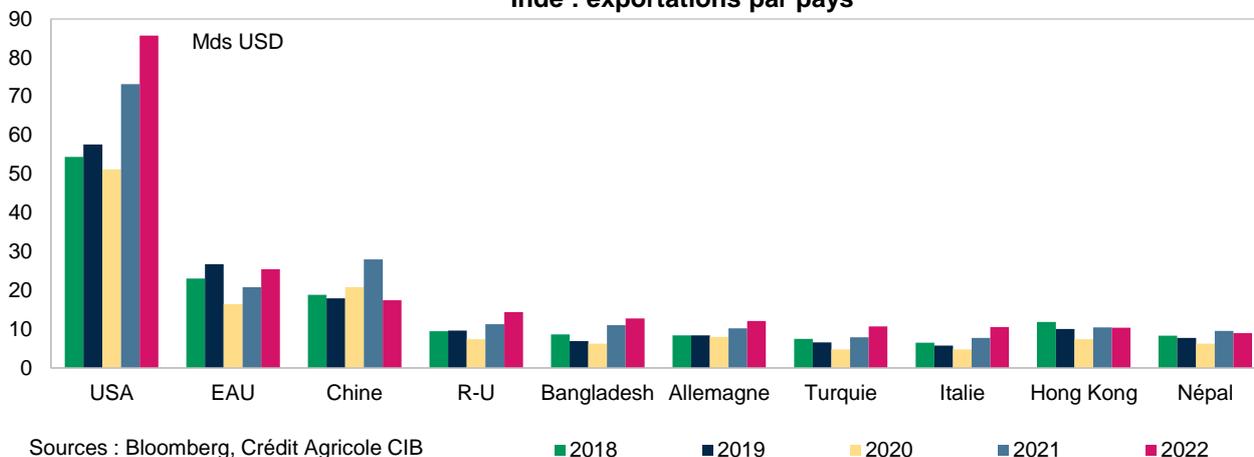
## INDE : SURPRISE POLITIQUE, CONTINUITÉ ÉCONOMIQUE

En Inde, la grande surprise du dernier trimestre a été l'incapacité du BJP, parti du Premier ministre sortant Narendra Modi, à obtenir une majorité au Parlement et la nécessité de s'appuyer sur les autres membres de la coalition NDA pour former le gouvernement. Même si ce résultat ralentit probablement le programme de réformes de Modi, en particulier les réformes relatives à la terre et au marché du travail, l'élection ne devrait pas avoir un effet négatif significatif sur les perspectives de croissance de l'Inde, de la roupie ou des obligations d'État indiennes. Modi

est toujours Premier ministre et fera avancer les réformes économiques, à un rythme plus lent.

Sur les trente membres du cabinet, vingt-cinq appartiennent au BJP de Modi et cinq à d'autres partis de la coalition NDA. Plus important encore, la ministre des Finances, Nirmala Sitharaman, a été reconduite dans ses fonctions. Elle est une gestionnaire budgétaire prudente, à l'origine de l'objectif du gouvernement de ramener le déficit budgétaire à 4,5% du PIB d'ici à l'année prochaine. Une croissance plus

Inde : exportations par pays



<sup>4</sup> Les hypothèses officielles sont un peu optimistes (croissance et taux Selic moyens à, respectivement, 2,5% et 6,6% sur 2025-2033). L'objectif de déficit primaire ne semble ainsi pas suffisant pour limiter la dette brute à 78,1% du PIB en 2026, puis la faire baisser (72,6% en 2033). Un excédent primaire de l'ordre de 1,5%

sur une base régulière serait plus convaincant. La situation budgétaire n'est cependant pas trop préoccupante : dette principalement intérieure, détenue par des investisseurs nationaux, allongement lent de la maturité moyenne, pas de risque de change.

forte que prévu a stimulé les recettes fiscales et, couplée au dividende record de 25 milliards de dollars de la RBI, fournira un amortisseur budgétaire suffisant pour permettre à Modi de poursuivre ses plans de dépenses existants et d'accorder quelques largesses aux zones rurales dans lesquelles le BJP a perdu du terrain lors des élections.

*Les perspectives de croissance de l'Inde ne dépendent pas d'une seule personne ou d'un seul parti*

Les perspectives de croissance à long terme de l'Inde dépassent le cadre d'une personne ou d'un parti. L'Inde dispose d'une population nombreuse et jeune qui lui permettra de bénéficier d'un plus grand « *friendshoring* ». Modi a jeté les bases de la réussite économique de l'Inde en investissant massivement dans les infrastructures, en réformant le système fiscal et en numérisant l'économie. **Nous prévoyons un ralentissement de la croissance à 7,3% en 2024, contre 7,7% en 2023**, soit une révision à la hausse, compte tenu d'une croissance plus forte que prévu fin 2023 et de la possibilité que le phénomène météorologique, *La Niña*, se développe plus tard dans l'année.

*L'élection ne devrait pas avoir un effet négatif significatif sur les perspectives de croissance de l'Inde, de la roupie ou des obligations d'État indiennes.*

Les plans de dépenses du gouvernement restent en place, mais les taux d'intérêt élevés, qui limitent à la fois la consommation et l'investissement sont là pour durer. Des organismes météorologiques internationaux prévoient un risque important d'un épisode *La Niña* au cours du second semestre 2024, qui apporterait des précipitations supérieures à la moyenne et stimulerait la production agricole et la consommation de l'Inde.

*La RBI maintient une politique restrictive pour l'instant*

Bien que l'inflation ait baissé à 4,7 % en glissement annuel, elle reste proche du niveau supérieur de la marge de tolérance de 2 à 6% de la Banque centrale (RBI) et à l'objectif explicite de son gouverneur, Shaktikanta Das. En outre, la forte croissance, la hausse des prix du pétrole et la faiblesse de la roupie

menacent d'accentuer à nouveau l'inflation. Selon le gouverneur Das, une mousson abondante (juin-septembre) et un recul de l'inflation des denrées alimentaires sont des conditions préalables à une baisse des taux. Il souhaite également maintenir la prime de taux d'intérêt de la roupie par rapport au dollar, afin d'éviter une nouvelle dépréciation, qui pourrait accentuer les pressions inflationnistes importées. **L'inflation globale indienne devrait ralentir à 4,5% en glissement annuel, contre 5,3% en 2023. Notre scénario diffère la date prévue pour la première baisse de taux de la RBI du troisième au quatrième trimestre.**

*La roupie toujours à la peine*

**Nous prévoyons une appréciation progressive de la roupie au premier semestre 2024 et une baisse du dollar par rapport à la roupie à 82,75 d'ici la fin de l'année.** La RBI continuera de lisser de manière agressive la monnaie, toujours pour empêcher un affaiblissement supplémentaire et une inflation importée. Cela signifie également que la Banque centrale profitera d'une roupie forte pour reconstituer ses réserves. Ce lissage maintiendra le dollar par rapport à la roupie dans une fourchette étroite et une faible volatilité.

 Moyenne annuelle	2024	2025
<b>PIB</b>	<b>7,3%</b>	<b>6,3%</b>
<b>Inflation</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,6%</b>

**L'économie indienne restera plus dynamique que celle de ses partenaires commerciaux, ce qui continuera de peser sur le solde courant du pays.** Les termes de l'échange de l'Inde s'améliorent toutefois, l'inflation mondiale des prix des denrées alimentaires dépassant celle de l'énergie. *La Niña* pourrait également stimuler les exportations agricoles de l'Inde. Nous prévoyons donc que le solde courant de l'Inde restera stable à -1,4% du PIB en 2024.

**David FORRESTER**



# SECTEURS D'ACTIVITÉ

Pétrole – L'évolution de la demande reste incertaine

Gaz – La reconstitution des stocks en Europe devrait être assurée cette année

## Pétrole – L'évolution de la demande reste incertaine

L'annonce d'une augmentation majeure de la production de l'OPEP+ en 2025 pourrait bien ne pas être suffisante pour réellement détendre le marché pétrolier, surtout si la production américaine ne retrouve pas le chemin de la croissance.

**Les cours du pétrole se sont maintenus dans une fourchette comprise entre 80 et 85 dollars par baril au cours de ce deuxième trimestre.** Globalement, au cours des trois derniers mois, le marché s'est en effet révélé relativement stable. La production de pétrole brut des États-Unis plafonne à environ 13 millions de barils par jour. Le nombre de forages n'a pas augmenté. Les États-Unis reconstituent progressivement leurs réserves stratégiques. La production de l'OPEP+ évolue également peu pour se maintenir autour de 41,5 millions de barils par jour. **La croissance de la demande reste soutenue par les pays non-membres de l'OCDE, mais à un rythme plus faible que durant les années précédentes.**

*L'OPEP+ s'engage notamment à mettre un terme aux coupes de 2 millions de barils par jour décidées l'année dernière sur la base du volontariat.*

**Cette récente relative stabilité des marchés pétroliers cache néanmoins d'importantes incertitudes sur leurs possibles évolutions à court et moyen termes.** Les estimations de la demande mondiale en pétrole de l'OPEP et de l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE) pour 2024 et 2025 diffèrent. Alors que l'OPEP table encore sur une augmentation moyenne annuelle de la demande à 2 millions de barils par jour durant 2024 et 2025, l'AIE se montre beaucoup plus prudente avec 1,1 million de barils par jour en moyenne par an au cours des deux prochaines années. Par ailleurs, début juin, l'OPEP+ a annoncé une augmentation de sa production de

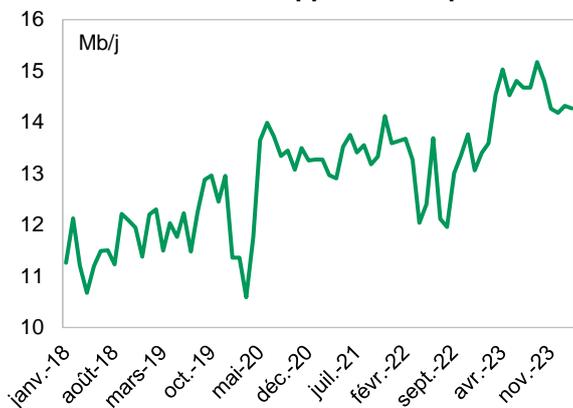
2,5 millions de barils par jour qui s'étalera entre septembre 2024 et fin 2025. L'OPEP+ s'engage notamment à mettre un terme aux coupes de 2 millions de barils par jour décidées l'année dernière sur la base du volontariat. L'annonce d'une telle augmentation fait craindre un excès d'offre et une baisse des prix du pétrole. Cependant, par rapport à la production de pétrole de l'OPEP+ du premier trimestre 2024, cette augmentation de la production de l'OPEP+ n'est que de 1,3 million de barils par jour. La production actuelle de l'OPEP+ intègre ainsi déjà près de la moitié de l'augmentation annoncée.

	Prix moyen du pétrole par baril
2024	85 \$
2025	88 \$

Par conséquent, **les objectifs de production de l'OPEP+ définis lors de la dernière réunion interministérielle pour fin 2025, risquent de ne pas être suffisants pour absorber une augmentation de la demande d'au moins 2 millions de barils par jour sur 2024 et 2025.** Notre scénario de prix reste donc inchangé par rapport au trimestre dernier. Il suppose que l'OPEP+, sous l'impulsion de l'Arabie saoudite, continuera d'adapter sa production.

Stéphane FERDRIN

Chine : demande apparente en pétrole



Source : Crédit Agricole S.A./ ECO

USA : production de pétrole brut après impact SPR



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

# Gaz – La reconstitution des stocks en Europe devrait être assurée cette année

Malgré l'optimisme quant à la reconstitution des stocks de gaz naturel en Europe, la fin annoncée des derniers flux de gaz russe à partir de 2025 fait craindre de possibles tensions sur les marchés.

Les prix du gaz naturel ont certes augmenté en mai et en juin par rapport aux mois de février et mars (+2,20 euros par mégawattheure (MWh), soit +21%, en Europe), mais restent proches de ceux du printemps 2023. La persistance de prix du gaz relativement modérés est principalement due à une consommation de gaz naturel en Europe toujours inférieure à celle d'avant-crise et à des importations de GNL supérieures à 9 milliards de m<sup>3</sup> par mois. Ces dynamiques permettent aux stocks de gaz naturel de finir l'hiver à un niveau élevé comme l'année dernière. Les besoins d'injection de gaz dans les stocks seront donc similaires à ceux du printemps et de l'été 2023. En supposant que l'Asie ne connaisse pas de vague de chaleur exceptionnelle cet été, les tensions sur le marché du GNL devraient être limitées sur les prochains mois. En maintenant les importations de GNL entre 9 et 10 milliards de m<sup>3</sup>, les stocks de gaz devraient être reconstitués pour l'hiver prochain.

*En supposant que l'Asie ne connaisse pas de vague de chaleur exceptionnelle cet été, les tensions sur le marché du GNL devraient être limitées sur les prochains mois.*

Cependant, cet équilibre des marchés de gaz naturel en Europe reste toujours fragile. Cette dernière est désormais fortement dépendante de la Norvège et des États-Unis pour son approvisionnement en gaz naturel. Les gazoducs reliant la Norvège et l'Europe ont connu plusieurs incidents techniques qui ont interrompu les livraisons de gaz. Jusqu'à présent, ces interruptions ont eu peu d'effet

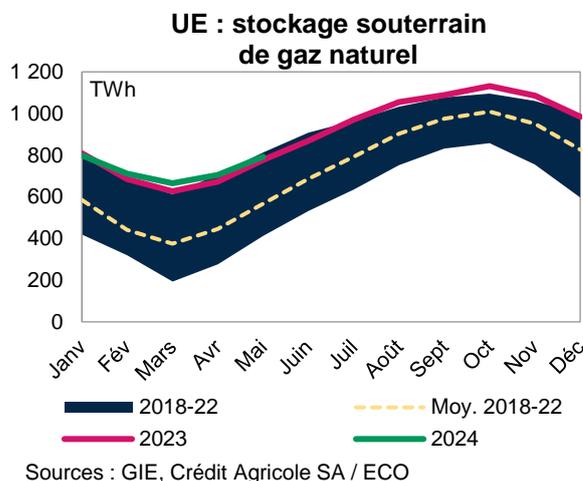
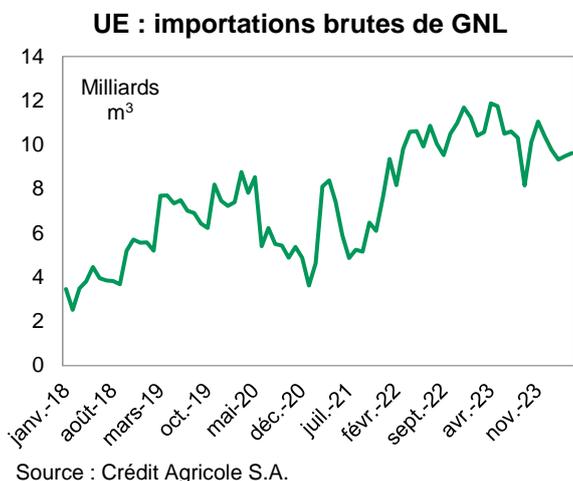
sur la sécurité d'approvisionnement en gaz naturel de l'Europe. Cependant, elles soulèvent les risques d'une nouvelle augmentation des prix du gaz naturel, en cas d'interruption prolongée des livraisons de gaz norvégien pendant l'hiver.

L'arrêt des derniers flux en provenance de Russie par gazoduc à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2025 pourrait, en outre, tendre le marché du gaz naturel début 2025. Le remplacement du gaz russe pour certains pays d'Europe centrale pourrait être particulièrement problématique. De nouvelles routes d'acheminement de gaz russe via la Turquie ou de gaz liquéfié à partir des terminaux de GNL européens devront être rapidement développées. Les retards annoncés par certains terminaux de liquéfaction américains pourraient compliquer le remplacement des 13 milliards de m<sup>3</sup> de gaz russe qui transitent encore par l'Ukraine.

Importations de GNL de l'UE	
T1 2024	28,6 milliards de m <sup>3</sup>

Faute de nouvelles sources de gaz naturel en volume suffisant début 2025, l'Europe n'aura alors pas d'autres choix que de payer à nouveau une prime afin d'attirer de nouveau les volumes de GNL (environ 11 milliards de m<sup>3</sup>) qui ont retrouvé les ports asiatiques.

Stéphane FERDRIN





# MARCHÉS

Politique monétaire – Vivement que soit levée l’hypothèque américaine

Taux d’intérêt – Des pressions haussières modérées

Taux de change – Au rythme, notamment, des tempos monétaires

# Politique monétaire – Vivement que soit levée l’hypothèque américaine

Notre scénario n’a jamais supposé une baisse précoce et massive des taux directeurs américains : au « pivot », il a de longue date privilégié le « plateau ». Plateau qu’il s’agit désormais de prolonger encore pour retenir un assouplissement plus tardif. Ce *statu quo* américain n’a néanmoins pas empêché la BCE d’entamer son assouplissement monétaire qui se poursuivra, sauf en cas de pressions fortement baissières sur l’euro.

## RÉSERVE FÉDÉRALE : TOUJOURS EN PAUSE

La Fed observe un *statu quo* depuis juillet 2023. Nous avons récemment légèrement repoussé, de juillet à septembre, la date à laquelle nous attendons la première baisse des taux directeurs. La Fed devrait laisser ensuite ses taux inchangés en novembre, puis les baisser à nouveau en décembre : la baisse cumulée serait toujours de 50 points de base d’ici la fin de l’année, le calendrier étant simplement retardé d’une réunion par rapport à nos prévisions précédentes.

C’est la première modification de nos prévisions depuis octobre dernier : un changement nettement moins important que le revirement du marché (mais aussi d’un certain nombre d’autres prévisionnistes) depuis le début de l’année. À la mi-janvier, par exemple, le marché attendait une baisse des taux d’intérêt dès le mois de mars et un assouplissement total de près de 170 points de base sur l’année.

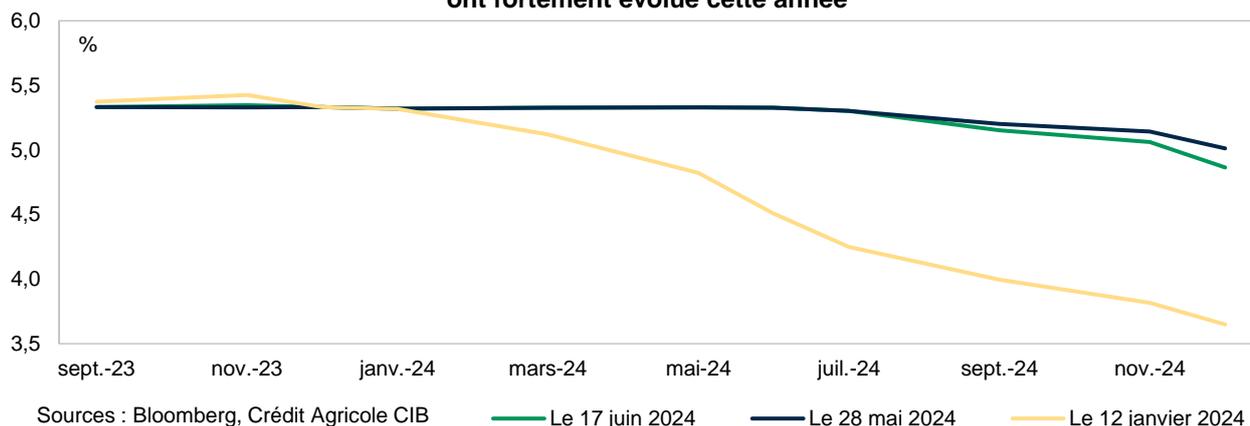
Notre scénario n’a jamais supposé que la Fed serait en mesure d’agir de manière aussi précoce et aussi agressive : notre prévision a donc été maintenue même lorsqu’elle a pu paraître *hawkish*, une constance qui a été validée au cours des derniers mois. L’évolution des prix de marché depuis janvier a donc été, pour l’essentiel, une convergence vers notre prévision : la modification de notre scénario ne constitue qu’un léger ajustement.

Les chiffres d’inflation du premier trimestre 2024, plus élevés que prévu, suggèrent toutefois que le retour vers les 2% sera encore plus mouvementé que nous ne l’anticipions précédemment. La Fed aura donc besoin de davantage de temps pour se convaincre que l’inflation est durablement sur le chemin d’un retour vers 2% ; donc besoin d’un peu plus de temps qu’on ne l’estimait précédemment avant de procéder à une première baisse des taux directeurs.

*Les chiffres d’inflation du premier trimestre 2024, plus élevés que prévu, suggèrent que le retour vers les 2% sera encore plus mouvementé que nous ne l’anticipions précédemment.*

L’amélioration des rapports sur l’inflation, en avril et plus encore en mai, devrait néanmoins permettre à la Fed de continuer à envisager des baisses de taux dans le courant de l’année. Par ailleurs, des premiers signes de ralentissement du marché du travail se manifestent, ce qui conforte notre scénario de baisses de taux cette année, étant donné que la fonction de réaction de la Fed vis-à-vis de l’emploi est asymétrique (un marché du travail faible entraîne une réaction plus importante de la Fed qu’un marché du travail fort). C’est pourquoi nous retenons, pour l’instant, un total de 50 points de base de baisse des taux en 2024.

Les anticipations du marché concernant les taux de la Fed ont fortement évolué cette année



L'assouplissement pourrait être plus agressif, avec 150 points de base de baisse au cours des trois premiers trimestres de l'année 2025 : une telle prévision repose cependant sur un scénario économique relativement pessimiste. Si l'économie

et le marché du travail résistent mieux que prévu, la Fed devrait adopter un rythme de baisse plus graduel.

Nicholas VAN NESS

## BCE : DESERREREMENT MONÉTAIRE ET RESSERREMENT QUANTITATIF

La reprise économique, qui a débuté au cours de l'année 2024, devrait se poursuivre en 2025. Elle devrait favoriser un retour de l'économie européenne à son potentiel. Simultanément, l'inflation – à la fois totale et sous-jacente – devrait poursuivre sa normalisation et converger vers 2% au cours de la seconde moitié de 2025.

Dans ce cadre, la BCE peut poursuivre son assouplissement monétaire, engagé lors de la réunion de politique monétaire de juin, au cours de laquelle elle a opéré une première baisse de ses taux de 25 points de base.

Notre scénario retient un desserrement graduel et continu : la BCE baisserait son taux de dépôt de 25 points de base chaque trimestre jusqu'en septembre 2025, lorsque le taux de dépôt atteindra 2,5%, notre estimation du taux neutre.

*L'action de la Fed pourrait freiner celle de la BCE, si la première devenait plus hawkish entraînant des pressions baissières sur l'euro.*

Les risques autour de notre scénario sont de deux ordres. Une reprise plus dynamique que prévue, entraînant des tensions sur le marché du travail et des pressions haussières sur les salaires et les prix,

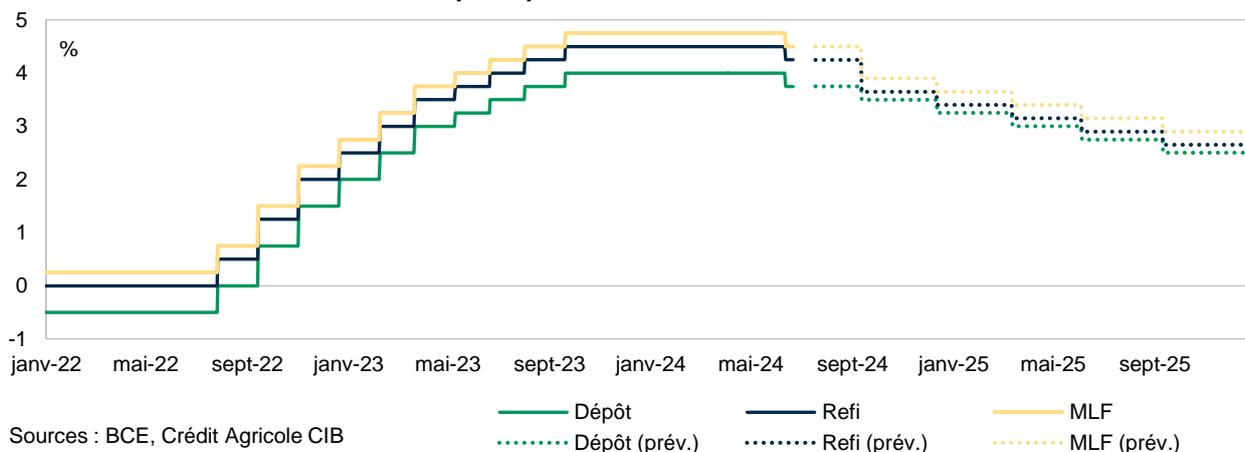
pourrait inciter la BCE à ralentir son rythme de baisse. Par ailleurs, dans la mesure où la BCE est réticente à laisser l'euro baisser trop fortement, l'action de la Fed pourrait freiner celle de la BCE, si la première devenait plus hawkish entraînant des pressions baissières sur l'euro.

Au-delà du degré d'assouplissement monétaire, la question du cadre monétaire sera soulevée à partir du troisième trimestre. En effet, à partir de septembre, la BCE va resserrer l'écart entre son taux de refi et le taux de dépôt : de 50 points de base actuellement il passera à 15 points de base. Cela devrait inciter les banques à recourir davantage aux opérations de refinancement, pour compenser – dans une certaine mesure – la baisse du bilan de la BCE enclenchée par ailleurs. En effet, le resserrement quantitatif va se poursuivre (et accélérer légèrement à partir de juillet 2024), tandis que les remboursements de TLTRO vont se poursuivre jusqu'à décembre.

Ce nouveau cadre monétaire va ainsi rendre de la durée au marché (par le resserrement quantitatif) et réduire la liquidité interbancaire (dans la mesure où le recours aux MRO et LTRO3M devraient être loin de compenser la réduction liée au resserrement quantitatif).

Louis HARREAU

BCE : principaux taux de refinancement



## BANQUE D'ANGLETERRE : BAISSÉ DES TAUX EN AOÛT, SAUF SURPRISE MAJEURE SUR L'INFLATION

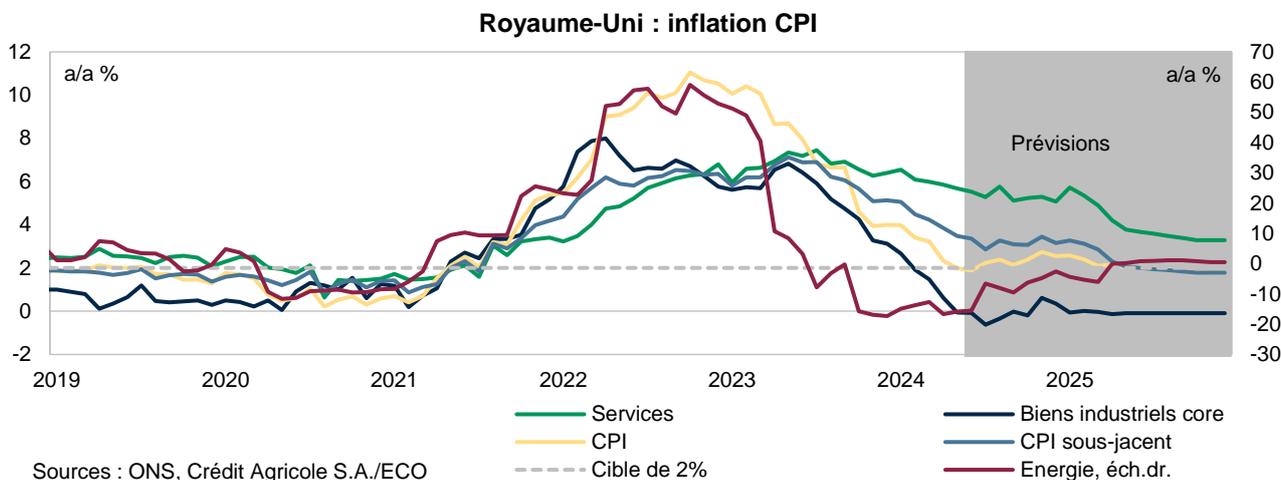
La BoE a laissé son taux directeur inchangé à 5,25% depuis notre dernier scénario trimestriel, en mars, mais on observe une nette inflexion *dovish* au sein du Comité de politique monétaire (MPC). En juin, deux membres du MPC ont voté pour une baisse de 25 points de base pour la deuxième réunion consécutive, alors qu'en février deux membres avaient voté pour une hausse. La BoE a revu à la baisse ses prévisions d'inflation dans son rapport de politique monétaire de mai, en réaction à un affaiblissement des pressions inflationnistes externes et à une légère augmentation des prévisions de l'offre excédentaire à moyen terme : l'inflation (CPI) atteindrait 2,6% au quatrième trimestre 2024, puis 2,3% au quatrième trimestre 2025 et 1,6% au quatrième trimestre 2026.

En ce qui concerne l'évolution de l'inflation au cours des trois derniers mois, l'inflation (CPI) est passée de 3,2% en glissement annuel en mars à 2,0% (l'objectif de la BoE) en mai, soit une évolution proche des prévisions de la banque centrale. L'inflation des services a cependant dépassé les prévisions : elle est passée de 6,0% en mars à 5,7% en mai, contre 5,3% attendu. Ce niveau élevé s'explique en partie par les composantes indexées du panier, ainsi que par les composantes volatiles, qui n'ont pas d'incidence sur les perspectives de moyen terme. En revanche, l'inflation sur les produits de base (-0,1% en glissement annuel) a été plus faible que prévu et les indicateurs avancés continuent de suggérer une baisse des pressions sur les coûts de production. L'inflation salariale s'est modérée, en ligne avec les prévisions de la BoE : la croissance des salaires dans le secteur privé est en effet passée de 6,1% pour la période de trois mois se terminant en janvier à 5,8% pour la période de trois mois se terminant en avril. La BoE a laissé inchangée sa prévision de croissance des salaires pour le deuxième trimestre 2024, qu'elle voit « légèrement supérieure à 5% ». La hausse du salaire minimum<sup>5</sup> en avril semble

avoir eu un impact temporaire sur les prix. En effet, après avoir fortement rebondi en avril, la composante « prix des intrants » de l'indice PMI des services a baissé en mai à un niveau proche de sa moyenne historique. De plus, les anticipations d'inflation des ménages ont continué de se modérer et sont revenues dans l'ensemble à des niveaux proches de leurs moyennes historiques. Étant donné que les anticipations d'inflation jouent un rôle important dans les accords salariaux, cela augure favorablement de la poursuite de la modération salariale.

*Les anticipations d'inflation des ménages ont continué de se modérer et, dans l'ensemble, sont revenues à des niveaux proches de leurs moyennes historiques.*

Le compte-rendu de la réunion de politique monétaire du mois de juin a révélé des opinions divergentes au sein de la majorité qui a voté pour le *statu quo*. Certains membres, minimisant les récentes surprises à la hausse de l'inflation des services, considèrent que la décision a été « bien équilibrée ». Pour d'autres membres, moins accommodants, les surprises en provenance de l'inflation des services signifient que les effets de second tour seront plus persistants sur l'inflation sous-jacente. Ils estiment que « des preuves supplémentaires d'une moindre persistance de l'inflation sont nécessaires avant d'adopter une politique monétaire moins restrictive ». Malgré cette prudence de la part de certains membres du MPC, celui-ci est devenu globalement plus accommodant, ce qui tend à confirmer notre scénario d'une première baisse des taux d'intérêt le 1<sup>er</sup> août. Les décisions de politique monétaire restent cependant dépendantes des données ; les chiffres sur l'inflation et les salaires qui seront publiés dans les semaines qui viennent seront donc déterminants. Pour qu'une majorité se dégage en faveur de l'assouplissement monétaire, il faudra que



<sup>5</sup> Le *National Living Wage* (s'appliquant aux personnes âgées de plus de 21 ans) a été relevé de 9,8% le 1<sup>er</sup> avril 2024, passant de 10,42£ par heure à 11,44£.

trois membres supplémentaires se prononcent en faveur d'une baisse, cela ne sera possible qu'en l'absence de surprise majeure sur l'inflation.

**Le résultat de l'élection générale, prévue le 4 juillet, à moins d'une erreur massive dans les sondages, ne devrait avoir que peu d'implication, voire aucune, sur la politique monétaire.** En effet, en s'engageant à équilibrer le budget courant et à réduire le ratio de la dette publique en cinq ans, le Parti travailliste a opté pour une attitude politiquement prudente : tout assouplissement budgétaire supplémentaire qu'il pourrait annoncer à court terme sera probablement limité. De fait, alors que le programme

électoral du Parti travailliste a des objectifs ambitieux en termes de croissance, *via* une plus grande stabilité et une relation plus étroite avec l'UE, le cadre budgétaire contraint limite les possibilités de forte relance budgétaire. Le risque serait même que les hausses d'impôts soient plus importantes que celles annoncées avant les élections, pour au moins éviter des réductions de dépenses dans les ministères « non protégés » (transports, justice et ministère de l'Intérieur) et si ce risque se concrétise, c'est la désinflation plutôt que l'inflation qui se profile.

Slavena NAZAROVA

## BANQUE DU JAPON : PROBABLEMENT PAS DE NOUVELLE HAUSSE DES TAUX AVANT LE SECOND SEMESTRE 2025

*Lors de sa réunion de juin, la BoJ a décidé de réduire ses achats de JGB à long terme*

**En laissant inchangée la fourchette de son taux directeur (0,00% - 0,10%), le Conseil d'orientation de la Banque du Japon (BoJ) a décidé à l'unanimité de maintenir l'ajustement de sa politique vis-à-vis des marchés financiers.** Avec une majorité de huit voix contre une, la BoJ a par ailleurs décidé de réduire ses achats de titres obligataires d'État (JGB) à long terme. La BoJ « confirmera en juillet, lors de sa prochaine réunion de politique monétaire, les vues des acteurs de marché et arrêtera un plan précis de réduction de ses achats pour l'année ou les deux années à venir ». Avant de procéder à de nouvelles hausses de taux, « les taux d'intérêt à long terme se formeront plus librement sur les marchés financiers » et un consensus ferme de marché devra se forger sur le taux neutre. Ainsi, la décision de la BoJ de réduire ses achats de JGB à long terme et d'intervenir moins fortement sur le marché a probablement pour but d'améliorer la capacité du marché obligataire à prendre en compte les fondamentaux et à forger ses propres anticipations.

*Outre l'objectif de stabilité des prix, le nouvel Honebuto fixe un objectif supplémentaire de long terme : un taux de croissance réelle du PIB supérieur à 1%.*

Jusqu'à présent le *Honebuto*<sup>6</sup> a eu une forte influence sur la BoJ, laquelle est chargée de mettre en place une politique monétaire cohérente avec la politique économique du gouvernement. En effet, le gouvernement de Fumio Kishida a conservé la stratégie des *Abenomics*, dont la politique monétaire audacieuse prônée par l'*Honebuto*. L'arrêt des taux d'intérêt négatifs par la BoJ modifiera le cadre des *Abenomics*, en particulier ce qui concerne la préconisation d'une politique monétaire audacieuse.

Le nouvel *Honebuto*, qui doit être approuvé par le gouvernement en juin, demandera à la BoJ de maintenir des conditions financières accommodantes.

*La BoJ maintient une position accommodante malgré les ajustements apportés à sa politique*

**Le gouvernement exprime son souhait d'éloigner le Japon d'une « économie de baisse des coûts ».** Étant donné que ce dernier maintient son engagement à poursuivre la stratégie des *Abenomics*, qui consiste en un ensemble de mesures monétaires et budgétaires accommodantes, il sera difficile pour la BoJ d'adopter une orientation *hawkish*.

**Bien qu'elle ait procédé à un changement majeur de sa politique, la banque centrale a explicitement indiqué qu'elle prévoyait « un maintien des conditions financières accommodantes pour le moment ».** Par cette déclaration, elle signale probablement au gouvernement qu'elle reste déterminée à soutenir l'économie japonaise (en maintenant un biais accommodant) jusqu'à ce que celle-ci sorte complètement de la déflation. Le dernier ajustement de sa politique monétaire n'est pas un virage *hawkish* annonçant d'autres resserrements dans un futur proche.

*La prochaine hausse des taux directeurs aura probablement lieu au quatrième trimestre 2025*

**Outre l'objectif de stabilité des prix (inflation de 2%), le nouvel Honebuto fixe un objectif supplémentaire de long terme : un taux de croissance supérieur à 1%.**

Selon les estimations du gouvernement, la croissance du PIB réel devra dépasser 1,3% au cours de l'exercice 2025, à court terme donc, pour permettre au solde primaire d'être excédentaire. Or, la BoJ prévoit une croissance réelle de 1% pour 2025, un niveau inférieur

<sup>6</sup> Ensemble de directives économiques utilisées par le gouvernement japonais pour définir sa politique économique,

*Basic Policies for Economic and Fiscal Management and Reform* en anglais.

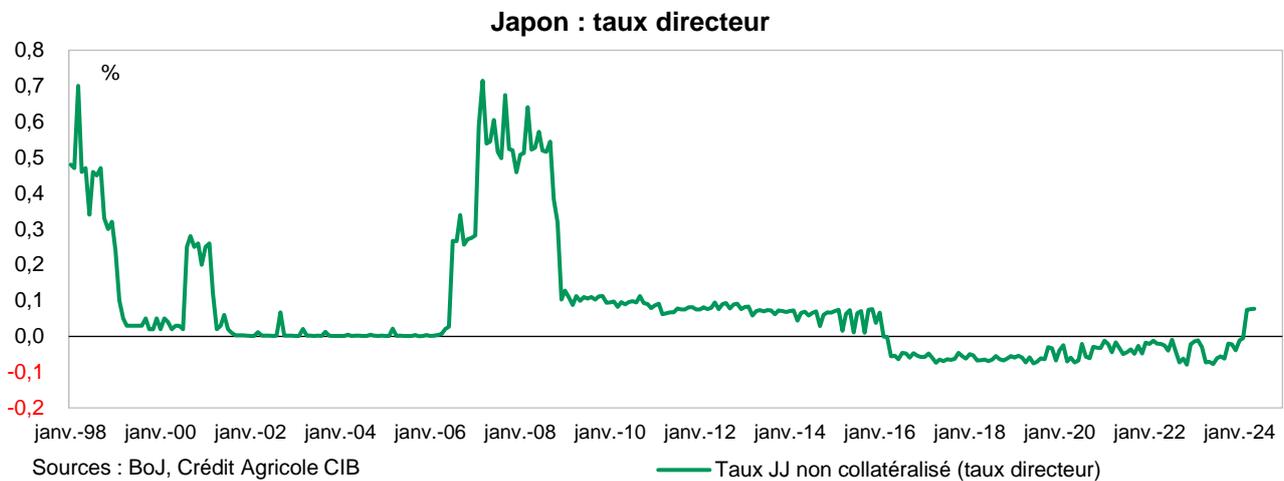
à l'objectif du gouvernement. Quant à notre scénario, il table seulement sur 0,6%. La BoJ estime que « la croissance de l'économie restera au-dessus de son potentiel, car le mécanisme cyclique positif des revenus vers les dépenses se renforcera progressivement dans un contexte de croissance mondiale modérée et de conditions financières « accommodantes ». La BoJ sera obligée de maintenir un environnement financier accommodant en attendant des baisses de taux des banques centrales étrangères et une reprise cyclique mondiale, afin d'éviter que la croissance ne soit inférieure à son objectif.

**La BoJ ne procédera probablement pas à de nouvelles hausses des taux avant le second semestre 2025**, lorsqu'émergeront à la fois une reprise cyclique mondiale et une reprise de la demande intérieure.

Le fonctionnement du marché obligataire doit encore être amélioré afin que se forge un consensus sur le taux d'intérêt neutre. Lors de la prochaine hausse des taux, qui devrait intervenir au second semestre 2025, le montant des achats de JGB pourrait être réduit de moitié par rapport au montant actuel de 6 000 milliards de yens par mois.

**Tant que la demande intérieure restera faible et que la politique monétaire restera accommodante, le rendement des JGB à dix ans continuera d'osciller autour de 1,00%.** Si notre scénario économique se confirmait et que la BoJ commençait à relever son taux directeur de 15 points de base en réduisant ses achats de JGB à environ 3 000 milliards de yens par mois, le rendement des JGB à dix ans pourrait augmenter vers 1,40%.

Ken MATSUMOTO – Takuji AIDA



# Taux d'intérêt – Des pressions haussières modérées

Le thème de l'assouplissement monétaire flotte dans l'air depuis longtemps. Qu'ils soient entamés ou qu'ils se profilent (tout en s'éloignant, comme aux États-Unis...), les assouplissements ne sont ainsi pas une assurance de baisse des taux d'intérêt. Plusieurs facteurs, dont le risque d'inflation et l'augmentation possible du taux neutre, plaident en faveur d'un maintien, voire d'une hausse modeste.

## ÉTATS-UNIS : DES TAUX PLUS ÉLEVÉS PLUS LONGTEMPS

Le marché du travail américain est resté très dynamique. La hausse des salaires signale que la dernière manche de la lutte contre l'inflation sera plus difficile que prévu : cela va retarder le début du cycle d'assouplissement de la Fed, attendu depuis déjà longtemps. Nous avons ajusté nos prévisions en faveur de taux américains légèrement plus élevés qu'auparavant et d'une pente deux ans - dix ans toujours inversée en fin d'année ; cela traduit la solidité du marché du travail et la persistance de l'inflation.

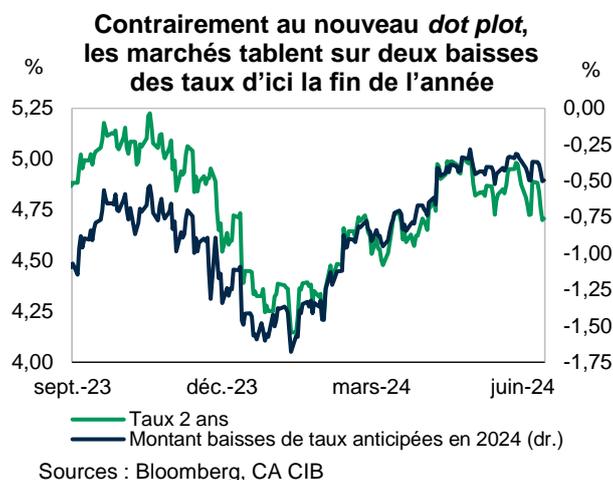
Nos prévisions de taux ont été revues en légère hausse sur l'ensemble de la courbe. Pour le dix ans, par exemple, nous tablons à présent sur 4,30% en fin d'année, contre 4,20% précédemment. Notre scénario prévoit désormais une première baisse des taux directs en septembre contre juillet auparavant, mais intègre toujours une baisse cumulée de 50 points de base d'ici la fin de l'année. Les chiffres de l'inflation, plus élevés que prévu au premier trimestre, suggèrent une évolution mouvementée vers l'objectif de 2%. Dans ce contexte, les responsables de la Fed ont indiqué qu'il leur faudrait davantage de temps pour se convaincre d'un retour durable de l'inflation vers son objectif et donc un peu plus de temps que prévu pour entamer enfin le cycle d'assouplissement.

Maintenant que les investisseurs ont digéré les récents rapports sur l'inflation et les communications du FOMC, le marché semble accorder davantage d'importance au recul de l'inflation

qu'au caractère *hawkish* du *dot plot* du 12 juin. La baisse des taux consécutive aux faibles chiffres d'inflation du mois de mai a ainsi été plus importante sur le secteur intermédiaire de la courbe des taux. La réaction du marché est compréhensible dans la mesure où la Fed pilote sa politique monétaire en fonction des données. Dans le *dot plot* publié par le FOMC le 12 juin, le scénario médian table sur une seule baisse des taux de 25 points de base en 2024, deux de moins qu'en mars. C'est plus *hawkish* qu'attendu mais compensé par une baisse supplémentaire attendue en 2025-2026 (le montant total de l'assouplissement attendu d'ici fin 2026 est en effet resté le même que dans le *dot plot* du mois de mars). Contrairement à la Fed, les marchés s'attendent à deux baisses des taux d'ici la fin de l'année.

*Les chiffres de l'inflation, plus élevés que prévu au premier trimestre, suggèrent une évolution mouvementée vers l'objectif de 2%.*

L'intérêt pour les *dots plots* ne se limite pas au court terme : le taux à long terme, qui était resté bloqué à 2,50% entre 2019 et 2023, a été relevé pour le deuxième FOMC consécutif, de 2,5625% en mars à 2,75%. L'augmentation du taux à long terme n'est pas une surprise, compte tenu du récent débat sur l'augmentation du taux neutre<sup>7</sup>, augmentation liée à des facteurs tels que la dé-mondialisation et le possible ralentissement de la demande de titres du Trésor par



<sup>7</sup> Niveau du taux réel à court terme qui permet à l'économie de croître à son potentiel sans hausse ni baisse de l'inflation (*natural rate of interest*, noté *r-star* ou *r\** en anglais).

les banques centrales mondiales, les fonds souverains et les institutions financières nationales.

**Nous privilégions les stratégies de pentification de la courbe des taux.** La courbe continue, en effet, de se pentifier sur notre horizon de prévision puisque, dans notre scénario, la Fed commence à baisser ses taux au second semestre 2024. La pentification devrait cependant être moins prononcée qu'anticipé précédemment, en raison d'une croissance plus forte et d'un recul plus lent de l'inflation.

**La liquidité du marché s'est détériorée récemment, sous l'effet de la recherche de durée provoquée par les incertitudes politiques en Europe.** Cela se

manifeste notamment par un élargissement des *spreads* entre *Treasuries on-the-run* et *off-the-run*<sup>8</sup>, à des niveaux plus élevés que pendant la crise du Covid. Par ailleurs, les marchés auront les yeux rivés sur les élections américaines au cours des prochains mois. Le déficit fédéral devrait continuer de se creuser quel que soit le résultat, même si l'origine du déficit est différente selon le vainqueur des élections : davantage liée aux réductions d'impôts en cas de victoire de Donald Trump et aux dépenses en cas de victoire de Joe Biden. L'alourdissement du déficit exerce une pression haussière sur la prime de terme des *Treasuries*, ce qui, selon nous, se traduit par une hausse du taux neutre.

Alex LI

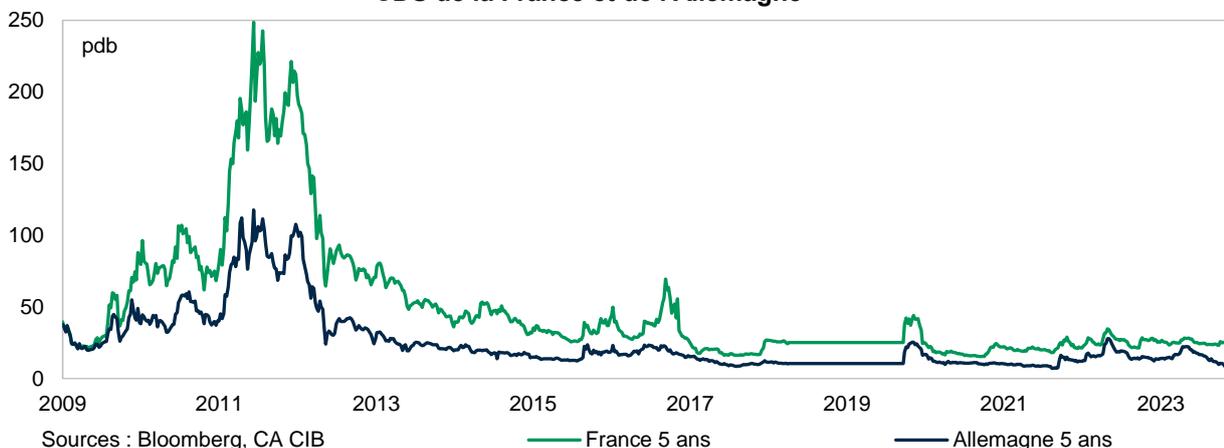
## EUROPE : LES TAUX DE MARCHÉ NE RECULENT PAS

Bien que l'inflation n'ait pas encore atteint son objectif, son recul et les prévisions à moyen terme de la BCE ont permis à cette dernière d'enclencher un mouvement de baisse des taux directeurs qui devrait se poursuivre. Point très important, les marchés anticipent pleinement un cycle d'assouplissement monétaire et tablent sur une baisse des taux directeurs vers 2,50%. Par conséquent, le fait que le risque de récession en zone euro s'éloigne, laissant place à davantage d'optimisme sur le front de la croissance, et les anticipations d'inflation légèrement plus élevées de la BCE n'ont logiquement pas entraîné de nouvelle baisse des rendements des titres d'État européens. Le fait que la Fed retarde le début de son propre cycle d'assouplissement, parce que l'économie américaine reste forte, est un facteur supplémentaire suggérant que **les rendements des titres d'État européens ne devraient pas baisser dans les mois à venir, mais qu'ils pourraient au contraire augmenter sous l'effet d'un certain nombre de facteurs.**

**Le fait que la croissance nominale soit élevée suggère un cycle d'assouplissement lent et dépendant des données, dans la mesure où une résurgence de l'inflation serait problématique.** Des deux côtés de l'Atlantique, on constate que les déficits budgétaires sont élevés malgré l'absence de main-d'œuvre excédentaire : ce phénomène a pour effet de soutenir le niveau des taux de marché par le biais de deux mécanismes. Tout d'abord, d'un point de vue macro-économique, les déficits importants stimulent la croissance et le secteur public capte une partie des ressources limitées du secteur privé, ce qui ralentit la baisse de l'inflation ou la rend moins probable. D'un point de vue budgétaire, les déficits importants conduisent à une offre plus importante de titres d'État sur le marché obligataire, ce qui pourrait peser sur les marchés obligataires, alors que le durcissement quantitatif (QT) se poursuit et accélère en juillet dans la zone euro.

**L'ampleur des déficits est également une préoccupation en termes de stabilité financière pour l'UE, qui a ouvert une procédure pour déficit**

CDS de la France et de l'Allemagne



<sup>8</sup> Pour chaque maturité sur laquelle le Trésor américain émet des *Treasuries* (2, 3, 5, 7, 10, 20 et 30 ans), le titre *on-the-run* est le

dernier émis et c'est le plus liquide. Les autres, émis auparavant et moins liquides, sont dits *off-the-run*.

**excessif concernant la Belgique, la France et l'Italie** : ces pays doivent présenter un plan de réduction des déficits d'ici septembre. Cela ne devrait pas avoir d'impact sur les marchés si ces pays respectent les règles, mais cela montre la manière dont les gouvernements mettent en place des politiques budgétaires procycliques.

*Une fois l'incertitude électorale dissipée en France, l'écart OAT-Bund à dix ans pourrait se contracter.*

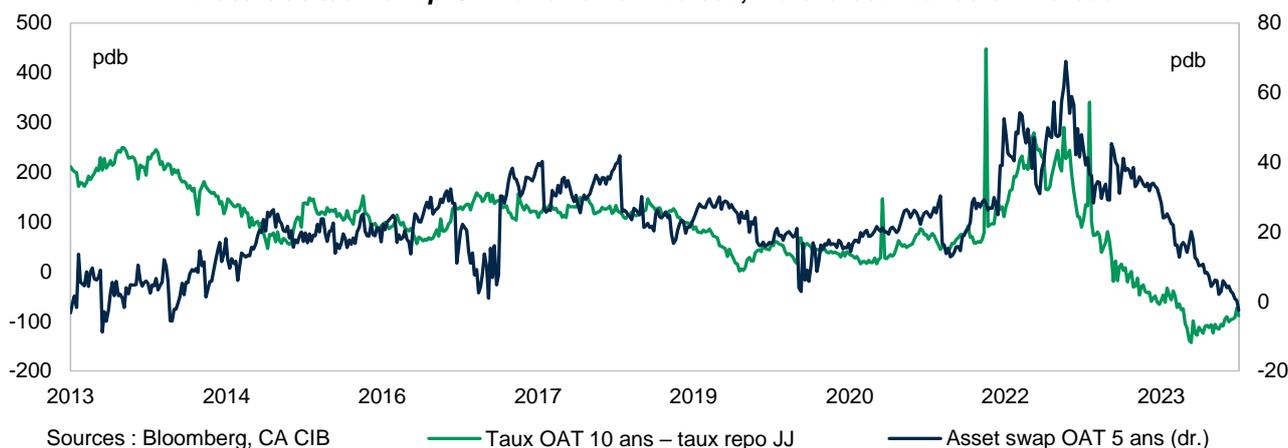
**Dans le cas de la France, la situation s'est compliquée puisque les élections européennes ont conduit à des élections législatives anticipées, une situation qui se traduit par l'ajout d'une prime de risque politique dans les rendements des OAT.** Si l'élargissement des *spreads* par rapport au Bund a beaucoup attiré l'attention des médias, nous tenons à souligner que d'autres indicateurs tels que les CDS souverains et la forme de la courbe donnent une vision nettement plus sereine du risque. Cela s'explique en partie par l'absence de risque de redénomination au regard des programmes politiques actuels, qui justifie

à son tour la contagion limitée vers d'autres marchés de titres souverains de la zone euro. L'élargissement rapide des *spreads* par rapport au Bund s'est produit dans un contexte de *spreads* très bas : cela devait se produire tôt ou tard, toutefois pas dans les proportions observées récemment.

**L'essentiel de la hausse des rendements des OAT est derrière nous** : les investisseurs nationaux vont probablement considérer que les niveaux actuels sur la partie courte de la courbe sont attractifs, vis-à-vis des *swaps* par exemple. Une fois l'incertitude électorale dissipée, l'écart OAT-Bund à dix ans pourrait se contracter, les investisseurs déboulant leurs ventes de contrats *futures* pour protéger leurs portefeuilles contre la volatilité du marché. Alors que les OAT présentent des valorisations attractives vis-à-vis d'autres marchés, les rendements des titres souverains de la zone euro sont globalement bas au regard du contexte macro-économique et du risque de voir les rendements réels augmenter et rester durablement plus élevés.

Bert LOURENCO

L'écart de taux *swap*-OAT a fortement baissé, mais la courbe reste inversée



# Taux de change – Au rythme, notamment, des *tempo* monétaires

Les paramètres américains, résistance monétaire de la Fed et possible victoire de Trump à l'élection présidentielle, sont globalement favorables au dollar. Viennent ensuite des histoires singulières telles que le risque politique pour la zone euro, la détérioration de la situation budgétaire en Amérique latine ou, *a contrario*, le portage favorable pour certaines devises asiatiques ou européennes.

## PAYS DÉVELOPPÉS : BAISSIERS SUR L'EURO

Notre scénario maintient une vue baissière sur l'euro face au dollar sur la seconde moitié de l'année pour de multiples raisons : la divergence de politique monétaire entre une BCE accommodante et une Fed plus neutre, les incertitudes liées aux élections législatives françaises qui pourraient conduire à un élargissement (même limité) des *spreads* périphériques en zone euro et peser sur l'euro et, enfin, les risques géopolitiques liés à l'élection présidentielle américaine et leur possible impact négatif sur l'euro face au dollar au second semestre 2024. Ces développements et ces risques pourraient réduire l'attrait des actifs libellés en euros et faire dérailler un peu plus le début d'amélioration des exportations nettes et des perspectives de croissance de la zone euro. Cela pourrait arrêter, voire inverser, les récentes entrées nettes de portefeuille dans la zone euro et les achats d'euros par les entreprises. **Nous maintenons donc nos prévisions inférieures au consensus sur l'euro face au dollar et tablons sur une dépréciation vers 1,05 fin 2024.**

En termes de perspectives relatives de politique monétaire de la BCE et de la Fed, il y a eu de bonnes surprises en provenance de la zone euro et de mauvaises surprises en provenance des États-Unis. Simultanément, l'inflation a recommencé à surprendre à la hausse aux États-Unis. Malgré les signaux mitigés envoyés par les données, ces développements ont déclenché une réévaluation des baisses de taux anticipées de la part de la BCE, mais, *a contrario*, n'ont eu que peu d'influence sur les prévisions de taux de la

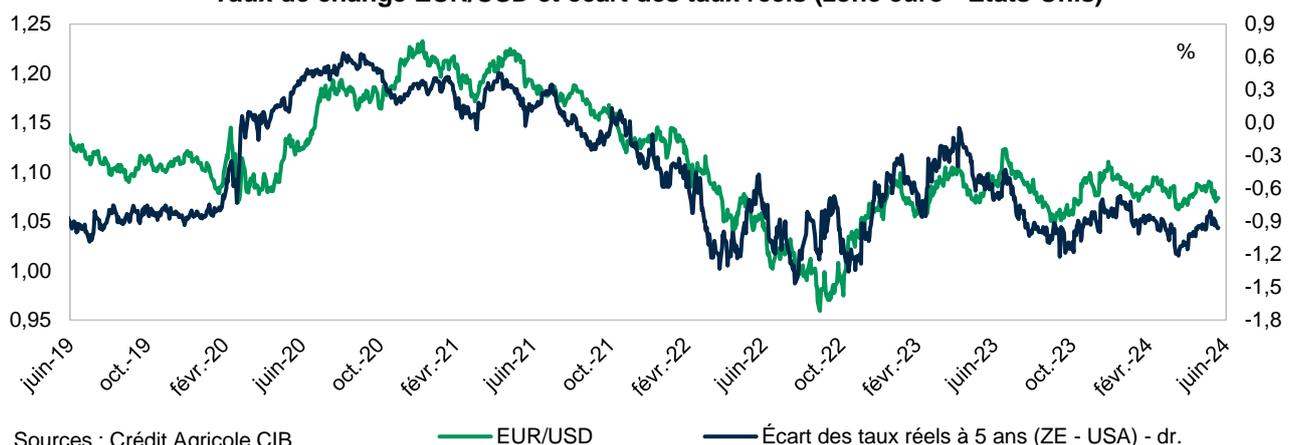
Fed ; les *spreads* de taux réels et nominaux entre l'euro et le dollar se sont donc de nouveau élargis.

Cette évolution ne devrait pas être durable ; au contraire, la divergence entre les politiques monétaires de la BCE et de la Fed pourrait refaire surface, portant un coup à la monnaie unique. La combinaison, en particulier, d'une inflation américaine qui tarde à baisser et de l'élection présidentielle américaine de novembre pourrait retarder tout assouplissement significatif de la Fed jusqu'au début de l'année 2025. Un scénario qui se reflète dans nos prévisions de taux directeurs se traduisant par une divergence plus prononcée cette année entre la Fed, plus neutre, et la BCE, plus accommodante.

*La combinaison d'une inflation américaine qui tarde à baisser et de l'élection présidentielle américaine de novembre pourrait retarder tout assouplissement significatif de la Fed jusqu'au début de l'année 2025.*

En termes de risques politiques de la zone euro et leur impact sur les rendements périphériques et sur la monnaie unique, plusieurs facteurs conduisent à maintenir une vision baissière sur l'euro face au dollar. Les élections législatives françaises pourraient créer des incertitudes politiques supplémentaires et ainsi assombrir les perspectives de croissance de la zone euro, en particulier si la récente augmentation des coûts de financement des États, l'élargissement des *spreads* périphériques et donc le durcissement des conditions financières européennes persistaient .

Taux de change EUR/USD et écart des taux réels (zone euro - États-Unis)



Sources : Crédit Agricole CIB

— EUR/USD

— Écart des taux réels à 5 ans (ZE - USA) - dr.

La montée des rendements des OAT commence déjà à se propager vers d'autres marchés obligataires européens comme celui des BTP ; les actions de la zone euro ont également été touchées, ce qui pourrait réduire l'attrait de l'euro pour les investisseurs ; enfin, le mouvement de vente qui a touché le marché obligataire et celui des actions en zone euro déclenche un resserrement des conditions financières qui pourrait inciter la BCE à se montrer plus accommodante, ce qui, en retour, nuit à l'attrait-taux de la monnaie unique.

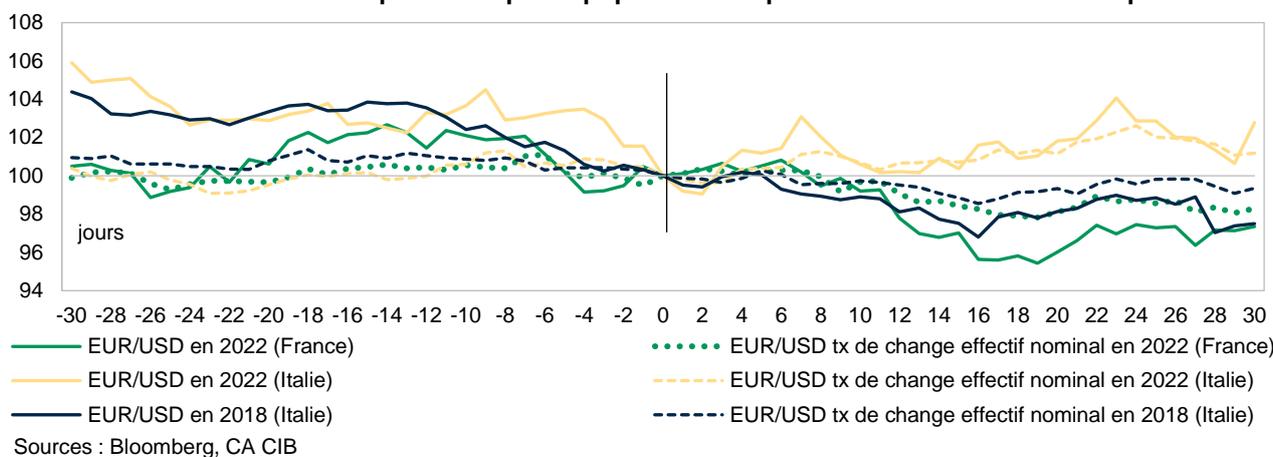
Une façon d'évaluer l'impact sur le marché des changes de l'épisode politique qui se déroule à Paris est d'examiner l'évolution de l'euro face au dollar au cours des récentes périodes d'incertitude politique en France et en Italie. L'ascension des partis marginaux de droite étant relativement récente, nous nous concentrons sur l'impact des élections législatives de juin 2022 en France et des élections générales de septembre 2022 en Italie. **Le taux de change effectif nominal de l'euro et le cours de l'euro contre dollar ont baissé fortement à l'approche de ces deux élections et ont continué à sous-performer ensuite dans le cas des élections législatives françaises.**

En termes d'impact des élections présidentielles américaines, nous avons conclu dans une étude récente qu'**une présidence Trump pourrait être positive pour le dollar et négative pour l'euro**, compte tenu de la menace qu'elle représenterait pour le commerce mondial en général et les perspectives pour les exportations de la zone euro en particulier. Le rôle positif que l'amélioration récente du commerce mondial (et le redressement induit de l'excédent commercial de la zone euro a joué pour l'euro) conforte ces conclusions. Notre analyse interne des flux de change fait notamment état d'une augmentation significative des achats d'euros par les entreprises.

**Une présidence Trump pourrait plonger l'économie mondiale dans une nouvelle guerre commerciale, ce qui pèserait sur le début de reprise du commerce mondial ou pourrait même l'arrêter.** L'euro pourrait être particulièrement vulnérable, en particulier si les gouvernements de la zone euro suivent l'exemple des États-Unis en imposant de nouveaux droits de douane à la Chine et à d'autres partenaires commerciaux. Point important, cela constituerait une nouvelle escalade des tensions commerciales croissantes entre l'UE et la Chine.

Valentin MARINOV

L'euro souffre quand des partis populistes remportent des élections en Europe



## PAYS ÉMERGENTS : APRÈS LA BAISSÉ DES TAUX DE LA FED

**La deuxième moitié de l'année devrait voir le début de la baisse des taux de la Fed :** nous tablons sur une première baisse de 25 points de base en septembre, puis sur une autre en décembre. Cette baisse espérée depuis longtemps devrait être bien accueillie par les marchés émergents.

**Cette baisse, précisément parce qu'elle est attendue, est toutefois déjà partiellement intégrée dans les prix de marché :** l'impact réel sur les devises émergentes dépendra donc également de la communication de la Fed sur ses intentions futures (le fameux guidage des anticipations ou *forward*

*guidance*). Par ailleurs, il faut rester prudent car le risque est bien celui de taux américains restant « plus élevés, encore plus longtemps ». Si ce risque se concrétise, le potentiel de hausse moyen des devises émergentes se verra quelque peu réduit.

Heureusement, **les perspectives des économies émergentes sont également soutenues par les dividendes de la désinflation.** Les perspectives de demande intérieure et, *in fine*, de croissance devraient donc soutenir les marchés émergents, de même que le portage, qui reste relativement élevé sur de nombreux marchés émergents.

En combinant ces principaux facteurs, notre scénario retient une **légère appréciation des devises émergentes par rapport au dollar, en moyenne**. Les principaux risques restent la politique de la Fed (si les baisses de taux sont reportées ou réduites) et les risques géopolitiques (qui seraient aggravés en cas de victoire de Donald Trump à l'élection présidentielle américaine).

*Les devises d'Amérique latine devraient sous-performer les devises asiatiques et de l'EMEA au second semestre.*

D'un point de vue régional, les devises d'Amérique latine devraient sous-performer les devises asiatiques et de la région EMEA au second semestre. En effet, **les investisseurs craignent une détérioration de la situation budgétaire en Amérique latine**, ce qui pourrait pénaliser les devises. C'est le cas pour le peso mexicain après les élections et pour le real brésilien, le gouvernement brésilien ayant également envoyé des signaux suggérant une augmentation des dépenses. De plus, la valorisation du peso mexicain reste élevée (son taux de change effectif réel reste nettement supérieur à sa moyenne de long terme).

**Les devises d'Europe centrale devraient faire preuve d'une certaine résilience**, grâce à la reprise de la croissance économique et à la réticence accrue

des banques centrales de la région à abaisser rapidement les taux directeurs (tandis que la BCE continuera d'assouplir sa politique monétaire).

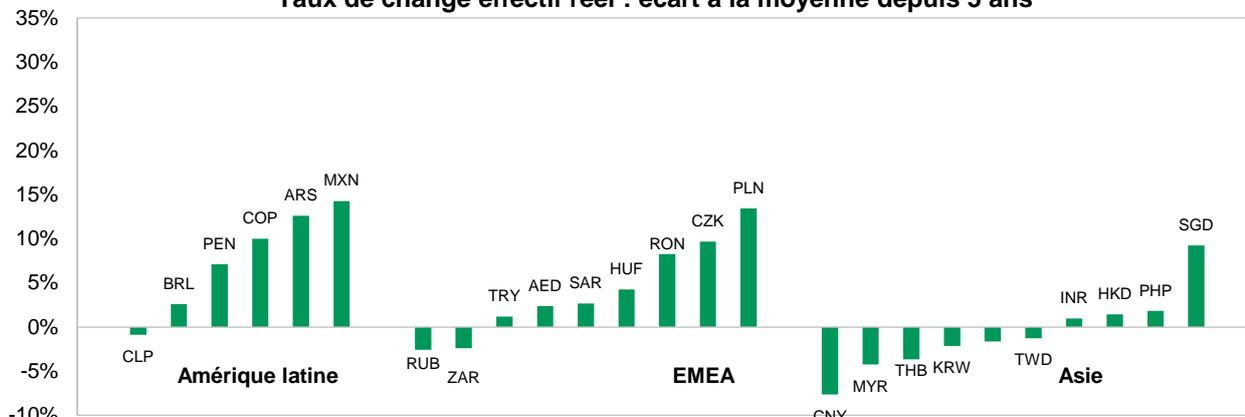
**Les livres turque et égyptienne devraient bien se tenir**, notamment parce que les autorités monétaires devraient y conserver les politiques monétaires prudentes qui ont lentement replacé ces deux devises sur l'écran radar des investisseurs.

**En Asie, le yuan chinois pourrait continuer de perdre du terrain à court terme face au dollar**, mais avant de se stabiliser au cours du troisième trimestre grâce à une amélioration de la situation macro-économique, à la persistance de l'excédent courant et au début du cycle de baisse des taux de la Fed.

**Les devises asiatiques à taux élevés devraient bénéficier d'une croissance assez soutenue et d'un portage relativement attractif**. Ce devrait être le cas en particulier de la roupie indonésienne. Les devises des pays asiatiques à fort savoir-faire technologique devraient bénéficier du cycle des produits électroniques, cycle qui devrait leur fournir un certain soutien et compenser en partie l'absence de dynamisme des exportations émergentes prises dans leur ensemble.

Sébastien BARBÉ

Taux de change effectif réel : écart à la moyenne depuis 5 ans



Sources : BRI, Crédit Agricole CIB



# PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES & FINANCIÈRES

Scénario économique

Taux d'intérêt

Taux de change

Matières premières

Comptes publics

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE DU GROUPE CRÉDIT AGRICOLE

	PIB (a/a, %)			Inflation (a/a, %)			Balance courante (% du PIB)		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
<b>Etats-Unis</b>	2,5	2,0	0,4	4,1	3,0	2,5	-3,1	-3,1	-3,0
<b>Japon</b>	1,8	-0,1	0,6	4,0	2,0	0,9	3,5	2,0	2,0
<b>Zone euro</b>	0,6	0,8	1,5	5,4	2,4	1,8	2,9	3,9	3,8
Allemagne	0,0	0,1	1,1	6,0	2,4	1,9	5,9	7,0	6,9
France	1,1	1,1	1,3	5,7	2,6	1,6	-0,6	1,4	1,4
Italie	1,0	1,0	1,1	5,9	1,0	1,6	0,5	3,6	3,6
Espagne	2,5	2,3	1,7	3,4	3,2	2,1	2,6	1,1	0,9
Pays-Bas	0,2	0,7	1,3	4,1	2,9	2,0	10,1	9,1	8,8
Belgique	1,4	1,2	1,3	2,3	3,9	2,0	-1,0	0,0	-0,1
<b>Autres pays développés</b>									
Royaume-Uni	0,1	0,8	1,4	7,3	2,6	2,0	-3,3	-1,5	-2,1
Canada	1,1	0,5	2,0	3,8	2,5	2,0	-0,8	-0,8	-0,8
Australie	1,8	1,2	2,0	5,8	4,0	3,4	0,6	-0,7	-0,8
Suisse	0,9	1,8	1,2	2,2	2,0	1,7	8,0	8,0	7,6
Suède	0,1	1,2	1,9	8,5	3,5	2,4	6,3	6,9	4,3
Norvège	1,1	0,7	1,1	5,5	3,5	2,9	17,9	16,3	15,3
<b>Asie</b>	5,2	5,0	4,6	2,1	1,9	2,4	1,6	1,3	1,1
Chine	5,2	4,7	4,2	0,2	0,5	1,4	1,8	1,2	0,8
Inde	7,7	7,3	6,3	5,3	4,5	4,6	-1,4	-1,4	-1,6
Corée du Sud	1,4	2,4	2,1	3,6	2,7	2,2	2,1	3,5	3,5
Indonésie	5,0	5,1	5,0	3,7	2,8	3,0	-0,2	-0,4	-0,7
Taiwan	1,4	3,0	2,3	2,5	2,1	1,9	13,9	11,5	11,3
Thaïlande	1,9	2,4	3,0	1,3	1,0	2,0	1,1	2,8	4,6
Malaisie	3,7	4,6	4,7	2,5	2,4	2,3	2,2	2,8	3,0
Singapour	1,1	2,7	2,8	4,8	3,3	3,0	19,8	17,0	16,7
Hong Kong	3,2	3,0	3,1	2,1	2,0	2,2	8,6	9,2	9,6
Philippines	5,6	5,8	5,7	6,0	3,6	3,3	-2,3	-2,1	-2,0
Vietnam	5,1	6,0	6,3	3,3	3,3	3,2	4,1	4,1	4,1
<b>Amérique latine</b>	0,3	1,9	2,1	5,9	3,4	2,6	-3,0	-3,1	-2,6
Brésil	2,9	2,0	1,8	4,6	4,0	3,5	-1,3	-1,7	-2,0
Mexique	3,2	1,8	1,5	5,6	3,8	3,5	-0,3	-1,4	-1,0
<b>Europe émergente</b>	2,9	2,6	2,6	20,3	20,3	8,4	-0,2	-0,2	-0,4
Russie	3,6	2,5	1,5	5,9	7,7	5,5	2,5	1,6	1,3
Turquie	4,5	3,0	3,0	53,4	59,0	18,0	-4,3	-3,0	-3,0
Pologne	0,2	2,8	4,6	11,6	3,8	4,4	1,6	1,6	1,1
Rép. tchèque	-0,3	1,2	2,6	10,8	2,2	2,1	0,4	0,8	1,2
Roumanie	2,1	3,2	3,5	10,5	5,8	3,9	-7,0	-6,5	-6,0
Hongrie	-0,9	2,3	3,4	17,6	4,0	3,7	0,2	0,0	0,3
<b>Afrique, Moyen-Orient</b>	2,0	2,4	3,3	15,9	11,4	8,1	3,6	2,4	1,8
Arabie saoudite	-0,8	2,2	4,1	2,3	2,1	2,0	4,0	2,4	1,8
Emirats Arabes Unis	3,3	3,7	4,0	1,7	2,2	2,2	10,5	9,9	8,2
Afrique du Sud	0,5	1,1	1,8	5,9	5,0	4,6	-1,7	-2,4	-2,6
Egypte	3,0	2,8	4,4	33,9	27,0	16,0	-1,8	-3,5	-2,5
Algérie	4,1	3,0	2,8	9,3	5,5	5,3	2,4	-0,3	-1,7
Qatar	1,9	2,2	2,6	3,0	2,2	2,0	17,0	15,0	15,0
Koweït	-0,5	1,1	3,0	3,7	2,6	2,2	21,0	24,0	22,0
Maroc	2,7	3,0	3,2	6,1	2,9	2,5	-1,0	-2,1	-2,0
Tunisie	0,4	1,7	1,9	9,3	7,7	6,8	-3,1	-3,4	-3,5
<b>Total</b>	2,9	2,9	2,6	5,7	4,3	3,1	0,7	0,6	0,5
<b>Pays industrialisés</b>	1,5	1,2	1,0	4,8	2,7	2,1	0,1	0,3	0,3
<b>Pays émergents</b>	4,1	4,1	3,9	6,5	5,6	3,9	1,1	0,8	0,6

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

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

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

**PROLONGEMENT SANS BOULEVERSEMENTS | PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES**

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

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

(b) t/t, %

## TAUX D'INTÉRÊT

Taux courts		27-juin	Sep-24	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
Etats-Unis	Fed funds	5,50	5,25	5,00	4,50	4,00	3,50	3,50
	Sofr	5,34	5,07	4,82	4,32	3,82	3,32	3,32
Japon	Call rate	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,25
Zone euro	Refinancement	4,25	3,65	3,40	3,15	2,90	2,65	2,65
	Dépôt	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50
	€str	3,66	3,41	3,16	2,91	2,66	2,41	2,41
	Euribor 3m	3,70	3,21	2,96	2,71	2,60	2,60	2,60
Royaume-Uni	Taux de base	5,25	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	3,75
	Sonia	4,94	4,69	4,44	4,20	3,95	3,71	3,46
Suède	Repo	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75	2,75	2,75
Norvège	Deposit	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50
Canada	Overnight	4,75	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25

Taux 10 ans		27-juin	Sep-24	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
Etats-Unis		4,29	4,25	4,30	4,15	4,00	3,95	4,05
Japon		1,07	1,05	1,05	1,05	1,05	1,20	1,40
Zone euro (Allemagne)		2,45	2,62	2,64	2,45	2,47	2,60	2,64
Spread 10 ans / Bund								
France		0,81	0,71	0,66	0,69	0,70	0,72	0,73
Italie		1,58	1,60	1,55	1,58	1,60	1,62	1,60
Espagne		0,95	0,85	0,80	0,78	0,80	0,83	0,78

Asie		27-juin	Sep-24	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
Chine	1Y deposit rate	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Hong Kong	Taux de base	5,75	5,50	5,25	4,75	4,25	3,75	3,75
Inde	Taux repo	6,50	6,50	6,25	6,00	6,00	5,75	5,50
Indonésie	BI rate	6,25	6,25	6,00	5,75	5,50	5,25	5,25
Corée	Taux de base	3,50	3,50	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50
Malaisie	OPR	3,00	3,00	3,00	2,75	2,50	2,50	2,50
Philippines	Taux repo	6,50	6,25	5,75	5,25	5,00	4,75	4,75
Singapour	6M SOR	3,60	3,55	3,40	2,95	2,40	2,10	2,10
Taiwan	Redisc	2,00	2,00	2,00	2,00	1,88	1,88	1,75
Thaïlande	Repo	2,50	2,50	2,25	2,00	1,75	1,50	1,50
Vietnam	Refinancing rate	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Amérique Latine								
Brésil	Overnight/Selic	10,50	10,50	10,50	10,00	9,50	9,00	8,50
Mexique	Taux overnight	11,00	10,50	10,00	9,50	9,00	8,50	8,00
Europe Emergente								
Rép. tchèque	Repo 14 j.	5,25	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25
Hongrie	Repo 2 sem.	7,00	7,00	7,00	6,75	6,50	6,00	5,75
Pologne	Repo 7 j.	0,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25
Roumanie	Repo 2 sem.	7,00	6,75	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50
Russie	1W auction rate	16,00	14,00	12,00	10,00	8,00	8,00	8,00
Turquie	Repo 1 sem.	8,25	8,25	7,75	6,25	5,50	5,50	5,50

## TAUX DE CHANGE

## Taux de change USD

Pays industrialisés		27-juin	Sep-24	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
Euro	EUR/USD	1,07	1,06	1,05	1,07	1,09	1,10	1,12
Japon	USD/JPY	161	157	160	155	154	150	145
Royaume-Uni	GBP/USD	1,26	1,26	1,25	1,27	1,30	1,33	1,35
Suisse	USD/CHF	0,90	0,91	0,90	0,89	0,88	0,88	0,88
Canada	USD/CAD	1,37	1,34	1,36	1,34	1,32	1,30	1,28
Australie	AUD/USD	0,67	0,68	0,68	0,70	0,70	0,72	0,74
Nouvelle Zélande	NZD/USD	0,61	0,61	0,62	0,62	0,62	0,64	0,66

## Parités croisées c/ euro

Pays industrialisés		27-juin	Sep-24	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
Japon	EUR/JPY	172	166	168	166	168	165	162
Royaume-Uni	EUR/GBP	0,85	0,84	0,84	0,84	0,84	0,83	0,83
Suisse	EUR/CHF	0,96	0,96	0,94	0,95	0,96	0,97	0,98
Suède	EUR/SEK	11,36	11,20	11,30	11,00	10,80	10,60	10,50
Norvège	EUR/NOK	11,41	11,00	11,50	11,10	10,80	10,50	10,20

Asie		27-juin	Sep-24	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
Chine	USD/CNY	7,27	7,25	7,20	7,18	7,16	7,15	7,12
Hong Kong	USD/HKD	7,81	7,80	7,80	7,78	7,78	7,76	7,76
Inde	USD/INR	83,43	83,00	82,75	82,50	82,25	82,00	82,00
Indonésie	USD/IDR	16 395	15 800	15 600	15 500	15 300	15 200	15 000
Malaisie	USD/MYR	4,72	4,74	4,72	4,70	4,65	4,65	4,60
Philippines	USD/PHP	58,7	57,5	57,2	56,5	56,0	55,5	55,3
Singapour	USD/SGD	1,36	1,35	1,34	1,33	1,32	1,31	1,30
Corée du Sud	USD/KRW	1386	1365	1330	1310	1300	1280	1260
Taiwan	USD/TWD	32,5	32,3	32,2	31,8	31,6	31,5	31,2
Thaïlande	USD/THB	36,8	36,5	36,0	35,5	35,3	35,0	34,8
Vietnam	USD/VND	25 455	25 200	25 000	24 800	24 600	24 400	24 200
Amérique latine								
Brésil	USD/BRL	5,54	5,50	5,55	5,60	5,65	5,70	5,75
Mexique	USD/MXN	18,35	18,75	19,00	19,25	19,50	19,75	20,00
Afrique								
Afrique du Sud	USD/ZAR	18,46	18,30	18,00	18,00	18,00	18,00	18,00
Europe émergente								
Pologne	USD/PLN	4,03	4,04	4,04	3,95	3,87	3,83	3,75
Russie	USD/RUB	86,00	90,00	87,00	87,00	90,00	90,00	88,00
Turquie	USD/TRY	32,81	33,50	34,00	34,00	35,00	35,50	36,00
Europe centrale								
Rép. tchèque	EUR/CZK	25,04	24,70	24,60	24,50	24,40	24,30	24,20
Hongrie	EUR/HUF	396	385	380	382	382	380	377
Pologne	EUR/PLN	4,32	4,28	4,24	4,23	4,22	4,21	4,20
Roumanie	EUR/RON	4,98	4,97	4,97	4,96	4,96	4,96	4,96

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix moy. du trim.		27-juin	2024		2025			
			T3	T4	T1	T2	T3	T4
Brent	USD/BBL	86	83	87	85	87	90	90

Prix moy. du trim.		27-juin	2024		2025			
			T3	T4	T1	T2	T3	T4
Or	USD/oz	2 329	2 250	2 200	2 200	2 200	2 250	2 300

## COMPTES PUBLICS

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dette publique (% du PIB)		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
<b>Etats-Unis</b>	-6,0	-5,8	-5,8	98,2	100,2	101,6
<b>Japon</b>	-3,5	-4,0	-2,5	244,2	240,9	235,1
<b>Zone euro</b>	-3,6	-3,1	-2,5	93,4	93,5	93,4
Allemagne	-2,5	-1,6	-1,2	63,6	62,8	62,7
France	-5,5	-5,4	-4,3	109,9	111,6	112,5
Italie	-7,2	-4,5	-3,9	137,3	136,6	136,4
Espagne	-3,6	-3,4	-3,1	107,7	106,7	105,6
Pays-Bas	-0,3	-2,0	-2,1	46,5	45,9	47,1
Belgique	-4,4	-4,2	-4,8	105,2	105,3	106,3
Grèce	-1,6	-1,2	-0,8	161,9	154,0	148,4
Irlande	1,7	0,6	1,6	43,7	44,4	42,5
Portugal	1,2	0,3	0,4	97,9	98,7	98,1
<b>Royaume-Uni</b>	-5,9	-3,3	-2,6	101,3	103,2	105,2

*Achévé de rédiger le 28 juin 2024*

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

**Comité de rédaction**

**Pays développés**

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

**Secteurs d'activité**

Stéphane FERDRIN – Pétrole & gaz

**Pays émergents**

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

**Marchés financiers**

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

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

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

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

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

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

**Internet :** <https://etudes-economiques.credit-agricole.com>  
**Application Etudes ECO** disponible sur l'**App store** & sur **Google Play**