

# Perspectives

Hebdomadaire – N°24/223 – 6 septembre 2024

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Où en sommes-nous ? .....	2
☞ Zone euro : la croissance au T2 déçoit par son rythme et par sa composition .....	4
☞ Allemagne : les partis de la coalition échouent aux élections régionales .....	5
☞ France : un nouveau Premier ministre, des défis majeurs en termes de finances publiques .....	5
☞ Italie : une rentrée mitigée .....	7
☞ Espagne : l'inflation recule en août .....	8
☞ Royaume-Uni : la croissance a été tout sauf modeste au premier semestre, mais qu'en est-il vraiment ? .....	10
☞ Thaïlande : Paetongtarn Shinawatra prend les rênes dans un contexte politique délicat .....	12
☞ Indonésie : de Jakarta à Nusantara, un chemin semé d'embûches .....	13
☞ Égypte : que propose vraiment le FMI ? .....	15
☞ Visegrad : une exposition à la Chine qui révèle une dépendance à l'Allemagne .....	18

## 👉 Où en sommes-nous ?

Après une longue pause estivale, un petit résumé des faits qui ont marqué l'été (sans prétention à l'exhaustivité) est incontournable.

Aux États-Unis, les données du deuxième trimestre sont venues confirmer la bonne tenue de la croissance américaine. La croissance du PIB a de nouveau été soutenue (à 3% en variation trimestrielle annualisée après 1,4% au premier trimestre). Cette progression trimestrielle a offert un « petit coup de pouce » à la croissance annuelle prévue pour 2024 (à 2,3%) sans conduire à une révision complète du scénario, incorporant un fléchissement sensible dès le dernier trimestre 2024 et conduisant à un net repli de la croissance en 2025 (à 0,5%). L'attention s'est ensuite concentrée sur l'emploi : le rapport mensuel du BLS sur le marché du travail (publié le 2 août) a fortement déçu et suscité de grandes inquiétudes sur les marchés (cf. ci-dessous). Les créations nettes d'emplois (114 000) se sont révélées très inférieures à la fois aux anticipations (175 000) et au rythme mensuel moyen des douze mois précédents (215 000) ; le taux de chômage s'est redressé (à 4,3% après 4,1% et un point bas à 3,4% en avril 2023) ; enfin, la croissance du salaire horaire a fléchi (à 3,6% sur un an après 3,9%). L'assagissement de l'inflation s'est poursuivi tout en signalant des rythmes de hausse encore supérieurs à la cible. Les rythmes d'inflation totale et sous-jacente se sont, en effet, établis à, respectivement, 2,9% et 3,2% sur un an en juillet. Ils sont ainsi en très léger recul par rapport à juin (de 0,1 point de %) et les plus faibles depuis mars/avril 2021. Si les prix de l'alimentation et de l'énergie se sont nettement assagis (2,2% et 1,1%), ceux des services sont restés très (trop) dynamiques (hors services liés à l'énergie, 4,9% sur un an).

Dans la zone euro, la croissance du deuxième trimestre a déçu tant par son rythme que par sa composition (cf. article ci-dessous). Toujours dans la zone euro, en août, l'inflation totale a seulement atteint 2,2% sur 12 mois (après 2,6% en juillet, soit un niveau inédit depuis trois ans) pour une inflation sous-jacente à 2,9%. Les détails de l'indice signalent toujours une forte hétérogénéité. La hausse des prix alimentaires se redresse très doucement (à 2,4% en glissement annuel) et l'inflation énergétique repasse en territoire négatif (à -3%). Si le rythme de hausse des prix des biens de base (à 0,4%) se replie, celui des prix des services reste soutenu (4,2%) mais certainement en raison d'éléments volatils (liés au tourisme). Ces derniers chiffres ne contrarient pas nos trajectoires prévues d'inflation. À très court terme, après un repli vers 1,9% en septembre et octobre, l'inflation pourrait se redresser durant 3 mois (2,2% en raison d'effets de base) pour de nouveau se situer sous la cible de 2%. En moyenne, elle excéderait légèrement 2,3% en 2024 puis atteindrait 1,8% en 2025.

La « collusion » entre un resserrement monétaire inattendu de la part de la banque du Japon (BoJ ; hausse de son taux directeur le 31 juillet de 15 points de base, pb, à 0,25% après une première hausse de 20 pb à 0,10% en mars mettant fin à plus de huit ans de taux négatifs, stables à -0,10%) et des anticipations d'assouplissement monétaire plus agressif de la part de la Fed (consécutives au rapport sur l'emploi décevant) s'est traduite par des turbulences sur les marchés financiers début août : appréciation du yen contre dollar effaçant en un mois la dépréciation massive et ininterrompue depuis le début de l'année, débouclage des opérations à effet de levier financées grâce à des devises à faible rendement comme le yen, baisse des actions et des taux d'intérêt.

Alors que les baisses des actions se sont rapidement interrompues pour donner lieu à une belle reprise, celles des taux se sont prolongées au-delà du bref épisode de forte volatilité et d'aversion au risque. La décision de la BoJ a surpris mais semble être apparue assez prématurée au regard des perspectives d'inflation et de baisse du taux d'épargne des entreprises et peu susceptible de donner lieu à un mouvement puissant de resserrement. Les messages de la BoJ sur le nécessaire maintien d'une politique accommodante à court terme malgré la normalisation déjà entamée ont contribué à dissiper les craintes. En revanche, malgré des indicateurs plus réconfortants (ISM services, PMI services, ventes au détail), les doutes sur la vigueur de l'économie américaine et les anticipations de baisses massives du taux des Fed Funds se sont modérés sans disparaître.

En août, les indices Actions Monde, S&P 500, Euro stoxx 50, CAC 40 se sont ainsi repliés de, respectivement, 2%, 2,3%, 5,9% et 4,1%. Leurs rebonds rapides respectifs leur ont néanmoins permis d'effacer tout (Monde et États-Unis) ou partie (Europe et France) des pertes enregistrées. À l'exception du CAC 40 (-1,7% depuis le début de l'année), ils affichent des performances « impressionnantes » (S&P 500 +15,4%) ou « décentes » (Euro stoxx +6,1%). Témoignant des doutes sur la croissance américaine et d'un *flight-to-quality*, les taux d'intérêt se sont significativement repliés durant le mois, en particulier aux États-Unis où les taux de swap à 2 ans et 10 ans ont perdu, respectivement, 93 et 69 pb en août.

Or, ni le *Beige book* (enquête arrêtée fin août et publiée le 4 septembre) ni le dernier rapport sur l'emploi sur lequel les marchés avaient les yeux braqués (publié ce jour, il fera l'objet d'un article ultérieurement) ne permettent de valider un tel scénario alarmiste : ils restent mitigés tout en confirmant le « refroidissement » du marché du travail.

En dépit des attentes optimistes des marchés, les récents événements ne sont pas venus percuter violemment notre scénario économique global et n'invalident pas, à ce stade, notre scénario monétaire. Le rapport sur le marché du travail ne signalait pas un effondrement mais un ajustement naturel du marché du travail et ne nous avait pas conduits à assouplir notre scénario monétaire. Les informations publiées ensuite (nouveau rapport sur l'emploi d'août complété par le *Beige Book*) ne permettent pas de conclure à un « marasme » justifiant un assouplissement massif. Les préoccupations de la Fed semblent certes se déplacer en faveur de l'emploi et non plus de l'inflation et la baisse des taux est imminente (une information distillée par Jerome Powell lors de son

discours à Jackson Hole). Tout en introduisant un risque d'assouplissement monétaire plus marqué, notre scénario central table sur une première baisse « modérée » (25 pb) en septembre tout en admettant qu'une baisse de 50 pb est fortement envisageable. Du côté de la BCE, nous tablons toujours sur un rythme de baisses mesurées mais régulières (25 points de base par trimestre) jusqu'à porter le taux de dépôt à 2,5% (estimation du taux neutre) en septembre 2025. Le risque entourant notre scénario est également celui d'un assouplissement plus net.

## Zone euro

### Zone euro : la croissance au T2 déçoit par son rythme et par sa composition

Après une année de croissance trimestrielle à peine positive en 2023 et un redressement au T1 2024 (+0,3%), le rythme de croissance du PIB s'est de nouveau affaibli au T2 2024 (+0,2%). En deçà de notre prévision (+0,3%), la croissance déçoit aussi par sa composition. La contribution négative de la demande intérieure s'accroît (-0,4 pt après -0,2 au T1), tandis que l'apport positif des exportations nettes s'amenuise (+0,5 point après +0,9). La réduction des stocks se poursuit à un rythme inchangé, mais sa contribution à la croissance est nulle.

C'est la consommation des ménages, qui après s'être redressée au T1 se replie (-0,1% sur le trimestre après +0,3%), en dépit d'une progression soutenue du revenu réel. Cette baisse remet en question notre scénario de renforcement des dépenses des ménages en tant que moteur du raffermissement de la croissance du PIB. Négative en Allemagne (-0,2%), à peine positive en France (+0,1%) et en Italie (+0,2%), la consommation privée est un peu plus dynamique en Espagne (+0,3) et inscrit sur une nouvelle hausse la trajectoire du taux d'épargne de la zone euro. La consommation publique en revanche gagne en dynamisme (+0,6% après +0,1%).

La contraction de l'investissement est significative (-2,2%) mais à relativiser une fois pris en compte l'impact de la forte baisse de l'investissement en Irlande (-65%), sans lequel le repli ne serait que de 0,3%. La dynamique de l'investissement en machines et équipements demeure très affaiblie (-0,9%) surtout en Allemagne, celle de l'investissement en matériel de transport (+2,4%) est le résultat d'un fort recul en Allemagne et de dynamiques plus positives en Espagne, Italie et surtout aux Pays-Bas et au Portugal. L'accumulation de capital dans la construction reste toujours freinée par le logement (-1,3%), tandis que l'investissement en autres constructions progresse positivement (0,4%).

La contribution positive des exportations nettes repose sur une accélération de la croissance des exportations qui se maintient sur un rythme supérieur (+1,4%) à celui des importations (0,5%),

ce dernier étant contraint par la faiblesse de la demande intérieure. Le rythme d'exportation s'affaiblit néanmoins dans les quatre grandes économies de la zone et s'il demeure positif en France et en Espagne, il est négatif en Italie et en Allemagne.

L'activité dans l'industrie est encore en léger repli compensé par le rythme de progression positif de la valeur ajoutée dans les services (+0,2% sur le trimestre pour les services marchands, +0,1% pour les services non marchands). Ce rythme est néanmoins en voie d'affaiblissement et risque de ne plus pouvoir compenser longtemps les déboires de l'industrie, s'ils persistent. La croissance de l'emploi (+0,2%) reste plus soutenue que celle de l'activité et le repli de la productivité, en cours depuis la fin 2022, se poursuit au T2.

À l'occasion de la publication du T2 2024, la croissance du T3 et du T4 2023 ont été révisées à la hausse (respectivement de 0% à +0,1% et de -0,1% à 0,1%), ce qui a relevé l'acquis de croissance du début 2024. La croissance pour l'année 2024 en moyenne annuelle peut s'appuyer d'ores et déjà sur un acquis positif de +0,5%. Notre dernière prévision de juin en partant d'un acquis plus faible, aboutissait à un taux de croissance de +0,8% en moyenne annuelle en 2024. Si on maintient notre prévision de croissance pour le deuxième semestre 2024 (à un rythme de 0,5% en moyenne par trimestre), malgré une croissance plus faible que prévue au T2, le meilleur acquis de croissance augmente mécaniquement la moyenne annuelle à 0,9%, toute chose égale par ailleurs. Cependant notre prévision prévoit une accélération de la croissance du PIB tirée à la fois par la consommation des ménages et par l'investissement au cours du deuxième semestre. La faible performance de ces deux composantes, enregistrée depuis le début de l'année, remet en cause la dynamique inscrite et modère notre optimisme, déjà prudent, sur la robustesse de la reprise augmentant la probabilité d'une révision à la baisse de notre profil de croissance pour la fin de l'année, lors de notre prochain exercice de prévision de fin septembre.

**☑ Notre opinion** – *Notre narration des précédents exercices de prévision et construite autour d'une reprise tirée par la demande intérieure, notamment par la consommation privée, est mise à l'épreuve. Les réalisations du premier semestre 2024 n'ont pas apporté la confirmation de ce scénario. Les fondamentaux d'une reprise du pouvoir d'achat des ménages sont toujours validés, mais l'arbitrage des ménages continue de s'opérer en faveur d'une hausse du taux d'épargne au détriment de la consommation. La faiblesse de l'activité en l'absence du moteur des dépenses privées limite le potentiel de redressement de la productivité et les gains attendus de rentabilité, contraignant les perspectives de renforcement de l'investissement productif. Notre scénario de baisse des taux directeurs a déjà été incorporé dans la partie longue de la courbe et il faudrait des baisses plus agressives pour signaler une réduction du coût du capital bénéfique à*

*l'investissement. Le scénario qui se dessine, bénéficie encore pour l'année 2024 d'effets d'acquis positifs, mais inscrit la trajectoire de croissance sur un rythme inférieur au potentiel. Cela a des implications désinflationnistes pour les prix à la consommation et rend notre scénario de baisse des taux insuffisant pour contrer la dégradation de l'environnement macroéconomique assortissant ainsi la politique monétaire d'une orientation davantage restrictive.*

### **Allemagne : les partis de la coalition échouent aux élections régionales**

La semaine a débuté avec l'annonce des forts résultats d'Alternative pour l'Allemagne (*Alternative für Deutschland*, AfD) dans les États orientaux de Saxe et de Thuringe. Bien que les résultats ne soient pas une surprise au vu des enquêtes, ils constituent une nouvelle étape pour la formation politique céleste. Le faible poids démographique de ces deux régions dans le total de la fédération, à peine supérieur à 7%, ne diminue pas non plus l'importance de ces résultats pour le débat politique en Allemagne.

Les élections ont également vu l'émergence de l'Alliance Sahra Wagenknecht, une scission de la Gauche qui a été gravement endommagée par la fuite des voix, notamment en Thuringe, où elle a perdu le gouvernement et plus de la moitié de son électorat.

Cependant, en raison du refus du reste des partis de former un gouvernement avec l'Alternative pour l'Allemagne, la responsabilité retombera sur l'Union

chrétienne-démocrate (CDU), arrivée en deuxième position en Thuringe, qui a aussi conservé sa victoire de très courte distance en Saxe. C'est dans cette région que pourrait se former une coalition atypique, où, outre ses partenaires traditionnels, elle aurait besoin du soutien de l'Alliance Sahra Wagenknecht ou de la Gauche pour obtenir la majorité absolue. Ces résultats renforcent également l'avantage dans les sondages au niveau national de l'Union chrétienne-démocrate.

Le 22 septembre auront lieu les élections au parlement du Land de Brandebourg, où le Parti social-démocrate gouverne en coalition avec l'Union chrétienne-démocrate et les Verts. Les sondages prédisent un basculement électoral en faveur d'Alternative pour l'Allemagne dans ce bastion de la gauche, que gouverne le Parti social-démocrate (SPD) depuis la réunification.

**✓ Notre opinion** – *Les résultats obtenus une fois de plus par la coalition tricolore n'incitent guère à une convocation anticipée des élections législatives prévues dans un an. Les libéraux du Freie Demokratische Partei (FDP) n'ont pas réussi à entrer aux parlements des deux régions, les Verts maintiennent leur représentation en Saxe de justesse, tandis que le parti du chancelier fédéral Olaf Scholz, le SPD, poursuit son chemin de dégringolade vers le seuil des 5% ouvrant le droit à siéger au Parlement.*

### **France : un nouveau Premier ministre, des défis majeurs en termes de finances publiques**

Le processus a pris du temps, mais la France a enfin un Premier ministre. Emmanuel Macron a ainsi chargé Michel Barnier de former un « gouvernement de rassemblement », sa première mission. Mais sa plus grande mission sera sans doute celle du Budget 2025, alors que le projet de loi de finances (PLF) pour l'année suivante doit traditionnellement être déposé à l'Assemblée nationale au plus tard le premier mardi d'octobre. Le Conseil d'État (i) et le Haut conseil des finances publiques (HCFP, ii) doivent aussi être consultés en amont afin qu'ils émettent respectivement leur avis sur le PLF (i), et sur le réalisme des prévisions macroéconomiques ainsi que de recettes et de dépenses publiques (ii). Cette année, il sera très difficile de respecter les délais, et le processus budgétaire devrait donc être retardé. Au-delà de cette problématique, il faudra pouvoir faire voter le Budget, et il pourrait être difficile d'aboutir à un projet suffisamment

consensuel, compte tenu des nouveaux équilibres à l'Assemblée nationale. Ce PLF pourrait être celui de l'immobilisme, afin de ne pas détricoter la politique de l'offre menée par le président depuis le début de ses mandats, tout en n'adoptant pas des mesures très austéritaires qui pourraient déplaire à la gauche, la coalition du Nouveau front populaire étant sortie grande gagnante des élections législatives anticipées.

De nombreux défis attendent pourtant ce gouvernement, et en particulier en matière de finances publiques, un nouveau dérapage ayant été divulgué cette semaine. Le défi devrait d'ailleurs se prolonger sur une période relativement longue, et concerner les gouvernements suivants, si on en croit une note récente du Conseil d'analyse économique<sup>1</sup>, qui préconise d'étaler la consolidation budgétaire sur 7 à 12 ans, avec toutefois un effort

<sup>1</sup> Cf. « [Quelle trajectoire pour les finances publiques françaises ?](#) », Les notes du Conseil d'analyse économiques n°82, juillet 2024.

initial plus important. En effet, une consolidation trop rapide pourrait peser fortement sur la croissance, ce qui pourrait s'avérer contre-productif. En attendant, la France emprunte toujours relativement bon marché, du moins pour l'instant. Le taux d'intérêt sur les obligations assimilables du Trésor (OAT) à 10 ans est en effet supérieur de « seulement » 70 points de base à celui sur le Bund allemand, considéré comme sans risque (l'écart était de l'ordre de 50 points de base avant la dissolution de l'Assemblée nationale en juin). L'Italie fait face pour sa part à un *spread* BTP-Bund beaucoup moins favorable, autour de 140 points de base.

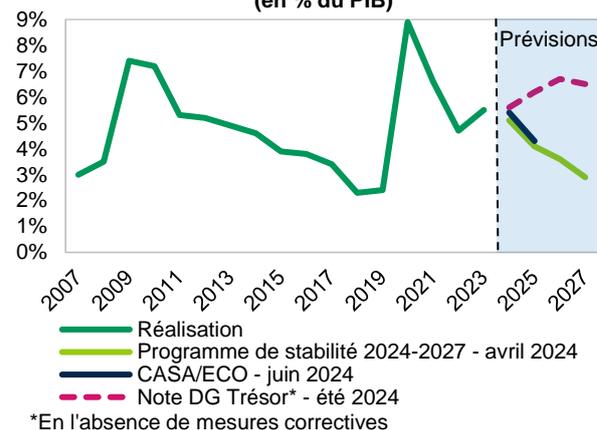
D'après une note de la Direction générale du Trésor qui a été transmise aux parlementaires (*sources : Les Echos, Le Monde*), le déficit budgétaire pourrait s'élever à 5,6% du PIB cette année, soit nettement plus que les 5,1% prévus dans le Programme de stabilité (Pstab) au printemps dernier, si aucune mesure corrective n'est prise. Le déficit pourrait donc encore augmenter, alors qu'il s'est établi l'an dernier à 5,5% du PIB, ce qui constituait déjà un dérapage par rapport aux 4,9% prévus à l'automne dans le PLF pour 2024<sup>2</sup>. En cause cette année, des dépenses qui se sont envolées sur les premiers mois de 2024, et des recettes plus faibles que prévu. En termes de dépenses, les collectivités locales sont pointées du doigt, avec un surcroît qui pourrait s'élever à 16 milliards d'euros en 2024 par rapport à ce qui était prévu dans le PLF. Soit presque autant d'économies (15 milliards) à trouver d'ici la fin de l'année pour respecter l'objectif du Pstab. Du côté des recettes, elles seraient un peu plus faibles qu'anticipé pour la TVA, l'impôt sur le revenu et l'impôt sur les sociétés.

Le déficit public pourrait même se creuser les années suivantes si rien n'est entrepris. D'après ladite note, celui-ci pourrait en effet augmenter à 6,2% du PIB en 2025 et atteindre 6,7% du PIB en 2026, avant de s'établir à 6,5% en 2027. Le retour du déficit sous les 3% à cet horizon, un objectif

réitéré par Bruno Le Maire au printemps, serait donc loin d'être atteint. Pour respecter la trajectoire du Programme de stabilité, il faudrait déjà trouver 60 milliards d'économies pour le Budget 2025 (e budget qui est censé être bouclé à l'automne)...

La France sera en tout cas contrainte (théoriquement du moins) par une chose : le respect des nouvelles règles budgétaires européennes. Avec un étalement sur sept ans, cela correspondrait à plus de 30 milliards d'économies en 2025, et autour de 100 milliards d'euros à horizon 2028, toujours d'après la même note. Déjà un sacré défi. Avec un Premier ministre de droite mais une Assemblée divisée, la question va de nouveau se poser : faut-il augmenter les recettes ou diminuer les dépenses des administrations publiques ? Si nous avons déjà discuté dans un précédent article<sup>3</sup> du fait que les marges de manœuvre sur les prélèvements obligatoires apparaissent globalement limitées, la stratégie pourrait de toute façon nécessiter une action sur les deux volets (dans des proportions toutefois variables), vu l'ampleur des ajustements requis.

**Déficit public au sens de Maastricht**  
(en % du PIB)



Sources : Insee, Pstab 2024-2027, *Les Echos/Le Monde*, Crédit Agricole SA/ECO

**✓ Notre opinion** – Nous avons anticipé un léger dérapage des finances publiques par rapport aux prévisions du gouvernement en 2024 et 2025, avec des prévisions de déficit à respectivement 5,4% et 4,3% du PIB dans notre scénario publié en juillet<sup>4</sup>, qui avait pourtant été réalisé à politique économique inchangée. Compte tenu de la situation actuelle et des dernières annonces, ces prévisions pourraient être réhaussées dans notre prochain scénario, surtout en 2025. Nous considérons que les chiffres de déficits de la note citée dans cet article constituent toutefois des majorants potentiels des réalisations futures, ceux-ci découlant d'une hypothèse d'absence de mesures correctives. Malgré les incertitudes et la situation relativement inédite à l'Assemblée nationale, nous anticipons que des mesures correctives seront prises, sans certitude toutefois sur leur ampleur.

<sup>2</sup> Voir notamment notre publication « [Dérapage des finances publiques, une incidence à long terme](#) », Perspectives n°24/092, 4 avril 2024

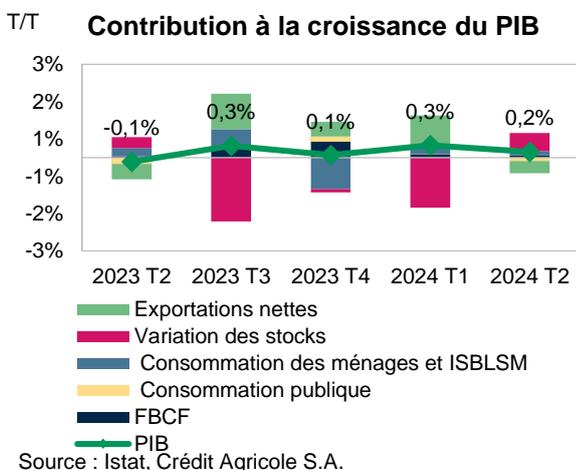
<sup>3</sup> Cf. « [Programme de stabilité, un manque de crédibilité et de cohérence, ainsi que des défis](#) », 30 avril 2024

<sup>4</sup> « [Scénario 2024-2025 : entre fougue des Jeux et incertitude politique, garder la tête froide](#) », 29 juillet 2024.

**Italie : une rentrée mitigée**

Dans un contexte toujours incertain, les performances de l'Italie, comparativement aux autres pays de la zone euro, apparaissent plutôt positives. Avec une hausse du PIB de 0,2% au deuxième trimestre par rapport au trimestre précédent, l'économie italienne croît au même rythme que la France, malgré un acquis moins favorable (+0,6% sur 2024), et fait mieux que l'Allemagne, dont le PIB diminue de 0,1% sur le trimestre. Elle fait néanmoins moins bien que l'Espagne, qui se démarque de ses partenaires et continue sur la lancée post-Covid avec une hausse du PIB de 0,8% pour le deuxième trimestre consécutif. Si la comparaison internationale semble pencher en faveur de l'optimisme, le tableau dressé par le détail des comptes est moins rose. La contribution de la demande finale à la croissance est restée limitée à +0,1 point de pourcentage (ppt), tandis que la contribution des stocks a apporté 0,4 ppt à la croissance. Les comptes extérieurs, quant à eux, ont pesé négativement sur la croissance à hauteur de -0,3 point de pourcentage, plombés par une baisse des exportations de 1,5% face à un recul des importations de 0,6%.

En ce qui concerne les grands postes de la demande, il semblerait que la reprise de la consommation ne soit toujours pas au rendez-vous. Les dépenses de consommation des ménages ont ainsi ralenti par rapport au premier trimestre, avec une hausse limitée à 0,2%. Si les dépenses dans les services, en baisse au cours des deux derniers trimestres, ont retrouvé le chemin de la croissance avec une augmentation de 1,3%, la consommation en biens, qui avait soutenu la faible reprise en début d'année, recule ce trimestre. Ce repli est particulièrement marqué dans les dépenses de consommation de biens non durables, qui baissent de 1,4% par rapport au trimestre précédent.

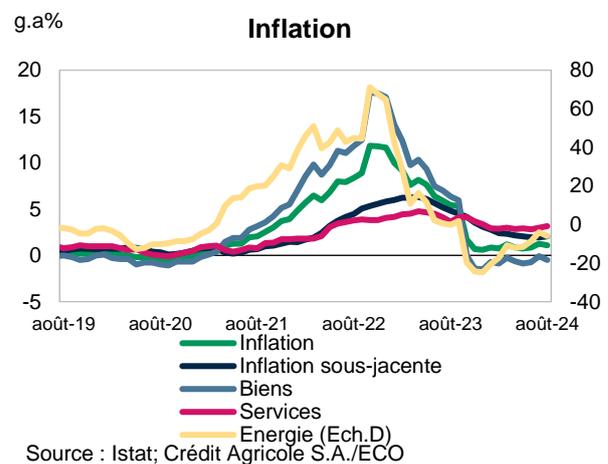


Le ralentissement de l'investissement se poursuit également, passant de 0,4% de croissance d'un trimestre à l'autre au T1 à 0,3% au T2. Alors qu'au

cours du premier trimestre, la faiblesse de l'investissement était principalement due au segment des machines et équipements, c'est au tour de la construction de marquer le pas avec une croissance tout juste positive à 0,1%. Le recul attendu dans le secteur du logement se confirme avec une baisse de 1,1%, tandis que les effets du plan de relance continuent de soutenir les investissements en bâtiments et travaux publics. Ceux-ci, bien qu'en ralentissement par rapport au premier trimestre, croissent tout de même de 1,8%, contribuant à hauteur de 0,4% à l'investissement en construction. La croissance des investissements en transport reste vigoureuse, mais les investissements en propriété intellectuelle reculent de 0,9%.

Du côté de l'offre, seules les activités de services et la construction sont en territoire positif. Faisant écho au ralentissement de l'investissement en construction, la croissance de la valeur ajoutée du secteur s'est fortement modérée, passant de 2,9% au T1 à 0,6% au T2. Pour ce qui est des services, la hausse de la valeur ajoutée se poursuit et s'améliore depuis le début de l'année, tirée par les activités immobilières, le commerce de détail et le secteur des TIC.

Sans surprise, la valeur ajoutée dans l'industrie recule de nouveau et perd près de 1% par rapport au trimestre précédent. Il en va de même pour le secteur agricole, dont la valeur ajoutée baisse de 1,7% après la reprise du T1.



Cette morosité de l'activité semble également se poursuivre au T3. Après quelques mois de hausse, l'indice de confiance des consommateurs a diminué en août, passant de 98,9 à 96,1, en raison d'anticipations moins favorables concernant leur situation économique générale et personnelle. Ce recul intervient alors même que l'inflation annuelle a légèrement décéléré, après le léger rebond enregistré au cours des deux mois précédents dû à la hausse des prix de l'énergie réglementée. Elle passe ainsi de 1,3% en juillet à 1,1% en août, principalement sous l'effet de la baisse des prix des biens énergétiques non régulés (-8,6%) et des biens

durables (-1,8%). Toutefois, l'inflation sous-jacente, excluant les prix volatils de l'énergie et des aliments frais, se stabilise à 2,0%. Les tensions dans les secteurs des services (+3,2%) et des biens alimentaires transformés (+1,8%) observées en août ont été en partie compensées par le recul des prix des biens durables.

Sur le marché du travail, le taux de chômage a diminué à 6,5% en juillet 2024, avec une réduction notable du nombre de chômeurs (-6,1%). Cependant, cette baisse s'accompagne d'une augmentation du nombre d'inactifs (+0,6%), ce qui pourrait indiquer un retrait du marché du travail de certains segments de la population. Bien que l'emploi ait légèrement augmenté (+0,2%), porté par une hausse de l'emploi indépendant et une augmentation chez les femmes, il baisse parmi les salariés et les 25-34 ans, signe que la dynamique reste fragile.

Du côté des entreprises, l'indice de confiance a enregistré une légère augmentation, passant de

94,3 à 94,7, mais il reste bien en deçà de son niveau de janvier.

L'indice de confiance de l'industrie a diminué de nouveau en août après s'être stabilisé en juillet, signe que le secteur est toujours en difficulté. Parallèlement, les prix à la production, tirés par la hausse de l'énergie, ont augmenté de 1,3% par rapport au mois précédent. Hors énergie, les prix n'ont que marginalement progressé (+0,1%). Dans le secteur de la construction, la confiance des entreprises est restée relativement stable, bien qu'elle se soit détériorée dans le segment du logement.

À l'exception du commerce de détail, dont l'indice de confiance fléchit, la confiance dans les services s'est améliorée en août, principalement grâce à la bonne tenue des activités liées au tourisme et aux TIC, qui bénéficient d'une reprise de la demande.

	janv.-24	févr.-24	mars-24	avr.-24	mai-24	juin-24	juil.-24	août-24
Confiance des consommateurs	↑ 96,4	↑ 97	↑ 96,5	→ 95,2	↑ 96,4	↑ 98,3	↑ 98,9	→ 96,1
Confiance des entreprises	↑ 98	↑ 95,8	↑ 97	↑ 95,8	↓ 0	↑ 94,5	↑ 94,3	↑ 94,7
Confiance dans l'industrie	→ 88,2	↓ 87,5	↑ 88,4	→ 87,6	→ 88,3	↓ 86,9	→ 87,6	↓ 87,1
Inflation	↓ 0,8%	↓ 0,8%	↓ 1,2%	↓ 0,8%	↓ 0,8%	↓ 0,8%	↓ 1,3%	↓ 1,1%
Inflation sous-jacente	↓ 2,8%	↓ 2,4%	↓ 2,3%	↓ 2,2%	↓ 2,1%	↓ 2,0%	↓ 2,0%	↓ 2,0%
Taux de chômage	→ 7,2	↑ 7,3	→ 7	↓ 6,8	↓ 6,8	→ 6,9	↓ 6,5	

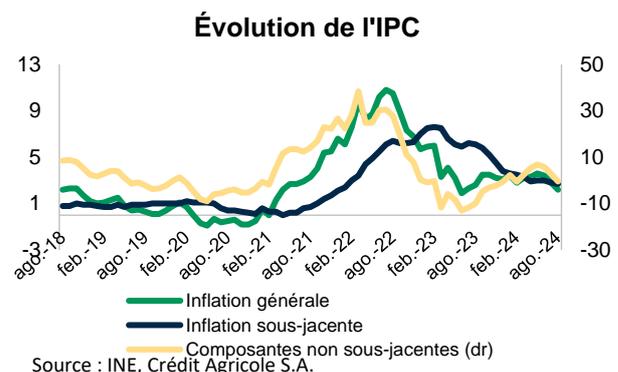
**Notre opinion** – Malgré des prix en nette décélération et des salaires négociés qui croissent à un rythme supérieur à celui des prix à la consommation, la reprise de la consommation ne semble pas être au rendez-vous, avec des anticipations des ménages qui se dégradent de nouveau. L'impact du ralentissement sur l'emploi, bien qu'il ne se matérialise pas encore sur les nouvelles embauches et le taux de chômage, reste préoccupant au regard de la hausse du nombre d'actifs quittant le marché du travail. Dans ce contexte de demande en berne, les ressorts d'une reprise de l'investissement, dans un contexte où les perspectives des entreprises sont encore orientées à la baisse, ne sont pas non plus pour bientôt, d'autant que les effets de la baisse des taux ne devraient pas se manifester dans l'immédiat. En somme, même si l'économie italienne ne décroche pas de ses partenaires, le second semestre s'annonce plus morose qu'attendu.

**Espagne : l'inflation recule en août**

L'inflation a baissé de 0,6 pp en août en Espagne, pour atteindre 2,2% selon l'indicateur avancé de l'IPC publié par l'INE. En revanche, l'inflation sous-jacente (hors composants volatils), s'est établie à 2,7% (2,8% en juillet). L'INE souligne que cette baisse est principalement due à la diminution des prix des carburants. Les produits alimentaires auraient également contribué à la baisse de l'inflation, mais dans une moindre mesure.

La baisse de l'inflation globale et de l'inflation sous-jacente est un bon signe. La première a été inférieure à 3% pour le deuxième mois depuis juillet. L'inflation sous-jacente a enregistré son chiffre le plus bas, depuis janvier 2022. La baisse des prix alimentaires anticipée par l'INE pourrait soulager le

compartiment qui a connu la plus forte inflation cette année (4,7% en moyenne).



☑ **Notre opinion** – Les composantes non essentielles (énergie et denrées alimentaires non transformées) de l'indice des prix ont retrouvé une dynamique négative, reculant de -0,4% (depuis 3,1% en juillet). L'une des composantes qui a le plus contribué à la baisse de l'inflation ce mois-ci est celle des carburants : la baisse de 2,1% du prix de l'essence par rapport au mois précédent est combinée à un effet de base favorable (elle se compare à +5,5% en août 2023). En revanche, l'électricité aurait contribué à la hausse : en août, le prix du tarif PVPC (tarif électrique du marché régulé) a augmenté de 7,3% sur un mois. Cette croissance se compare au taux de 3,1% d'il y a un an. La TVA sur l'électricité est actuellement réduite à 10%, contre 21% habituellement et le prix de l'électricité sur le marché de gros s'élevait à 72 euros/MWh en juillet. Selon les données des marchés à terme de l'OMIE (opérateur désigné du marché de l'électricité), le prix du marché de gros sera supérieur au seuil de 45 euros/MWh jusqu'à la fin de l'année, de sorte que la TVA sur l'électricité pourrait revenir à son taux normal en janvier 2025.

En conclusion, le chiffre de ce mois constitue une nouvelle étape vers la normalisation de l'inflation. Avec des prix du pétrole plus faibles que prévu, l'IPC global aurait augmenté de 0% sur le mois, soit un rythme de croissance égal à la moyenne du mois d'août entre 2014 et 2019. En revanche, en août de l'année dernière, les prix avaient augmenté de 0,5%. Toutefois, la hausse des prix de l'électricité attendue par les marchés à terme pourrait brouiller cette tendance à la normalisation d'ici la fin de l'année.

Quant aux salaires, les dernières données concernant les conventions collectives signalent une croissance inférieure à l'IPC jusqu'à juin, (cumulé depuis le début de l'année +3,2% contre +3%). Pour rappel, en 2023 le taux de croissance des salaires négociés a été le même que celui des prix à la consommation, soit 3,5%, il semblerait donc que les gains des salaires réels restent contenus.

## Royaume-Uni

### Royaume-Uni : la croissance a été tout sauf modeste au premier semestre, mais qu'en est-il vraiment ?

La récession du second semestre 2023, légère et courte, appartient au passé : l'économie a largement récupéré ses pertes. La croissance britannique du deuxième trimestre a en effet continué de défier les pronostics : à +0,6% en variation trimestrielle, après +0,7% au premier trimestre, elle dépasse le rythme de croissance de long terme (0,5% par trimestre en moyenne depuis 1985).

Ne nous fions toutefois pas aux apparences. L'approche par *output* de la décomposition du PIB au deuxième trimestre montre que seuls quelques secteurs de services spécifiques aux entreprises ont été les moteurs de la croissance : services professionnels, scientifiques et techniques, dont notamment une hausse de 11% de la recherche et développement, tandis que les services à destination du consommateur final ont baissé (-0,1%). Ainsi, si les services ont crû de 0,8% sur le trimestre, l'activité dans l'industrie et la construction a en revanche baissé de 0,1%. Cette décomposition des moteurs sectoriels de la croissance suggère une image à la fois plus hétérogène et beaucoup plus précaire de la croissance que ne l'affiche le chiffre de PIB total.

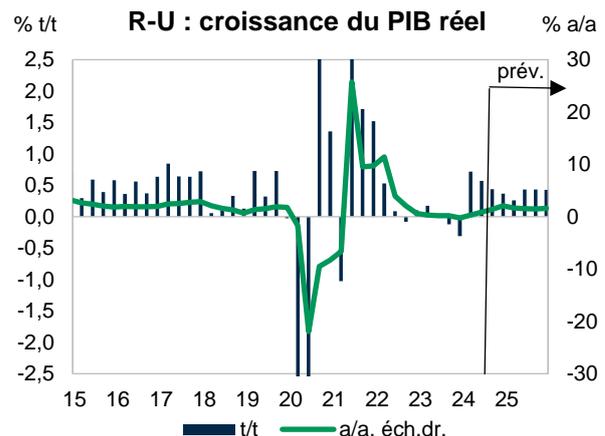
La décomposition en termes de dépenses conforte ce constat et renforce les doutes sur la pérennité d'une croissance vigoureuse. La consommation des ménages décélère à +0,2% sur le trimestre après +0,4% au premier trimestre. Une hausse supplémentaire du taux d'épargne devrait donc être intervenue au cours du trimestre. Certes, cela pourrait en partie être dû à un excès de précaution lié à l'incertitude entourant les résultats des élections générales et une accélération, toutefois modérée, pourrait intervenir au troisième trimestre.

La formation brute de capital fixe a également été plus faible qu'anticipé, augmentant de 0,4% sur le trimestre après +0,9% au premier trimestre avec un investissement des entreprises en baisse (de -0,1%), un investissement immobilier également en repli (de -0,8%), un investissement public en forte croissance (+2,6%). Les niveaux élevés des taux d'intérêt sont un frein à l'investissement privé mais les perspectives d'assouplissement monétaire, que la BoE a entamé au mois d'août avec une première baisse de taux de 25 points de base, devraient permettre une embellie dans les mois à venir.

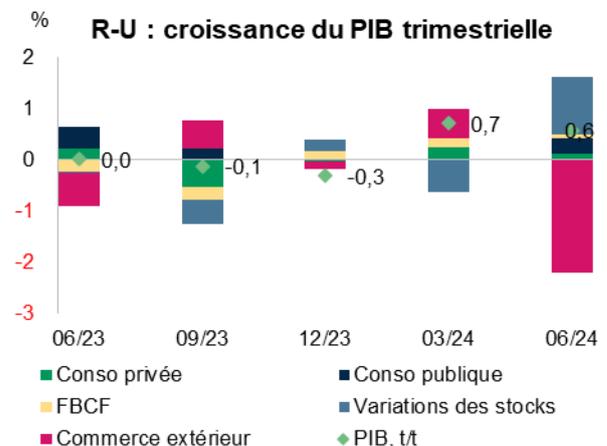
Quant au commerce extérieur, les volumes échangés se sont révélés dynamiques. Le fort rebond des importations (+7,7% sur le trimestre, après cinq trimestres de baisse) s'explique par des mouvements de l'or non-monnaire et des

importations en biens de capital et de carburants, mais également par une accumulation de stocks. Néanmoins, les exportations (+0,8% en variation trimestrielle) n'ayant pas suivi le rythme soutenu des importations, le commerce extérieur contribue négativement à la croissance (-2,2 points de pourcentage).

Quelles implications pour les perspectives à court terme ? Le PIB a été inchangé au mois de juin (après une hausse de 0,4% en mai). Deux facteurs expliquent cette faiblesse : premièrement, les ventes au détail ont chuté sur le mois, et deuxièmement, quatre jours de grèves des médecins junior ont pesé sur l'activité dans le secteur de la santé. La dissipation de ces deux facteurs devrait conduire à un contrecoup en juillet avec un rebond décent, comme le suggèrent les enquêtes de confiance auprès des entreprises de juillet et août (PMI composite en hausse à 54,3 ; un plus haut depuis avril 2023).



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion** – Nous maintenons notre scénario d'une croissance de l'ordre de 0,4% en variation trimestrielle aux troisième et quatrième trimestres. La robustesse de la croissance sur la première moitié de l'année réhausse la prévision de croissance annuelle à 1,2% (contre 0,9% précédemment) et celle de 2025 à 1,6% (contre 1,4% précédemment). La croissance de 2025 est assortie de risques baissiers. Madame Rachel Reeves, la chancelière de l'Échiquier, a présenté, le 29 juillet dernier, l'audit du gouvernement des plans de dépenses budgétaires. Celui-ci a fait état d'un « trou noir » de 22 milliards de livres (0,8% du PIB) dans les comptes publics pour l'année fiscale en cours. Le gouvernement a annoncé quelques mesures de coupes budgétaires de faible ampleur ainsi qu'un examen pluriannuel des dépenses. Celui-ci pourrait montrer la nécessité de plus de hausses des impôts et des taxes que ce qui a été annoncé au cours de la campagne électorale du Labour et la nécessité de davantage de coupes budgétaires dans les années à venir. La politique budgétaire restrictive risque d'avoir une impulsion négative sur la croissance plus large qu'actuellement anticipé.

## Pays émergents

### Asie

#### Thaïlande : Paetongtarn Shinawatra prend les rênes dans un contexte politique délicat

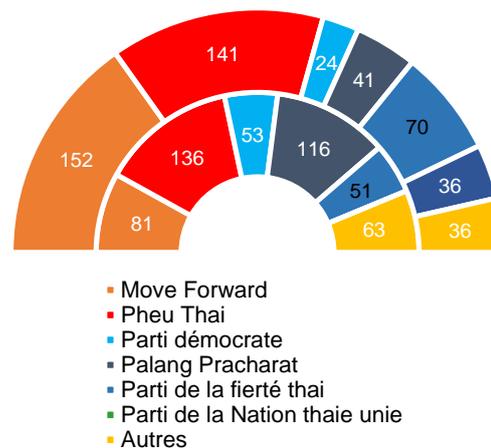
Elue à une nette majorité le 16 août (319 voix pour, 145 contre, 27 abstentions) et officiellement nommée le 18 août par le roi, Paetongtarn Shinawatra est devenue la 31<sup>e</sup> Première ministre de la Thaïlande. Elle a émergé sur le devant de la scène politique en octobre 2023, en prenant la tête du Pheu Thai, parti de centre droit. Elle est également connue comme l'héritière de la dynastie la plus puissante de Thaïlande. En effet, Paetongtarn est la troisième dirigeante du pays à porter le nom Shinawatra, après son père Thaksin (2001-2006) et sa tante Yingluck (2011-2014), tous les deux renversés par des coups d'État militaires. La Première ministre succède à Srettha Thavisin (Pheu Thai), destitué le 14 août par la Cour constitutionnelle, à peine un an après son accession au poste de Premier ministre. Par cinq voix contre quatre, la Cour constitutionnelle a jugé que le Premier ministre avait enfreint des règles d'éthique fixées dans la Constitution en nommant à son cabinet Pichit Chuenban, un avocat condamné en 2008 à une peine d'emprisonnement pour corruption.

#### La dissolution surprise du premier parti d'opposition

Quelques jours plus tôt, le 7 août 2024, les mêmes juges ont voté à l'unanimité la dissolution du principal parti d'opposition, « Move Forward », et ont déclaré son leader Pita Limjaroenrat ainsi que dix dirigeants du parti inéligibles pour dix ans. Le parti de centre-gauche, souvent identifié comme le parti de la jeunesse urbaine et progressiste, était accusé d'avoir fait campagne pour réformer la loi relative au crime de lèse-majesté. Cette loi est particulièrement sévère, prévoyant jusqu'à quinze ans d'emprisonnement pour toute insulte envers le roi ou sa famille. La Commission électorale thaïlandaise avait saisi la Cour constitutionnelle, arguant que la campagne du parti visait à renverser la monarchie. Notons que le prédécesseur du Move Forward avait connu un sort similaire en 2020. La Cour constitutionnelle avait jugé illégal un prêt accordé par le co-fondateur Thanathorn Juangroongruangkit au Future Forward Party lors de la campagne pour les élections de 2019.

La dissolution de Move Forward a replongé le pays dans une période d'incertitude politique, s'agissant du parti ayant le plus grand nombre de députés à l'Assemblée. Lors des élections législatives de 2023, le parti avait réalisé une performance historique en remportant 152 des 500 sièges. Cependant, il n'a pas pu former de gouvernement, faute d'avoir obtenu le soutien nécessaire des sénateurs de la chambre haute, intégralement nommés par

l'ancienne junte militaire. Finalement, l'échec de Pita Limjaroenrat à se faire élire Premier ministre avait conduit le Pheu Thai à rompre l'alliance et à proposer Srettha Thavisin comme candidat. Ayant obtenu le soutien d'une partie de l'opposition et des partis liés à la junte au pouvoir, dont le Parti de la fierté thaï, Thavisin avait été élu premier ministre en 2023.



Les députés de feu Move Forward disposaient de 60 jours pour rejoindre un autre parti. Finalement, deux jours après la dissolution, le 9 août, la formation a acté sa renaissance, sous la bannière du Parti du peuple. Cette nouvelle formation est issue de la transformation d'un petit parti existant, Thinkakao, fondé en 2012 mais qui n'avait remporté aucun siège lors des élections de 2019 et 2023. En raison de l'inéligibilité de dix ans prononcée contre plusieurs députés Move Forward, seuls 143 des 152 députés ont pu rejoindre le Parti du peuple. La formation est dirigée par Natthaphong Ruengpanyawut, ancien membre de Move Forward, qui tentera d'accéder au pouvoir au moment des élections de 2027.

#### Paetongtarn Shinawatra garde le cap

Nouveau rebondissement ce 2 septembre : le Pheu Thai a écarté le parti Palang Pracharat de la coalition et a proposé à son rival de longue date, le Parti démocrate, de rejoindre la nouvelle coalition gouvernementale. Celle-ci est désormais composée de 141 députés du Pheu Thai, 70 du Parti de la fierté thaïe, 36 du Parti de la Nation thaïe unie et 25 du Parti démocrate, ainsi que 34 députés de différents petits partis. La coalition dirigée par le Pheu Thai dispose donc d'une majorité confortable à la chambre des représentants, permettant à la Première ministre de gouverner sans trop de difficultés.

Paetongtarn Shinawatra a annoncé qu'elle s'inscrirait dans la continuité de son prédécesseur. La priorité sera donnée aux investissements et au tourisme, un secteur crucial pour l'économie thaïlandaise toujours en difficulté depuis le Covid. De plus, elle poursuivra la politique phare initiée par

Srettha Thavasin : la distribution de 450 milliards de bahts (soit 13,1 milliards de dollars) à la population via des « portefeuilles numériques ». Ce programme de stimulation vise à dynamiser la consommation et, par conséquent, à relancer la croissance économique thaïlandaise en berne depuis 2020.

**✓ Notre opinion** – *Le gouvernement de Paetongtarn Shinawatra hérite d'une situation compliquée. À la croissance molle thaïlandaise (2,5% en 2022 et 1,9% en 2023), qui tranche avec le dynamisme des autres économies de la zone, s'ajoute l'instabilité politique. La Thaïlande est ainsi un des rares pays à ne pas encore avoir retrouvé son niveau de PIB pré-pandémie : la récession y avait été particulièrement violente, la reprise peu dynamique et la forte dépréciation du baht avait pesé sur les équilibres extérieurs. Les marchés n'ont pour le moment pas réagi aux événements politiques. Leur attention se porte sur la formation du nouveau cabinet, qui devrait être finalisée d'ici la fin de semaine, ainsi que sur les politiques annoncées par la nouvelle administration.*

*Paetongtarn profite néanmoins d'une légère embellie, notamment due à une bonne saison touristique début 2024. La Thaïlande a enregistré une croissance de 2,3% au T2 2024 en glissement annuel. Nous anticipons une croissance de 2,4% en 2024 et attendons également un léger assouplissement de la politique monétaire avec une baisse du taux directeur de 25pb (de 2,5% à 2,25%), qui devrait avoir lieu dans le sillage de celle (très) attendue de la Fed.*

### Indonésie : de Jakarta à Nusantara, un chemin semé d'embûches

Le 17 août, jour de la fête de l'Indépendance de l'Indonésie, a eu lieu l'inauguration de Nusantara et de son palais présidentiel. Construite sur l'île de Bornéo, dans la région forestière du Kalimantan oriental, Nusantara devient la nouvelle capitale indonésienne. Ce projet pharaonique, porté par l'ancien président Joko Widodo depuis 2019, est estimé à 32 milliards de dollars. La construction a débuté en 2022 et devrait s'achever en 2045.

#### **Cette décision obéit à des considérations pragmatiques...**

Surpopulation, pollution, affaissement des sols et inondations sont autant de maux dont souffre Jakarta. Avec ses 12 millions d'habitants, 30 en incluant la périphérie, la mégapole est surpeuplée. C'est l'une des villes les plus densément peuplées de la planète, avec plus de 16 000 habitants par km<sup>2</sup>. Les habitants souffrent du trafic chronique et de la pollution atmosphérique qui l'accompagne.

Surtout, pour subvenir aux besoins en eau potable d'une population qui croît très rapidement, les prélèvements d'eau dans les nappes phréatiques s'intensifient. En l'absence d'un système d'approvisionnement adéquat, la majorité des habitants dépend principalement du pompage des eaux souterraines. Cette extraction massive entraîne un affaissement alarmant des sols, de 10 à 30 centimètres par an selon les zones. En dix ans, la partie nord de la ville s'est affaissée de 2,5 mètres. Conséquence dramatique : plus de 40% de la ville se trouve désormais sous le niveau de la mer. Pour empêcher que la mer de Java inonde la ville, des

murs côtiers ont été érigés, offrant un répit temporaire aux populations. Cependant, la menace d'un effondrement de ces murs est bien réelle. En 2007, par exemple, une partie du mur a cédé à la suite de pluies torrentielles et de tempêtes.

#### **... mais aussi politiques**

Le projet revêt également une dimension éminemment politique. Pour le président Joko Widodo, c'est une opportunité de laisser une trace dans l'histoire du pays. Connu comme le « président des infrastructures » durant ses deux mandats, il voit dans ce projet l'aboutissement de sa vision politique. C'est pourquoi il tenait particulièrement à inaugurer la nouvelle capitale avant de quitter ses fonctions en octobre. Pour s'assurer que le projet serait mené à bien, Joko Widodo a même fait adopter une loi obligeant les futurs chefs d'État à continuer la construction.

Par ailleurs, déplacer la capitale en dehors de l'île de Java est un moyen de renforcer l'unité nationale en intégrant l'ensemble du territoire indonésien et en rééquilibrant l'activité à travers le pays. En effet, Nusantara est située au centre de l'archipel indonésien et de ses 17 000 îles, contrairement à Jakarta, qui se trouve sur l'île de Java. Cette dernière concentre à elle seule 58% du PIB et 50% de la population en 2023.

#### **Doutes, critiques et pessimismes entourent le projet**

Les travaux, entamés en 2022, accusent déjà des retards considérables. La raison principale est le

manque de financements. Le gouvernement a prévu de financer 20% du projet, laissant les 80% restants à la charge du secteur privé. Or, si une poignée de groupes indonésiens ont eu l'obligation de contribuer au financement, les investisseurs étrangers ne répondent pas à l'appel. Le gouvernement espère récolter 100 000 milliards de roupies d'investissements privés d'ici la fin 2024. Fin juin, seulement 51 300 Mds de roupies avaient été collectées, provenant de bailleurs de fonds nationaux. Le gouvernement, quant à lui, a déjà déboursé 42 trillions de roupies (2,44 Mds d'euros) pour l'année budgétaire en cours et environ autant lors de l'exercice précédent. Bien que l'inauguration ait pu envoyer un signal positif aux investisseurs potentiels, ces derniers attendent des progrès plus tangibles avant de s'engager, notamment en matière d'infrastructures. Les retards accumulés et le manque d'infrastructures rendent les populations réticentes à déménager. Pour encourager l'installation, le gouvernement offre des primes aux fonctionnaires. De nombreux fonctionnaires qui

seront contraints de s'y installer expriment leur mécontentement.

Enfin, bien que Nusantara soit conçue pour devenir une « ville verte », fonctionnant uniquement avec des énergies renouvelables et visant la neutralité carbone en 2045, la construction en elle-même est une menace pour la biodiversité. La ville s'implante dans l'une des plus grandes forêts tropicales au monde, qui abrite des espèces rares et menacées telles que les orangs-outans ou les singes à long nez. Le chantier a déjà entraîné la disparition de 14 000 hectares de forêt, dans une zone déjà affectée par la déforestation due aux activités minières et de la production intensive d'huile de palme. Le projet menace également les peuples autochtones de la région forestière du Kalimantan oriental. Le peuple Balik, par exemple, est progressivement expulsé, contre des compensations financières.

**✓ Notre opinion** – *Nusantara est un projet extrêmement ambitieux, répondant à des considérations pragmatiques, mais également politiques. L'histoire a également montré que la création de « villes nouvelles », et notamment de capitales (Brasilia, le Nouveau Caire, Abuja) était un chemin semé d'embûches, rarement couronné de succès. Par ailleurs, le projet ne permettra pas de résoudre le problème de surpopulation de Jakarta, puisque Nusantara n'est conçue que pour accueillir 2 millions de personnes d'ici 2045. Si les habitants les plus aisés de Jakarta pourront s'installer dans les hauteurs, les plus pauvres risquent d'être en grande difficulté pour se déplacer. L'Indonésie doit poursuivre ses investissements pour résoudre les problèmes auxquels Jakarta est confrontée.*

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### Égypte : que propose vraiment le FMI ?

Le 28 août, le FMI a publié le rapport de la troisième revue de son programme avec l'Égypte. Celle-ci a permis le versement d'une tranche de 820 millions de dollars en juillet. Ce programme avait été sollicité par l'Égypte fin 2022 pour faire face au choc de la guerre en Ukraine<sup>5</sup>. Il avait été rapidement suspendu lorsque le pays avait basculé dans une crise qui avait retardé la transition vers un change flexible, pilier fondamental du programme FMI. L'apport exceptionnel de liquidité des Émirats (24 milliards USD), début 2024, a ensuite permis l'ajustement du change officiel au niveau du marché parallèle.

Le programme du FMI a pu reprendre, avec la validation des trois premières revues, mais avec un an de retard. Le programme a alors été recalibré, de 3 à 8 milliards de dollars. Par ailleurs, le FMI a publié de nouvelles prévisions économiques, mais il ne s'agit pas d'une simple révision technique des variables. En effet, les différences de prévision entre les deux programmes révèlent que le nouveau plan impose des ajustements plus abrupts que prévu à l'Égypte. Que propose réellement le FMI ?

#### Le pari de transformation de l'économie égyptienne reste le même...

La philosophie du programme n'a pas changé. Le pari consiste à stabiliser les anticipations des marchés et les variables macroéconomiques à court-terme, pour sortir d'un management de crise, et se concentrer sur la transformation du modèle économique à moyen-terme. Ce dernier, plus équilibré, réduirait alors la vulnérabilité de l'Égypte à de nouveaux chocs externes. On retrouve ainsi dans le programme révisé des piliers inchangés : un change flexible, une gestion fiscale et monétaire prudente qui n'exacerbe pas les déséquilibres, et la construction d'un environnement propice à l'investissement privé. Tout cela appuierait une transformation du financement externe en faveur d'investissements stables (investissements directs étrangers - IDE) tout en réduisant la dépendance aux investissements de portefeuille, volatils en cas de chocs. Le programme du FMI, associé au soutien du Golfe, vise à enclencher un cycle vertueux de confiance, pendant que les réformes se mettent en place.

Court-terme			Moyen-terme
1/ Stabiliser les anticipations à court-terme	2/ Réduire les ingérences de l'État, sources de déséquilibre	3/ Stimuler l'investissement productif	4/ Ancrer les anticipations à LT sur la base d'un modèle économique équilibré
Change flexible	"Méga" projets	Réforme du climat des affaires	Transition de modèle de financement externe
Politique monétaire indépendante	Financements hors-budget du secteur public	Désengagement de l'État de l'économie	Diversification et montée en gamme des exportations
Politique fiscale responsable			
Soutien financier du FMI et du Golfe	Subventions	Programme de privatisations	Amélioration de la productivité et création d'emploi

#### ... mais les paramètres d'ajustement ont changé

Malgré ces piliers inchangés, le paramétrage macroéconomique du programme est modifié. Cela reflète évidemment un changement de point de départ car deux ans de crise et de nouveaux chocs (guerre Israël-Hamas, attaques Houthis, chute de la production gazière) ont entamé les marges de manœuvre (notamment budgétaires) et ont créé de nouveaux besoins de liquidité.

Variables explicatives des différences de croissance entre les deux plans FMI



**Ainsi, le FMI prévoit maintenant une croissance à 2,7% en 2024 contre 5,3% dans le programme initial.** À moyen terme cependant, le plan projette une trajectoire convergeant vers celle du programme initial (5,6% contre 6%, en 2028). Mais, dans les 5 ans à venir, cela veut dire que le FMI anticipe une croissance plus faible que prévu, donc des ajustements plus sévères.

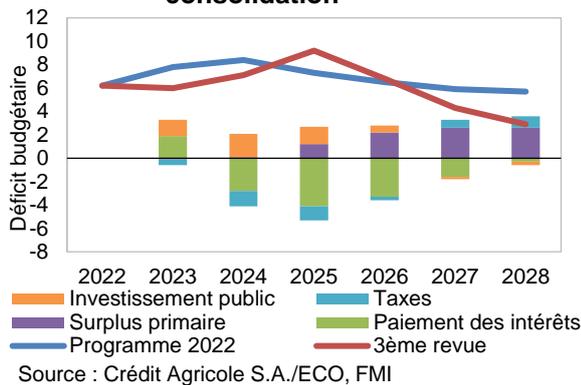
Cette importante révision n'est pas étonnante car l'économie égyptienne doit gérer plusieurs contraintes à la fois : un investissement déprimé, une austérité fiscale et monétaire, et la baisse des revenus du Canal de Suez et de la production

<sup>5</sup> Le choc avait alourdi la balance commerciale de l'Égypte. Les céréales, dont le prix a lourdement été impacté par la guerre en Ukraine, sont le produit d'importation qui pèse le plus lourd sur la

balance commerciale de l'Égypte – 7,4 milliards USD en 2022, dont 60% de blé.

gazière. Quant au rattrapage de la croissance à moyen terme entre les deux programmes, elle repose sur une réduction progressive de ces contraintes, mais aussi sur une consommation privée revue à la hausse. Cette prévision interroge. D'abord, parce qu'il manque les bases pour soutenir une telle relance. Elle peut certes s'appuyer sur une inflation qui devrait être plus faible, mais c'est un pari à surveiller car les revenus de la classe moyenne ont été érodés par la crise. Ensuite, parce que ce profil de croissance n'est plus le scénario recherché d'une hausse de l'investissement privé.

**Variables explicatives des différences de trajectoires de consolidation**

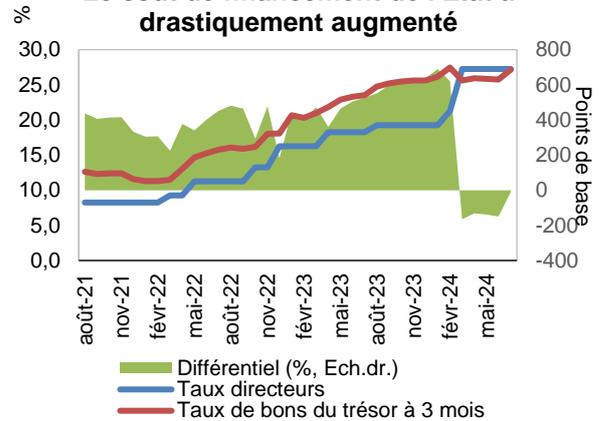


**La trajectoire de consolidation budgétaire a également été révisée.** Elle se base sur un décalage du pic de déficit de 2024 à 2025, dû au retard de l'ajustement du change par rapport au programme initial (début 2024 au lieu de début 2023). À partir de ce point haut, la consolidation du budget demandée par le FMI est plus exigeante, alors même que la forte augmentation du coût de la dette et des subventions va compliquer l'exercice. Une telle équation ne sera possible qu'avec des surplus primaires beaucoup plus ambitieux. Pour y arriver, le plan du FMI mise d'abord sur un retrait des subventions et une contraction de l'investissement public, puis sur une augmentation des revenus de l'impôt. Mais cela va augmenter les risques d'exécution... L'exercice fiscal proposé à l'État égyptien n'est donc pas sans risque : il s'agit d'augmenter les impôts de façon assez abrupte, pour payer la dette de l'État. D'autant que l'objectif de dette à moyen terme est devenu plus exigeant : à 69% du PIB en 2028 dans le programme révisé, contre 80% initialement.

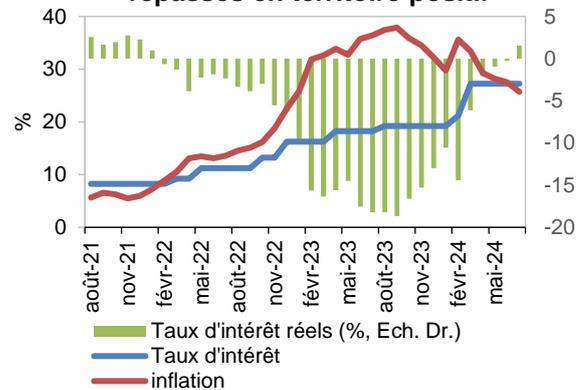
**L'augmentation du coût de la dette est due quant à elle à un sévère resserrement monétaire lié aux dévaluations entre 2022 et 2024. Les taux d'intérêt ont augmenté de 19 points de pourcentage entre mars 2022 et mars 2024.** À cela s'est ajoutée une détérioration des conditions de financement sur le marché des bons du trésor,

saturé par un recours de plus en plus important au financement domestique à court-terme, et fragilisé par le retrait massif des investisseurs étrangers.

**Le coût de financement de l'État a drastiquement augmenté**



**Les taux d'intérêt réels sont repassés en territoire positif**



Le retour tonitruant des investisseurs sur le marché domestique, depuis mars 2024, a amélioré ces conditions de financement. Cependant, la dynamique de la dette s'inverse : pendant la crise, des taux d'intérêt réels fortement négatifs (du fait de l'inflation) ont été favorables au différentiel croissance-intérêts qui porte la trajectoire de la dette – à déficit primaire nul, si l'économie croît plus vite que les taux d'intérêt réels, la dette diminue. Aujourd'hui, c'est l'inverse, avec une croissance revue à la baisse et des taux d'intérêt réels repassés en territoire positif. Compte tenu de la détérioration de la structure de la dette, dont environ 40% est à moins d'un an, la hausse des coûts de financement s'imprime rapidement sur la dette.

Reste la question du rééquilibrage des financements externes. En 2024, l'investissement des Émirats et le retour des investissements de portefeuille ont apporté beaucoup de liquidité, mais ponctuellement. Cela a réduit les risques immédiats de liquidité tout en reconstituant les réserves de change<sup>6</sup>. Ces

<sup>6</sup> Celles-ci ont augmenté de 11 milliards de dollars depuis janvier pour atteindre 46,5 milliards de dollars en juillet, soit 6,5 mois d'importations, au-dessus du niveau d'avant-crise.

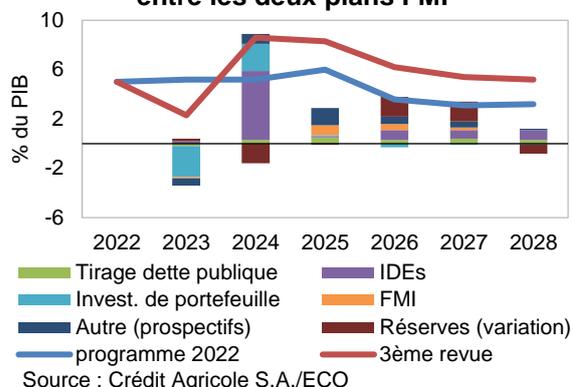
liquidités ont aussi permis de reconstruire les actifs extérieurs nets des banques<sup>7</sup>. **En revanche, le programme révisé du FMI a revu à la hausse les besoins de financement externes sur les périodes à venir.** Ceux-ci découlent du déficit courant et des échéances de dette externe du gouvernement : le FMI prévoit maintenant un déficit courant à 6,5% du PIB en 2024 contre 2,5% dans le programme initial.

**Cet écart s'explique par une combinaison de facteurs.** D'abord, une normalisation progressive des importations (et le règlement des arriérés) grâce au retour de la liquidité en dollars. Ensuite, des transferts de fonds de travailleurs étrangers en berne<sup>8</sup>. Enfin, la baisse des revenus du Canal de Suez<sup>9</sup> ; et un déficit de la balance d'hydrocarbures.

**Le FMI prévoit une amélioration du déficit courant à 3,8% en 2028,** mais c'est toujours au-dessus des 2,2% prévus initialement. Pour financer ces besoins additionnels en dollars, le programme révisé table donc sur des IDE plus élevés – et un soutien du Golfe... Mais le FMI équilibre aussi l'équation par une plus faible accumulation de réserves et par d'autres financements, qui ne sont

cependant pas sécurisés au-delà de 2025 (2,5 milliards de dollars à lever en 2026 et 2027).

**Contributions au financement du différentiel de besoins en dollars entre les deux plans FMI**



**Surtout, le financement externe repose toujours sur des investissements de portefeuille : le FMI prévoit des flux entrants de 1,2 à 1,8% du PIB sur les trois prochaines années – entre 5 et 6,5 milliards de dollars. C'est un pari risqué.**

**☑ Notre opinion** – Le FMI a pu reprendre son programme de réformes, initié fin 2022. Cependant, deux ans de crise ont imposé un recalibrage du programme. En superposant les projections du programme initial avec le programme révisé, on perçoit, en sous-jacent, que cette reprise du soutien du FMI contraint l'Égypte à des politiques d'ajustement plus difficiles, qui reposent sur des paris parfois risqués. En particulier, la structure de la dette et son coût de financement se sont détériorés, ce qui impose des ajustements budgétaires plus strictes, dont le coût social sera aussi plus important. Par ailleurs, les besoins de financement extérieurs seront élevés dans les deux ans à venir. Le FMI note dans son rapport que la réussite du programme dépend de « la matérialisation de tous les financements projetés ». Cela revient à dire que si les risques immédiats de liquidité extérieure ont baissé, ils resteront importants dans les deux ans à venir.

<sup>7</sup> Ils restent négatifs à -2,8 milliards de dollars en mars 2024, une position malgré tout bien plus tenable que les -17 milliards atteint en juin 2023

<sup>8</sup> Cela représente 10 Mds USD de manque à gagner par rapport à 2022.

<sup>9</sup> Les attaques des Houthis ont causé une baisse du trafic journalier du canal de 50% en moyenne sur le deuxième semestre, une perte de 2,2 Mds USD.

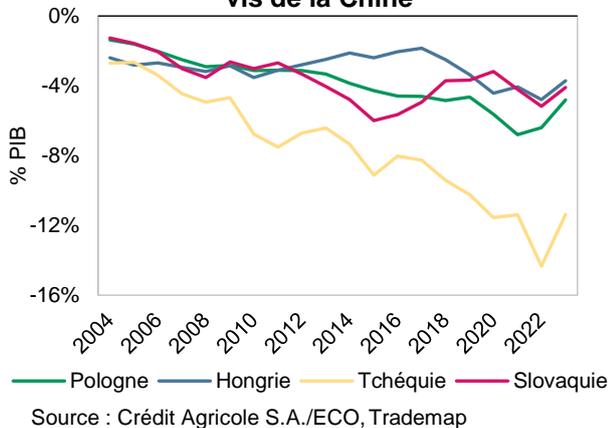
Europe centrale et orientale, Asie centrale

👉 **Visegrad : une exposition à la Chine qui révèle une dépendance à l'Allemagne**

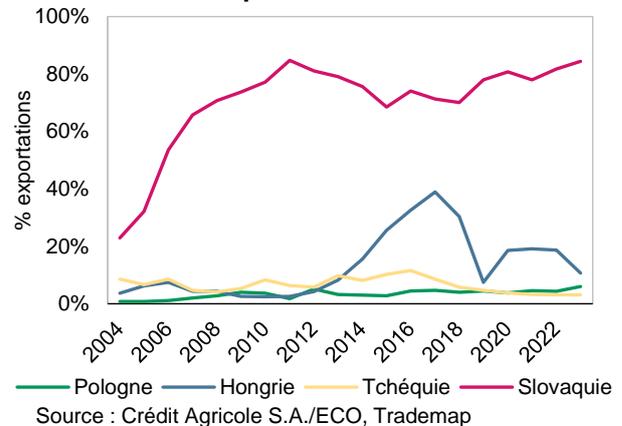
Alors que l'Union européenne est en pleine réflexion sur ses liens commerciaux avec la Chine, les pays Visegrad présentent des expositions commerciales variées pour lesquelles la notion de dépendance doit être interrogée. En effet, si l'espoir d'accéder au marché chinois, notamment au lendemain de la Crise de 2008, a motivé un période d'engagement diplomatique entre les pays Visegrad et la Chine, force est de constater qu'à l'exception de la Slovaquie, les pays de la zone n'ont pas réussi à profiter de la relative ouverture et de la croissance du marché chinois. À l'inverse, tous entretiennent des déficits chroniques vis-à-vis de la Chine, nourris par des volumes d'importations élevés.

voire sur le déclin ces dix dernières années. Seule exception à nouveau, la Slovaquie se distingue nettement : ses exportations à destination de la Chine ont rapidement progressé ces dernières années, si bien que ce marché représente l'équivalent de 2,3% de son PIB, soit l'exposition par les exportations la plus élevée de l'UE. Cela s'explique très largement par la présence d'usines automobiles produisant des SUV (*Volkswagen Group* et *Jaguar Land rover*) exportés directement vers le marché chinois.

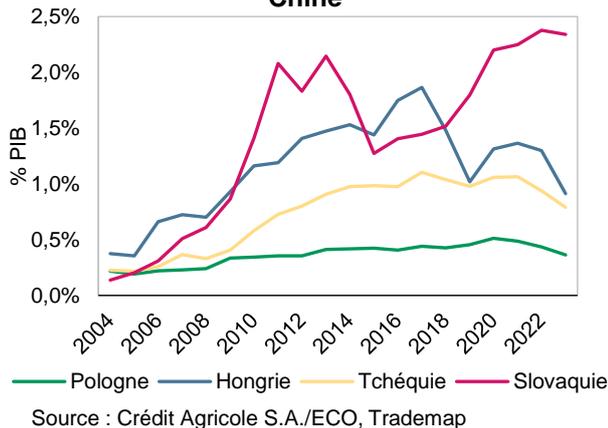
**Visegrad : balance commerciale vis-à-vis de la Chine**



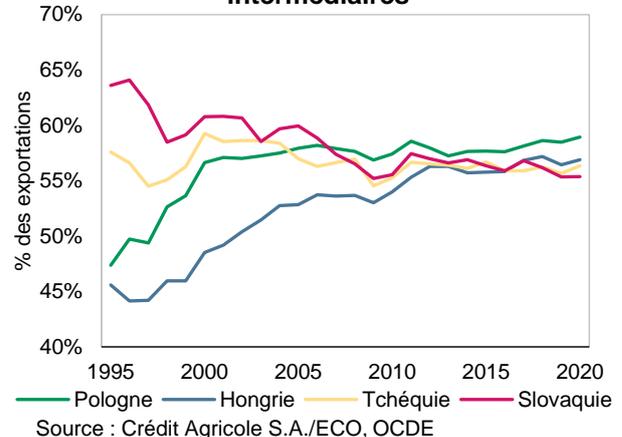
**Part des véhicules automobiles dans les exportations vers la Chine**



**Visegrad : exportations vers la Chine**



**Exportations de biens intermédiaires**

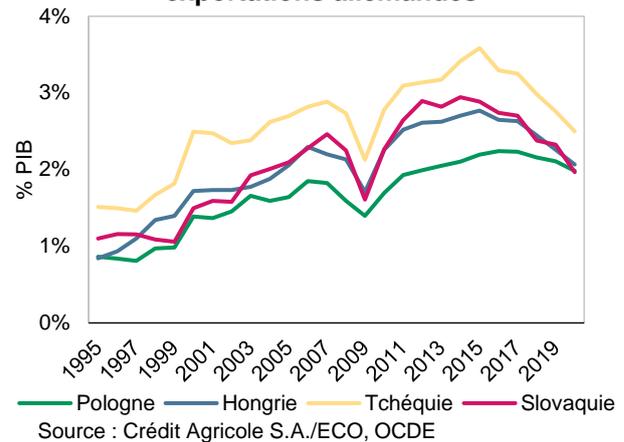


Selon les données Trademap, les exportations directes vers la Chine sont modestes : elles représentent seulement 0,4% du PIB polonais, 0,8% du PIB tchèque et 0,9% du PIB hongrois, soit une exposition en dessous de la moyenne de l'UE (1,3%). En pourcentage de leurs exportations, ces pays, car très ouverts, sont bien en deçà de la moyenne de l'UE (autour de 1% contre 3,4%). Par ailleurs, cette part est tendanciellement stagnante,

Néanmoins, une part importante de la valeur ajoutée produite par ces économies est exportée vers la Chine par d'autres pays. En effet, du fait de leur positionnement dans la chaîne de valeur, les pays Visegrad exportent beaucoup de biens intermédiaires qui sont ensuite réexportés vers des pays tiers. L'Allemagne, en tant que premier partenaire commercial de ces pays et premier exportateur européen vers la Chine, joue un rôle central dans ce circuit : en 2020, dernière date disponible, la valeur ajoutée provenant des pays Visegrad dans l'ensemble des exportations allemandes était équivalente à environ 2% du PIB de ces pays.

De plus, les secteurs dans lesquels se concentrent les exportations des pays Visegrad vers l'Allemagne sont aussi les secteurs dans lesquelles se concentrent les exportations allemandes vers la Chine, à savoir les produits électriques et électroniques, les machines et équipements et les véhicules motorisés. Ces trois secteurs représentent 49% des exportations allemandes vers la Chine en 2020 selon l'OCDE et respectivement 20%, 55%, 48% et 52% des exportations de la Pologne, Hongrie, Tchéquie et Slovaquie vers l'Allemagne la même année. Les pays Visegrad entretiennent donc une exposition plus que résiduelle à la Chine par leur intégration aux chaînes de valeurs des pays européens exportant vers la Chine.

Poids dans les économies d'origine de leur valeur ajoutée intégrée aux exportations allemandes



**☑ Notre opinion** – La période d'engagement diplomatique qui a suivi la crise de 2008 entre la Chine et les pays d'Europe de l'Est est aujourd'hui remise en question, notamment à cause de la stagnation des exportations à destination du marché chinois, qui peut être perçue comme un relatif échec. Ce que celui-ci révèle est en partie la rigidité et l'inertie qui caractérise la structure d'exportation de ces pays. Cela s'explique principalement du fait de leur positionnement dans la chaîne de valeur européenne, qui s'est mise en place au moment de leur indépendance du bloc soviétique et de leur transition vers l'économie de marché.

L'exposition à la Chine de l'Europe centrale s'est donc construite en grande partie à travers l'intégration industrielle de ces pays dans les chaînes de valeur des multinationales étrangères, que ce soit par les réexportations intégrant de la valeur ajoutée locale, ou par l'installation d'usines. L'Allemagne joue un rôle prépondérant dans ce schéma. La Slovaquie, en se plaçant en bout de chaîne de valeur dans l'automobile se distingue : elle affiche une forte exposition directe à la Chine et à l'inverse une exposition directe bien plus faible à l'Allemagne (seulement 21% des exportations slovaques vont en Allemagne contre environ 30% dans les autres pays Visegrad). Elle n'est pour autant pas moins intégrée aux chaînes de valeur des multinationales étrangères et surtout allemandes. La valeur ajoutée allemande représente 10% de ses exportations et elle est le pays Visegrad où la part de la valeur ajoutée domestique dans les exportations est la plus faible (52% en 2020). L'exposition commerciale vis-à-vis de Pékin croise donc dans ces quatre pays la dépendance plus globale au modèle de croissance allemand et celle-ci se déploie sur le temps long.

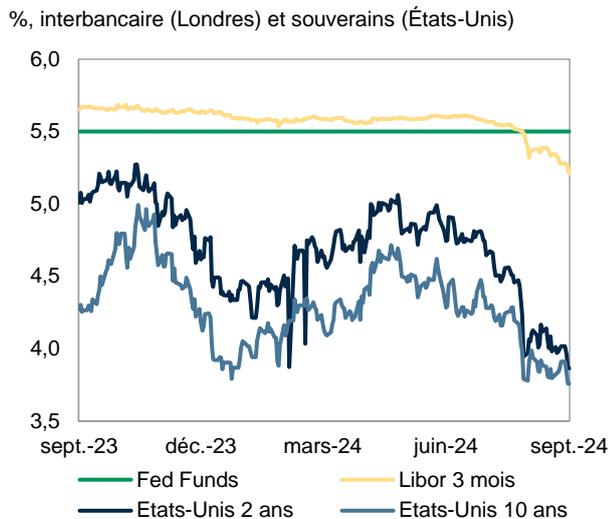
Cette difficulté à développer une exposition autonome au marché chinois lorsqu'ils le souhaitent informe l'approche hongroise, dans le renouvellement de sa relation avec la Chine : là où l'Ouest voit un risque de dépendance, Budapest y voit une source de diversification. L'implantation d'une nouvelle chaîne de valeur en Hongrie présente également la possibilité de monter en gamme et d'industrialiser des régions qui le sont encore peu<sup>10</sup>. Certes, les spécialisations fonctionnelles et sectorielles sont toujours les mêmes (la production et l'automobile) mais cette nouvelle forme d'engagement avec la Chine pourrait toutefois apporter une plus grande diversification en termes de débouchés commerciaux que la précédente, axée sur l'accès au marché chinois.

La montée en conflictualité de la relation commerciale et géopolitique de l'UE avec la Chine, qui se cristallise en particulier sur la question du secteur automobile, crée à court terme des difficultés aux pays de Visegrad : ils subissent en même temps la conversion de l'industrie à la mobilité électrique et les incertitudes de la trajectoire industrielle de l'Allemagne. Mais à plus long terme, cela va aussi inciter les pays d'Europe centrale à réfléchir à leur modèle de croissance. C'est ce qu'a fait la Hongrie, qui a déjà tranché : elle est prête à augmenter son exposition au secteur automobile et plutôt que conquérir le marché chinois, elle entend diversifier ses débouchés ici en Europe en devenant un tremplin pour l'industrie automobile chinoise. Dans le même temps, la Hongrie souhaite continuer à fournir les constructeurs européens à l'ère de la mobilité électrique, en devenant un champion des batteries.

<sup>10</sup> Hongrie : Xi Jinping visite une économie en rémission ; Hebdomadaire – N°24/148 – 31 mai 2024

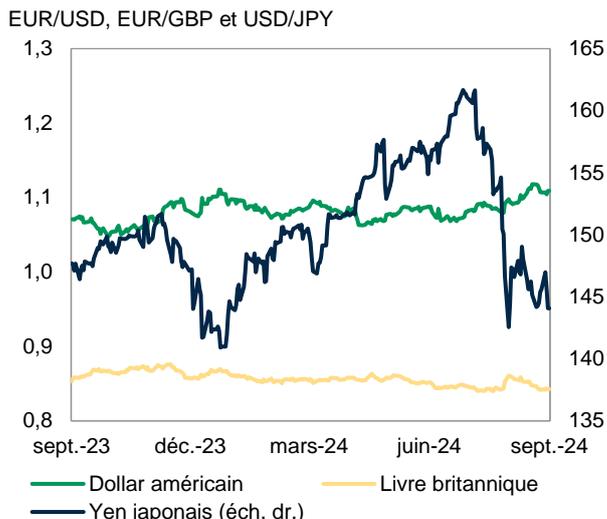
## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain



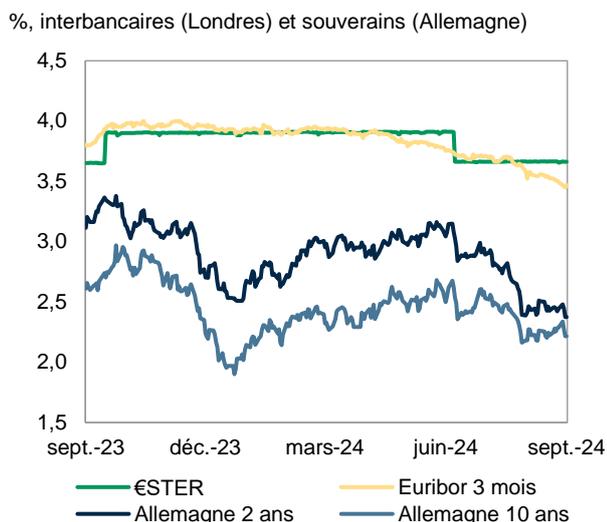
Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises



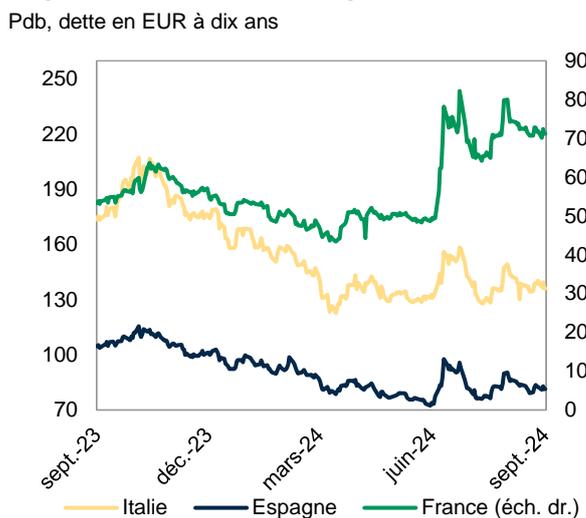
Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro



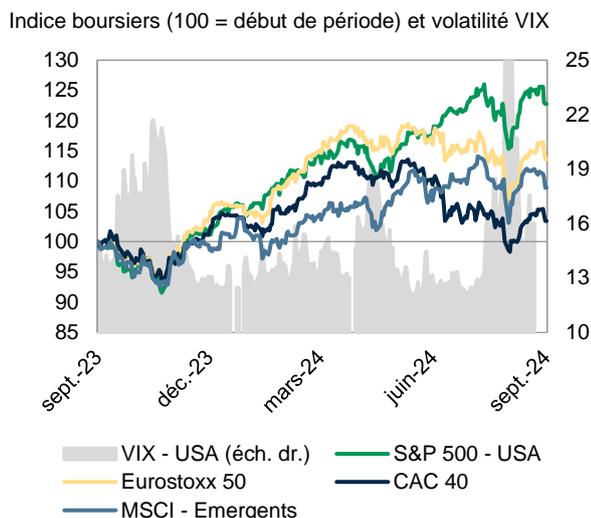
Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund



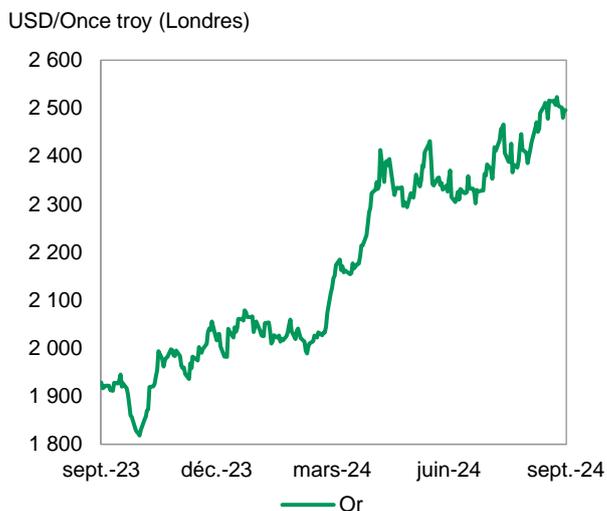
Source : Thomson Reuters

### Marché actions



Source : Thomson Reuters

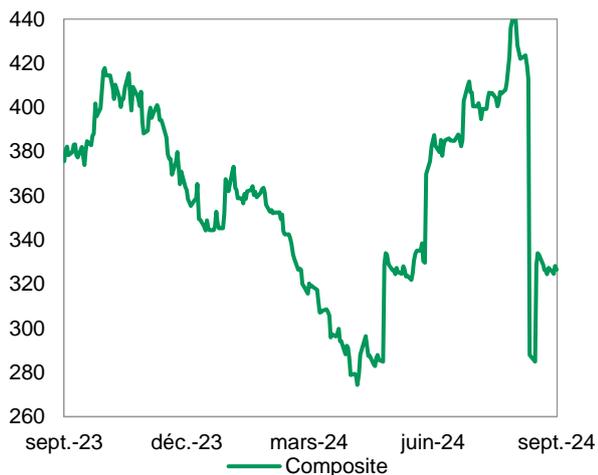
### Cours de l'once d'or



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

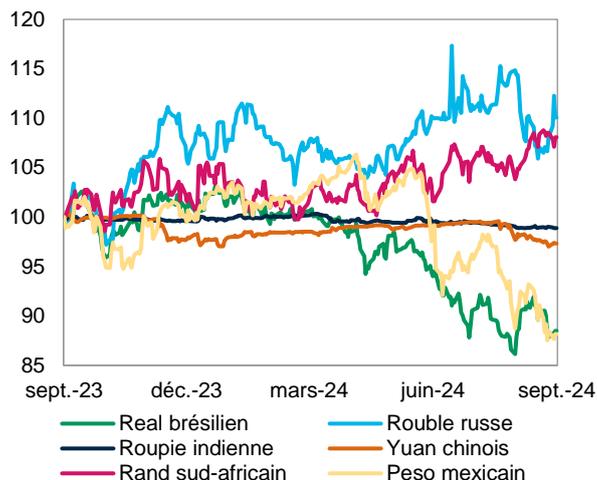
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

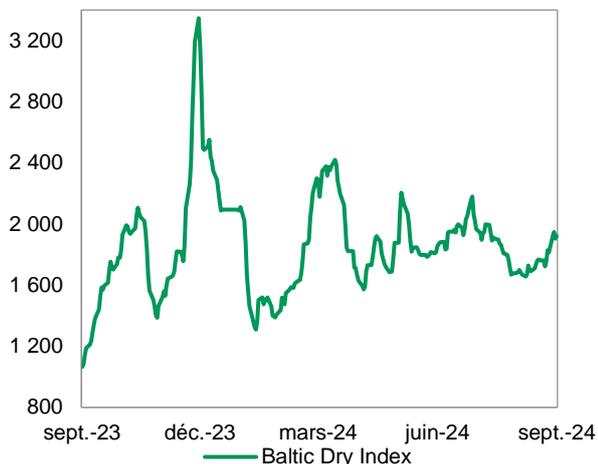
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

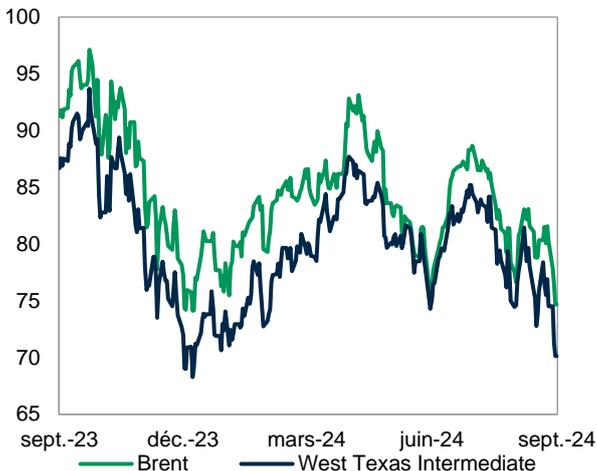
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

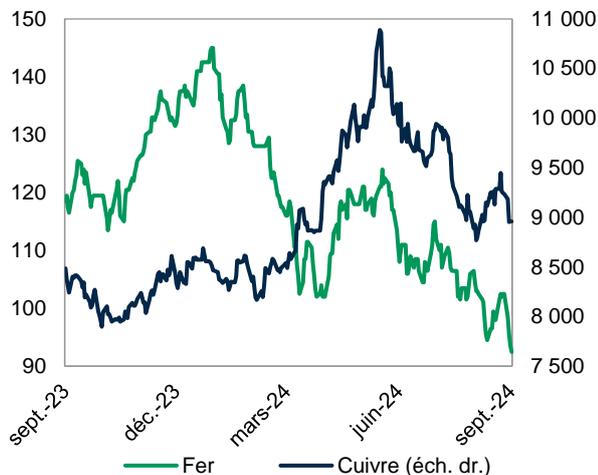
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

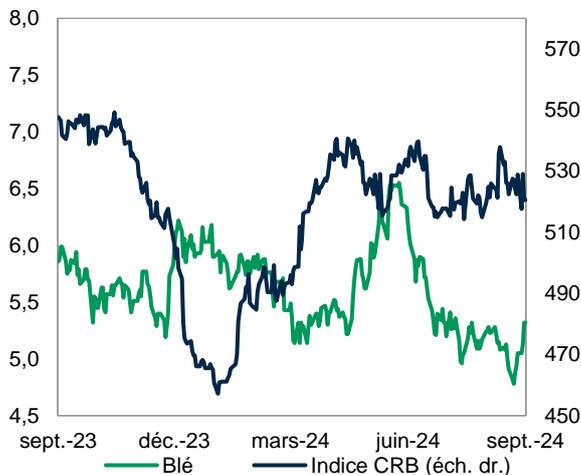
USD/tonne métrique



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
06/09/2024	<u>La grande crise de légitimité</u>	Géopolitique
30/08/2024	<u>France – Conjoncture et perspectives économiques à la veille de la rentrée scolaire</u>	France
14/08/2024	<u>BTP France – Situation et perspectives : la dégradation se poursuit, notamment dans la construction de logements neufs</u>	BTP
31/07/2024	<u>Mines &amp; métaux – L'exploitation minière des fonds marins ou la tentation des abysses</u>	Mines & métaux
30/07/2024	<u>France – Conjoncture – Flash PIB : croissance de 0,3% au T2, portant l'acquis pour l'année 2024 à 1%</u>	France
29/07/2024	<u>France – Scénario 2024-2025 : entre fougue des Jeux et incertitude politique, garder la tête froide</u>	France
26/07/2024	<u>Italie – Scénario 2024-2025 : tenir le cap</u>	Italie
23/07/2023	<u>Égypte – Rétrospective d'une crise de change : comment construire la confiance ?</u>	Afrique et Moyen-Orient
19/07/2024	<u>France – L'économie française est-elle en perte de vitesse depuis l'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale ?</u>	France
19/07/2024	<u>Royaume-Uni – Scénario 2024-2025 : sous de meilleurs auspices ?</u>	Royaume-Uni
18/07/2024	<u>Espagne – Scénario 2024-2025 : une croissance toujours dynamique</u>	Zone euro
18/07/2024	<u>Droits compensatoires sur les véhicules électriques chinois : un revers pour la Chine, un test d'unité pour l'Europe</u>	Europe/Asie
15/07/2024	<u>Espagne – Le gouvernement déterminé à réduire le temps de travail</u>	Zone euro
12/07/2024	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
12/07/2024	<u>Allemagne – Le mois de mai efface les gains de production industrielle du premier trimestre</u>	Zone euro
11/07/2024	<u>La nouvelle grammaire de l'économie du risque</u>	Géo-économie
10/07/2024	<u>Portugal – Vers une croissance soutenue en 2024</u>	Zone euro
09/07/2024	<u>France : la baisse de la production industrielle en mai est-elle alarmante ?</u>	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, Matteo GUERRAZ

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

**Afrique du Nord, Moyen-Orient :** Laure DE NERVO

**Afrique sub-saharienne :** Thomas MORAND

**Documentation :** Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Datalab ECO

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

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

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

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

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

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