

Perspectives

Hebdomadaire – N°24/183 – 5 juillet 2024

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Des marchés plus sensibles à l'inflation qu'aux élections mais néanmoins attentifs.....	2
☞ France : la baisse de la production industrielle en mai est-elle alarmante ?	3
☞ Allemagne : le mois de mai efface les gains de production industrielle du premier trimestre.....	3
☞ Italie : le revenu disponible des ménages progresse mais les marges des entreprises reculent.....	4
☞ Espagne : l'emploi continue son expansion	5
☞ Élections britanniques : plus qu'une victoire du Labour, un effondrement des conservateurs	7
☞ Pologne : le poids des questions stratégiques sur la trajectoire de dette	9
☞ Kenya : retour à la case départ, la loi de finances retirée.....	12
☞ Géo-économie.....	13

👉 Des marchés plus sensibles à l'inflation qu'aux élections mais néanmoins attentifs

En dépit d'une semaine financière écourtée aux États-Unis par le jour férié de l'*Independence day*, les marchés financiers sont restés concentrés sur les signaux relatifs à l'inflation et à la croissance tout en scrutant le cheminement des élections britanniques et les aléas des législatives françaises et de la présidentielle américaine.

L'indice d'activité des services américain (ISM) a chuté à son plus bas niveau en quatre ans en juin à 48,8 points ; quant à l'indice sur l'emploi dans les services, il a reculé pour la sixième fois en sept mois à 46,1 points suggérant un ralentissement de l'activité au deuxième trimestre. En raison d'une baisse des exportations couplée à une hausse des importations au cours du mois, le déficit commercial américain s'est creusé en mai avec une balance déficitaire atteignant 75,1 Mds de dollars, soit le déficit commercial le plus élevé depuis octobre 2022. Parallèlement, le marché du travail semble s'ajuster davantage : les inscriptions hebdomadaires au chômage augmentent de 4 000 personnes pour atteindre 238 000 cette semaine, tandis que le nombre de personnes inscrites de façon continue aux allocations chômage augmente pour atteindre un sommet de plus de deux ans à 1 858 000 à fin juin. Ces chiffres s'accompagnent d'une diminution des offres d'emploi et du taux de démissions ainsi que de la baisse du ratio de postes vacants par rapport au nombre de chômeurs. Dans le procès-verbal de sa dernière réunion publié le 3 juillet, la Réserve fédérale constate effectivement un ralentissement de l'activité économique américaine, de moindres créations d'emplois, ainsi qu'une baisse des pressions inflationnistes, confirmant l'efficacité de la politique monétaire restrictive mise en place. La Fed recommande néanmoins « une approche attentiste » avant de s'engager dans des baisses de taux d'intérêt. Les *minutes* insistent, en effet, sur la nécessité pour les gouverneurs de disposer d'informations supplémentaires et concordantes leur permettant d'avoir une plus grande confiance dans le fait que l'inflation se rapproche durablement de l'objectif de 2%. La lecture des dernières données conjoncturelles suggère que la Réserve fédérale devrait conserver ce *statu quo* lors de sa prochaine réunion de politique monétaire fin juillet. Sur le plan politique, la course à la présidentielle américaine semble prendre un nouveau tournant avec la possibilité évoquée du remplacement de la candidature démocrate de Joe Biden par un autre ténor du parti. Les pressions en faveur d'un tel scénario s'accroissent côté Démocrates après la mauvaise performance du président sortant lors du débat face à Donald Trump à Atlanta la semaine dernière.

Au Royaume-Uni, le parti travailliste, mené par Keir Starmer, a aisément remporté les législatives anticipées et obtiendrait 411 sièges selon les dernières projections (pour une majorité à 326) loin devant les conservateurs qui enregistrent une défaite record avec 121 sièges tandis que les Libéraux-démocrates obtiendraient 71 sièges et le Parti populiste de Nigel Farage environ 4 sièges. Ces élections tournent la page de quatorze ans de gouvernement conservateur, laissant au futur Premier ministre le soin de remédier aux questions du pouvoir d'achat, des défaillances des services publics et de la dégradation des finances publiques.

En zone euro, l'enquête auprès des directeurs d'achat (PMI) a révélé une activité en net ralentissement au mois de juin, l'indice baissant à 50,9 points après 52,2 points le mois précédent. La bonne santé de l'activité dans les services (52,8 pts) n'a pas suffi à compenser la chute de l'activité manufacturière (45,8 pts). Par ailleurs, l'inflation s'est établie à 2,5% en glissement annuel en juin, en baisse de 0,1 point de pourcentage sur un mois tandis que l'inflation sous-jacente est demeurée à 2,9%, principalement contrainte par la dynamique des prix des services. Si ce timide progrès ne remet pas en cause les réductions de taux attendues d'ici la fin de l'année, il justifie l'approche très prudente de la banque centrale qui cherche à s'assurer que la désinflation se poursuit alors que l'assouplissement monétaire progresse.

Les marchés actions mondiaux ont enregistré des performances notables, le S&P500 progressant de 1,4% sur la semaine, tiré par les valeurs technologiques tandis que l'*Eurostoxx* a augmenté de 2,4%. Sur les marchés obligataires, les perspectives d'une moindre inflation ont ravivé les attentes d'une baisse plus rapide des taux d'intérêt même si les directeurs des banques centrales continuent de préconiser la prudence. Les rendements des obligations souveraines ont toutefois pris des directions divergentes des deux côtés de l'Atlantique. Les rendements du *Bund* allemand de courte et longue maturité augmentent de 10 points de base tandis que les rendements des *Treasuries* américains se replient à la faveur des chiffres médiocres sur l'emploi. Les primes de risque française et espagnole face au *Bund* allemand se sont réduites de 14 points de base tandis que la prime de risque italienne s'est réduite de 22 points de base. La devise européenne s'est appréciée de 1,1% face au dollar sous l'effet d'une économie américaine dont semble enfin se confirmer le ralentissement. Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord a augmenté de 1,1% en raison d'une baisse inattendue des stocks de brut américain.

Zone euro


France : la baisse de la production industrielle en mai est-elle alarmante ?

La production industrielle a nettement diminué en mai d'après les [derniers chiffres](#) publiés par l'Insee. Serait-ce le signe d'une baisse de l'activité économique au deuxième trimestre ? En réalité, cette baisse de la production industrielle pourrait ne pas refléter une véritable tendance de fond, mais au moins en partie des effets de calendrier mal capturés par la correction des variations saisonnières et des jours ouvrables (CVS-CJO) effectuée par l'Insee. En outre, il est toujours utile de rappeler que l'industrie ne représente désormais plus qu'une part modeste du PIB en France, tandis que la production dans les services, principaux contributeurs à la valeur ajoutée totale, a connu une [forte hausse en avril](#).

La baisse de la production industrielle enregistrée en mai est importante : -2,1% sur un mois pour l'ensemble de l'industrie et -2,7% pour l'industrie manufacturière. Toutefois, celle-ci fait suite à une hausse, certes plus limitée, en avril : +0,6% pour l'ensemble de l'industrie et +0,5% pour l'industrie manufacturière. La baisse de la production en mai concerne la quasi-intégralité des grandes branches industrielles, sauf les industries extractives, énergie, eau (+1,1% sur un mois) et la cokéfaction et raffinage (+3,9%). En particulier, la production diminue de 0,7% dans la fabrication de matériels de transport avec une baisse très marquée pour l'automobile (-6,6%), de 4,6% dans la fabrication de biens d'équipement en lien notamment avec de forts replis dans les produits informatiques, électroniques et optiques (-5%) et les machines et équipements non classés ailleurs (-5,4%), et de 3,5% dans la

fabrication d'autres produits industriels avec une forte diminution dans la pharmacie (-6%) et le textile, habillement, cuir et chaussure (-5,1%). La production diminue modérément dans la construction (-1%) et dans les industries agro-alimentaires (-0,6%). Par type de biens, la baisse de la production en mai est plus marquée pour les biens de consommation durables (-4,1%) et les biens d'investissement (-3,2%) que pour les biens intermédiaires (-2,7%) et ceux de consommation non durables (-2,5%), tandis que la production d'énergie augmente pour sa part (de 1,6%).

D'après des informations émanant de l'Insee¹, la baisse de la production industrielle en mai pourrait en fait ne pas refléter une véritable tendance de fond, mais au moins en partie des effets de calendrier mal capturés par la correction CVS-CJO effectuée par l'Insee, en lien avec le positionnement des jours fériés en mai. Les chiffres de baisse de la production industrielle en mai sont donc à interpréter avec beaucoup de précaution. En outre, une recontextualisation est toujours utile : l'industrie ne représente qu'entre 15% (hors construction) et 21% (y compris construction) de la valeur ajoutée brute en France (chiffres de l'année 2023). Or, la production dans les services – qui sont les principaux contributeurs à la valeur ajoutée brute, à plus de 78% en 2023 – a enregistré une forte hausse en avril (+3,6%). *Pour rappel, le PIB est calculé selon l'approche production comme la somme de la valeur ajoutée brute et des impôts sur les produits, diminuée des subventions sur les produits.*

 **Notre opinion** – *Compte tenu de l'ensemble des éléments mentionnés dans cet article, la baisse de la production industrielle enregistrée en mai a un impact très limité sur notre prévision de croissance pour le deuxième trimestre (qui est de +0,2%), et donc sur notre scénario pour la France.*

Allemagne : le mois de mai efface les gains de production industrielle du premier trimestre

La production industrielle a reculé de -2,4% en mai (après une hausse de +0,4% en avril), selon les données publiées par l'Institut de statistiques allemand. La production dans les branches intensives en énergie a progressé de +0,2% en mai (après une baisse de -0,8% en avril), et dans l'industrie manufacturière a reculé de -2,9% (après une hausse de +0,5% en avril).

Après une expansion au premier trimestre, le ralentissement de la croissance en avril et la contraction en mai modèrent les perspectives pour le deuxième trimestre. Ainsi, la production industrielle a progressé de +1,4% au premier trimestre, puis a reculé de -2,0% au cours d'avril et mai, et accumule une contraction de -0,6% depuis janvier. En revanche, la production dans les branches intensives en énergie a progressé de +8,5% au premier trimestre, puis a reculé de -0,6%

¹ Voir en particulier l'avertissement présent dans la publication de l'Insee : « Toutes les évolutions commentées dans ce numéro d'Informations-Rapides sont corrigées des variations saisonnières et du nombre de jours ouvrables (CVS-CJO). Cependant cette année, le positionnement des jours fériés a pu amplifier les réductions d'activité en mai. Notamment, l'activité du vendredi 10 mai a pu être fortement réduite, les deux jours précédents ayant été fériés (8 mai et jeudi de l'Ascension). Or le

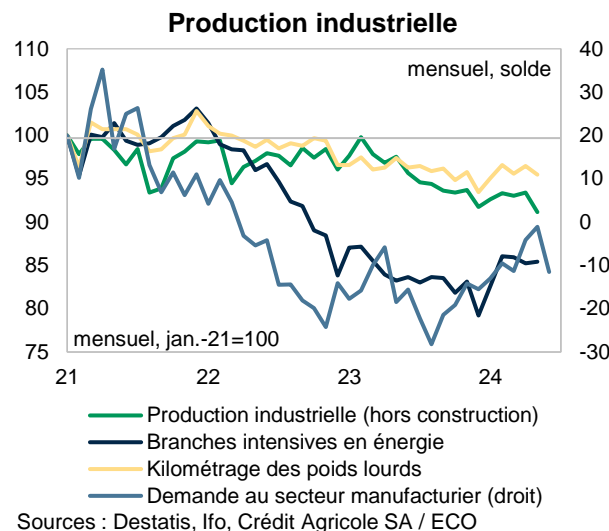
10 mai n'étant pas férié, il est considéré comme un jour ouvré "normal" pour le traitement CVS-CJO. », ainsi que le post de Jean-Luc Tavernier (Directeur de l'Insee) sur LinkedIn : « [...] Un avertissement cependant : on se rappelle que ce mois de mai a été marqué par de nombreux jours fériés et surtout un pont particulièrement important les 8, 9 et 10 mai, et il est possible que la correction des jours ouvrés ne permette pas de bien tenir compte de cette configuration exceptionnelle ».

au cours d'avril et mai, mais accumule une expansion de +7,9% depuis janvier. Par ailleurs, la production dans l'industrie manufacturière a progressé de +2,5% au premier trimestre, puis a reculé de -2,4% au cours d'avril et mai, pour rester au même niveau qu'en janvier.

En analysant en détail les industries manufacturières, en tenant compte de la volatilité (après correction des effets saisonniers et calendaires), qui peut être provoquée par les caractéristiques du secteur, les grosses commandes ponctuelles, les carnets de commandes ou les stocks, on peut identifier les industries qui se démarquent le plus. Tel est le cas des produits électroniques (en baisse de -4,2% en mai), les produits électriques (-7,2%), les machines (-5,9%).

Concernant les nouvelles commandes dans l'industrie manufacturière, les données publiées par l'Institut de statistiques allemand montrent un recul de -2,2% en mai (après une hausse de +2,3% en avril). Les commandes originaires de la zone euro se démarquent en enregistrant une baisse de -6,1%

en mai. Cependant, les nouvelles commandes de produits électroniques en provenance de la zone euro enregistrent une hausse de +26,3% en mai.



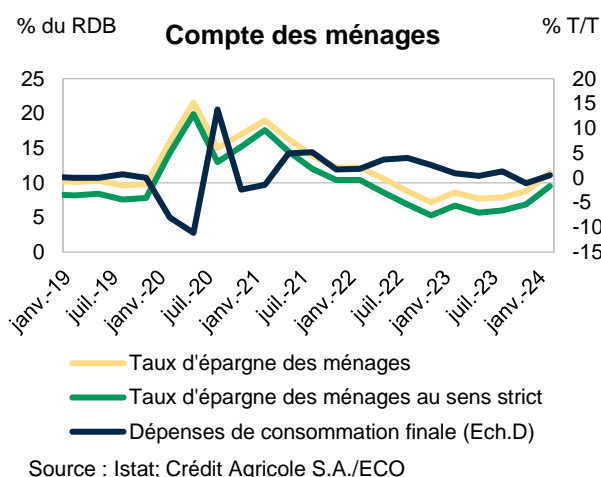
Notre opinion – Les indicateurs avancés de l'activité économique sont négatifs pour juin. Tel est le cas de l'indicateur de demande au secteur manufacturier produit par l'institut Ifo, qui enquête sur les entreprises de l'industrie, ou l'indicateur hebdomadaire d'activité, calculé par le Bundesbank, qui montre également une baisse en juin.

Concernant l'effet que pourraient avoir ces données sur le PIB du deuxième trimestre, les secteurs de l'industrie manufacturière en expansion depuis avril représentent 3,8% de la valeur ajoutée brute allemande, tels que les produits du raffinage, chimiques ou de papeterie, comme évoqué dans notre [hebdomadaire du 31 mai](#) sur le risque de délocalisation industrielle. En revanche, ceux en contraction représentent 14,1%, tels que les produits métallurgiques, les véhicules ou les meubles, qui sont trois des produits principalement exportés vers la Chine, comme nous l'avons analysé dans notre [hebdomadaire du 21 juin](#).

Italie : le revenu disponible des ménages progresse mais les marges des entreprises reculent

Après une fin d'année difficile pour les ménages, marquée par une baisse du revenu disponible et une forte contraction de la consommation, l'année 2024 semble commencer sous de meilleurs auspices. Au cours du premier trimestre, le revenu disponible des ménages a augmenté de 3,5% en termes nominaux par rapport au trimestre précédent. Le ralentissement de l'inflation a également favorisé une consolidation du pouvoir d'achat, avec une croissance du revenu disponible réel de 3,3% par rapport au trimestre précédent.

Parallèlement, la consommation finale des ménages a augmenté de 0,5% par rapport au trimestre précédent, indiquant une préférence pour l'épargne de précaution chez les ménages italiens. Ainsi, le taux d'épargne des ménages au sens large (incluant les entreprises individuelles et les ISBLM), qui avait fortement baissé au cours de l'année précédente, s'est redressé au cours du premier trimestre pour s'établir à 11,4%. Dans le même temps, le taux d'investissement des ménages a légèrement diminué, passant de 11,7% à 11,5%.

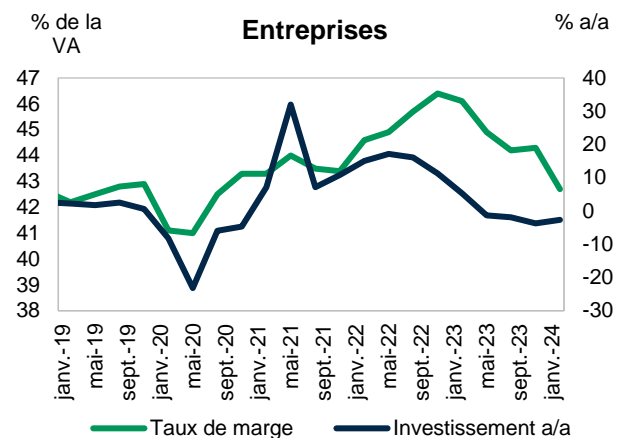


Cette préférence pour l'épargne de précaution est également visible pour les ménages au sens strict (c'est-à-dire sans prendre en compte les entrepreneurs individuels et les ISBLM), avec un taux d'épargne qui progresse de 2,6 points, passant de 6,9% (un point bas de la série) à 9,5% au cours

du premier trimestre, soit au-dessus de sa moyenne historique autour de 8%.

Si la situation des ménages s'améliore, celle des sociétés non financières connaît une dynamique inverse, avec un recul des marges bénéficiaires pour le cinquième trimestre consécutif. Tandis que la variation de la valeur ajoutée est restée nulle, l'excédent brut d'exploitation des entreprises a reculé de 3,6% par rapport au trimestre précédent et de près de 6% par rapport à la même période de l'année précédente. Malgré ce recul, l'investissement progresse de 1,7% en variation trimestrielle, après un repli de près de 2,9% en fin d'année 2023. Le taux d'investissement augmente également à 20,5%. Néanmoins, la tendance de repli de l'investissement observée depuis le T2 2023 se poursuit. En effet, l'investissement des entreprises recule en glissement annuel pour le quatrième trimestre consécutif, diminuant de 2,7% par rapport au T1 2023. Le recul de l'EBE se traduit également par une baisse du taux de marge de près

de 3 points, à 42,7%, soit son niveau le plus bas depuis trois ans.



Source : Istat; Crédit Agricole S.A./ECO

Notre opinion – Les tendances divergentes qui transparaissent dans les indicateurs de conjoncture sont également visibles dans les comptes des ménages et des entreprises. D'un côté, le ralentissement de l'inflation favorise une amélioration de la situation des ménages, qui voient leur pouvoir d'achat progresser. Toutefois, cette amélioration du revenu disponible, dans un environnement encore empreint d'incertitude, ne s'est pas traduite par une hausse significative de la consommation. De l'autre côté, le ralentissement dans l'industrie et la faiblesse de la demande semblent pénaliser les entreprises. Cumulées à des conditions de financement peu favorables, elles inscrivent le ralentissement de l'investissement productif dans la durée.

Espagne : l'emploi continue son expansion

Corrigé de la saisonnalité, l'emploi a enregistré une hausse de 31 311 individus en juin, le chiffre le plus bas depuis novembre 2023. Cependant, sur l'ensemble du deuxième trimestre, la croissance des créations d'emploi en glissement trimestriel s'est accélérée pour atteindre 0,8%, contre 0,7% au premier trimestre.

Par secteur, le taux de croissance de l'emploi le plus élevé reste celui des services. L'emploi dans l'agriculture intensifie sa baisse en glissement annuel à -1,7% contre -1,4% le mois précédent,

tandis que l'emploi dans l'industrie et dans la construction accélère d'un dixième de point de pourcentage pour atteindre respectivement les taux de croissance de 1,7% et 1,6% en glissement annuel. L'emploi dans les services, a accéléré d'un dixième de point de pourcentage pour atteindre un rythme de 3,0%.

Le chômage a baissé de 4 145, soit une moyenne de -9 136 au 2^e trimestre, en dessous de la moyenne du 1^{er} trimestre (-14 680).

Notre opinion – Bien que les créations d'emplois en juin aient été un peu plus faibles que les mois précédents, le deuxième trimestre dans son ensemble a connu un rythme de croissance notable des affiliations à la Sécurité sociale, avec une augmentation trimestrielle de 0,8%, contre 0,7% au premier trimestre. Pourtant, les données contrastent avec le progressive affaiblissement de la réduction du chômage.

Un élément qui explique en partie cette divergence se trouve dans l'évolution de la population, et notamment dans la population étrangère. Au cours des deux dernières années (du 1^{er} trimestre 2022 au 1^{er} trimestre 2024), la population espagnole a augmenté de 1 million de personnes. Dont : +956 000 étrangers, +291 000 double nationalité, et Espagnols -175 000. Dans trois secteurs, le pourcentage de travailleurs étrangers dépasse 20% : l'hôtellerie (27%), l'agriculture (25%) et la construction (21%).

La forte croissance démographique, tirée par l'immigration, restera un facteur de croissance important pour l'emploi espagnol, même si elle ne sera pas aussi importante qu'en 2023. Les projections de l'INE indiquent une croissance démographique annuelle moyenne de 0,8% jusqu'en 2027, grâce aux flux migratoires (+482 000 personnes en moyenne par an), tandis que la population née en Espagne continuera de diminuer

(-100 000 personnes en moyenne par an). Bien que ce taux de croissance soit légèrement inférieur à l'augmentation exceptionnelle en 2023 (1,2%), il est nettement supérieur à l'augmentation annuelle moyenne enregistrée au cours de la période 2016-19 (0,4%).

Royaume-Uni

Élections britanniques : plus qu'une victoire du Labour, un effondrement des conservateurs

En ligne avec les anticipations, le Parti travailliste a remporté une victoire écrasante aux élections législatives britanniques du 4 juillet dernier, mettant fin à 14 ans de pouvoir des conservateurs. Le Labour obtient 411 sièges à la Chambre basse du parlement sur un total de 650, contre 202 aux élections de 2019.

Le Parti conservateur essuie une défaite historique : il n'obtient que 121 sièges, soit le tiers de ce qu'il avait obtenu en 2019 (376). Le Parti conservateur réalise toutefois un score meilleur que prévu, totalisant près de 24% du vote national et obtenant plus de sièges qu'anticipé par les sondages avant les élections qui lui accordaient moins de 100 sièges. L'écart par rapport au pourcentage de votes obtenu par le Labour n'est finalement que de 10 points de pourcentage, soit la moitié de ce que prédisaient les sondages.

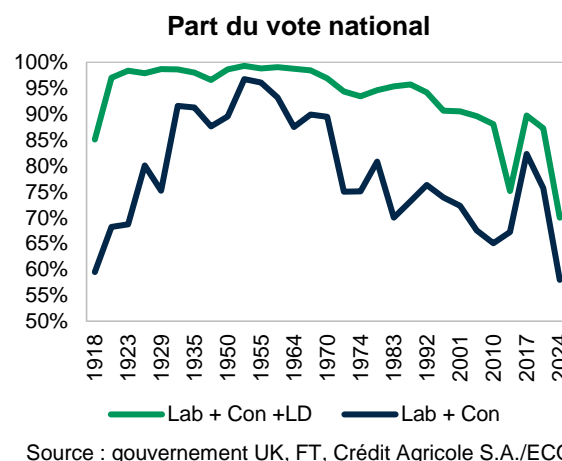
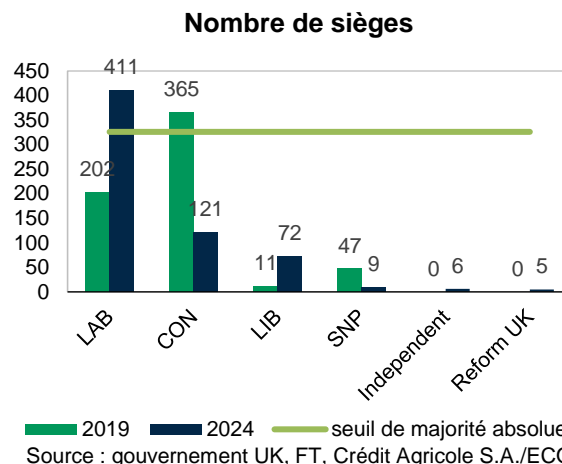
Keir Starmer, leader du Parti travailliste sera le nouveau Premier ministre. Il bénéficierait d'une majorité significative de 172 sièges à la Chambre des communes, comparable à celle de Tony Blair en 1997 (179).

Cette victoire du Labour est toutefois à relativiser : elle ne reflète pas une popularité en hausse du Parti travailliste, bien au contraire. Attirant près de 34% du vote national, le Labour enregistre le pire score d'un parti gagnant lors d'élections législatives. Il est même nettement plus faible que celui obtenu par Jeremy Corbyn en 2017 (40% des votes), lorsque le Parti travailliste avait perdu contre les conservateurs.

La victoire du Labour est le résultat d'un report des votes de droite vers le Parti anti-establishment Reform UK, l'ex-Brexit party de Nigel Farage (14% des votes) et vers le Parti centriste des libéraux démocrates (12% des votes). Le Reform UK réalise une percée historique et entre au parlement pour la première fois avec 5 sièges. Les libéraux démocrates augmentent considérablement leur nombre de sièges au parlement, passant de 11 à 72. En parallèle, en Écosse, le Labour afflige une défaite significative au parti des indépendantistes écossais. Le SNP n'obtient que 9 sièges à la Chambre des communes contre 37 pour le Labour. Enfin, la victoire du Labour est aussi favorisée par le système électoral britannique (*first-past-the-post* ou scrutin uninominal majoritaire à un tour) qui tend à privilégier les partis principaux bien établis dans les circonscriptions (et y ayant donc un électorat concentré leur procurant le plus de sièges).

On constate un désaveu clair des Britanniques pour les partis de l'*establishment*, le pourcentage des intentions des votes en faveur du Labour et du Parti conservateur étant tombé au plus bas depuis 1918

à seulement 58% du vote national contre 76% en 2019 et 82% en 2017. Par ailleurs, le taux de participation s'inscrit en baisse à 60%, contre 67,3% lors des élections en 2019 et proche des plus bas enregistrés depuis 1918.



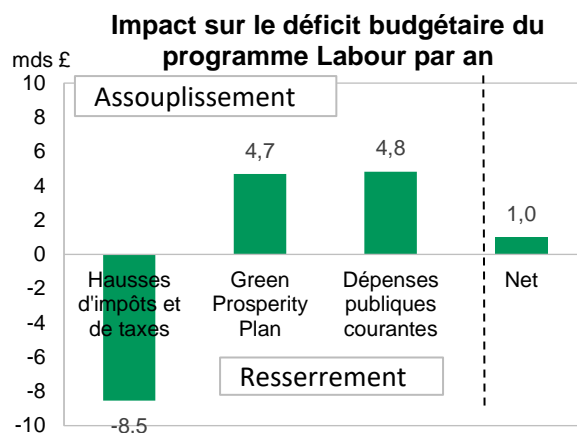
La majorité absolue dont le Labour bénéficiera dans le parlement britannique lui donnera les pleins pouvoirs pour mettre en œuvre l'ensemble de ses réformes et promesses électorales en termes de dépenses. Une période de stabilité politique ne sera que positive pour les perspectives de croissance, favorisant l'investissement des entreprises. Toutefois, la situation budgétaire très tendue laisse peu de place, voire aucune, pour un stimulus budgétaire supplémentaire. Toute dépense courante supplémentaire devra être financée par une hausse de la fiscalité. Or, le Labour a promis de ne pas augmenter les impôts sur le revenu, sur les sociétés, les cotisations sociales ou encore la TVA, et de n'emprunter que pour investir, sachant que toute hausse des dépenses d'investissement devra se faire avec parcimonie afin de ne pas compromettre la stabilisation du ratio de dette publique sur PIB à l'horizon des cinq prochaines années.

De fait, les montants de dépenses auxquels le Labour s'est engagé dans son [programme électoral](#) témoignent d'une prudence extrême : 4,8 milliards de livres de dépenses dans les services publics (dans les domaines du système de santé, de la collecte des impôts, de l'éducation, des aides familiales et de la planification) financées par des mesures anti-évasion fiscale et quelques hausses de taxes qui ne concernent qu'une minorité (telles que la TVA dans les écoles privées et une hausse de la fiscalité des non-résidents).

L'objectif-phare du Labour est d'obtenir la plus forte croissance du PIB au sein du G7 à travers une stimulation de l'investissement, notamment dans les industries de la transition verte à travers son *Green Prosperity Plan*. Le Labour souhaite investir 4,7 milliards de livres sterling supplémentaires par an dans le cadre de ce plan (contre 8 milliards de livres actuellement). Il vise à accélérer la transition verte (objectif zéro automobiles à combustion interne en 2030 contre 2035 pour les conservateurs) et à créer 650 000 emplois dans les industries vertes. Ces dépenses supplémentaires seront financées en partie par la taxe exceptionnelle sur les profits des compagnies pétrolières (prolongée pour cinq ans et relevée de 3 points de pourcentage) ainsi que par le recours à l'emprunt.

Si le Labour parvenait à réaliser ces investissements, ce serait évidemment positif pour la croissance. Néanmoins, la trajectoire de l'investissement public net restera baissière puisque les

investissements publics dans les industries hors transition verte continueront de baisser fortement en termes réels et en pourcentage du PIB. Nous estimons à 0,25 point de pourcentage l'impact sur le PIB à horizon 2028 (en utilisant les multiplicateurs fiscaux de l'OBR) de l'ensemble des politiques du Labour. Un impact modeste mais qui pourrait être amplifié par une hausse de l'investissement privé si le Labour parvenait à réaliser son pari : « débloquer » l'investissement privé en favorisant un environnement politique et institutionnel stable, une relation plus étroite avec l'UE et des partenariats stratégiques entre l'État et les investisseurs privés.



Source : Labour party, Crédit Agricole S.A./ECO

✓ Notre opinion – *Le résultat des élections est potentiellement positif pour les perspectives de croissance de l'économie britannique puisque le programme du Labour se veut favorable aux entreprises, à l'investissement, à la relation avec l'UE et à la discipline budgétaire. Ce changement de gouvernement ne devrait toutefois pas provoquer de miracles. Le Labour est confronté à la réalité budgétaire qui ne lui laisse pas de marges de manœuvre pour un stimulus significatif. À moins de très bonnes surprises côté croissance, taux et inflation, le Labour aura une équation difficile à résoudre à l'automne : réaliser des coupes budgétaires massives dans les départements non protégés (hors éducation, santé, aides familiales et défense) estimées à près de 20 milliards de livres sur les cinq prochaines années, augmenter les taxes plus qu'annoncé ou enfreindre la règle budgétaire. Quoi qu'il en soit, la politique budgétaire devra être fortement restrictive dans les prochaines années, avec des surplus primaires à dégager afin de stabiliser le ratio de dette sur PIB.*

Pays émergents

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Pologne : le poids des questions stratégiques sur la trajectoire de dette

Après quatre années de crises qui ont mobilisé les finances publiques polonaises, trois questions perçues comme stratégiques, à Varsovie et à Bruxelles, devraient maintenir la pression sur les équilibres fiscaux : la défense, la transition et la démographie. Le poids de ces réalités s'impose à la Pologne alors que le contexte politique toujours polarisé du pays retarde la normalisation fiscale.

Des financements européens mais des inerties budgétaires

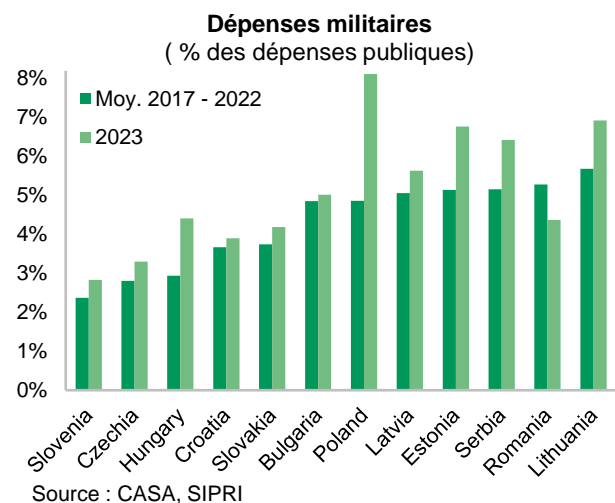
Les élections législatives d'octobre 2023 portant au pouvoir une coalition menée par Donal Tusk ont permis d'améliorer les relations entre la Pologne et l'Union européenne. Grâce à cela, 6 milliards d'euros de fonds européens ont été débloqués en avril 2024 à la suite d'un accord sur le rétablissement de l'État de droit entre la coalition et la Commission européenne. Au total, 23 milliards d'euros devraient donc être versés en 2024. Néanmoins, la présidence demeure, au moins jusqu'en mai 2025, entre les mains d'un allié du PiS en la personne d'Andrej Duda. Or, celui-ci dispose d'un pouvoir de blocage important sur le Parlement qui risque de ralentir les réformes institutionnelles voulues par la coalition et par la Commission européenne, concernant en particulier le rétablissement de l'indépendance de la justice et des médias. De plus, certains membres de la coalition veulent engager des poursuites à l'encontre du gouverneur de la Banque centrale, Adam Glapiński, ce qui peut créer des moments d'instabilité institutionnelle. Cette transition difficile pourrait donc ralentir le versement des fonds européens mais ne devrait cependant pas l'empêcher.

Néanmoins, la période électorale chargée depuis deux ans (élections législatives en octobre 2023 et élection présidentielle en mai 2025) et l'incertitude énergétique retardent la consolidation budgétaire post-covid. En effet, après l'effort budgétaire important lié à la crise de la Covid (les dépenses publiques ont bondi de 6,4 points (pts) de PIB en 2020), la Pologne a, à son habitude, engagé une consolidation fiscale rapide dès 2021 (réduction des dépenses de 4,3 pts de PIB en 2 ans). Cependant, avec la crise inflationniste et l'invasion russe de l'Ukraine, les dépenses publiques sont reparties à la hausse, notamment en raison de mesures de soutien au pouvoir d'achat, pour certaines toujours en place. Ces mécanismes destinés à contrer les effets de la crise énergétique devraient progressivement être retirés en 2024 – certaines dépenses résiduelles persistant jusqu'à la

mi-2025. Des mesures plus pérennes de rattrapage des salaires ont également été adoptées par le gouvernement PiS, ainsi que par la nouvelle coalition (hausse du salaire des fonctionnaires et des retraites). Par ailleurs, cette coalition, hétérogène (centre droit, droite conservatrice, gauche), devrait à court terme se concentrer sur ses points d'accord les plus forts, à savoir les réformes institutionnelles, et ne pas être immédiatement très active sur des questions fiscales où les consensus seront plus difficiles à trouver. **Plus encore, gagner la présidentielle de mai 2025 afin de pouvoir mettre en place ces réformes institutionnelles est vraisemblablement une préférence forte de la coalition.**

Le choc de la guerre a créé de nouveaux arbitrages budgétaires

En opposition avec ces clivages, l'invasion de l'Ukraine par la Russie a créé un choc qui a renforcé le consensus sécuritaire au sein de la classe politique polonaise. Le choix d'envahir l'Ukraine en février 2022 a, aux yeux des Polonais, objectivé la menace russe pour l'ensemble de l'Europe. Par ailleurs, une Russie sous sanctions qui continue de produire des matériels militaires dans des volumes importants, trois ans après le début de la guerre, souligne, pour la Pologne et les États baltes, le caractère d'une menace considérée comme existentielle. La Pologne est donc dans une posture stratégique qui consiste à la fois à préserver sa relation privilégiée avec les États-Unis, tout en développant rapidement des capacités opérationnelles plus autonomes, et une meilleure coordination avec ses alliés européens.



Varsovie semble donc prête à arbitrer, et de façon immédiate, en faveur de sa sécurité, y

compris au détriment de ses équilibres fiscaux : elle réalise un effort de défense sans précédent et sans comparaison dans l'Otan. En 2023, les dépenses militaires polonaises devraient atteindre 3,8% du PIB selon le SIPRI, le plus haut niveau parmi les pays de l'Otan (5^e place en 2022) soit 8,1% des dépenses totales du gouvernement. Selon le ministre des Finances, l'effort devrait être porté à 4,1% du PIB en 2024, et accru encore davantage en 2025. L'effort de dépense devrait être pérenne, lié non seulement au conflit en Ukraine, mais au-delà, tant que la perception de la menace russe persistera.

Ce gros effort budgétaire est par ailleurs très concentré à court terme sur l'acquisition de nouveaux matériels (la part de ces acquisitions dans le budget de défense est estimée à 50% en 2024). Le rythme de ces achats peut néanmoins être remis en question par des difficultés de financement (certains contrats auraient été annoncés sous le PiS sans que les financements n'aient été assurés). En cela, la Pologne dépend donc largement de prêts ou garanties apportés par les pays fournisseurs. Si ces difficultés persistaient à moyen terme, elles se combineraient avec un autre programme très capitalistique poursuivi par Varsovie, à savoir la construction de centrales nucléaires. L'alignement de ces deux programmes en termes de fournisseurs (essentiellement la Corée du Sud et les États-Unis) est une force pour obtenir des financements de la part des gouvernements. Sur ce sujet, une potentielle victoire de D. Trump à la présidentielle ne devrait pas remettre en cause le soutien américain, tant la Pologne est perçue comme un point d'appui stratégique au sein de l'Otan.

De plus, la perception du caractère existentiel de la menace signifie aussi que la rapidité de livraison a, à très court terme, pris le pas sur la politique industrielle. Dans un second temps cependant, des partenariats industriels déjà annoncés devraient améliorer les retombées pour l'économie polonaise, avec un objectif de « polonisation » des composants des équipements commandés. Néanmoins, cet objectif nécessite également des financements et, dans un contexte contraint, les arbitrages entre urgence militaire perçue et retombées économiques devront être surveillés.

Ce pays est littéralement entré dans une logique d'économie de défense qui va dépasser le strict budget du ministère de la Défense et de l'État. En 2024, le gouvernement a par exemple annoncé la fortification de la frontière avec la Biélorussie et Kaliningrad, pour un coût de 2,3 milliards d'euros, ainsi que le renforcement des capacités de cyber défense, à hauteur de 760 millions d'euros. Or, ces dépenses sont susceptibles de ne pas être comptabilisées dans le périmètre des comptes

publics : pour échapper à la limite constitutionnelle sur l'endettement, le gouvernement a de plus en plus recours à des banques publiques de développement (Polish Development Fund et BGK). Il faudra donc surveiller, dans l'évaluation du souverain polonais, les engagements de ce type, localisés sur des fonds extra-budgétaires, qui risquent d'échapper au périmètre de la dette publique, mais de gonfler le quasi-souverain. En négociation avec la Pologne sur le sujet, l'Union européenne se serait, en revanche, dite prête à prendre favorablement en compte cet effort de défense, alors qu'elle réactive cette année la procédure sur les déficits excessifs après trois ans de suspension.

Comment articuler défense, transition et démographie ?

Le souverain polonais doit également financer à moyen-terme sa transition énergétique. En 2022, le charbon était toujours responsable de 70,7% de la production électrique du pays (40,6% de l'offre totale d'énergie en 2020), contre 20,6% pour les énergies renouvelables. Le besoin d'investissement est donc important et se matérialisera dans la décennie : le ralliement de la nouvelle coalition à des objectifs de transition ambitieux, alors que la Pologne a pris du retard sous le PiS, suppose une transition rapide (les émissions de CO₂ de la Pologne ont été stables entre 2005 et 2019, contre -19% pour l'ensemble de l'UE et l'intensité carbone de l'économie est 2,73 fois plus élevée que la moyenne européenne). La transition énergétique accaparera donc une part significative des fonds européens (27,8 Mds EUR du RFF et 20 Mds EUR du fonds de cohésion sur la période 2021-2027).

À cela s'ajoutent les coûts liés à la transition démographique : la population en âge de travailler (15 – 65 ans) baisse depuis 2008 (-1,9 million de personnes soit une chute de 7%) et devrait encore baisser de 800 000 personnes d'ici 2030. Par conséquent, en 2008, il y avait en Pologne 5,3 personnes en âge de travailler pour chaque habitant de plus de 65 ans. En 2023, ce ratio était tombé à 3,5. D'ici 2030, les dépenses publiques pour les retraites devraient augmenter de 1,1 pt de PIB, et le déficit du système de financement devrait passer de 2,2% à 3,3% du PIB. Le pays doit également investir dans ses structures d'accueil de long terme pour les personnes âgées, aujourd'hui peu développées (financées à hauteur de 0,5% du PIB en 2022, contre 1,7% en moyenne dans l'UE) et former plus de docteurs et d'infirmières pour continuer de converger avec le niveau européen (relativement à la population). Tous ces efforts seront par ailleurs rendus plus coûteux par un marché du travail qui est déjà parmi les plus contraints de l'UE. Enfin, le besoin d'investissement est également conséquent dans le système éducatif.

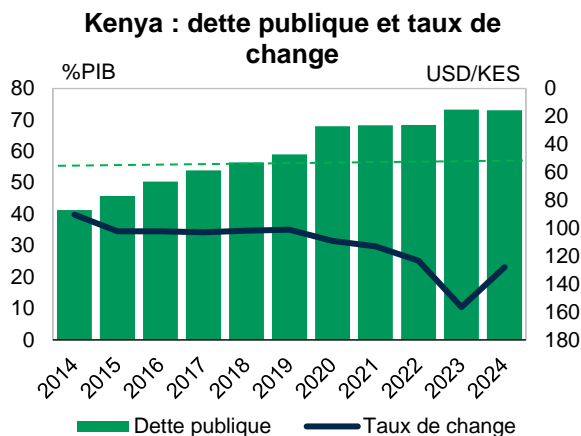
☑ **Notre opinion** – *L'accumulation de sujets perçus comme stratégiques impose une consolidation budgétaire lente : le déficit budgétaire ne devrait repasser sous les 5% du PIB qu'en 2025. Au-delà de 2025, il est difficile de prévoir les équilibres qui prévaudront au sein de la coalition sur les sujets économiques (dans un pays qui reste très clivé politiquement). Il est néanmoins certain que l'effort de défense sera maintenu et que les effets de transition énergétique et démographique se matérialiseront. C'est donc une modification à long terme des équilibres budgétaires de ce pays qui s'annonce : la hausse de la dette publique risque d'être rapide, surtout pour une période hors crise économique. À horizon 2034, elle pourrait atteindre 85% du PIB, selon la Commission européenne. Cette hausse devrait être particulièrement rapide à court terme en raison du déboursement anticipé de sommes destinées à financer l'achat de matériel militaire.*

Afrique sub-saharienne

Kenya : retour à la case départ, la loi de finances retirée

Le 9 mai dernier, un projet de loi de finances était présenté à l'Assemblée nationale, visant à lever 2,7 milliards de dollars d'impôts supplémentaires pour réduire le déficit budgétaire.

Bien que les perspectives économiques s'améliorassent, ces mesures fiscales étaient jugées « nécessaires », selon le FMI et William Ruto, pour redonner une marge de manœuvre au pays, lourdement endetté (à hauteur de 70% du PIB, bien au-delà des 55% recommandés par la Banque mondiale).



Plus précisément, ce resserrement budgétaire prévoyait, entre autres, la mise en place d'une TVA de 16% sur le pain, d'une taxe de 2,5% sur les véhicules personnels, d'une « écotaxe » sur les produits manufacturés ainsi qu'une hausse des taxes existantes sur les transactions financières. Ces

augmentations de taxes devaient permettre de financer un ambitieux budget 2024-25 tablant sur 4 000 milliards de shillings de dépenses : un record.

En réponse à ce projet de loi de finances, de nombreuses manifestations se développent rapidement et dégénèrent en violence, le 25 juin, la police tirant sur plusieurs individus qui tentaient d'entrer au Parlement à Nairobi. Selon l'agence officielle de protection des droits humains (KNHCR), 39 personnes sont mortes depuis le début des manifestations.

Le lendemain, William Ruto annonce qu'il ne signera pas le projet de loi de finances, retirant ainsi les propositions d'augmentation d'impôts. Cette semaine, le président a précisé, par ailleurs, qu'il entamera un dialogue avec la jeunesse kényane et nommera l'économiste de la banque centrale, Raphael Owino, à la tête de son bureau de gestion de la dette en vue de trouver de nouvelles solutions.

Soutenu et félicité par M. Blinken, secrétaire d'État des États-Unis, pour « ses efforts visant à réduire les tensions sociales et relever les défis économiques du pays », force est de constater que la population kényane n'a pas été aussi réceptive à ce retrait du projet de loi de finances. En effet, cette déclaration n'a pas ramené le calme au sein du pays, bien au contraire. Le fond des revendications demeure mais la forme change. Les mouvements de protestation, issus des réseaux sociaux, condamnant les hausses d'impôts, ont laissé place à des rassemblements de masse, antigouvernementaux, exigeant une refonte politique et la tenue d'élections législatives anticipées.

Notre opinion – Les finances publiques du Kenya avaient été au centre de l'attention au début de l'année en raison des craintes d'un défaut de paiement sur une obligation internationale de 2 milliards de dollars.

Réputé pour son dynamisme économique et sa démocratie relativement stable, la crise d'endettement traversée par le pays semble avoir mis à mal ces deux acquis. Les manifestants sont à nouveau descendus dans la rue, cette semaine, pour exiger la démission du président William Ruto malgré sa volte-face sur les hausses d'impôts proposées dans le cadre du projet de loi de finances 2024-2025. Le régime est d'autant plus déstabilisé dans sa réaction que la mobilisation échappe, dans sa forme, à ses grilles de lecture. Les manifestations kényanes sont traditionnellement organisées par des partis politiques. Ici, le mouvement est non seulement apolitique, sans leader, mais aussi décentralisé. Dès lors, le gouvernement kényan devra trouver, prochainement, un moyen de pacifier une crise sociale et une trajectoire d'endettement qui, en l'absence d'un soutien multilatéral considérable, pourrait s'avérer préoccupante.

Géo-économie

La nouvelle grammaire de l'économie du risque

S'il y a au moins une certitude – bien qu'elle ne soit pas réjouissante – c'est que les tensions géopolitiques vont servir de toile de fond, pendant plusieurs années, à nos scénarios et arbitrages, individuels et collectifs. Et cela, quelles que soient les évolutions politiques. Mais de quelle façon ce décor est-il en train de redessiner les priorités de politiques publiques ?

Trois raisons – au moins – expliquent cette certitude d'une géopolitique redevenue une base apparente de l'économie politique. Il est en effet exclu qu'une rivalité hégémonique entre deux pays de la taille et de la puissance des États-Unis et de la Chine puisse se régler rapidement. Au mieux, elle peut se stabiliser. Exclu également que soient digérés vite, quelle qu'en soit l'issue, les conflits à dimension existentielle de la guerre en Ukraine et à Gaza : ils vont continuer à cliver les opinions publiques dans de nombreux pays, pendant au moins une génération – celle qui en portera la marque émotionnelle. Dans la foulée, la perte de réputation morale de l'Occident au sein du « Sud global », le fameux « deux poids deux mesures » (*double standard* en anglais), n'est ni un phénomène marginal géopolitiquement, ni un phénomène rapidement réversible. En face, la Chine ne dispose cependant pas, non plus, d'un *soft power* établi, les exemples de pays piégés par leur dette ainsi que les tensions en Mer de Chine ayant transformé Pékin, pour beaucoup, en une puissance incontournable commercialement, mais dangereuse géopolitiquement. Exclu enfin, qu'une élection puisse résoudre la profonde polarisation politique et désormais sociétale des États-Unis : les problèmes de gouvernabilité et de légitimité politique y sont durables, avec toutes les conséquences que cela peut avoir pour le scénario géopolitique global.

Le *new normal* mental de la géopolitique conduit au néo-mercantilisme

Les idées de frontières, de confrontations, de puissance, et d'un monde fait d'amis et d'ennemis deviennent donc un « *new normal* mental » qui travaille les esprits. Par conséquent, cette vision du monde commence aussi à construire le socle intellectuel des nouveaux consensus politiques et économiques – en n'oubliant pas qu'un consensus, une fois qu'il est accepté par une majorité, se présente comme une certitude ! Ainsi, par exemple, le vieux consensus de Washington des années 80, dans lequel la prospérité était liée au libre-échange, est en train d'être supplanté, aux États-Unis en particulier, par la

projection d'un monde néo-mercantiliste à somme nulle : ce que tu as, je ne l'aurais pas. L'excédent commercial d'un pays n'est alors plus analysé à partir du rapport entre épargne et investissement, mais à partir d'un principe d'économie politique, selon lequel la richesse des uns s'accumule au détriment des autres. Ce serait un énorme déplacement mental, car tout pays en surplus commercial deviendrait potentiellement un pays rival.

La recomposition du consensus se fait par ailleurs sur fond de peurs multiples, qui se transforment occasionnellement en colère : peur des conflits, des pénuries, des migrations, etc. Notre environnement émotionnel se modifie donc d'autant plus vite que les risques géopolitiques et climatiques s'interpénètrent. Or, la peur est très puissante sur les priorités des politiques publiques² et elle contribue à créer une économie politique de la peur. En fait, un « temps cognitif » dont le sociologue allemand Ulrich Beck avait eu l'intuition dès les années 80 : une « société du risque » qui se nourrit autant de la prise de conscience de la menace que de la menace elle-même. « Lorsque l'on reconnaît l'existence des risques liés à la modernisation, et lorsque le danger qu'ils représentent croît, l'effet produit est de l'ordre d'une transformation partielle du système. Il ne s'agit pas d'une révolution ouverte, mais d'une révolution silencieuse, conséquence qui s'opère dans la conscience de tous ».³

La société du risque est la première marche vers la société de la sécurité

À la vérité, il est impossible d'être en sûreté face à des risques majeurs, et surtout imprévisibles⁴. Néanmoins, les gouvernements de la société du risque se devront d'offrir un sentiment de sécurité, et ce sentiment sera l'un des piliers de nouvelles légitimités politiques et de nouvelles priorités de politiques publiques. La société du risque n'est donc que la première marche vers la société de la sécurité.

Le changement de perception des risques est clairement en train de mettre à bas une partie du socle théorique libéral, mais il n'est pas encore remplacé par un nouveau corpus cohérent. Nous sommes encore dans un moment de flottement des croyances lié au passage d'un système de pensée à un autre, d'un paradigme à un autre. Ce que Gramsci appelait un moment de crise organique du système. « C'est un long processus que celui qui consiste à se défaire des habitudes de pensées d'avant-guerre » disait Keynes dans un discours

² Frank Furedi, *How Fear Works: Culture of Fear in the 21st Century* (New York : Bloomsbury, 1998)

³ Ulrich Beck, *La société du risque. Sur la voie d'une autre modernité* (Paris : Flammarion, 2008) : 143.

⁴ Voir article dans *Le Déméter 2024, Vers la géosécurisation des systèmes alimentaires ?*

prononcé le 8 avril 1933, le jour même où la convertibilité du dollar par rapport à l'or avait été suspendue. Discours dans lequel il expliquait pourquoi il avait abandonné ses convictions libre-échangistes au bénéfice du protectionnisme. Il précisait que ce changement était lié à ses craintes et préoccupations « différentes de ce qu'elles étaient, comme sans doute la plupart des personnes de ma génération »⁵.

Une nouvelle grammaire pour les politiques publiques ?

La Société du Risque change donc le rôle de l'État, mais ce n'est pas simple ! D'un côté, les fonctions de la puissance publique s'élargissent vers un État *katechon*, chargé de repousser les catastrophes, de définir et de protéger les biens communs ; mais de l'autre, l'État normatif et son administration digitalisée sont de plus en plus contestés. L'État est désormais payeur, employeur, assureur, redistributeur, régulateur et stratège ! La crise sanitaire a ajouté à cela un retour de l'État hygiéniste, tel qu'on l'avait connu au XIX^e siècle, et un État hobbesien, protecteur de la sécurité collective – y compris parfois au détriment des libertés individuelles. Dernier paradoxe, et pas des moindres, la financiarisation des économies ainsi que la mondialisation des grandes entreprises échappent toujours peu ou prou au contrôle des puissances publiques. Les sujets de tension ne peuvent donc que se multiplier sur la question fiscale.

Mais surtout, les États de la société du risque seront jugés sur leur capacité à anticiper la pénurie et à protéger – ce qui impliquera une forte coordination des acteurs publics et privés, centraux et locaux. Contraintes de planification, de stockage, de secteurs prioritaires : en fait, le paradigme de la sécurité est en train d'évincer progressivement le paradigme de la croissance (ou de le transformer...). Les gagnants du nouvel ordre économique mondial seront ceux qui comprendront le plus vite cette grammaire de l'économie de la pénurie, mais, évidemment, elle ne se met pas en place de la même façon dans les pays avancés et les autres. Là où les plus riches s'efforcent de maîtriser des chaînes de valeur, les pays vulnérables essaient d'échapper au statut de « double victime » – chocs et repli des investissements étrangers.

Nous ne sommes pas tous égaux face aux pénuries

Paradoxalement, les économies de l'abondance ne sont pas les plus touchées par les pénuries, mais leur aspiration à la sécurité y est d'autant plus puissante que le citoyen y a été transformé en consommateur⁶ et que le contrat social est justement lié au maintien de cette abondance. Le choc politique de la pénurie y est donc particulièrement fort. De plus, la pénurie est un révélateur des inégalités car les asymétries de perception sont liées aux revenus. Pour les plus riches, on confond pénurie et retard d'approvisionnement, voire moindre diversité de l'offre. Pour les plus pauvres, on affronte des besoins vitaux. Néanmoins, pour tous, la conséquence politique de la pénurie est toujours immense – avec un « effet mémoire » sur deux générations au minimum. Le risque de rupture d'approvisionnement redéfinit donc la valeur des biens en fonction de leur valeur politique qui nomme les ressources stratégiques et les ressources essentielles : l'eau, le foncier, l'énergie, la pharmacie, les engrais, les semi-conducteurs, les minerais, les approvisionnements alimentaires, etc.

Attention à la logique de salut public

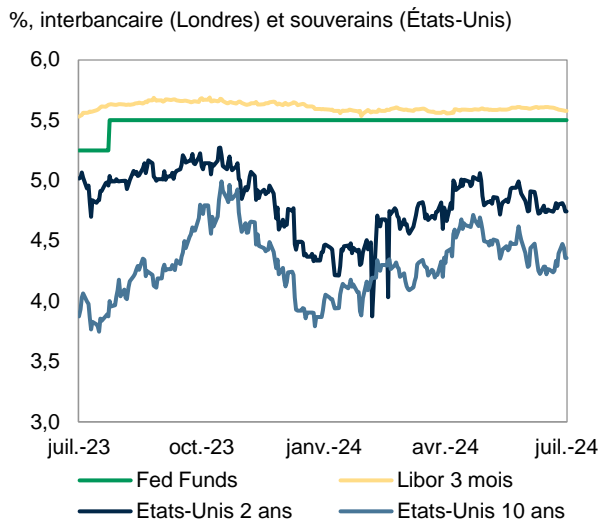
En fait, l'économie de la sécurité aura certainement l'avantage de nous rapprocher du réel, mais l'élargissement des logiques d'urgence risque aussi de donner une priorité d'office aux politiques de court terme sur le long terme. Et, surtout, les politologues alertent sur le risque de dérive vers ce que Romain Rolland appelait « l'Esprit de Salut public », dans son manifeste « au-dessus de la mêlée ». Voire même, vers des logiques plus ou moins déguisées de gouvernements d'exception permanente, quelle que soit la nature des régimes et des administrations – une situation dans laquelle le contrat social serait alors autant celui de la gestion d'une catastrophe annoncée, que de la catastrophe réelle... Évidemment, ce serait l'échec de cette modernité réflexive qu'Ulrich Beck appelait de ses vœux : il enjoignait les citoyens de penser les causes des catastrophes non comme des facteurs exogènes – la logique du « choc imprévisible » –, mais comme des phénomènes endogènes, nés au cœur même de nos systèmes économiques et politiques. Il nous enjoignait à penser les événements qui arrivent à partir de la façon dont nous les avons faits advenir.

⁵ John Maynard Keynes, [1933], 2017, *National Self-Sufficiency*, *The Yale Review*, Vol. 22, n° 4 : 755-769 (trad. « L'autosuffisance nationale », La fin du laisser-faire, Paris, Payot-Rivages).

⁶ Marc Augé, *L'avenir des terriens* (Paris : Albin Michel, 2017) : 82

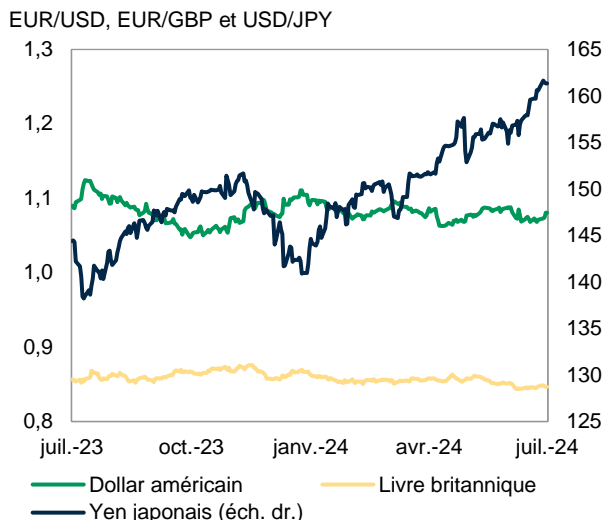
Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain



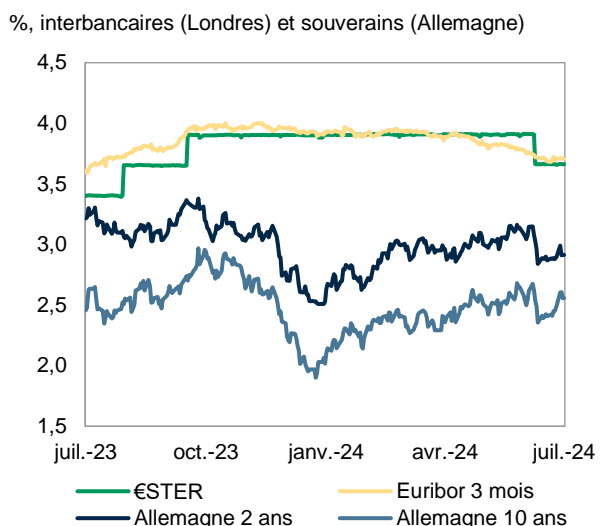
Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises



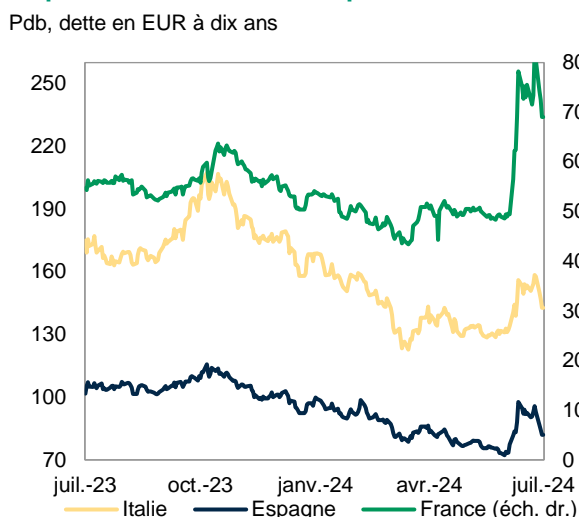
Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro



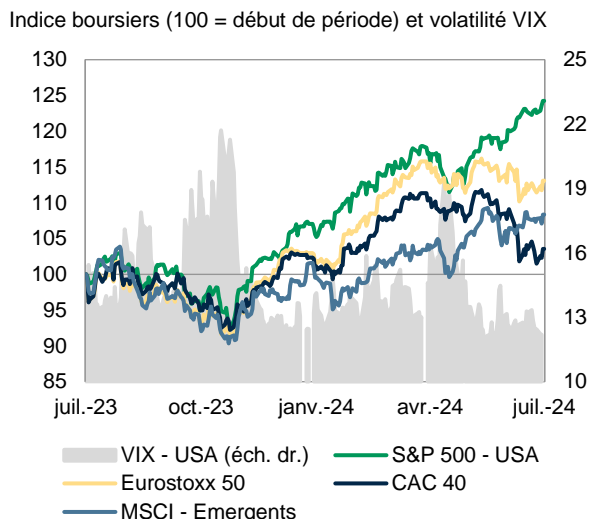
Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund



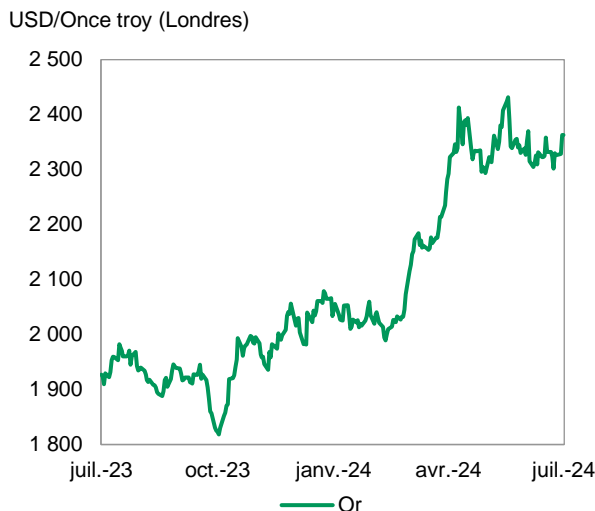
Source : Thomson Reuters

Marché actions



Source : Thomson Reuters

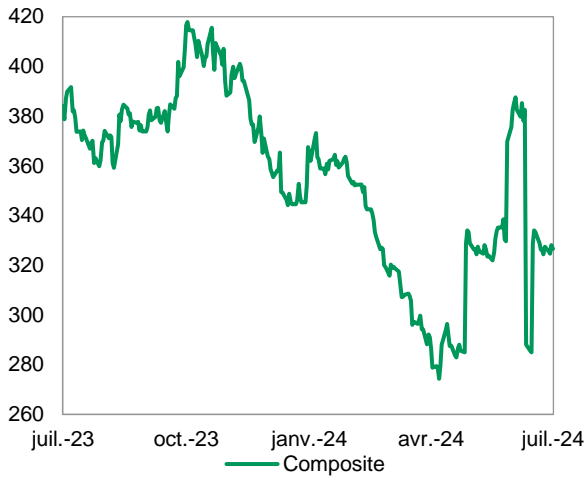
Cours de l'once d'or



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

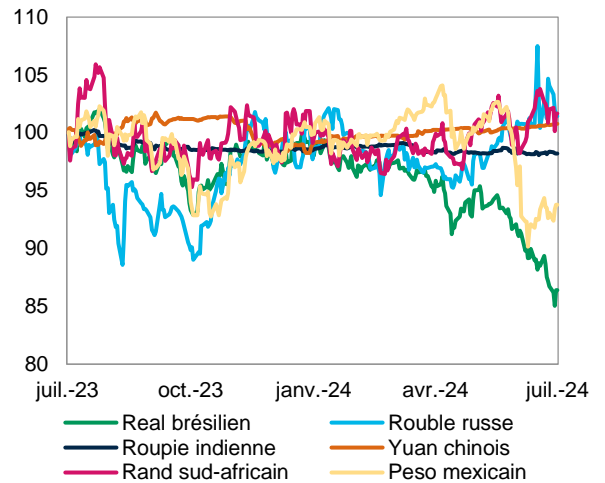
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

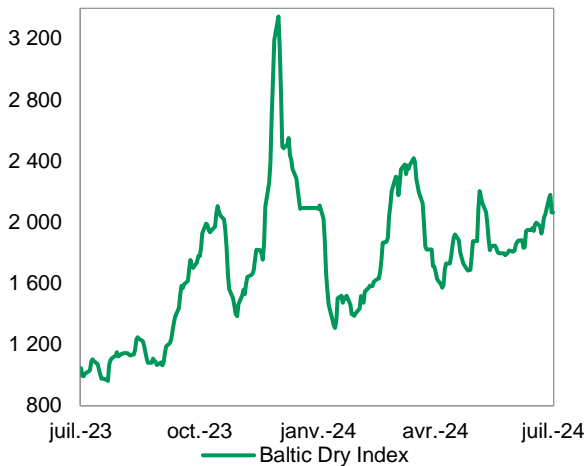
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

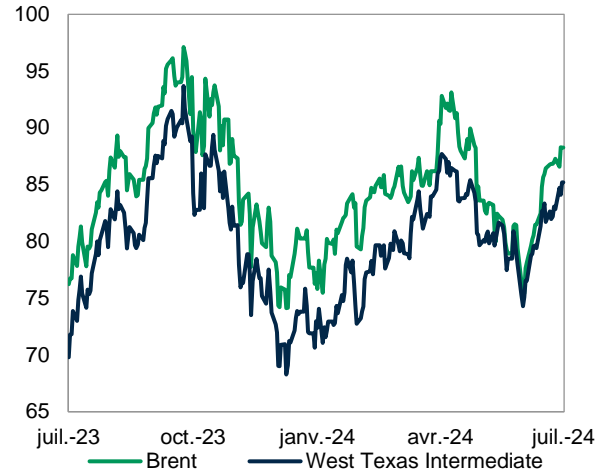
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

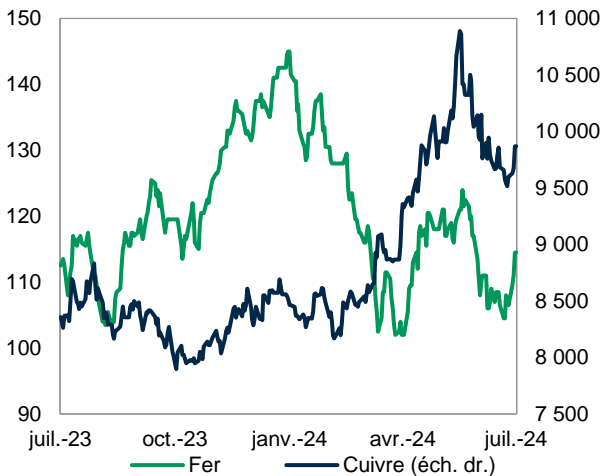
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



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
05/07/2024	Singapour – Vers un retour pérenne de la croissance économique ?	Singapour
03/07/2024	Avenir de l'Europe / Autonomie stratégique II : sécurité économique et souveraineté financière	Europe
03/07/2024	Chine – La détention de bons du Trésor américain, une arme stratégique ?	Asie
02/07/2024	Fintech Outlook Premier semestre 2024 – Le retour des stéroïdes	Fintech
28/06/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
28/06/2024	Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 : prolongement sans bouleversements	Monde
27/06/2024	Turquie : où en est la crédibilité de la Banque centrale ?	PECO
26/06/2024	Chine – Pas de miracle sur le front de l'immobilier	Asie
25/06/2024	Espagne – Les prix de l'immobilier résidentiel toujours en expansion au premier trimestre	Zone euro
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

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 LÉBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Thomas MORAND

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : 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.