

Perspectives

Hebdomadaire – N°24/176 – 28 juin 2024

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Monde – Scénario macro-économique 2024-205 : prolongement sans bouleversements	2
☞ Allemagne : les perspectives économiques pour le second semestre en amélioration	4
☞ Italie : la confiance des ménages s'améliore, le début d'un mieux	4
☞ Espagne : le PIB révisé à la hausse	5
☞ Chine : la détention de bons du Trésor américain, une arme stratégique ?	7
☞ Visegrad : 2024, année de sortie de crise(s) pour les budgets ?	9

👉 Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 : 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

Pour plus d'information, consulter notre publication : [Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 : prolongement sans bouleversements](#) – 28 juin 2024

Zone euro

Allemagne : les perspectives économiques pour le second semestre en amélioration

L'indicateur avancé de l'activité économique de l'institut Ifo sur la situation actuelle des entreprises dans l'ensemble de l'économie s'est établi en territoire positif depuis quatre mois, mais s'est détérioré de -0,5 point depuis janvier. Concernant les anticipations d'activité pour les six prochains mois, l'indicateur s'est établi en territoire négatif depuis près de trente-deux mois, mais se'est amélioré de 9,9 points.

Dans l'industrie manufacturière, l'indicateur s'est établi en territoire négatif depuis onze mois, mais s'est amélioré de 0,9 point, tandis que les anticipations d'activité se sont établies en territoire négatif depuis vingt-huit mois, mais se sont améliorées de 14,8 points.

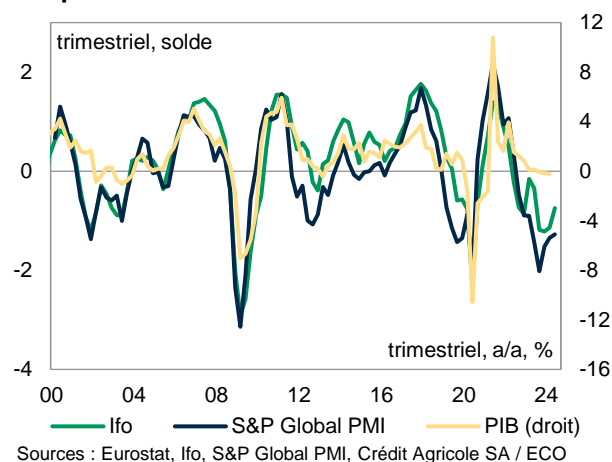
Dans le secteur de la construction, l'indicateur s'est établi en territoire négatif depuis quatorze mois, mais s'est amélioré de 1,3 point, tandis que les anticipations d'activité se sont établies en territoire négatif depuis cinquante-neuf mois, mais se sont améliorées de 14,9 points.

L'évaluation de la situation actuelle des entreprises du secteur du commerce s'est établie en territoire négatif depuis quatorze mois, et s'est détériorée de -2,5 points, tandis que les anticipations d'activité se

sont établies en territoire négatif depuis trente-cinq mois, mais se sont améliorées de 8,4 points.

Par ailleurs, l'indicateur pour les entreprises du secteur des services s'est établi en territoire positif depuis quarante-huit mois, et s'est amélioré de 0,2 point, tandis que les anticipations d'activité se sont établies en territoire négatif depuis vingt-huit mois, mais se sont améliorées de 10,6 points.

Enquêtes sur l'évolution du climat des affaires

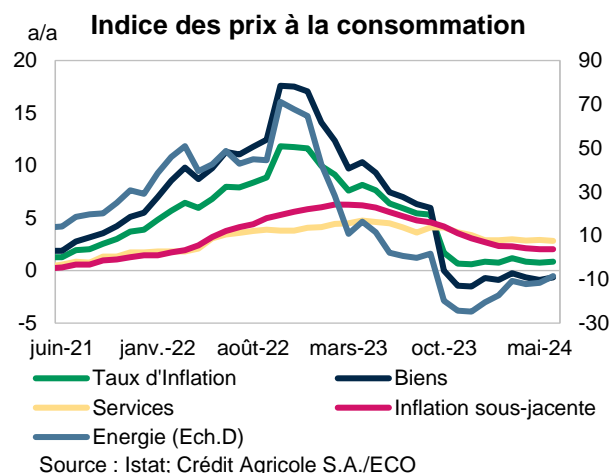


✓ Notre opinion – Bien que le climat des affaires se situe à des niveaux historiquement bas et signale une nouvelle dégradation en juin, la situation dans l'industrie manufacturière et le secteur de la construction s'améliore depuis le début de l'année et les perspectives pour le prochain semestre se démarquent à la hausse. En revanche, les résultats de l'enquête de l'institut Ifo sont modérément plus prudents en ce qui concerne le secteur du commerce et celui des services.

Italie : la confiance des ménages s'améliore, le début d'un mieux

Les ménages semblent retrouver le chemin de l'optimisme. La confiance des ménages augmente de nouveau en juin pour le deuxième mois consécutif, atteignant 98,3, soit sa valeur la plus élevée depuis février 2022. L'ensemble des composantes est en hausse, avec une croissance notable du climat économique et des anticipations plus favorables quant à l'évolution de la situation future. La perception plus positive du contexte économique se traduit également par des anticipations de chômage en baisse et une capacité d'épargne future renforcée.

Le regain d'optimisme des ménages s'explique également par un contexte de prix à la consommation plus stable. L'inflation s'est ainsi établie à 0,8 % en glissement annuel pour le troisième mois consécutif. L'inflation sous-jacente est également stabilisée à 2 % en juin. Derrière cette stabilité de l'indice se cachent néanmoins des tendances contrastées.



Tandis que la première phase désinflationniste a été principalement tirée par la baisse des produits énergétiques puis des biens durables, elle est à présent le fait d'un ralentissement des produits alimentaires non transformés, qui passe de 2,2 % en

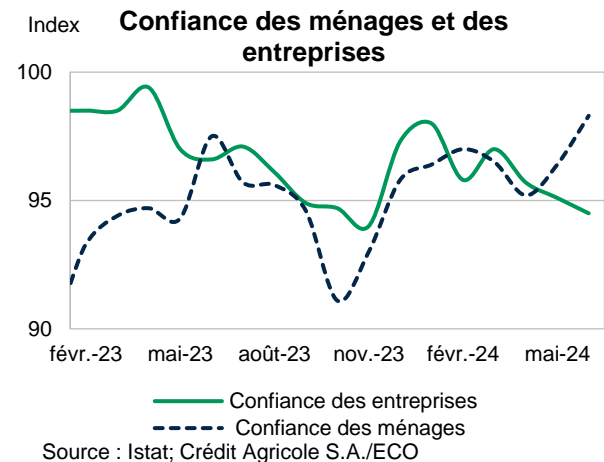
mai à 0,4 % en juin. Dans le même temps, les prix de l'énergie semblent avoir légèrement changé de dynamique et enregistrent une légère reprise, bien qu'ils restent largement négatifs (-8,6 % contre -11,6 % le mois précédent). Le mois de juin se caractérise également par une légère décélération des prix dans les services, de +2,9 % à +2,8 %.

Globalement, ces dynamiques sont favorables aux consommateurs, avec une nette décélération des prix du panier moyen qui comprend les produits alimentaires, ménagers et d'hygiène corporelle, ralentissant sur un an et passant de +1,8 % à +1,4 %. Il en est de même pour le panier de produits à forte fréquence d'achat, qui passe de +2,5 % à +2,1 %.

Assiste-t-on à la fin de la phase déflationniste des biens durables et de l'énergie ? Derrière le changement de dynamique des prix sur les biens durables, se cache un changement de tendance dans les prix à la production, qui continuent certes à décélérer sur un an (-3,5 %), mais qui ont augmenté sur une base mensuelle.

La reprise de la confiance des ménages tranche avec la détérioration du climat des affaires, qui enregistre sa troisième baisse consécutive en juin. Avec ce nouveau repli de la confiance des entreprises, l'indice est à son plus bas niveau depuis novembre 2023. Tous les secteurs, à l'exception de la construction, sont concernés, avec un décrochage marqué de l'industrie, qui passe de 88,2 à 86,8. Le secteur manufacturier, éprouvé depuis plusieurs mois, continue d'observer une détérioration des carnets de commandes. Les attentes en ce qui concerne la

production sont également en diminution, tandis que les industriels pointent une accumulation croissante des stocks en produits finis. Les services, et en particulier le commerce de détail, ne sont pas non plus épargnés par ce climat de morosité, avec des perspectives de demande en baisse.



Pourtant, le chiffre d'affaires, aussi bien dans l'industrie que dans les services, tend à s'améliorer en avril, tiré notamment par le marché intérieur. Bien que la catégorie des biens intermédiaires soit encore en territoire négatif, les autres segments de biens tendent à croître sur le mois. Pour ce qui est des services, le chiffre d'affaires sur un mois est en hausse dans l'ensemble des activités, à l'exception des activités immobilières. Cependant, cette reprise ne modifie pas la tendance de fond avec, d'un côté, des résultats en demi-teinte pour l'industrie et des perspectives plutôt positives pour les services.

Notre opinion – Dans ce tableau, il est difficile de distinguer une dynamique franche de l'activité. D'un côté, les effets du recul de l'inflation commencent à se matérialiser sur la confiance des ménages ; de l'autre, les entreprises continuent de signaler des difficultés liées à la demande. Les conséquences d'une consommation des ménages encore contenue après le repli marqué en fin d'année 2023 ne semblent toujours pas s'être dissipées. Avec un marché à l'exportation de plus en plus difficile (les exportations hors Union européenne ont baissé en mai), le rôle joué par une reprise de la demande domestique reste crucial pour l'amélioration des perspectives économiques. Bien que le boom de la consommation après une phase aiguë de pression inflationniste n'ait toujours pas eu lieu, signe que la fragilisation des ménages a été sous-estimée, les signaux de confiance depuis trois mois restent certes peu suffisants, mais encourageants

 **Espagne : le PIB révisé à la hausse**

L'INE révisé légèrement à la hausse le chiffre de la croissance du PIB pour le 1^{er} trimestre 2024. Selon les nouvelles données, le PIB a augmenté de 0,8% en glissement trimestriel, soit 0,1 point de plus que l'estimation initiale et la plus forte hausse depuis sept trimestres. Comme d'habitude, l'INE a également révisé les données du PIB corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier pour l'année 2023, mais la révision n'a guère modifié le profil de croissance.

Le profil de croissance des composantes du PIB présente peu de changements. Du côté de la demande intérieure, la croissance de la

consommation privée du T1 2024 en glissement trimestriel est révisée à la hausse de 0,1 point à 0,4 % et la consommation publique est révisée à la hausse de 0,4 point à -0,6 %. L'investissement est inchangé par rapport à l'estimation précédente, avec une croissance de 2,6%. Sur la base de ces révisions, la contribution de la demande domestique à la croissance augmente de 0,1 point à 0,3 point de pourcentage (pp). Du côté de la demande extérieure, les exportations et les importations ont été révisées à la hausse de 0,9 pp et de 1,1 pp à 3,3% et 2,2% en glissement trimestriel, respectivement. Au total, la contribution de la demande extérieure à la croissance reste inchangée à 0,5 pp.

☑ **Notre opinion** – Les heures travaillées n'étant pas révisées, la légère révision à la hausse de la croissance du PIB en glissement annuel implique une révision à la hausse de même ampleur de la productivité par heure travaillée. Selon ces données, la productivité par heure travaillée se situe, au premier trimestre 2024, 3,8 % au-dessus de sa valeur au premier trimestre 2019. Cela implique une croissance annuelle moyenne de la productivité entre le T1 2019 et le T1 2024 de 0,7 %, légèrement supérieure à la croissance moyenne de la productivité de 0,5 % enregistrée entre 2014 et 2019.

La révision à la hausse de la croissance du PIB au premier trimestre 2024 introduit un léger biais à la hausse dans nos prévisions de croissance du PIB pour 2024, qui s'établissent actuellement à 2,3 %. La confirmation d'une croissance modérée de la consommation privée au T4 2023 et au T1 2024 (1,3% et 1,8% respectivement en rythme trimestriel), face à des progressions plus fortes du revenu disponible brut (5,2% et 3,2% respectivement) interrogent sur l'évolution de cette première. En effet, le taux d'épargne des ménages se situe à 14,2% du RDB au T1 après 13% au T4 2023, des niveaux historiquement très élevés.

Pays émergents

Asie

👉 Chine : la détention de bons du Trésor américain, une arme stratégique ?

Les interdépendances entre la Chine et les États-Unis prennent de nombreuses formes. Les dernières semaines ont une nouvelle fois mis l'accent sur les enjeux commerciaux et technologiques, en raison de la décision de Joe Biden d'augmenter significativement les droits de douane américains sur certains produits chinois emblématiques, considérés comme faisant l'objet de surcapacités de production (véhicules électriques, panneaux solaires, batteries, acier et aluminium entre autres). Alors que la Chine n'a pas encore annoncé de véritables mesures pour contrer cette décision américaine – en dehors des habituelles réclamations qui devraient être déposées auprès de l'OMC – un argument de défense souvent avancé est celui lié à la détention d'obligations américaines.

En effet, la Chine est actionnaire de l'État américain, et peut donc détenir un certain pouvoir de marché vis-à-vis des États-Unis, si le stock de dette qu'elle possède est suffisant pour faire varier son prix de manière significative en cas de ventes massives de titres.

Qu'en est-il réellement ? Fin avril 2024, la dette publique américaine totale s'élevait à 34 700 milliards de dollars, soit 125% du PIB. Sur ces 34 700 milliards, 8 000 (23% du total) étaient détenus par des non-résidents, dont 770 milliards par des investisseurs chinois. La part de la dette américaine totale détenue par des investisseurs chinois est donc de 2,2% (2,8% en incluant Hong Kong). Or, elle était de 7,2% (7,8% avec Hong Kong) il y a dix ans, et a donc largement diminué. Mais est-ce la Chine qui s'est volontairement désengagée de ses positions américaines ou bien la structure globale de la dette américaine qui a changé ?

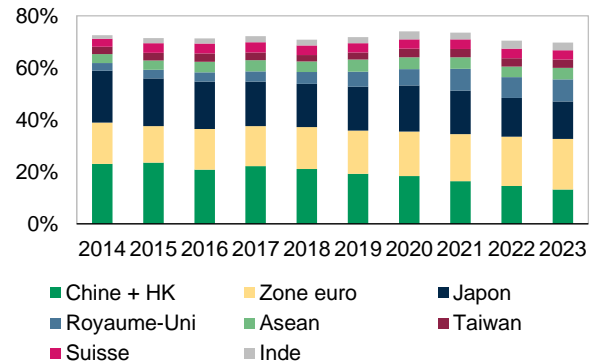
Est-ce la Chine qui s'est désengagée de ses positions américaines ?

Le premier constat, c'est que la structure de détention de la dette américaine a effectivement évolué depuis dix ans : alors que les non-résidents détenaient environ un tiers des bons du trésor en 2014, cette part est donc tombée à 23% en 2024. Ce mouvement s'est accentué à partir de 2020 avec le Covid puis avec le resserrement de la politique monétaire américaine, qui ont rééquilibré l'arbitrage risque/rendement en faveur des titres américains. Le prolongement d'une politique de la Fed de taux plus hauts, pour plus longtemps, pourrait encore accentuer ce phénomène.

La part des non-résidents a donc baissé, mais celle de la Chine (incluant Hong Kong) parmi eux aussi, puisqu'elle est passée de 23% à 13,2% en dix ans. Le rééquilibrage s'est fait au profit de la zone euro

(passée de 15,9% à 19,5%) et du Royaume-Uni (de 2,7% à 8,6%), et ce bien que le stock de bons du trésor détenu par la Chine ait progressé, de 6 100 à 8 000 milliards de dollars.

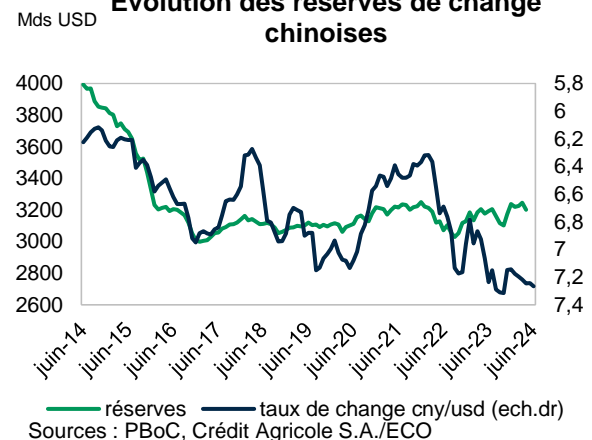
Qui détient les obligations américaines à l'étranger ?



Sources : US Treasury, Crédit Agricole S.A./ECO

Qu'en est-il des réserves de change chinoises ? L'État chinois étant un des premiers acheteurs de bons du Trésor américain, l'évolution des réserves de change du pays peut également être une explication. Ces dernières ont effectivement baissé depuis dix ans, passant de 4 000 à 3 200 milliards de dollars. Cela s'explique notamment par la dépréciation du yuan face au dollar sur cette même période, ayant conduit la banque centrale à intervenir sur le marché des changes pour contenir la chute de sa devise. Dans le même temps, la Chine a pourtant continué d'enregistrer des excédents courants et commerciaux importants, mais l'effet change l'a emporté.

Evolution des réserves de change chinoises



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

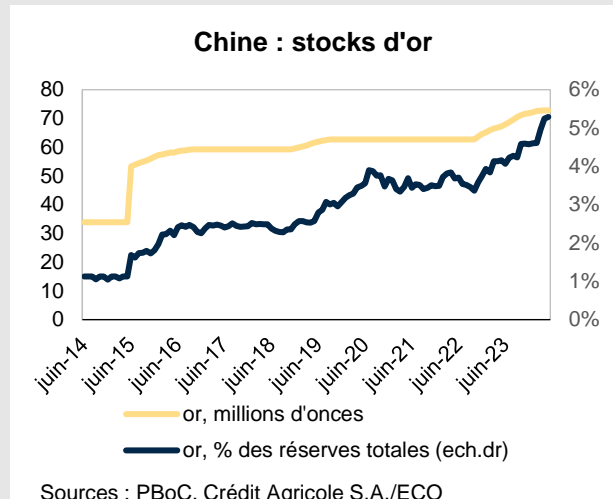
Enfin, la composition des réserves de change chinoises a sûrement été modifiée et diversifiée. En témoigne la hausse des stocks d'or détenus par la Chine, qui représentaient 1,1% du total des réserves

en 2014, contre 5,2% actuellement. Valeur refuge traditionnelle, la hausse des stocks d'or s'est accélérée depuis fin 2022, dans un climat géopolitique de plus en plus tendu et incertain.

☑ Notre opinion – La détention par la Chine d'un stock important de bons du Trésor américain est souvent présentée comme une arme stratégique que le pays pourrait utiliser contre les États-Unis en cas d'aggravation des tensions entre les deux pays, avec la rhétorique suivante : en vendant massivement les obligations américaines qu'elle détient, la Chine aurait la capacité de déstabiliser le marché américain et de provoquer une crise de la dette aux États-Unis.

Ce scénario doit pourtant être largement nuancé. D'une part, si la part de la dette américaine détenue par la Chine était conséquente il y a dix ans, cette dernière a largement régressé, notamment parce que les États-Unis se financent plus sur leur marché domestique et que des acteurs traditionnels (en particulier européens) ont réinvesti dans la dette américaine, en profitant d'une hausse de sa rentabilité. Ensuite, parce que les bons du Trésor américain demeurent une catégorie unique dans l'univers des investisseurs, comme actifs extrêmement liquides et sûrs, et qu'aucun autre ne peut pour l'instant remplacer. S'ils choisissaient de vendre leurs bons du Trésor, les autorités chinoises seraient donc confrontées à un nouveau dilemme : sur quel(s) actif(s) réinvestir les fonds obtenus, de manière à obtenir le même arbitrage risque/rendement ?

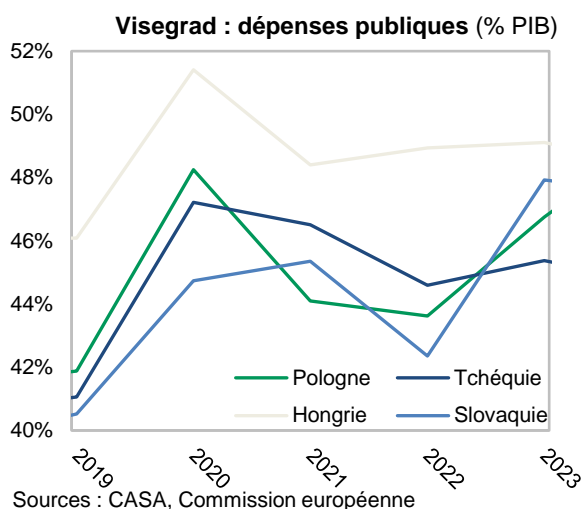
Enfin, n'oublions pas que, même si la Chine demeure un pays relativement fermé et isolé des marchés de capitaux, une déstabilisation forte du marché de la dette américaine aurait des répercussions mondiales, qui pourraient affecter les actifs chinois. En 2008, la Chine avait été préservée de la grande crise financière, mais la Chine actuelle n'est plus celle de 2008 : de l'aveu même du gouverneur de la banque centrale chinoise, la politique monétaire restrictive menée actuellement par la Fed l'empêche de procéder à de nouvelles baisses du taux directeur, de peur de s'exposer à de nouvelles fuites de capitaux. Signe, s'il en fallait encore un autre, que les interdépendances de ces deux pays n'ont pas fini de peser sur leurs choix politiques respectifs.



Europe centrale et orientale, Asie centrale

👉 Visegrad : 2024, année de sortie de crise(s) pour les budgets ?

En réactivant, en 2024, son mécanisme sur les déficits excessifs, la Commission européenne signale un début de retour à la normale après trois années successives de crise. Pour les pays Visegrad, frappés de plein fouet par la vague inflationniste en 2022 et 2023, l'heure serait donc à la consolidation fiscale. Pour cause, les pays de la zone ont beaucoup dépensé pour protéger leurs économies et leurs populations des effets de la crise sanitaire, puis de l'inflation.

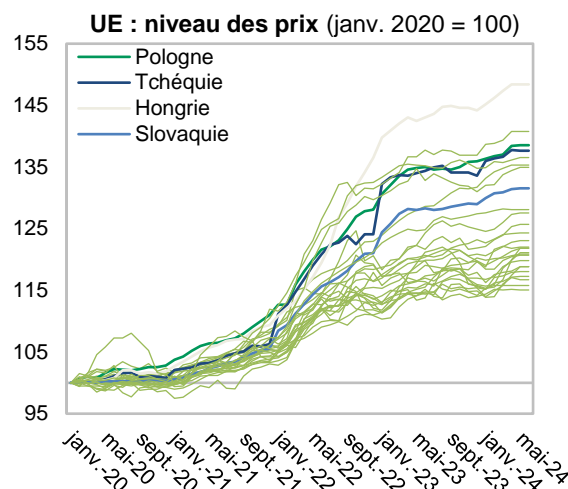


Pour la Tchéquie et la Slovaquie, très exposées au secteur automobile, les effets de la crise sanitaire ont continué de se faire sentir en 2021 et 2022 par le biais des perturbations logistiques. Les deux pays n'ont donc pas procédé à une réduction de leurs dépenses publiques dès 2021, contrairement à la Hongrie, et surtout à la Pologne. La Tchéquie pouvait d'ailleurs se le permettre grâce à un niveau de dette publique particulièrement bas avant la crise (30 % du PIB en 2019).

À l'inverse, la Hongrie était seule dans la zone à afficher un ratio de dette publique supérieur à 60 % du PIB avant 2020, héritage d'une trajectoire fiscale non maîtrisée pendant les années 2000. Le retour à la discipline fiscale après la pandémie n'était donc pas une option. Le besoin de protéger face à la hausse des prix est néanmoins venu retarder ce retour à l'orthodoxie budgétaire.

De plus, pour la Hongrie et, dans une moindre mesure, la Pologne et Tchéquie, la hausse des prix a été d'autant plus violente que leurs monnaies nationales ont souffert des incertitudes géopolitiques et énergétiques résultant de l'invasion de l'Ukraine.

Ces chocs ont donc entraîné des réponses fiscales proches mais s'inscrivant dans des trajectoires d'endettement et des vulnérabilités macroéconomiques et énergétiques distinctes.



Conséquence de ces efforts budgétaires, à l'exception de la Tchéquie, les trois autres pays Visegrad pourraient donc se retrouver dans le viseur de la Commission européenne.

Si la dette tchèque a beaucoup augmenté et que le déficit public demeure au-dessus des 3 % en 2023, (3,7 %), la Commission ne recommande pas l'ouverture d'une procédure pour déficit excessif. En effet, le pays a présenté un plan de consolidation fiscale jugé crédible, aussi bien par les marchés que par la Commission : le déficit public devrait être ramené à 2,3 % en 2024 puis 2,1 % en 2025¹.

Dans le cas Hongrois, la juxtaposition d'une dette publique largement au-dessus des 60 % (73,5 %) et d'un déficit public très élevé (6,7 %) en 2023, justifie aux yeux de la Commission européenne de recommander l'ouverture d'une procédure pour déficit excessif. Certes, la dette hongroise a commencé à baisser en 2022 mais la trajectoire fiscale ne permet pas d'entrevoir une convergence plausible avec les critères européens. En effet, la dette publique devrait se stabiliser autour de 74 % du PIB à moyen terme.

Dans le cas de la Pologne et de la Slovaquie, c'est le niveau des déficits publics présents et futurs qui est en cause, plutôt que le niveau de dette actuel.

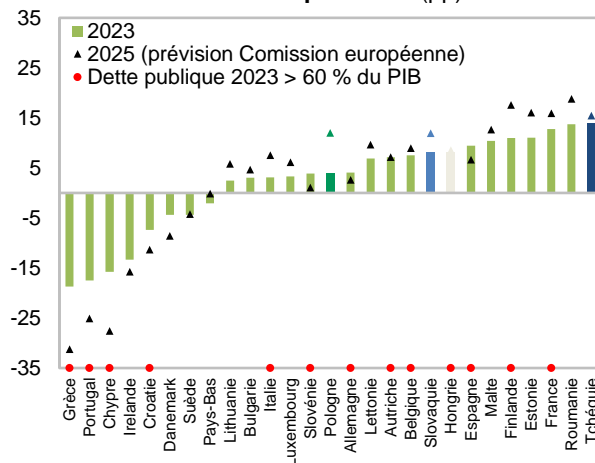
En Pologne, le déficit public, déjà à 5,1 % du PIB en 2021, devrait atteindre 5,7 % en 2024. Si les mesures anti-inflation ont joué un rôle, elles n'expliquent pas tout : le contexte électoral chargé (élection législative en octobre 2023 et présidentielle en mai 2025) et l'effort en matière de défense le plus important de l'Otan (3,8 % du PIB en 2023, 4,1 % en 2024 et encore davantage en 2025) sont les principales sources de ces déficits à venir. Le gouvernement de D. Tusk est d'ailleurs en pleine négociation avec la Commission européenne pour

¹ Prévisions de la Commission européenne de juin

que soit reconnu la nature particulière, notamment le potentiel intérêt commun pour toute l'Europe, des dépenses militaires polonaises.

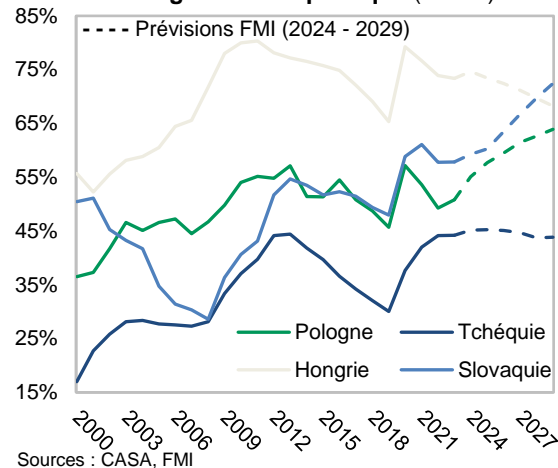
La Slovaquie quant à elle, a non seulement beaucoup dépensé face à ces multiples crises mais elle a surtout augmenté le niveau de ses dépenses permanentes (2,3 % de PIB de nouvelles dépenses sociales permanentes selon le FMI). Le déficit public devrait donc rester supérieur à 5 % du PIB jusqu'en 2026. Par conséquent, la dette publique devrait aussi augmenter de 21,8 pts de PIB en 10 ans à compter de 2019, selon le FMI.

UE : évolution du ratio de dette publique sur PIB depuis 2019 (pp)



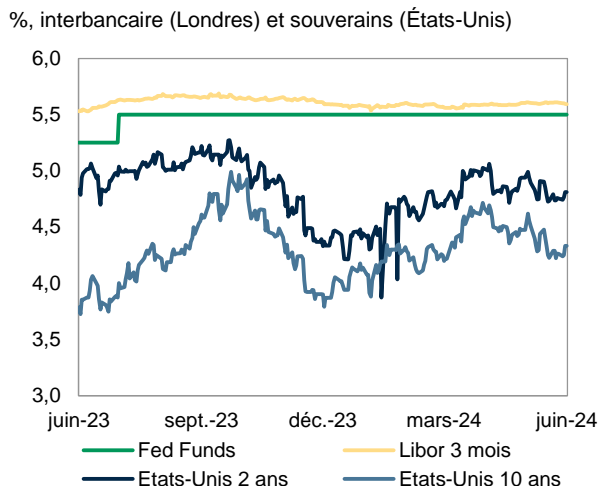
☑ Notre opinion – Malgré un retrait progressif des mesures protectrices face à l'inflation, dès 2023 (correspondant à une baisse de dépense de 1,2 % du PIB en Pologne, 0,2 % en Slovaquie et 0,1 % en Tchéquie), retrait qui devrait être pleinement achevé en 2024, les pays Visegrad peinent à sortir d'un régime d'exception budgétaire. En Hongrie, les efforts de réduction de la dette publique débutés en 2011 ont été ramenés plusieurs années en arrière, alors que Slovaquie et Pologne rompent avec leur tradition de consolidation budgétaire post-crise. Ces deux pays sont désormais sur une nouvelle trajectoire de dette qui demandera beaucoup de capital politique pour être maîtrisée. Ce sont d'ailleurs les deux pays européens à avoir fait l'expérience de l'alternance entre gouvernement populiste et traditionnel en cours de crise. Quant au cas tchèque, il n'est, en fait, pas moins préoccupant : si le pays conserve l'ancrage de sa tradition d'orthodoxie budgétaire, il sort de la crise avec la pire performance de croissance au sein de l'Union européenne. L'écart avec le reste de la zone est même criant pour ce qui est de la consommation privée : elle demeure 7 % en deçà de son niveau de 2019 en 2023 ! Le pays devra donc utiliser cette marge budgétaire à bon escient afin de renouveler son modèle de croissance, arrimé à l'Allemagne et au secteur automobile.

Visegrad : dette publique (% PIB)



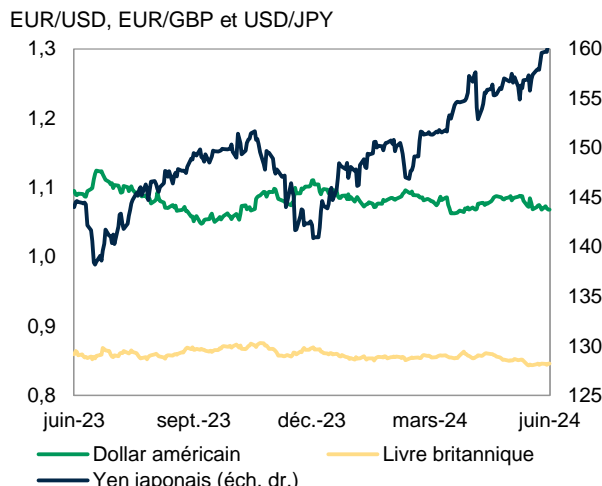
Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain



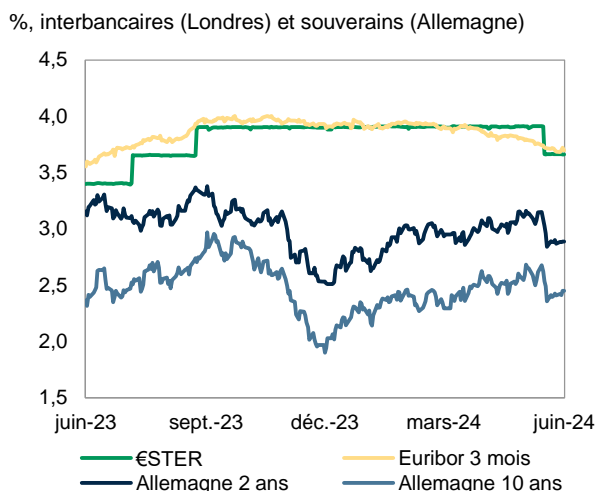
Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises



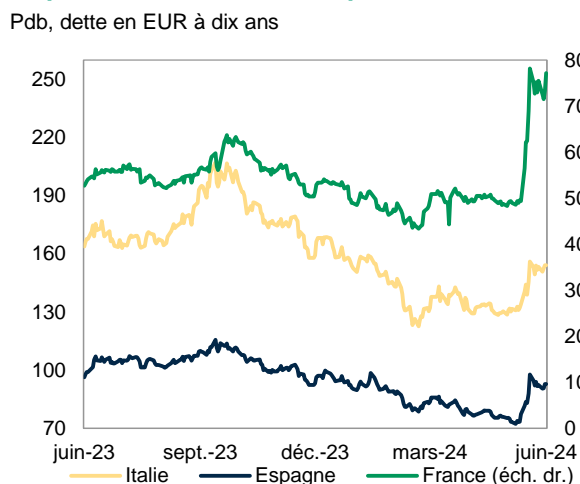
Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro



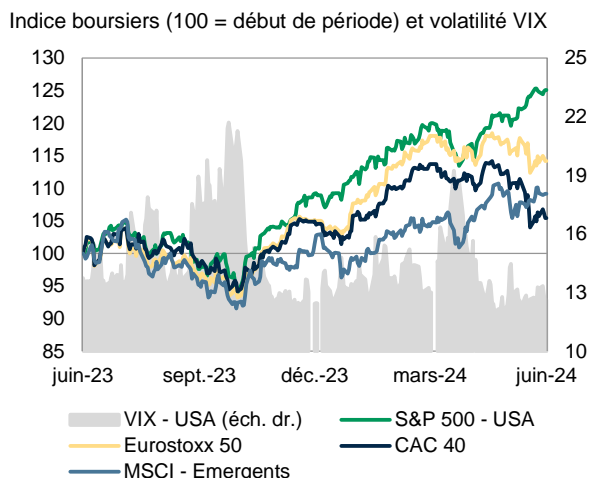
Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund



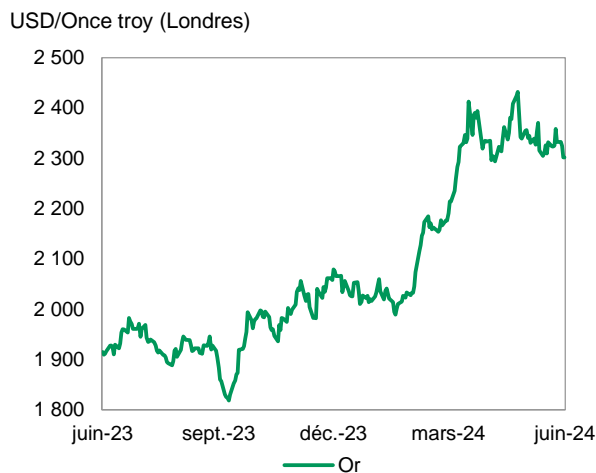
Source : Thomson Reuters

Marché actions



Source : Thomson Reuters

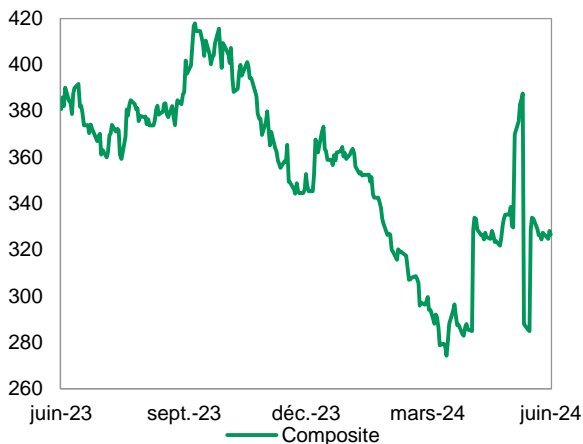
Cours de l'once d'or



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

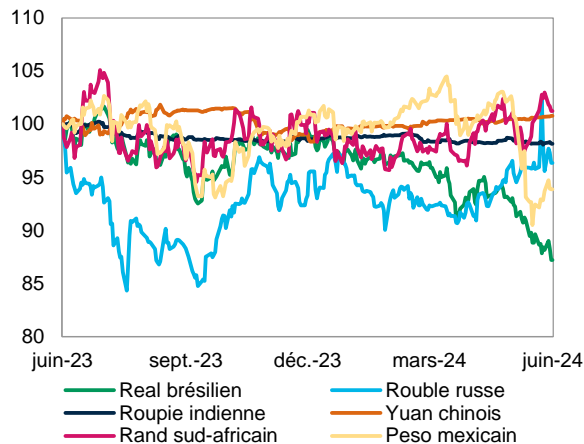
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

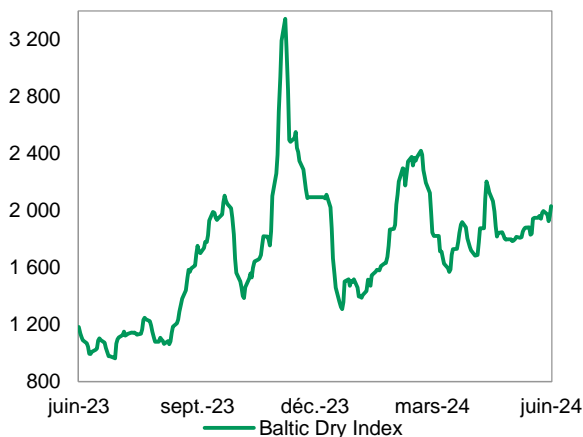
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

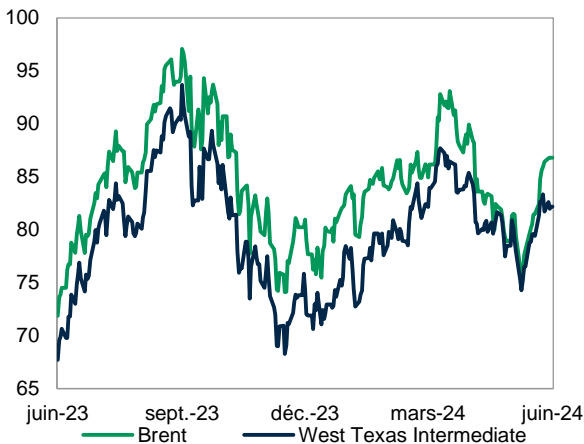
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

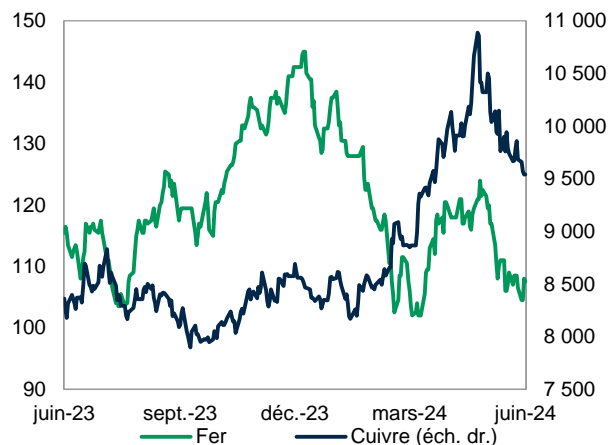
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

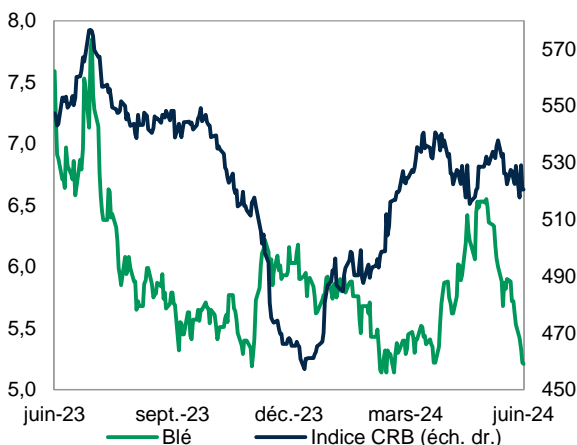
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



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

[Prolongement sans bouleversements](#)

Date	Titre	Thème
27/06/2024	Turquie : où en est la crédibilité de la Banque centrale ?	Turquie
26/06/2024	Chine – Pas de miracle sur le front de l'immobilier	Chine
25/06/2024	Espagne – Les prix de l'immobilier résidentiel toujours en expansion au premier trimestre	Espagne
21/06/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
21/06/2024	Afrique sub-saharienne – Le défi démographique en vue	Afrique sub-saharienne
20/06/2024	D'où vient et que veut l'électeur médian européen ?	Europe
19/06/2024	Union européenne – La Commission affiche ses tarifs compensatoires sur les véhicules électriques chinois	Union européenne
19/06/2024	France – Que faut-il retenir des dernières publications de la Banque de France ?	France

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

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

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

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

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Thomas MORAND

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

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

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

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

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

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