

MONDE

SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE 2024-2025

Trimestriel – Octobre 2024

Des équilibres délicats

Alors que la situation internationale est extrêmement tendue, dessiner un scénario économique et financier est assez « périlleux ». Des élections américaines à la guerre au Liban, sans omettre le front ukrainien installé sur une crête d'extrême tension, les sources de « disruption » potentielle à brève échéance sont multiples. Les risques d'un conflit généralisé au Moyen-Orient soulèvent, en particulier, de nombreuses incertitudes sur le marché pétrolier. Par ailleurs, au sein même des grandes économies avancées, les équilibres qui permettent de tabler sur un atterrissage en douceur (États-Unis) ou sur une accélération très modeste (zone euro) sont eux-mêmes délicats.

Aux **États-Unis**, si les fondements de la croissance récente, tenace au-delà des attentes, présentent quelques fissures, il existe des raisons d'espérer qu'elles ne se creusent pas trop. On peut effectivement compter sur, d'une part, les effets positifs d'un cycle d'assouplissement monétaire plus précoce et, d'autre part, la situation financière solide des ménages dont le patrimoine net s'est considérablement valorisé grâce à la forte progression des actions et de l'immobilier.

Au cœur des menaces, figure le ralentissement déjà patent du marché du travail. Si son refroidissement s'est, jusqu'à présent, traduit plus par une diminution des offres d'emploi que par des licenciements massifs, il pourrait approcher un point d'inflexion au-delà duquel sa détérioration serait rapide. Par ailleurs, à la situation patrimoniale globalement favorable des ménages s'opposent les difficultés croissantes des ménages à faible revenu dont atteste la hausse de certains impayés à leur plus haut niveau depuis plus de dix ans. Enfin, si la situation sur le front de l'inflation s'est récemment considérablement améliorée, le risque de la voir stagner juste au-dessus de 2% demeure.

Notre scénario table donc toujours sur un net fléchissement situé vers la fin de l'année sans toutefois désormais dégénérer en récession : la probabilité d'un tel événement semble faible sans pour autant être nulle. La croissance atteindrait 2,5% en 2024, un rythme identique à celui de 2023, pour se tasser ensuite vers 1,3% en 2025. Bien que revue à la hausse, cette prévision prudente reste inférieure au consensus et constitue un ralentissement notable au regard des années précédentes. Quant à l'inflation totale, elle se situerait en moyenne autour de 2,9% en 2024, puis à 2,2% en 2025.

En **Chine**, les autorités devront faire preuve de lucidité, et certainement d'imagination, pour gérer les risques baissiers qui planent toujours sur l'objectif officiel de 5% de croissance. Si le plan de relance « tous azimuts » récemment annoncé a été favorablement accueilli par les marchés, il ne constitue qu'une première étape pour

redynamiser une économie dont les ressorts sont détendus : crise du marché immobilier toujours irrésolue, confiance des consommateurs ébranlée par l'affaiblissement des perspectives en termes d'emploi et de revenus, persistance des pressions désinflationnistes, atonie de la demande intérieure alors que s'alourdissent les menaces sur le dynamisme de la demande extérieure (montée du protectionnisme, reconfiguration des chaînes d'approvisionnement). Nos prévisions de croissance, à 4,7% en 2024 et 4,2% en 2025, restent donc prudentes.

Des élections américaines à la guerre au Liban, sans omettre le front ukrainien installé sur une crête d'extrême tension, les sources de « disruption » potentielle à brève échéance sont multiples.

Dans un contexte de ralentissement des deux principales zones partenaires (États-Unis et Chine), l'accélération de la croissance de la **zone euro** reposera donc essentiellement sur la redynamisation de la demande intérieure et notamment celle de la consommation privée.

Or, les résultats du premier semestre 2024 ont suscité des interrogations sur la pérennité d'un scénario de reprise domestique : alors que l'évolution du pouvoir d'achat des ménages est restée propice à la réalisation d'un tel scénario, l'arbitrage des ménages, toujours favorable à l'épargne aux dépens de la consommation, l'a démenti.

Cette préférence pour l'épargne est triplement justifiée : par l'incertitude (liée au manque de visibilité, notamment sur l'inflation après des chocs violents, mais aussi à l'environnement de politique économique sans oublier, plus largement, un contexte international anxiogène), par la nécessité de reconstituer les encaisses réelles érodées par l'inflation, par le besoin de restaurer le pouvoir d'achat immobilier, victime des effets négatifs combinés des prix et des taux d'intérêt. Plus que son niveau (certes faible, mais seulement légèrement inférieur à notre prévision), c'est donc la composition de la croissance qui s'est révélée décevante : alourdissement de la contribution négative de la demande intérieure, érosion du soutien des exportations nettes, contribution nulle des stocks mais positive de la consommation publique.

Grâce à la poursuite de la désinflation (avec une inflation moyenne à 1,8% en 2025 après 2,3% en 2024), à une situation financière solide des agents privés, à un marché de l'emploi résilient, l'hypothèse de redressement de la demande intérieure peut toutefois encore être formulée, mais à un rythme plus modéré que celui précédemment anticipé. Notre scénario retient donc une accélération modeste de la croissance : après

avoir atteint 0,8% en 2024 (notamment grâce à des effets d'acquis positifs), elle s'établirait en 2025 à 1,3% soit un rythme inférieur au potentiel. Les risques sont néanmoins recalibrés : le risque baissier sur la croissance excède le risque haussier sur l'inflation.

Cet environnement, de décélération américaine marquée, de lourde menace d'essoufflement chinois et d'accélération européenne modérée et fragile, justifie évidemment de maintenir **le cap des assouplissements monétaires** déjà entamés. Au regard des anticipations très favorables de baisses des taux directeurs par les marchés, tant aux États-Unis qu'en zone euro, notre scénario se montre actuellement moins « audacieux », mais ne ferme pas la porte à des assouplissements additionnels.

Lors du FOMC de septembre, la **Réserve fédérale** a procédé à une baisse du taux des *Fed funds* de 50 points de base : cette baisse importante, justifiée à la fois par les risques sur le volet emploi de son double mandat et l'existence d'une marge de manœuvre substantielle, ne présage toutefois pas du rythme futur de baisse. Si notre scénario suppose désormais un cycle de baisse des taux plus précoce, il conserve l'ampleur du cycle global d'assouplissement, soit 200 points de base. En revanche, la baisse cumulée atteindrait 100 (et non plus 50) points de base en 2024 puis, de nouveau, 100 (et non plus 150) points de base en 2025. Le taux (borne supérieure de la fourchette) passerait ainsi de 4,50% fin 2024 à 3,50% au troisième trimestre 2025. Si notre scénario central prévoit des baisses des taux moins offensives que les 50 points de base retenus en septembre, une, voire plusieurs baisses supplémentaires de plus de 25 points de base ne peuvent cependant pas être exclues. De telles décisions seraient motivées par une dégradation substantielle du marché du travail.

Quant à la **BCE**, la poursuite du déclin de l'inflation l'autorise à prolonger ses baisses graduelles de taux d'intérêt. La résilience, relative, de l'économie européenne ainsi que le niveau de l'inflation (toujours

légèrement trop élevé, malgré sa baisse) devraient l'inciter à rester prudente. La BCE maintiendrait donc le rythme de baisse initié en juin et septembre : une baisse de taux par trimestre, par pas de 25 points de base. La BCE arrêterait ses baisses de taux en septembre 2025, une fois le taux de dépôt à 2,50%. Les signes récents de fragilité de la demande intérieure, la nécessité de lever « l'hypothèque épargne » qui pèse sur la consommation des ménages ainsi que les probables révisions à la baisse des prévisions d'inflation de la BCE pourraient, néanmoins, l'inciter à accélérer son rythme de baisse.

Un mouvement puissant de repli des **taux d'intérêt** a déjà pris place, mouvement largement suscité par la mise en œuvre effective des assouplissements monétaires, mais aussi par les anticipations de poursuite des baisses de taux directeurs à un rythme soutenu. Aussi le potentiel de baisse supplémentaire sensible est-il limité.

Aux **États-Unis**, les taux à dix ans (*US Treasuries*) atteindraient 3,80% fin 2024, puis 3,60% fin 2025. À la faveur de l'assouplissement monétaire pesant sur la partie courte de la courbe, celle-ci se pentifierait. En cas de victoire de Donald Trump, les taux à long terme pourraient, de plus, augmenter en raison des anticipations d'alourdissement du déficit budgétaire (baisses d'impôts) et de hausse de l'inflation (liée essentiellement aux droits de douane) surtout si les républicains obtiennent la majorité à la Chambre des Représentants et au Sénat.

Dans la **zone euro**, le rendement du Bund (taux allemand à dix ans) avoisinerait 2,15% fin 2024, puis 2,30% fin 2025. Enfin, fragmentation politique et creusement du déficit budgétaire ont poussé l'écart OAT-Bund à 80 points de base, borne supérieure de la fourchette (65 à 80 points de base) observée depuis les élections anticipées, et à l'intérieur de laquelle le *spread* se maintiendrait hors choc supplémentaire.

Catherine LEBOUGRE

Focus Géopolitique – Le fantôme de Keynes en vacances à Kazan

De nombreux facteurs peuvent faire basculer le scénario géopolitique global au cours des prochains trimestres. Vous avez le choix, des élections américaines à la guerre au Liban, en passant par les Philippines, Taïwan et le front ukrainien, installé sur une crête d'extrême tension.

Deux facteurs-clés vont peser sur le scénario géopolitique à très brève échéance. Évidemment, les **élections américaines**, dans le rôle d'un grand accélérateur géopolitique : de nombreux acteurs (États ou groupes armés) passent à l'acte dans leur zone d'influence, pour profiter de la désorganisation politique américaine. Le calendrier des conflits n'est donc pas indépendant du calendrier politique de la puissance hégémonique, qui peine clairement dans sa fonction de gendarme global. L'autre facteur déterminant est le **niveau de tension des guerres en Ukraine et à Gaza**, qui peuvent générer des ondes de chocs globales, particulièrement ce semestre.

Cette perception d'une fenêtre d'action stratégique n'est pas étrangère non plus à l'intensification des tensions sino-philippines. Celles-ci apparaissent peu dans le champ des marchés financiers, qui restent concentrés sur le risque Taïwan, toujours aussi élevé. Pourtant, ce qui se déroule autour des îles de mer de Chine méridionale est essentiel et évoque d'ailleurs la grammaire classique d'une vraie guerre maritime – interdiction de l'accès à une zone par escarmouche entre navires, par harcèlement ou blocage des ravitaillements. À Taïwan, cette même stratégie de harcèlement vise à nourrir la fatigue politique de la population¹, tandis que les pouvoirs du Parlement conservateur augmentent face à ceux de l'État.

Le risque aux Philippines n'est pas perçu par les marchés

Plus généralement, **beaucoup de choses se jouent en mer de Chine, qui concernent le scénario global à long terme** : la liberté de circulation maritime ; les limites que les États-Unis et leurs alliés peuvent poser à l'extension de puissance et d'influence chinoise ; et enfin, la crédibilité de l'allié américain – à noter que l'alliance est formelle avec Manille. Tout cela, sachant que la balance des forces évolue vite, car la marine chinoise, assise sur l'énorme capacité de production des chantiers navals, surpasse numériquement celle des États-Unis (qui garde néanmoins ses atouts, comme par exemple, le nombre de porte-avions). Certes, les Américains essaient désormais de rattraper le retard, notamment avec le « projet 33 » – mise à niveau des troupes à partir d'un scénario de conflit en mer de Chine en 2027 – mais de nombreux alliés américains se préparent quoi qu'il en soit à une hypothèse Trump, en

cherchant à être plus autonomes. Cela explique en particulier le réarmement du Japon, comme celui de la Pologne, deux pays « têtes de pont » face à la Russie et la Chine. La géopolitique y pèse nettement sur les arbitrages de politique publique en faveur de la défense et l'influence régionale polonaise et japonaise grandit aussi à la mesure de leur désir d'autonomie stratégique².

Tous les conflits sont liés

Au Moyen-Orient, à l'heure où nous écrivons, la guerre s'élargit au Liban. C'est évidemment un risque global car le Hezbollah est l'une des pièces centrales du paradigme sécuritaire iranien dans la région. Reste à savoir si l'Iran sortira de sa retenue (et gardons à l'esprit le resserrement de ses liens avec Moscou).

Plus le « containment » se resserre, plus la sensation chinoise d'être une forteresse assiégée augmente. C'est le fameux dilemme de sécurité qui incite à passer à l'acte avant que l'autre ne le fasse.

Désormais, tous les conflits sont liés : les manœuvres sino-russes proches du Japon le rappellent, tout comme le partenariat resserré de la Russie avec la Corée du Nord. Face à cela, Japon, Philippines, Australie, Corée, Inde et États-Unis accélèrent aussi leur collaboration (manœuvres, accords de production militaire, interopérabilité des armées...). Malheureusement, plus la ligne de « containment » se resserre, plus la sensation chinoise d'être une forteresse assiégée augmente. C'est le fameux dilemme de sécurité qui incite à passer à l'acte avant que l'autre ne le fasse. Bémol à ces tensions, la visite de Jake Sullivan à Pékin, la première d'un conseiller à la sécurité américain depuis huit ans, reçu par Xi ainsi que de très hautes autorités militaires. Le rétablissement des canaux de communication sino-américains est un point de mitigation des scénarios de risque et prouve une réelle volonté de stabilisation des relations par les deux partis.

L'Europe, entre guerre et paix ?

En Ukraine, la situation militaire très tendue pousse les scénarios vers deux « extrêmes ». D'un côté, l'hypothèse d'une implication plus directe de l'Otan, avec de potentielles frappes en profondeur en Russie ; mais, de l'autre, des rumeurs insistantes de négociations. Les deux tendances ne sont paradoxalement pas

¹ Selon la *Taiwan Public Opinion Foundation*, 50,4% des citoyens ne croient pas à l'imminence d'une alerte militaire.

² Selon l'*Asean Study Center*, le Japon est la puissance qui inspire le plus de confiance dans l'Asean, devant les États-Unis et l'Europe. La Chine est en revanche perçue comme la puissance la plus

importante économiquement et, surtout, elle devance désormais les États-Unis pour la question du choix du pays d'alignement, en cas d'augmentation des tensions géopolitiques.

antinomiques : la guerre peut se prolonger, tandis que les négociations se déroulent.

Celles-ci consacrent, au passage, la **montée en influence du Grand Sud, avec une Inde à la manœuvre pour faire la navette entre Kiev et Moscou**. La Chine cherche aussi à cultiver l'image d'une puissance de stabilité, qui contrebalancerait sa réputation de prédatrice de ressources. Ainsi, ses diplomates ont fait cet été le tour des pays émergents, avec un plan de négociation pour l'Ukraine sous le bras, dessiné conjointement avec le Brésil. Même les pays du Golfe s'alignent dans cette course à l'échalote des faiseurs de paix : ce sont par exemple les Émirats qui font l'intermédiaire sur les échanges de prisonniers entre la Russie et l'Ukraine.

Le Grand Sud continue donc à tirer profit d'un scénario global de fragmentation pour construire un monde multipolaire à sa façon. À ce titre, le prochain sommet des BRICS à Kazan, en Russie, peut sonner comme une date importante, juste avant les élections américaines. Non seulement parce que Xi et Modi devrait s'y rencontrer (et la relation sino-indienne est l'un des points pivots du scénario global), mais aussi parce que la collaboration monétaire et commerciale des BRICS s'approfondit lentement.

Le sens de l'histoire

Les BRICS ne veulent pas être accusés de créer des chocs de marché, mais ils cherchent à l'évidence à réduire leur vulnérabilité face à l'armement monétaire du dollar, matérialisé par le gel des réserves de la Banque centrale russe et par l'intensification des sanctions. Dans ce contexte, la déclaration de Trump, qui menace de droits de douane à 100% les pays qui

s'écarteraient du dollar, risque d'avoir l'effet opposé à ce qu'il cherche ! Dans les faits, il est quoi qu'il en soit difficile de nier que ce grand *derisking* monétaire corresponde aussi à la bascule démographique et institutionnelle du monde vers le Grand Sud. Clairement, il ne s'agit pas d'un remplacement du dollar par le yuan, mais de stratégies de diversification de devises dans les réserves ; d'achats d'or par les banques centrales ; voire de projet de monnaie commune adossée, par exemple, sur des matières premières dont le même Grand Sud est riche. Le fantôme de Keynes se retournera dans sa tombe si l'on évoque celui du bancor³ à Kazan !

La fragmentation géopolitique se poursuit donc et elle prend beaucoup de visages, pas seulement celui de la recomposition des flux commerciaux et de la montée du protectionnisme.

Fragmentation juridique, lorsque que Poutine est accueilli en Mongolie sans être arrêté. Même chose lorsque le Kazakhstan déroge aux sanctions sur les avions.

Fragmentation sociétale, lorsque l'Allemagne rétablit des contrôles aux frontières, rappelant que la question migratoire, intimement mêlée à celle du climat, va être l'un des facteurs d'orientation majeurs des scénarios géopolitiques des années à venir.

Fragmentation politique enfin, avec la montée des populismes qui se poursuit en Europe, en particulier, récemment, en France, en Allemagne ou en Autriche : la crise de légitimité du politique dans les vieilles démocraties est profonde et elle dépasse largement le calendrier des élections.

Tania SOLLOGOUB

³ À la fin de la Seconde Guerre mondiale, Keynes proposait d'établir une monnaie internationale non rattachée à un pays, mais appuyée sur une chambre de compensation globale. L'idée a été défendue

par des économistes chinois après la crise de 2009, proposant d'utiliser les DTS (Droits de tirage spéciaux) en monnaie de réserve internationale.



PAYS DÉVELOPPÉS

Des équilibres délicats

États-Unis – L'économie va ralentir mais la récession pourrait être évitée

Zone euro – Un recalibrage des risques

Royaume-Uni – Des risques haussiers sur les perspectives

Japon – La hausse prématurée des taux d'intérêt est un ultime ajustement avant la sortie de la récession déflationniste

Des équilibres délicats

Après une reprise sur-stimulée, plus soutenue et tenace qu'anticipé, les États-Unis ralentissent, mais devraient pouvoir éviter la récession. Après y avoir échappé en dépit du choc lié à la guerre en Ukraine, la zone euro encore « convalescente » pourrait voir la croissance légèrement accélérer. Toutefois, partout, l'équilibre entre les facteurs de décélération et les sources de résistance est délicat.

ÉTATS-UNIS : L'ÉCONOMIE VA RALENTIR MAIS LA RÉCESSION POURRAIT ÊTRE ÉVITÉE

L'économie américaine a continué de croître fortement jusqu'au milieu de l'année : « résilience » reste le mot qui la décrit le mieux. Mais des fissures ont commencé à apparaître et annoncent un ralentissement que notre scénario situe vers la fin de l'année. Nos prévisions de croissance ont toutefois été révisées à la hausse : en effet, le ralentissement ne sera pas suffisamment prononcé pour dégénérer en récession. En résumé, nous tablons sur une croissance moyenne annuelle de 2,5% en 2024 : un rythme identique à celui de 2023, alors même que la croissance devrait être quasi nulle au quatrième trimestre, une partie de l'activité économique étant repoussée après l'élection présidentielle, lorsque les incertitudes créées par cette échéance seront dissipées. La croissance se tasserait ensuite vers 1,3% en 2025. Cette prévision, revue à la hausse (nous tablions précédemment sur une récession modérée), reste inférieure au consensus et constitue un ralentissement notable au regard des années précédentes.

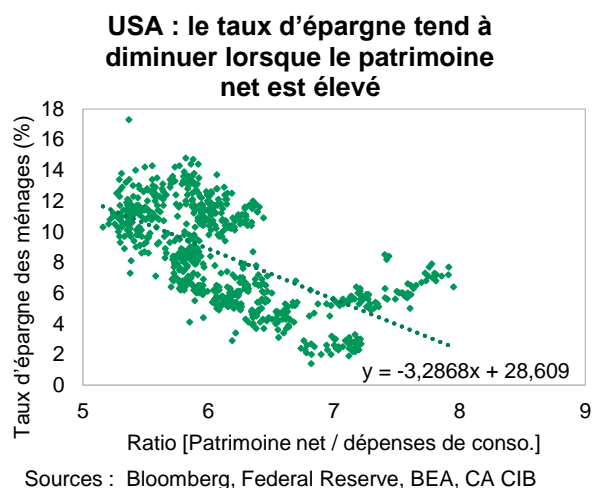
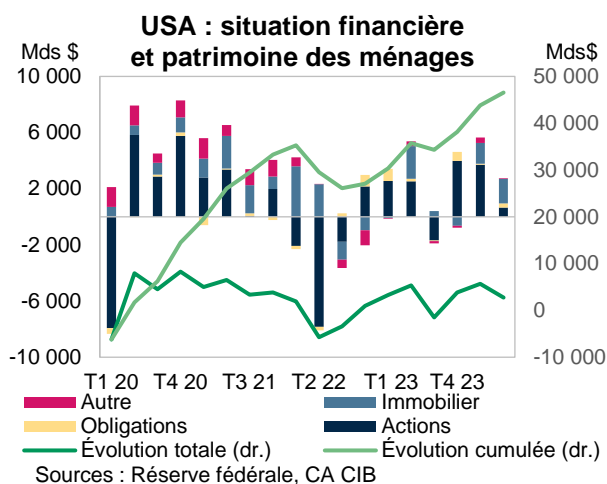
Plusieurs facteurs convergents nous ont conduits à revoir nos prévisions de croissance à la hausse : l'un des principaux motifs est la mise en œuvre, plus précoce qu'anticipé, du cycle d'assouplissement monétaire de la Fed. Nous tablons désormais sur un assouplissement total de 100 points de base en 2024, suivi de 100 points de base supplémentaires en 2025, contre 50 et 150 points de base respectivement précédemment. Notre scénario, qui avait correctement anticipé une première baisse assez tardive, maintient un assouplissement total de 200 points de base sur

l'ensemble du cycle ; mais il semble probable qu'une partie plus importante intervienne dès 2024.

L'économie s'est globalement révélée moins sensible aux taux d'intérêt que par le passé en raison de l'importance de la dette dont le taux a été fixé à des niveaux bas. Moindre sensibilité ne signifie toutefois pas absence de sensibilité : un démarrage plus rapide du cycle apportera vraisemblablement un certain soulagement aux emprunteurs dont la dette arrivée à maturité doit être refinancée.

Il semble, en outre, que la transmission de la politique monétaire soit un peu plus rapide à la baisse qu'à la hausse. Cette asymétrie s'expliquerait par le fait que, dans certains cas, les emprunteurs puissent déterminer s'il est opportun de se refinancer. Prenons l'exemple des prêts hypothécaires. Lorsque les taux augmentent, les emprunteurs ayant contracté une hypothèque à taux fixe peu élevé choisissent simplement de ne pas la refinancer, ce qui les protège contre la hausse des taux. En revanche, lorsque les taux baissent, les détenteurs de prêts hypothécaires à taux plus élevé sont en mesure de les refinancer à des niveaux de taux plus bas si les prêts hypothécaires baissent suffisamment, leur permettant de bénéficier d'un allègement assez rapide de leur charge financière.

Hormis les effets positifs d'un cycle d'assouplissement plus précoce, la situation financière très solide des ménages peut également contribuer à éviter la récession. Plus précisément, grâce à la forte progression des actions et de

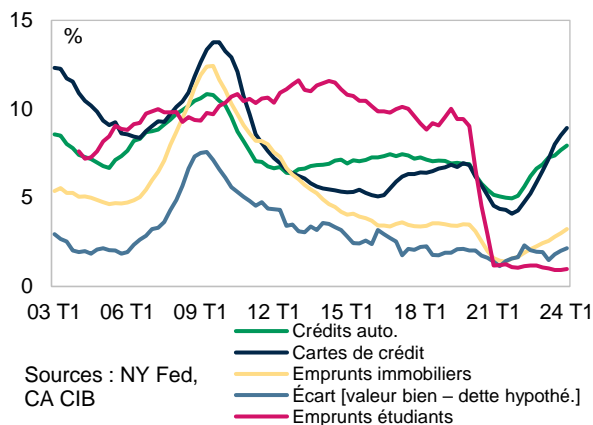


l'immobilier, le patrimoine net des ménages a augmenté de plus de 46 000 milliards de dollars par rapport à son niveau pré-Covid. Les ménages ont certes consommé une partie de leur épargne excédentaire : la diminution de cette dernière, dans un contexte de situation financière restant favorable, mérite d'être relativisée. L'examen des données historiques signale, en effet, que le taux d'épargne des ménages tend à baisser lorsque le ratio patrimoine net sur consommation augmente ou, plus simplement, lorsque les consommateurs se sentent « plus riches ». Le recul du taux d'épargne (flux) a contribué à la baisse de l'épargne excédentaire (stock) qui peut être justifiée par l'augmentation du patrimoine net, laquelle suggère que les ménages peuvent continuer à dépenser, même si le rythme de progression de la consommation se tasse.

Même si la situation financière des ménages est restée globalement solide, certains ménages sont confrontés à des difficultés croissantes.

L'hypothèse d'une récession ne figure plus dans notre scénario central : la probabilité d'un tel événement semble désormais plus faible, sans pour autant être nulle. Quelques menaces planent toujours à l'horizon. Tout d'abord, bien que la situation financière des ménages soit restée globalement solide, certains d'entre eux sont confrontés à des difficultés croissantes. Ainsi, les impayés sur les crédits automobiles et les cartes de crédit s'inscrivent clairement en hausse pour atteindre leur plus haut niveau depuis plus de dix ans. Limitées pour l'instant aux ménages à faible revenu, ces défaillances semblent ne pas devoir provoquer une récession : tout signe d'augmentation supplémentaire pourrait toutefois être inquiétant.

USA : impayés sur cartes de crédit et crédits automobiles



⁴ La courbe de Beveridge permet de visualiser l'évolution de la relation entre le taux de chômage et le taux d'emplois vacants et ainsi d'appréhender la dynamique du marché de l'emploi.

⁵ La règle de Sahm a été créée en 2019 par l'économiste américaine Claudia Sahm et a permis d'identifier toutes les récessions aux États-Unis depuis 1949. Selon cette règle, lorsque la moyenne

Le ralentissement du marché du travail est patent.

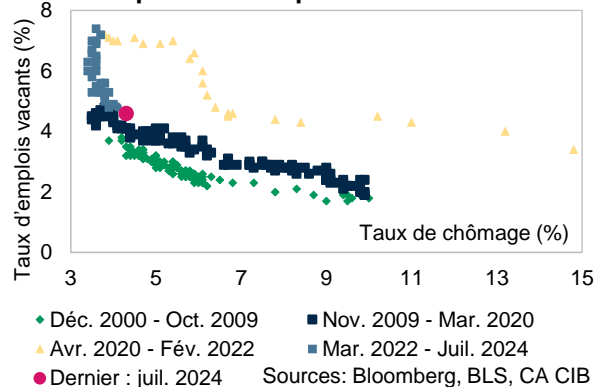
Les données actuelles du marché du travail restent correctes, voire solides : à 4,2%, le taux de chômage est très modéré au regard des données historiques ; les demandes d'allocations chômage sont faibles et même orientées à la baisse au cours des deux derniers mois ; enfin, le taux de mises à pied reste très bas. Jusqu'à présent, le ralentissement du marché du travail se traduit plus par une diminution des offres d'emploi que par des licenciements massifs.

Exacerbée par les révisions à la baisse des créations nettes d'emplois non agricoles, la tendance n'est cependant pas encourageante : **certains signes indiquent que le marché du travail pourrait être proche d'un point d'inflexion.**

La courbe de Beveridge⁴ semble sur le point de s'aplatir : un nouveau refroidissement pourrait ainsi se traduire par une hausse des licenciements. En outre, le taux de chômage a dépassé le seuil de la règle de Sahm, synonyme de récession dans le passé⁵. Bien que la poussée de l'immigration fausse probablement les conclusions de cette règle, celle-ci signale *a minima* un risque de détérioration plus marquée à l'avenir. En effet, en général, une fois le seuil franchi, le taux de chômage ne fait que croître. Par conséquent, même si nous ne prévoyons qu'un léger ralentissement avec un taux de chômage culminant vers 4,6%, le risque de dégradation plus marquée, susceptible de conduire à une récession, ne peut être exclu.


Enfin, après une série de surprises à la hausse au premier trimestre, la situation sur le front de l'inflation s'est récemment considérablement améliorée : il reste néanmoins le risque de la voir stagner juste au-dessus de 2%. À moins d'un choc inattendu, notre scénario ne retient pas de nouvelle accélération. Mais une combinaison de facteurs, allant de la démographie à la démondialisation en passant

USA – courbe de Beveridge : le marché du travail pourrait être proche d'un point d'inflexion



mobile du taux de chômage dépasse d'au moins 0,5 point de pourcentage le point bas du taux de chômage sur les douze mois écoulés, l'économie américaine est déjà entrée en récession depuis quelques mois ou va y entrer d'ici quelques mois.

par une politique budgétaire qui reste agressive, pourrait se traduire par le maintien de l'inflation légèrement au-dessus de l'objectif.

 Moyenne annuelle	2024	2025
PIB	2,5%	1,3%
Inflation	2,9%	2,2%

Nous prévoyons donc que l'inflation globale et l'inflation sous-jacente se stabiliseront autour de

ZONE EURO : UN RECALIBRAGE DES RISQUES

Notre « narration », construite autour d'une reprise tirée par la demande intérieure et 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. **Si les fondamentaux d'une reprise du pouvoir d'achat des ménages sont toujours validés, l'arbitrage des ménages continue de s'opérer en faveur d'une hausse du taux d'épargne au détriment de la consommation.**

En l'absence du moteur des dépenses privées, la faiblesse de l'activité limite le potentiel de redressement de la productivité et les gains attendus de rentabilité, contraignant les perspectives de renforcement de l'investissement productif. Le redressement de la demande intérieure est reporté mais se matérialiserait à un rythme plus modéré que celui précédemment anticipé. **Le scénario qui se dessine bénéficie donc encore en 2024 d'effets d'acquis positifs (+0,5% au deuxième trimestre), mais inscrit la trajectoire de croissance sur un rythme inférieur au potentiel.** Nous prévoyons une croissance du PIB à 0,8% en 2024 et à 1,3% en 2025.

Au premier semestre 2024, la croissance a surtout déçu par sa composition

Après une année de croissance trimestrielle à peine positive en 2023 et un redressement au premier trimestre 2024 (+0,3%), **le rythme de croissance du PIB s'est de nouveau affaibli au deuxième trimestre 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 point, après -0,2 point au T1), tandis que l'apport positif des exportations nettes s'amenuise (+0,5 point, après +0,9 point). La réduction des stocks se poursuit à un rythme inchangé, mais sa contribution à la croissance est nulle.

2,4% et de 2,7% respectivement d'ici fin 2025, avec des trajectoires différentes. Pour l'inflation globale, l'évolution devrait être assez « agitée » : la chute récente des cours du pétrole suggère un passage sous la barre des 2% au printemps 2025, puis une remontée. Pour l'inflation sous-jacente, la baisse vers la zone des 2,7% devrait en revanche être graduelle. L'inflation pourrait baisser davantage si une récession survenait ; elle pourrait, *a contrario*, refluer moins vite que prévu si le cycle d'assouplissement de la Fed intervenait plus précocement que nous ne l'anticipons actuellement.

Nicholas VAN NESS

C'est la consommation des ménages qui, après s'être redressée au premier trimestre, se replie (-0,1% sur le trimestre après +0,3%), en dépit d'une progression soutenue du revenu réel. Cette baisse fragilise notre scénario de renforcement des dépenses des ménages en tant que moteur du raffermissement de la croissance du PIB. La consommation publique, en revanche, a gagné 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 (-0,9%) demeure très affaiblie surtout en Allemagne ; celle de l'investissement en matériel de transport (+2,4%) est la combinaison d'un fort recul en Allemagne et d'évolutions plus positives en Espagne, Italie et surtout aux Pays-Bas et au Portugal. Enfin, 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 de la demande extérieure nette 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.

Les déboires de l'industrie continuent d'assombrir les perspectives d'une reprise plus durable et robuste

Si la situation économique et financière des agents privés demeure solide et le marché de l'emploi résilient, **le ralentissement marqué de l'activité**

manufacturière est un facteur de risque pour la croissance.

L'activité dans l'industrie était encore en léger repli, un repli toutefois 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). Or, ce rythme est 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 la baisse de la productivité, en cours depuis la fin 2022, se poursuit au deuxième trimestre.

Un report, non une remise en cause, de la reprise de la consommation privée

Négative en Allemagne (-0,2%), à peine positive en France (+0,1%) et en Italie (+0,2%), la consommation privée a été un peu plus dynamique en Espagne (+0,3%) au deuxième trimestre. Globalement, sa déprime a inscrit le taux d'épargne de la zone euro sur une nouvelle hausse. **Le taux d'épargne est, en effet, reparti à la hausse dans toutes les grandes économies de la zone** ; malgré les gains réalisés par les revenus réels. Après avoir esquissé une érosion en 2022, l'épargne excédentaire cumulée après la pandémie a donc recommencé à croître.

Nous avons opéré un recalibrage des risques avec un risque baissier sur la croissance excédant le risque haussier sur l'inflation.

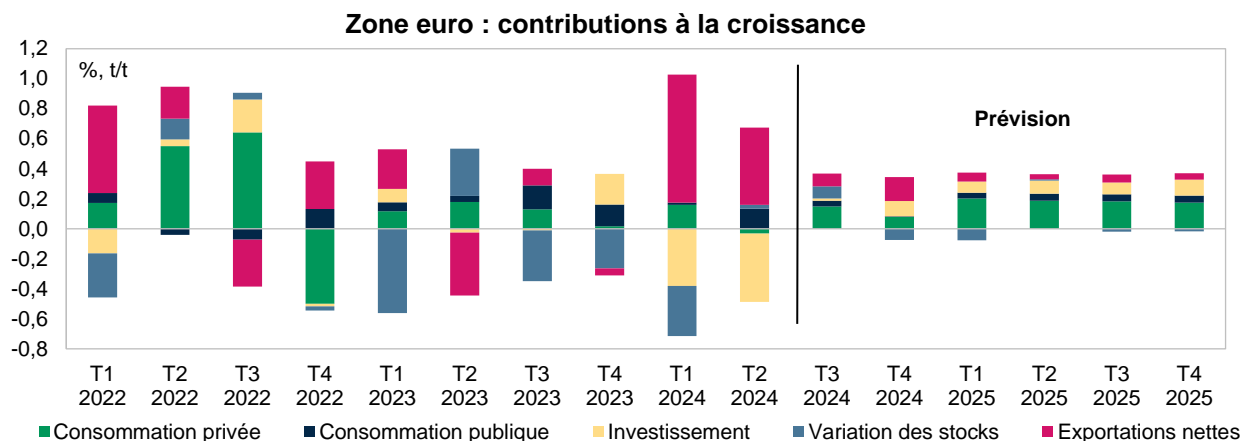
Trois facteurs expliquent cet arbitrage favorable à l'épargne. Tout d'abord, une hausse de l'épargne de précaution qui répond à l'incertitude : incertitude qui entoure certaines variables économiques victimes de chocs violents, notamment l'inflation, mais aussi l'environnement de politique économique, budgétaire et monétaire, sans oublier plus largement les nouvelles tendances géopolitiques. Ensuite, une nécessité d'épargner davantage pour reconstituer les encaisses réelles, érodées par l'inflation, comme le montre le stock de richesse financière : ce dernier s'est réduit, en termes réels, depuis la fin 2021 et ne se redresse que

depuis la fin 2023, retrouvant à peine son niveau d'avant la pandémie. Enfin, l'épargne accrue répond aussi au besoin de reconstituer le pouvoir d'achat immobilier qui a été réduit par des effets négatifs combinés à des prix et des taux d'intérêt, excédant les effets positifs liés au revenu. La croissance très faible des encours de crédit logement (encore négative en France et en Espagne) indique qu'une partie de cette épargne est utilisée pour des remboursements qui compensent la reprise des nouveaux crédits. Au cours des prochains trimestres, les baisses anticipées des taux directeurs et la poursuite de la diminution du taux sur les nouveaux prêts devraient atténuer ce phénomène. Grâce à la poursuite de la progression des revenus réels favorisée par la baisse de l'inflation, **la consommation des ménages marquerait ainsi une accélération début 2025 pour retrouver un rythme d'expansion plus soutenu à +1,1% en moyenne annuelle en 2025, après +0,7% en 2024.**

Le redressement de l'investissement encore contraint par de nombreux obstacles

La prévision sur l'investissement est assortie de plus d'incertitude ; elle table cependant aussi sur une reprise fin 2024 autorisant une croissance positive en 2025 à +0,9%, après -2,6% en 2024.

Au deuxième trimestre, toutes les composantes étaient en repli d'environ 3% sur un an, à l'exception des autres constructions (BTP). Les perspectives d'investissement en machines et équipements restent détériorées par la faiblesse de la demande et un taux d'utilisation des capacités en baisse qui justifient de moindres besoins d'expansion des capacités. Sous l'effet de la progression toujours dynamique des coûts salariaux et du repli de la productivité, la profitabilité s'est, en outre, dégradée depuis l'été 2023. **C'est sur la détente progressive des conditions de financement, sur une demande européenne un peu plus dynamique et sur une moindre pression des coûts salariaux unitaires sur les marges que s'appuie notre scénario de reprise de l'investissement.** Des besoins toujours importants liés aux deux transitions et la phase finale de déboursement et dépense des fonds européens du NGEU soutiendront également ce



scénario. Quant à la composante logement, la baisse des taux sur les nouveaux prêts et la reprise des nouveaux crédits renforcent les perspectives d'une stabilisation progressive de l'investissement des ménages.


Un environnement de politique économique peu favorable

L'environnement de politique économique n'est pas encore favorable à la croissance. Notre scénario de baisse des taux directeurs n'a été que partiellement incorporé dans la partie longue de la courbe et le taux réel présente encore une orientation restrictive au regard, notamment, d'une inflation attendue en septembre inférieure à la cible et d'une croissance inférieure au potentiel. L'environnement désinflationniste attendu avec une inflation à 1,8% en 2025 et 2026, après 2,3% en 2024, est renforcé par la faiblesse de la demande intérieure et pose la question d'un réglage ultérieur de notre scénario de baisse des taux.

Tandis que l'impulsion négative de la politique monétaire diminuerait progressivement (au rythme de 25 points de base de baisse par trimestre jusqu'en septembre 2025), **l'orientation de la politique budgétaire devrait devenir plus restrictive avec une impulsion budgétaire au moins aussi négative en 2025 qu'en 2024.** Si des mesures plus indolores ont caractérisé la réduction des déficits en 2024 (retrait

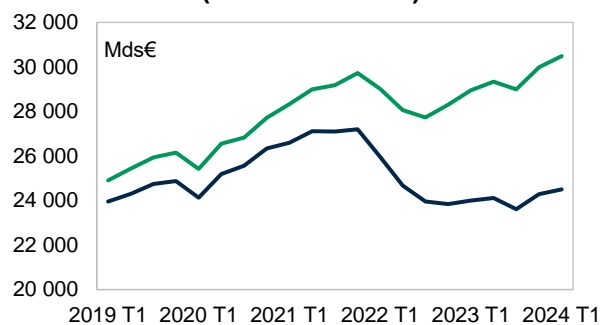
des mesures de soutien pour les coûts de l'énergie), ce sont des arbitrages plus difficiles qui s'imposeront en 2025 sur les dépenses. Les nouvelles règles impliquent des ajustements importants pour certains pays au moins jusqu'en 2030 et participent à une révision à la baisse de notre prévision de croissance de moyen terme. Leur mise en œuvre, notamment l'articulation entre le volet préventif et le volet correctif, reste entourée d'incertitude : on disposera d'informations plus complètes sur les trajectoires d'ajustement lors de notre prochain exercice de prévision de décembre.

Dans un contexte de ralentissement de la croissance des deux principales zones partenaires (États-Unis et Chine), l'accélération de la croissance de la zone euro reposera principalement sur la redynamisation de sa demande intérieure. Nous avons opéré un recalibrage des risques avec un risque baissier sur la croissance excédant le risque haussier sur l'inflation.

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

Paola MONPERRUS-VERONI

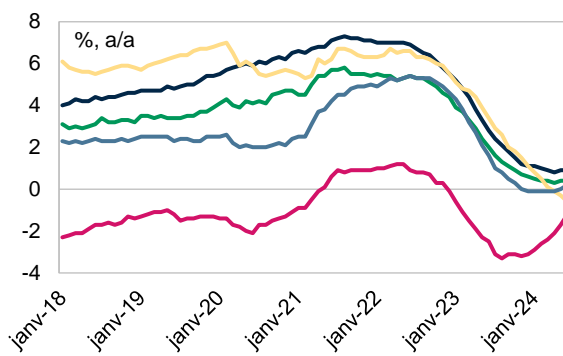
Patrimoine financier des ménages (actifs financiers)



— Nominal
— Réel (déflaté par le déflateur de la consommation)

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

Encours de crédit habitat



— Zone euro — Allemagne — France
— Italie — Espagne

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

ROYAUME-UNI : DES RISQUES HAUSSIERS SUR LES PERSPECTIVES

Modération des rythmes de croissance à court terme, avant une accélération en 2025

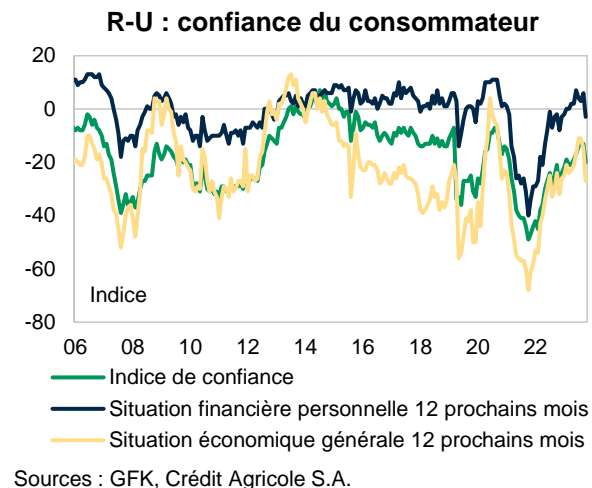
Après une croissance soutenue aux premier et deuxième trimestres 2024 (0,7% et 0,6% respectivement en variation trimestrielle), un ralentissement de l'activité devrait intervenir au cours de la seconde moitié de l'année (à 0,3% par trimestre), ralentissement suivi d'une accélération courant 2025 à un rythme séquentiel de 0,4% par trimestre. En moyenne annuelle, la croissance prévue pour 2024 est ainsi relevée à 1,1%, puis à 1,5% pour 2025 (contre respectivement 0,9% et 1,4% précédemment). Cette révision positive des taux de croissance annuels est donc entièrement due à la croissance réalisée lors du premier semestre 2024, supérieure aux anticipations, mais dont le rythme ne semble pas soutenable. Le PIB a, en effet, stagné au cours des mois de juin et de juillet.

Les facteurs propices à une accélération graduelle de la consommation des ménages sont bien présents.

La demande domestique sous-jacente est faible. Au deuxième trimestre, la consommation des ménages a décéléré par rapport au premier trimestre et sa croissance ne s'est élevée qu'à 0,2%. La formation brute de capital fixe a également déçu avec un investissement des entreprises et un investissement immobilier tous les deux en repli, mais plus que compensés par un investissement public en forte hausse. Les enquêtes sur le climat des affaires continuent néanmoins de s'améliorer et suggèrent une expansion de l'activité à des rythmes modérés dans les services, l'industrie et la construction.

Le bout du tunnel pour le consommateur

Aux dépenses, le consommateur britannique continue de privilégier l'épargne de précaution : le taux d'épargne a atteint 11,3% au premier trimestre et devrait avoir augmenté au deuxième trimestre. L'excès d'épargne accumulé depuis la pandémie

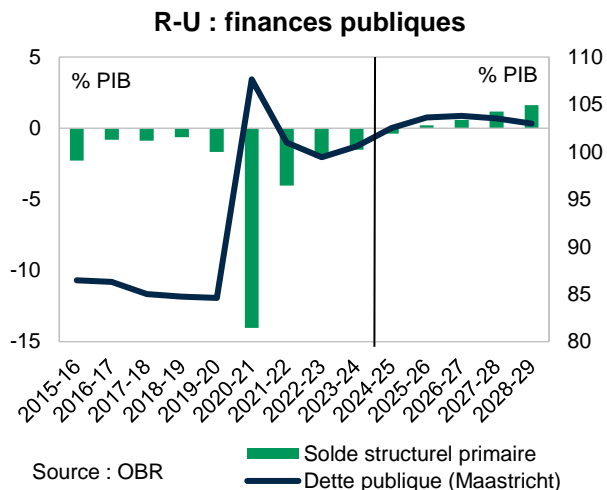


dépasse désormais 450 milliards de livres, tandis que la consommation des ménages est encore inférieure de 1,5% à son niveau pré-Covid. Le consommateur demeure prudent. La confiance (enquête Gfk) s'est repliée en septembre pour la première fois depuis sept mois ; l'enquête signale une nette détérioration des anticipations sur la situation économique et les finances personnelles pour les douze prochains mois.


Les chocs passés sur les prix et les taux d'intérêt toujours élevés, mais aussi l'incertitude entourant la politique budgétaire du nouveau gouvernement du Labour ainsi que l'assouplissement en cours du marché du travail, pèsent sur la confiance du consommateur. Les facteurs propices à une accélération graduelle de la consommation des ménages sont pourtant bien présents : la croissance des salaires réels est soutenue depuis plusieurs trimestres et devrait rester largement positive tout au long de notre horizon de prévision en raison du recul anticipé de l'inflation en 2025 (après une brève réaccélération anticipée au quatrième trimestre 2024) ; si les taux élevés vont continuer d'impacter les finances des ménages endettés, notamment ceux qui devront encore renouveler leur emprunt à taux fixe, le pic de l'impact du resserrement monétaire est largement passé et l'assouplissement monétaire à venir devrait moins inciter à l'épargne au profit de la consommation et de l'investissement.

Budget du 30 octobre : des incertitudes à lever et des raisons d'espérer

À court terme, l'incertitude liée au budget du 30 octobre pèse sur la confiance des entreprises et des ménages. En effet, le Premier ministre, Keir Starmer, a déjà prévenu que ce serait un budget « douloureux » et que « les choses empireraient avant de s'améliorer ». Des hausses de taxes et d'impôts au-delà de ce qui a été annoncé au cours de la campagne électorale sont très probables afin de financer « un trou noir » de 22 milliards de livres (0,8% du PIB) dans les comptes publics. L'impact sur la croissance d'une hausse des dépenses publiques courantes financée



par une hausse de la fiscalité devrait être globalement neutre pour la croissance, étant donné les multiplicateurs fiscaux similaires.

 Moyenne annuelle	2024	2025
PIB	1,1%	1,5%
Inflation	2,6%	2,1%

Du côté des risques baissiers, une austérité excessive pourrait peser plus que prévu sur la croissance, d'autant que l'impulsion budgétaire (mesurée par la variation du solde structurel primaire), prévue par l'OBR, est déjà fortement négative pour les années à venir. Du côté des risques haussiers, des dépenses publiques plus élevées, notamment en termes d'investissement, devraient avoir un impact positif sur les perspectives, compte tenu du multiplicateur fiscal le

plus élevé. **Une stratégie gouvernementale industrielle favorable aux entreprises et à l'investissement dans les énergies vertes et la construction de logements devrait, en outre, booster la confiance.** Le risque de déception ne doit toutefois pas être mésestimé, tant la situation budgétaire est contrainte : le déficit budgétaire est plus élevé que prévu sur les premiers mois de l'année fiscale en cours (64,1 milliards de livres contre 57,8 milliards prévus sur la période avril-août).

Le passage du budget du 30 octobre devrait dissiper l'incertitude, voire permettre le rétablissement de la confiance. La *Bank of England* (BoE) pourrait, en outre, accélérer son assouplissement monétaire en 2025 sur fond de bonnes surprises sur le front de l'inflation, ce qui contribuerait à la fois à soutenir la croissance et à redonner de la marge de manœuvre au gouvernement.

Slavena NAZAROVA

JAPON : LA HAUSSE PRÉMATURÉE DES TAUX D'INTÉRÊT EST UN ULTIME AJUSTEMENT AVANT LA SORTIE DE LA RÉCESSION DÉFLATIONNISTE

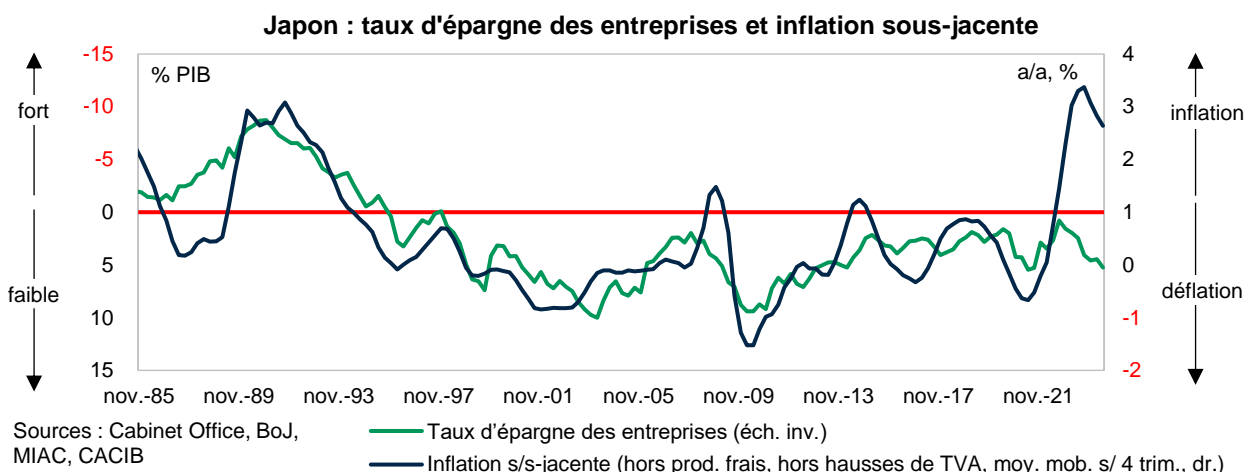
Une croissance du PIB réel inférieure à son potentiel à partir du troisième trimestre 2024

Le PIB réel a progressé de 0,8% au deuxième trimestre 2024 (3,1% en rythme annualisé). Il a rebondi après avoir baissé de 0,6% (-2,3% annualisé) au premier trimestre, période durant laquelle l'activité a été affaiblie par la suspension des expéditions de certaines usines automobiles. La consommation a également rebondi de 1,0%, après une baisse de 0,6% en termes réels au premier trimestre. Le PIB et la consommation réels n'ont toutefois pas rattrapé leurs précédents reculs, puisqu'ils affichent, respectivement, un repli de 0,8% et 0,4% en glissement annuel au deuxième trimestre (il s'agit, respectivement, des deuxième et quatrième trimestres consécutifs de baisse en glissement annuel). **La demande intérieure privée reste inférieure de 0,9% en termes réels à sa moyenne de 2019, année de référence pré-Covid. À**

brève échéance, les perspectives semblent plus favorables pour l'investissement des entreprises que pour la consommation des ménages.

La croissance des salaires réels (hors primes) devrait devenir positive au second semestre 2024 à la faveur de la baisse de l'inflation. La **consommation** devrait cependant continuer à stagner quelque temps : sur fond d'effet de richesse négatif provoqué par le recul des cours des actions, la hausse des salaires réels devrait d'abord permettre un rétablissement des fondamentaux financiers des ménages, notamment un taux d'épargne plus élevé.

Après une baisse de 0,4% en termes réels au premier trimestre, **l'investissement non résidentiel** s'est révélé solide avec une progression de 0,9% au deuxième trimestre. Le PIB nominal a progressé de 2,1% en glissement annuel : il s'agit du treizième



trimestre consécutif de croissance positive, une évolution qui soutient l'investissement des entreprises.


L'investissement non résidentiel exprimé en pourcentage du PIB, qui renseigne sur le cycle des dépenses d'investissement, a atteint 16,7% au deuxième trimestre, le niveau le plus élevé du cycle actuel.

La persistance de la divergence haussière des investissements indique que l'économie japonaise s'engage fermement vers une sortie de la déflation.

Les anticipations de progression durable du PIB nominal soutiennent l'investissement. Cette année, dans son *Honebuto*⁶, le gouvernement s'est engagé à promouvoir la croissance. Cependant, la capacité des entreprises à dépenser (sous forme de salaire, par exemple) reste faible au regard de leurs revenus et leur taux d'épargne a continué à augmenter. Le cycle des investissements et le taux d'épargne des entreprises tendent à évoluer parallèlement. Or, de façon assez inédite, le cycle des investissements a divergé vers le haut. La persistance de la divergence haussière des investissements indique que l'économie japonaise s'engage fermement vers une sortie de la déflation. Si le ratio investissements sur PIB dépassait son plafond historique de 17%, le taux d'épargne des entreprises reviendrait à un niveau normal (négatif) et le Japon serait en mesure de sortir complètement de la récession déflationniste structurelle. Le risque réside, d'une part, dans des hausses de taux prématurées de la BoJ et, d'autre part, dans une politique gouvernementale visant à dégager prématurément un excédent de la balance primaire : de telles éventualités feraient planer des doutes sur la durabilité de la croissance du PIB nominal. Si de tels doutes apparaissaient, l'investissement des entreprises pourrait s'effondrer et laisser la place à une forte augmentation du taux d'épargne des entreprises,

mettant en échec la sortie de la récession déflationniste structurelle.

Les signes de ralentissement de l'économie mondiale, et de l'économie américaine en particulier, devraient se multiplier. Avec la baisse des exportations, l'économie japonaise devrait ainsi connaître un ralentissement plus marqué : **à partir du troisième trimestre, la croissance réelle pourrait être inférieure à son potentiel (environ 0,7% par an) pendant quatre trimestres consécutifs.**

 Moyenne annuelle	2024	2025
PIB	-0,3%	0,2%
Inflation (hors produits frais & énergie)	2,3%	1,0%

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

En raison d'une moindre transmission des hausses des prix à l'importation et d'une stagnation de la demande intérieure, **l'inflation (hors produits frais et énergie) devrait passer sous l'objectif de 2% en glissement annuel au second semestre 2024**, puis temporairement sous la barre des 1% en 2025. Avec la reprise cyclique mondiale, les dépenses des entreprises (investissements productifs et salaires) devraient progresser et le taux d'épargne des entreprises, responsable de l'excès d'épargne, donc de la récession déflationniste structurelle, devrait baisser. Il faudrait donc attendre la fin de l'année 2026 pour que l'inflation se dirige à nouveau vers les 2%, grâce à une augmentation de la demande intérieure liée à la progression des salaires réels.

Takuji AIDA – Ken MATSUMOTO

⁶ Document rédigé par le gouvernement, dans lequel il définit sa stratégie économique et budgétaire. *Basic Policies for Economic and Fiscal Management and Reform* en anglais.



PAYS ÉMERGENTS

À qui profite le « *derisking* » ?

Panorama – À qui profite le « *derisking* » ?

Chine – Longue sera la route

Brésil – La banque centrale est contrainte de relever les taux

Russie – L'économie de guerre exige un nouveau resserrement du *policy mix*

Inde – La croissance, bouée de sauvetage d'un Narendra Modi en perte de vitesse

À qui profite le « derisking » ?

Entre baisse des taux américains, cycle électronique, atonie de la croissance chinoise et difficultés allemandes, les pays émergents naviguent avec beaucoup de résilience et quelques succès, et ils essaient surtout de profiter de la grande recomposition mondiale du commerce et des investissements.

À court terme, la croissance des pays émergents, pris dans leur ensemble, se montre plutôt résiliente et beaucoup d'entre eux vont profiter de la fenêtre d'opportunité ouverte par la baisse des taux américains. En Asie, la reprise du cycle technologique devrait porter les exportations de la Corée, de Taïwan, du Vietnam, ainsi que de la Malaisie, où les circuits intégrés représentent désormais 21% des exportations. Autre signe favorable, les pays à revenus intermédiaires ont, selon l'IIF, un meilleur accès au marché et refinancent plus facilement leur dette à court terme. Enfin, certains « points chauds » inquiètent moins les investisseurs.

Ainsi, l'Égypte est sortie d'une crise de change sévère grâce à un apport de liquidité exceptionnel (35 milliards de dollars) des Émirats. Cette issue plutôt favorable ne doit cependant pas faire oublier les problèmes structurels, qui font peser un risque sur la stabilité égyptienne : le pays est ressorti de la crise avec des finances publiques dégradées et des besoins de financement plus importants. C'est un des pays à garder sous surveillance. Quant à la Turquie, l'un des *usual suspects* du monde émergent, sa note souveraine remonte lentement grâce, en particulier, à une lente reconstitution des réserves de change et à une dédollarisation.

Vive la consommation des classes moyennes (sauf en Chine)

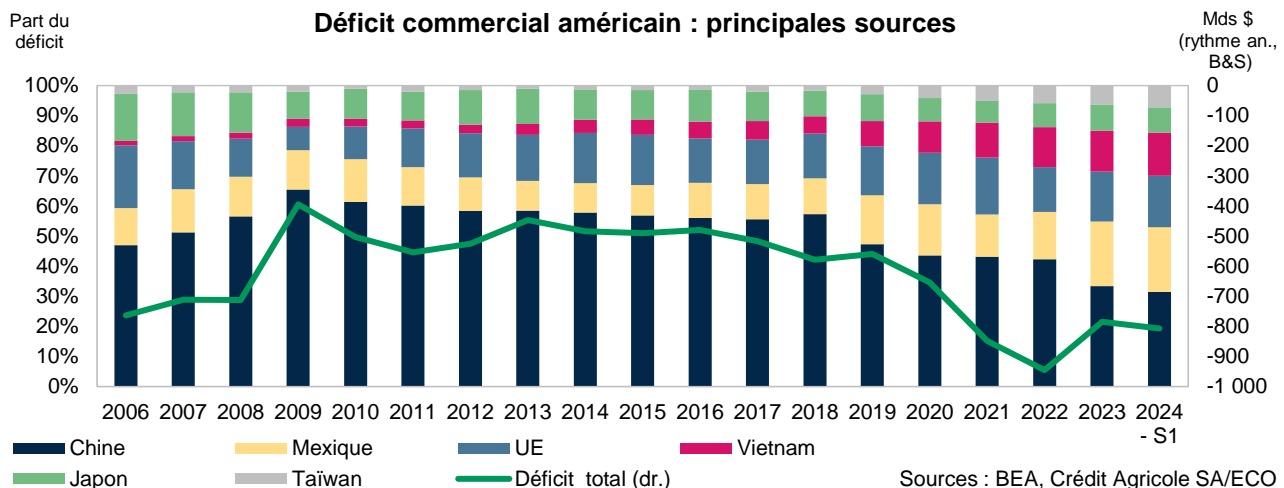
Au-delà des histoires singulières, la conjoncture des pays émergents va devoir « digérer » les effets de l'essoufflement américain : cela affectera certains pays latino-américains (dont évidemment le Mexique), mais aussi asiatiques, comme le Vietnam ou la Corée. Au refroidissement américain, s'ajoute le ralentisse-

ment de la Chine, qui reste le partenaire économique central de l'ASEAN. Ce ralentissement impacte également directement le Brésil et le Chili, dont Pékin achète respectivement 31 et 39% des exportations. Or, cette question chinoise n'est pas un sujet de court terme : son caractère structurel est de plus en plus marqué... Enfin, les difficultés du secteur automobile allemand pèsent sur les pays intégrés dans la chaîne de valeur de ce secteur, comme en République tchèque, qui se retrouve au bas des classements européens de croissance. Quant à la Slovaquie, elle a également une exposition directe au marché chinois : ses usines produisent des SUV (Volkswagen Group et Jaguar Land Rover) destinés à la Chine.

Les pays émergents cherchent eux aussi à concilier développement, souveraineté, sécurité économique, transition climatique et politique industrielle.

Au cours des prochains mois, la croissance de nombreux pays émergents devrait néanmoins pouvoir s'appuyer sur la demande intérieure. À titre d'illustration, en Indonésie, la forte activité du deuxième trimestre, à 5% en glissement annuel (g.a.), a déjà bénéficié à la fois de la consommation de la classe moyenne (+4,9% en g.a.), mais aussi de l'investissement (+4,4% en g.a.). Ailleurs, en Pologne, en Hongrie ou en Roumanie par exemple, la consommation a, de plus, été soutenue par les hausses de salaires réels, qui s'expliquent par des marchés du travail toujours structurellement contraints. Mais cela nuit à la désinflation, qui a ralenti dans certains pays de la région.

Les banques centrales sont donc prudentes dans leurs baisses de taux, certaines opèrent même des pauses, comme en Pologne et en Hongrie. Au Brésil,



l'inflation est même légèrement repartie à la hausse, avec une croissance au-delà des attentes, appuyée sur un marché du travail solide et un soutien budgétaire – ce qui a néanmoins retardé la consolidation espérée des comptes publics. Le ratio dette sur PIB se dégrade donc, ce qui attire à nouveau l'attention des marchés sur le profil souverain brésilien. La Banque centrale opère par conséquent un léger resserrement monétaire, à la fois pour gérer le cycle de reprise, pour stabiliser les anticipations, et pour préserver sa crédibilité.

Bientôt la fin du cycle électoral... dans les émergents !

Enfin, **de nombreux pays émergents sont sortis des incertitudes liées au grand cycle électoral mondial, qui avait marqué les anticipations début 2024.** C'est plutôt la continuité économique qui prime, dans de nombreux pays, même si des situations inédites de coalitions réduisent les marges de manœuvre pour les politiques structurelles, comme en Afrique du Sud ; ou imposent une réorientation des investissements vers plus de dépenses sociales, comme en Inde. Au Mexique, tandis que la croissance peine, notamment à cause de la fin d'un cycle d'investissements en infrastructures, le programme de C. Sheinbaum n'annonce pas de rupture. Reste une réforme du système de nomination des juges, par élection, qui inquiète les investisseurs américains, au moment même où Mexico cherche pourtant à tirer parti du *nearshoring*. Le Mexique, passé devant Pékin dans les importations du grand voisin (14% et 12% respectivement en 2023), est par ailleurs régulièrement accusé d'être un cheval de Troie des investissements chinois. Mais il n'est pas le seul !

À qui profite le crime ?

En fait, **plusieurs études soulignent une corrélation entre la baisse des parts de marché de la Chine vers les États-Unis, et l'augmentation de celles de quelques pays** – à savoir le Mexique, le Vietnam, la Corée, et l'Inde⁷. Surtout, ils augmentent aussi leurs importations en provenance de Chine⁸, en particulier celles de biens intermédiaires. Ces études tendraient aussi à prouver que ces pays « connecteurs » étaient déjà intégrés dans les chaînes de valeur chinoises et que cette intégration se serait même accrue⁹. L'opération de *derisking* américaine, réussie en ce qui concerne la réduction des liens commerciaux directs avec Pékin, se traduirait donc par une augmentation des dépendances indirectes entre États-Unis et Chine, et par une hausse du commerce intra-industrie entre les pays connecteurs et Pékin. Enfin, il faut aussi signaler que la plupart de ces pays sont toujours en

déficit vis-à-vis de la Chine, notamment l'Inde, qui reste dépendante pour les produits manufacturiers.

De nouveaux schémas de croissance ?

Beaucoup de pays émergents cherchent donc à profiter de la rivalité sino-américaine, mais ils sont parfois pris en étau entre le dumping de la Chine et la montée du protectionnisme américain. Ainsi, malgré un discours libre-échangiste, nombreux sont les pays du Grand Sud qui se protègent désormais de l'agressivité commerciale chinoise en augmentant les droits de douane, comme au Brésil et en Turquie. Beaucoup imposent aussi des règles de fabrication locales, comme en Thaïlande. En Indonésie, le nickel est désormais transformé sur place grâce à des clauses d'investissement que le gouvernement a imposé aux Chinois. Pékin, volontairement ou pas, participe donc à la remontée indonésienne sur l'échelle des chaînes de valeur mondiales.

Plus généralement, les pays moins avancés n'échappent donc pas au changement de paradigme géo-économique mondial et ils cherchent eux aussi à concilier développement, souveraineté, sécurité économique, transition climatique et politique industrielle. Cela impose de nombreux arbitrages. Beaucoup de pays se lancent donc dans des planifications industrielles, comme en Malaisie, qui ancre son développement autour des *hubs* de *high-tech* déjà existants, grâce à une collaboration avec Singapour. Mais ce genre de plan nécessite aussi une fenêtre d'opportunité de calme politique, et de stabilisation de la gouvernance économique, ce qui n'est pas le cas partout, en Thaïlande par exemple, où le budget donne la priorité à des objectifs de court terme.

Quant à l'Inde, que son taux de croissance place dans le groupe de tête des émergents, sa progression dans les chaînes de valeur mondiales passe plus par les services que l'industrie. Certes, la transformation de son PIB est réelle, avec plus d'investissements et des infrastructures qui se développent, mais la partie informelle de l'économie reste massive. Les obstacles structurels au développement manufacturier sont nombreux et la part du pays dans les échanges globaux est faible. On ne le répètera jamais assez : si l'Inde prend effectivement sa place dans le tableau géoéconomique mondial, sa trajectoire ne sera certainement pas celle de la Chine.

⁷ Alfaro, Laura & Davin Chor – *Global Supply Chains: The Looming "Great Reallocation."* NBER Working Paper No. 31661 – Septembre 2023.

⁸ Freund, Caroline, Aaditya Mattoo, Alen Mulabdic, and Michele Ruta. – *Is US trade policy reshaping global supply chains? Policy Research Working Paper WPS10593, Washington, D.C.: World Bank Group – 2023.*

⁹ Dahlman, Abigail, and Mary E. Lovely. – *US-led effort to diversify Indo-Pacific supply chains away from China runs counter to trends. Realtime Economics. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics – 2023*

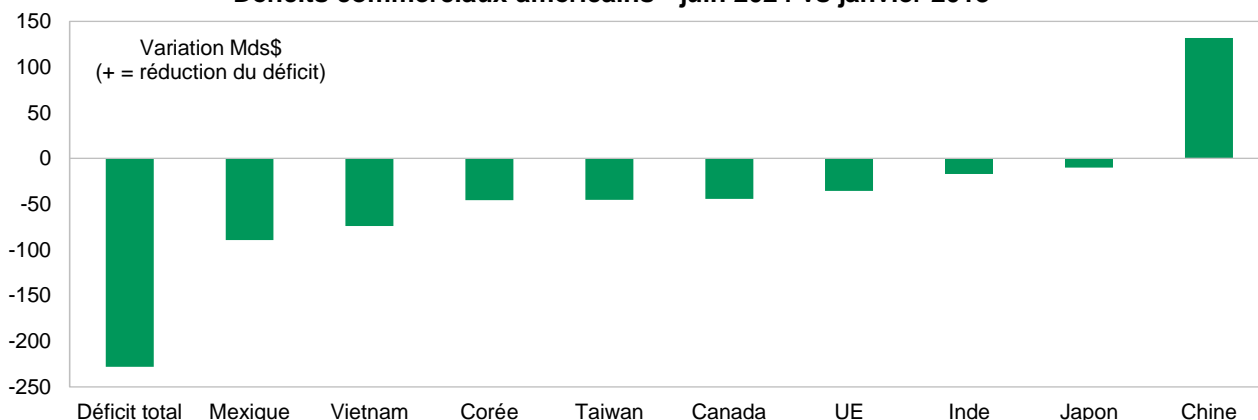
L'asymétrie de la crise climatique

Reste enfin, dans le tableau des pays moins avancés, la terrible asymétrie face au risque climatique, qui ne cesse de s'accroître. Au Maroc, la croissance est contrainte par une nouvelle récession du secteur agricole (-5% au premier semestre). Le risque porte aussi sur l'inflation, notamment alimentaire. Surtout, les récessions agricoles s'impriment sur l'emploi, ce qui accélère l'urgence des réformes pour diversifier l'économie. La Tunisie fait face à la même

réalité : un manque de pluie chronique pèse sur les équilibres alimentaires, sur les prix, sur les équilibres extérieurs, et sur le budget de l'État qui porte les subventions. Les pénuries entretiennent donc un énorme risque social et politique qui grandit dans de nombreux pays. Au Bangladesh, il s'est même transformé en révolution. **Dettes, climat, et risque alimentaire recomposent à bas bruit la carte politique du Grand Sud.**

Tania SOLLOGOUB

Déficits commerciaux américains - juin 2024 vs janvier 2018



Sources : BEA, Crédit Agricole SA/ECO

CHINE : LONGUE SERA LA ROUTE*Gérer les risques baissiers*

Les risques sur l'objectif officiel de 5% de croissance sont toujours orientés à la baisse. La demande intérieure reste atone en raison de la poursuite de la crise du marché de l'immobilier et d'un ralentissement plus généralisé de la consommation. La confiance des consommateurs a reculé en réaction à l'affaiblissement des perspectives en matière d'emploi et de revenus. Les exportations ont soutenu la croissance grâce à une meilleure orientation du commerce mondial ; les facteurs défavorables tels que la montée du protectionnisme ou la tendance structurelle à la reconfiguration des chaînes d'approvisionnement n'ont toutefois pas disparu.

La persistance des pressions désinflationnistes crée une difficulté supplémentaire pour l'économie chinoise en freinant la consommation et l'investissement.

Nous maintenons nos prévisions de croissance réelle à 4,7% en 2024 et 4,2% en 2025. La croissance nominale du PIB devrait passer de 4,6% en 2023 à 4,5% en 2024, avant de se redresser vers plus de 5% en 2025.

Les pressions désinflationnistes persistent

La persistance des pressions désinflationnistes freine la consommation et l'investissement. Or, l'inflation sous-jacente (prix à la consommation) a de nouveau baissé au mois d'août pour atteindre son plus bas niveau depuis mars 2021, tandis que le recul des prix à la production s'est accentué.

Notre scénario table sur un processus de reflation lent et modéré en 2024, avec une inflation globale et une inflation sous-jacente de 0,3% et 0,7% respectivement en 2024, après 0,2% et 0,7% en 2023. **La baisse des prix à la production devrait s'atténuer :** le recul des prix s'établirait à 1,5% en moyenne en 2024, après une baisse de 3,0% en 2023. La baisse pourrait perdurer jusqu'au début de l'année 2025 en raison du repli des prix mondiaux de l'énergie, de la normalisation des chaînes d'approvisionnement et de la faiblesse de la demande intérieure chinoise sur fond de crise immobilière.

La PBoC met en place un vaste plan de relance

La forte diminution, 50 points de base, des taux de la Fed a ouvert la voie à un soutien accru de la part de la Banque centrale chinoise (PBoC), laquelle a surpris positivement les marchés en septembre. Elle a, en effet, annoncé un ensemble de mesures d'assouplissement majeures couvrant plusieurs

domaines. Cela comprend, notamment, une baisse de 50 points de base du taux de réserves obligatoires, une baisse de 20 points de base du taux directeur, une baisse de 50 points de base du taux des prêts hypothécaires existants, une réduction de 10% du taux de l'apport personnel exigé pour l'achat d'une résidence secondaire ainsi que des facilités de prêt destinées à aider l'écoulement des logements invendus et à soutenir les marchés boursiers.

Cet ensemble de mesures d'assouplissement est le plus important du cycle actuel. La nature des mesures et le ton des autorités signalent la volonté d'apporter un soutien plus significatif que cela n'a été le cas avec l'approche incrémentale préalablement utilisée. Cela semble être une initiative positive pour contrer les risques baissiers qui pèsent sur l'objectif de croissance de 5%. Les marchés seront attentifs à l'évolution des indicateurs à fréquence élevée pendant la période de congés (*Golden Week*) mais aussi ultérieurement, afin d'évaluer l'efficacité de cette dernière série de mesures.


La PBoC devrait baisser son taux de réserves obligatoires de 25 à 50 points de base supplémentaires au quatrième trimestre, pour promouvoir la normalisation de la courbe des taux d'intérêt qu'autorise également l'accélération des émissions obligataires. Cela permettrait également de se concentrer sur la mise en œuvre et la possible expansion de ses facilités de prêt. En 2025, les taux directeurs pourraient être à nouveau abaissés de 20 points de base au total, à partir du premier semestre. De même, la croissance du bilan de la PBoC devrait accélérer, afin de fournir des soutiens de liquidité ciblés et d'augmenter son portefeuille d'obligations d'État : cela lui permettrait de piloter les mouvements de taux dans un contexte de taux de plus en plus bas.

Les mesures de relance budgétaire se font attendre

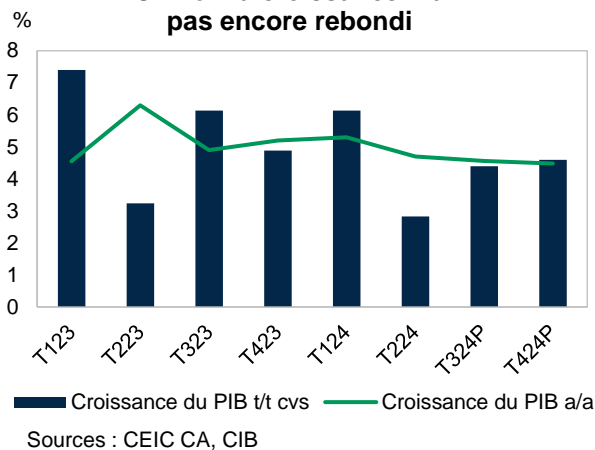
Le marché a bien accueilli l'ensemble de mesures annoncées par la PBoC, mais celles-ci ne constituent qu'une première étape afin d'aider une économie dont les fondamentaux sont affaiblis. Ainsi, l'absence de demande de crédit de la part du secteur privé signifie que l'assouplissement de la politique budgétaire doit s'intensifier de manière à permettre un redressement plus durable de l'économie.

Le désendettement local et l'insuffisance des revenus ont entraîné un retard important des dépenses budgétaires en Chine par rapport à ce qui avait été budgété. Il semble, en particulier, que le pays doive s'appuyer davantage sur les finances du gouvernement central pour stimuler les dépenses budgétaires et les marges de manœuvre existent. Le troisième plénum¹⁰ a également appelé à des réformes visant à mieux équilibrer les recettes et les dépenses budgétaires entre autorités centrales et locales.

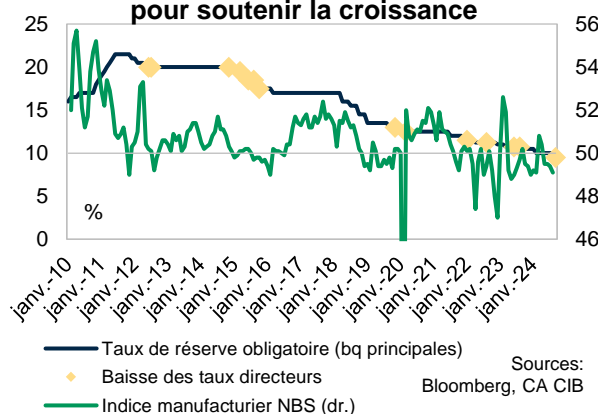
Les discussions sur l'augmentation du déficit budgétaire et sur l'idée d'émissions d'obligations souveraines spéciales se multiplient. À cet égard, la prochaine réunion du Comité permanent de l'Assemblée nationale populaire, fin octobre, sera un événement important. Dans l'intervalle, **la Chine assouplira probablement les règles concernant l'utilisation des capitaux levés via les émissions d'obligations**, afin d'accélérer les dépenses budgétaires, notamment pour activer l'écoulement des logements invendus dans les différentes régions.

 Moyenne annuelle	2024	2025
PIB	4,7%	4,2%
Inflation	0,3%	1,0%

Chine : la croissance n'a pas encore rebondi



Chine : un assouplissement supplémentaire est nécessaire pour soutenir la croissance



¹⁰ Réunion du Comité central du parti communiste chinois

Risques à surveiller

Les autorités devront poursuivre leurs efforts pour stimuler la confiance et s'assurer que la politique budgétaire a un impact durable sur la croissance chinoise. Sur le plan extérieur, les développements

géopolitiques tels que le découplage entre les États-Unis et la Chine et les élections américaines seront les principaux facteurs de risque à surveiller.

Xiaojia ZHI

BRÉSIL : LA BANQUE CENTRALE EST CONTRAINTE DE RELEVER LES TAUX*La proposition de budget 2025 crée des doutes sur le cadre fiscal*

Le 30 août, l'administration brésilienne a soumis au Congrès sa proposition de budget pour 2025, laquelle vise à atteindre l'équilibre grâce à des hausses de recettes à hauteur de 1,7% du PIB et à des baisses de dépenses beaucoup plus modestes. Celles-ci ne totalisent que 0,25% du PIB, soit 25,9 milliards de reais, constituent la partie la moins importante du budget et comprennent, pour l'essentiel, une correction des « abus » dans les systèmes de retraite et de protection sociale ainsi qu'une partie du programme global de révision des dépenses proposé par le gouvernement.

La vigueur du marché du travail a contribué à la dynamique de l'économie domestique.

Les hausses de recettes totalisent 1,7% du PIB (168,2 milliards de reais), dont 1,0% du PIB provient de sources non récurrentes liées à des litiges fiscaux et à des remboursements de dettes qui n'ont pu être réglés en 2024 et que l'administration s'attend à récupérer en 2025. Le solde, 0,7% du PIB, provient de mesures fiscales. Ces dernières semblent être principalement centrées sur une meilleure application des règles fiscales, sur une possible imposition supplémentaire des grandes entreprises technologiques ou multinationales et sur une taxation supplémentaire des bénéfices des entreprises et des rémunérations des capitaux propres.

Les propositions consistant à alourdir la fiscalité se sont déjà heurtées à une forte opposition de la

part du Congrès et il semble très peu probable que le gouvernement atteigne l'objectif annoncé de budget à l'équilibre. Les objectifs primaires ayant déjà été révisés au printemps, une nouvelle révision remettrait en question la solidité de l'ensemble du cadre budgétaire actuel : ce dernier repose déjà sur les règles qui s'appliquent par suite du non-respect des objectifs initialement déclarés.

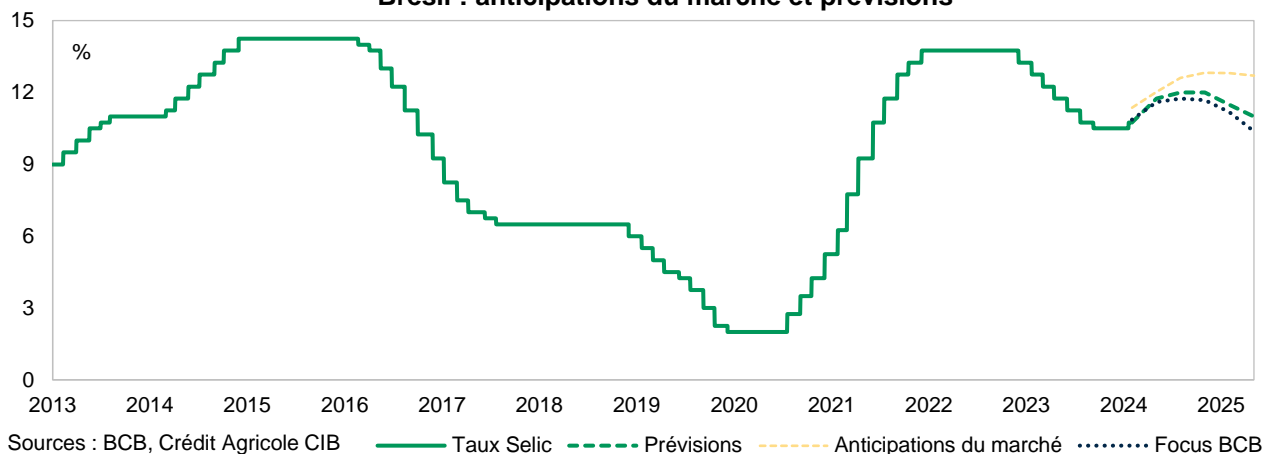
Par ailleurs, le 20 septembre, le gouvernement a présenté son dernier rapport sur les recettes et les dépenses pour l'année 2024. Il signale que le gouvernement est bien parti pour atteindre un déficit de 0,25% du PIB, un chiffre situé dans la marge d'erreur autorisée dans le cadre du retour à l'équilibre budgétaire.

La banque centrale entame un cycle de resserrement monétaire

Les dernières données suggèrent que **le marché de l'emploi brésilien reste tendu** : le taux de chômage a baissé sans discontinuer et atteint 6,8%, son niveau le plus bas depuis dix ans. Ce succès s'explique largement par la baisse d'environ 1,5 point de pourcentage du taux de participation au marché du travail depuis la pandémie. **La croissance des salaires nominaux reste élevée alors que l'inflation baisse en dépit de récents « accidents »** : les salaires réels ont augmenté de 4 à 5% en glissement annuel.

La vigueur du marché du travail a contribué à la dynamique de l'économie domestique : la consommation a augmenté de 2,5% au premier

Brésil : anticipations du marché et prévisions




trimestre et de 1,3% au deuxième trimestre. Dans ce contexte, l'inflation a réaccélééré l'été dernier et atteint 4,5% en glissement annuel en juillet, la borne haute de la fourchette cible (3,0% +/- 1,5%). Comme ailleurs, **l'inflation des services a été particulièrement soutenue.**

Plus que l'accélération marginale du rythme d'inflation, c'est le désancrage des anticipations d'inflation qu'elle risque de provoquer qui suscite des inquiétudes.

Malgré un taux directeur à deux chiffres, la Banque centrale du Brésil (BCB) a donc été contrainte de procéder à une hausse de taux le 18 septembre, date à laquelle la Réserve fédérale américaine entamait son cycle d'assouplissement avec une baisse de 50 points de base, une ampleur plus importante qu'à l'accoutumée. La BCB a ainsi relevé son taux directeur (le Selic) de 25 points de base à 10,75%, tout en maintenant un ton *hawkish* dans son communiqué. Le compte-rendu de la réunion, publié le 24 septembre, n'a pas donné beaucoup d'informations supplémentaires : le comité directeur a préféré ne pas donner d'indications sur ses intentions futures.

Actuellement, les marchés de taux brésiliens anticipent entre 50 et 75 points de base de hausse des taux lors de la prochaine réunion le 7 novembre, des hausses de 50 points de base en décembre 2024 et en janvier

2025, puis des hausses moins importantes amenant le Selic à 12,75%, 200 points de base au-dessus de son niveau actuel. Ces anticipations implicites de marché sont plus agressives que le consensus et que nos prévisions.

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

Nous prévoyons des resserrements de 50 points de base lors des deux dernières réunions de l'année (des hausses plus importantes que celle du mois de septembre), portant le Selic à 12,00% début 2025. Nous n'excluons toutefois pas que la Banque centrale valide les prix du marché. En effet, au Brésil, où la majeure partie de la dette est émise en devise locale et très largement achetée par des investisseurs nationaux, **il est assez fréquent que la banque centrale finisse par suivre l'opinion du marché, de peur de voir s'envoler la prime de risque et de se rendre la tâche plus difficile par la suite.**

Olga YANGOL

RUSSIE : L'ÉCONOMIE DE GUERRE EXIGE UN NOUVEAU RESSERREMENT DU POLICY MIX

La croissance économique russe est restée forte au premier semestre 2024 : elle a atteint 4,7% en glissement annuel, un chiffre supérieur à celui déjà élevé de 2023 (3,5%). Il y a eu de petits signes de décélération au troisième trimestre, comme un déclin limité de l'indice PMI manufacturier et un léger fléchissement de la croissance de la production industrielle depuis juin mais, dans l'ensemble, la dynamique reste forte.

Une dynamique solide dans une économie de guerre

Le dynamisme de la Russie provient de plus en plus de l'économie de guerre. Le budget consacré aux industries de la défense n'a cessé d'augmenter, de même que les mouvements de main-d'œuvre vers ces industries. Le projet de budget pour 2025 suggère que les dépenses de défense et de sécurité nationale pourraient représenter jusqu'à 40% des dépenses gouvernementales. Le reste de l'économie est impliqué de façon croissante dans le soutien de ces secteurs.

Ce dynamisme a été rendu possible par un contournement des effets des sanctions internationales *via* une réorientation des relations et réseaux commerciaux extérieurs.


L'impulsion donnée par l'économie de guerre soutient la demande des consommateurs. Au cours des quatre derniers trimestres, la consommation privée a été la principale source de croissance : elle est à l'origine de plus de 75% de la croissance économique globale. Le marché du travail a été favorablement impacté : **le taux de chômage est tombé à 2,4% en juillet, son plus bas niveau historique.** Le revenu disponible a augmenté de 9,6% en termes réels au deuxième trimestre, un niveau élevé qui n'avait plus été atteint depuis le super-cycle des matières premières des années 2000, avant la grande crise financière.

Le resserrement du policy mix est nécessaire pour continuer de financer la guerre et tenter de contrôler les déséquilibres

L'économie de guerre devrait continuer de soutenir la croissance économique ; mais cette dernière devrait ralentir car les déséquilibres générés par cette économie exigent un resserrement du *policy mix*.

Un resserrement plus marqué en perspective

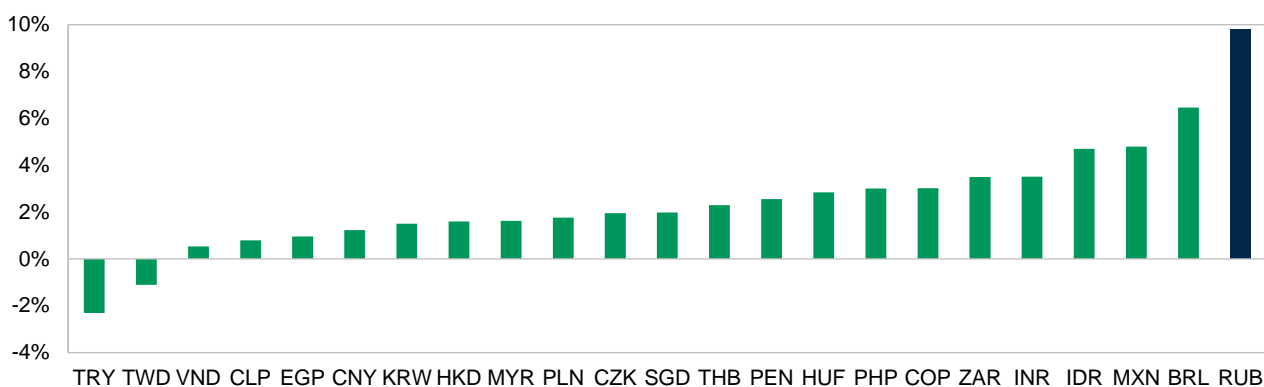
L'inflation a accéléré, passant d'un point bas de 2,3% en avril 2023 à 9,1% en août 2024. La Banque centrale russe (CBR) reste structurellement *hawkish* et l'administration Poutine lui donne de grandes marges de manœuvre pour mettre en œuvre une politique orthodoxe. La CBR a relevé son taux directeur (le repo à une semaine) de 1 150 points de base au total depuis juillet 2023 pour le porter à 19%. Avec des taux d'intérêt réels à court terme d'environ 10%, la Russie a la politique monétaire la plus restrictive des grandes économies. C'est le prix à payer pour que l'orthodoxie monétaire et financière serve de bouclier géopolitique. Nous prévoyons une nouvelle hausse des taux, de 19% à 20%, au quatrième trimestre.

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

Si le resserrement du *policy mix* est nécessaire pour continuer à financer la guerre et tenter de contrôler les déséquilibres, il conduira probablement à un ralentissement économique en 2025. Nous tablons sur une modération de la croissance du PIB, de 3,5% en 2024 à 1,5% en 2025.

Sébastien BARBÉ

Taux d'intérêt réels à 3 mois : comparaison entre pays



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

INDE : LA CROISSANCE, BOUÉE DE SAUVETAGE D'UN NARENDRA MODI EN PERTE DE VITESSE

Le bilan des cent premiers jours du troisième mandat de Narendra Modi est peu convaincant : privé de sa majorité absolue au Parlement, le Premier ministre a dû renoncer à des projets de loi, qui visaient à étouffer un peu plus ses boucs émissaires traditionnels (médias, musulmans, castes inférieures). Ses alliés régionaux, sûrement plus soucieux de ne pas trop cliver leur électorat, ont mis cette dérive nationaliste en pause, du moins pour l'instant.

Politique monétaire : assouplissement attendu

Si Modi peut toujours compter sur une croissance officiellement dynamique (7,7% en 2023), autour de 7% prévus pour 2024, lui permettant de positionner l'Inde comme le pays à la plus forte croissance parmi les économies du G20, **l'absence de réformes structurelles pourrait rapidement peser sur la croissance potentielle.**

Le taux d'investissement demeure dynamique, notamment grâce au secteur public, mais l'Inde commence à pâtir d'un cadre monétaire toujours contraint par la politique monétaire américaine. Avec

une inflation enfin stabilisée, autour de 3,6% en glissement annuel en août, le niveau du taux directeur (6,5%) pèse et les taux d'intérêt réels ont nettement augmenté. L'assouplissement monétaire américain va permettre de redonner un peu de marge de manœuvre à la Banque centrale (*Reserve Bank of India*, RBI) qui pourrait le répliquer en une ou deux baisses de taux lors des prochains comités (octobre, décembre et février).

La RBI devrait cependant conserver une approche plutôt orthodoxe, pour notamment maintenir la stabilité de la roupie. Après une phase de forte dépréciation entre 2020 et 2023 – la devise indienne avait cédé près de 20% face au dollar –, cette dernière se maintient entre 83,5 et 84 roupies par dollar, un niveau toutefois historiquement élevé. Elle doit aussi composer avec un solde commercial structurellement déficitaire que la baisse des prix du pétrole, si elle se confirme, devrait légèrement soulager.


Une croissance toujours aussi faible en emploi

Deuxième source de préoccupation, l'emploi. Signe que la croissance, aussi élevée soit-elle, n'est toujours pas suffisante pour créer les emplois nécessaires à l'absorption des nouveaux entrants sur le marché du travail. Le budget adopté durant l'été se fixait comme priorité le soutien à l'emploi des jeunes, qui constituent l'écrasante majorité des chômeurs indiens (80% des chômeurs ont moins de 35 ans). Or, les derniers échos du marché du travail – pour lequel il n'existe pas de réelles statistiques, tant le niveau d'informalité est élevé – font état de difficultés accrues, y compris pour les diplômés des institutions les plus prestigieuses.

L'Inde commence à pâtir d'un cadre monétaire toujours contraint par la politique monétaire américaine.

Si la consommation privée continue d'être le moteur principal de l'activité, la faiblesse de la croissance des salaires réels, entretenue par la situation de l'emploi, explique sa modération des derniers mois. Elle devrait connaître un regain de dynamisme grâce à des moussons satisfaisantes, synonymes de bonnes récoltes à venir et donc d'une

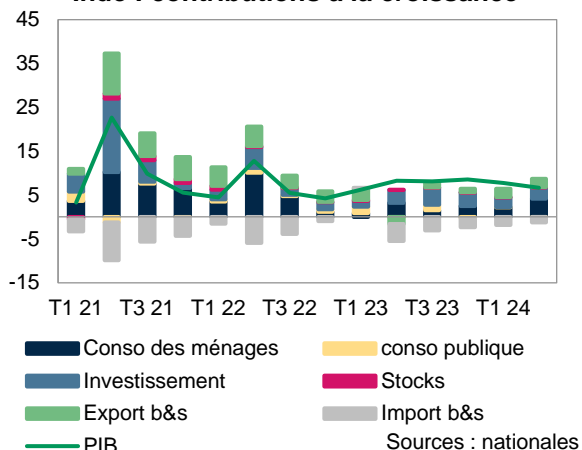
meilleure confiance des consommateurs, en particulier dans le monde rural qui concentre toujours 50% de la population.

	2024	2025
 Moyenne annuelle		
PIB	7,3%	6,3%
Inflation	4,5%	4,6%

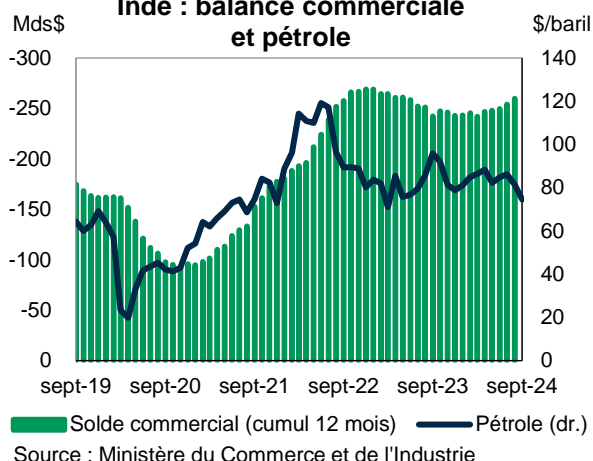
Enfin, si l'Inde souhaite toujours se positionner comme alternative à la Chine comme nouvel atelier du monde, les promesses des investisseurs, domestiques ou étrangers, tardent à se matérialiser. Les investissements continuent de se concentrer dans des secteurs proches du domaine public (défense, routes, ciment, acier) mais restent rares dans le secteur manufacturier, où les perspectives d'emplois associées seraient pourtant les bienvenues.

Sophie WIEVIORKA

Inde : contributions à la croissance



Inde : balance commerciale et pétrole





SECTEURS D'ACTIVITÉ

Pétrole – Zone de turbulence au deuxième semestre

Gaz – Encore et toujours, le contrôle de la consommation

Pétrole – Zone de turbulence au deuxième semestre

L'été a souligné la fragilité de la demande en produits pétroliers avec la baisse de la demande en Chine et des cours du pétrole. Un nouvel « équilibre » pourrait cependant être à nouveau trouvé grâce au *stimulus* économique chinois et au contrôle de l'OPEP+ sur l'offre.

Après un premier semestre 2024 de relative stabilité, le marché pétrolier connaît une déstabilisation depuis cet été, marquée par la récente baisse du prix du pétrole. Ce déséquilibre semble dû, à la fois, à une baisse de la demande et à une augmentation de l'offre. La baisse de la demande a été particulièrement marquée en Chine à partir du mois de mai. C'est aussi à partir du mois de mai que les *cracks*¹¹ de l'essence en Asie, mais aussi en Europe et aux États-Unis, ont baissé par rapport à ceux de l'année dernière. Enfin, certains membres de l'OPEP ont augmenté leur production. L'Iran – qui n'a pas à respecter de quotas – est le membre du cartel qui a le plus sensiblement augmenté sa production. Depuis le début de l'année et malgré l'embargo occidental, la production iranienne a ainsi augmenté de 250 000 barils par jour.

Un effondrement des prix, du type de celui observé au printemps 2020, est peu probable. La situation est différente. Si la demande chinoise a baissé, celle de l'OCDE semble stable ; par ailleurs, l'ampleur du recul chinois est inférieure à celle enregistrée au printemps 2020, pendant le premier confinement. Sur une période de douze mois, la croissance de la demande en pétrole de la Chine reste positive à plus 250 000 barils par jour environ. Alors qu'au printemps 2020, les stocks de pétrole et de produits pétroliers étaient élevés, voire pleins, les stocks actuels sont toujours à des niveaux proches des *minima* enregistrés lors des cinq dernières années. La baisse du prix du pétrole devrait logiquement profiter à la reconstitution des stocks non seulement commerciaux mais aussi stratégiques, comme ceux des États-Unis. L'achat de pétrole pour reconstituer les stocks devrait donc

soutenir les cours. Nous estimons, par ailleurs, que la demande chinoise devrait se stabiliser – voire enregistrer une légère croissance sur 2025 – avec la mise en place du *stimulus* économique décidée par les autorités chinoises, sous réserve que cette stratégie soit couronnée de succès.

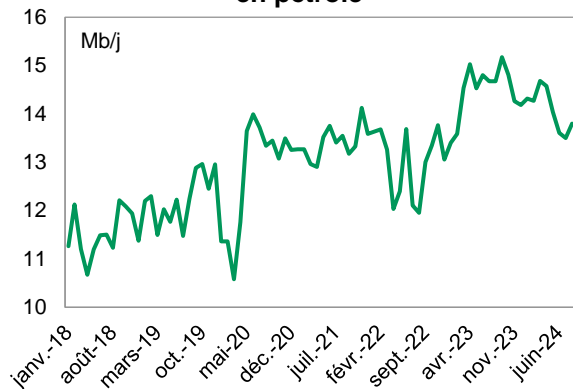
Si l'Arabie saoudite a vraisemblablement peu d'influence sur la politique de production de l'Iran, le royaume wahabite semble conserver une influence sur l'Irak, le Koweït et les Émirats arabes unis. La politique de l'Arabie saoudite sera alors de maintenir la cohésion du groupe OPEP+ et d'adapter les quotas et sa production pour soutenir les prix autour de 80 et 90 dollars par baril, soit le niveau requis pour réaliser son ambitieux programme économique. En effet, l'Arabie saoudite connaît une accélération de ses dépenses d'investissement, provoquant *de facto* une augmentation de son prix de pétrole d'équilibre budgétaire à 90 dollars par baril environ.

	Prix moyen du pétrole par baril
T3 2024	78 \$
2025	81 \$

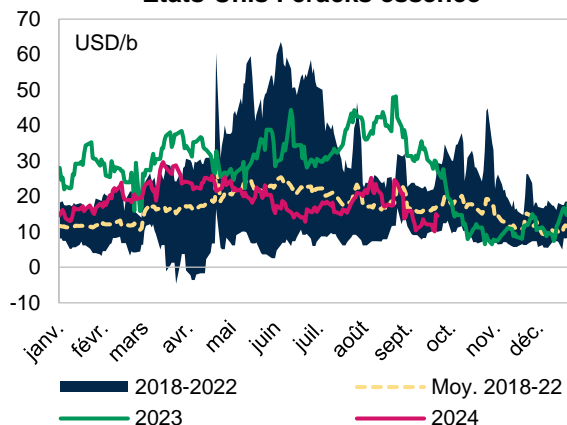
Notre scénario considère un marché pétrolier qui retrouvera progressivement un équilibre avec des prix légèrement inférieurs à ceux du scénario du trimestre précédent.

Stéphane FERDRIN

Chine : demande apparente en pétrole



Etats-Unis : cracks essence



¹¹ Différence entre le prix d'un produit pétrolier en sortie de raffinerie et le prix du pétrole.

Gaz – Encore et toujours, le contrôle de la consommation

La relative stabilité du marché du gaz naturel, que l'Europe connaît depuis plusieurs mois, précède peut-être une période de plus grande incertitude en ce début de 2025.

Le marché du gaz naturel en Europe a été plus stable cet été que celui du pétrole, toujours grâce à une consommation maîtrisée et qui ne reprend pas. Globalement, sur les huit premiers mois de 2024, l'Europe a bénéficié d'une importante offre de énergie électrique grâce aux bons rendements des énergies renouvelables et du parc nucléaire français. L'appel à des centrales à gaz naturel a donc été plus faible.

La maîtrise de la consommation a permis à l'Europe de reconstituer ses stocks de gaz naturel pour la période hivernale, malgré des importations de GNL (gaz naturel liquéfié) en baisse. Comme l'année passée, les stocks étaient remplis à 90% à fin août, alors que les importations de GNL de l'Union européenne ont baissé de 3 milliards de m³ (-25%) sur la période avril-août (période d'injection) en 2024 par rapport à 2023. Les volumes de GNL libérés par l'Europe ont été absorbés par l'Asie qui a connu des pics de chaleur cet été. La Chine et l'Inde ont retrouvé leurs volumes d'importation de GNL de 2021.

La substitution à partir du 1^{er} janvier 2025 du gaz russe transitant encore par l'Ukraine¹² ne semble pas encore sécurisée. Parmi les pays les plus impactés, figure l'Italie qui devra augmenter ses importations de GNL. La solution est moins aisée pour la Slovaquie ou la Hongrie qui n'ont pas d'accès à la mer et dépendront d'une augmentation des échanges avec les pays voisins. Les importations de GNL de

l'Union européenne devraient alors croître en 2025, avec un risque d'augmentation du prix du gaz naturel cet hiver, en particulier en cas de conditions climatiques moins clémentes que celles de l'hiver passé et nécessitant de puiser davantage dans les stocks.



Importations de GNL
de l'UE

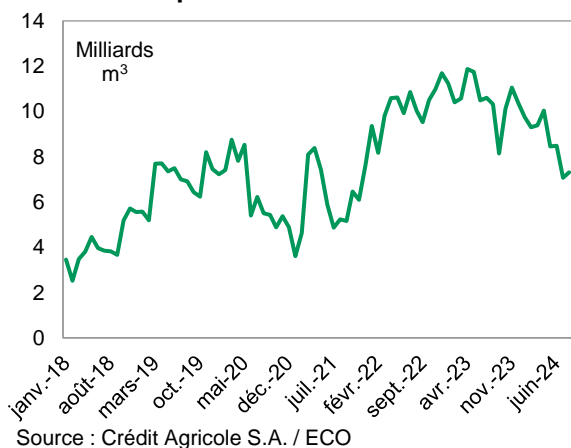
T2 2024

27 milliards de m³

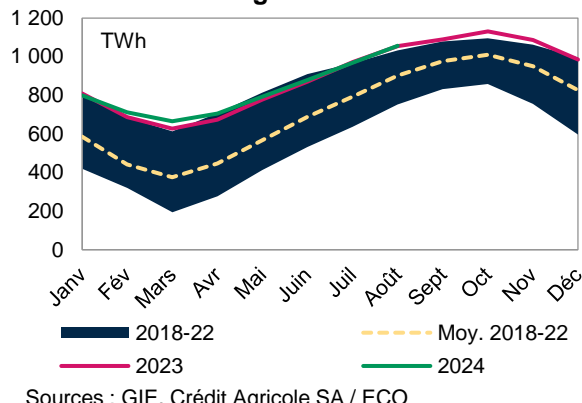
L'acheminement de gaz naturel d'Azerbaïdjan vers l'Ukraine, actuellement en discussion entre les deux gouvernements, paraît peu probable sans la participation de la Russie. La conclusion d'un éventuel accord et la définition des modalités d'exécution pour la livraison de gaz azerbaïdjanais pour l'Europe via l'Ukraine paraît peu plausible d'ici à la fin de l'année. Les retards annoncés par certains terminaux d'exportation de GNL aux États-Unis pourraient aussi contribuer à un regain de tension du marché du gaz naturel en ce début de 2025. Par conséquent, l'Europe n'aura d'autres choix que de se montrer encore économe en gaz naturel, surtout si l'hiver se révèle rigoureux dans l'hémisphère nord.

Stéphane FERDRIN

UE : importations brutes de GNL



UE : stockage souterrain de gaz naturel



¹² Cela représente environ 13 milliards de m³ par an, soit environ 4% de la consommation annuelle de l'Union européenne sur la base des données 2023.



MARCHÉS

Politique monétaire – Poursuite des assouplissements « sans excès »

Taux d'intérêt – Baisse modérée des taux, légère pentification des courbes

Taux de change – Léger avantage au dollar

Politique monétaire – Poursuite des assouplissements « sans excès »

Nette décélération américaine, lourde menace d'essoufflement chinois et accélération européenne modérée et fragile justifient évidemment de maintenir le cap des assouplissements monétaires. Notre scénario se montre actuellement moins « optimiste » que les marchés sans toutefois exclure des assouplissements additionnels.

RÉSERVE FÉDÉRALE : UN CYCLE D'ASSOUPPLISSEMENT PLUS PRÉCOCE

À la suite du FOMC de septembre, le moment est venu de mettre à jour nos prévisions. Si notre scénario suppose désormais un cycle de baisse des taux plus précoce, il conserve l'ampleur du cycle global d'assouplissement.

Nous avons identifié plusieurs facteurs pouvant justifier un geste important de la Fed, notamment l'évolution des risques vers le volet emploi de son double mandat et l'existence d'une forte marge de manœuvre à l'assouplissement (suggérée par les règles de politique monétaire telles que la règle de Taylor¹³), tout en conservant notre prévision de 25 points de base.

La baisse des taux de 50 points de base intervenue en septembre a donc été plus importante sans être étonnante. De plus, les prix du marché penchaient également en faveur d'une baisse des taux importante, la décision n'a donc pas été une surprise majeure.

Cette diminution de 50 points de base ne présage toutefois pas du rythme futur de baisse. Notre scénario suppose que la Fed réduira ses baisses de taux à 25 points de base par réunion en novembre et décembre. Ajouté à la baisse de 50 points de base opérée en septembre, cela porterait la baisse totale des taux directeurs à 100 points de

base en 2024 avec une limite supérieure à 4,50% en fin d'année.

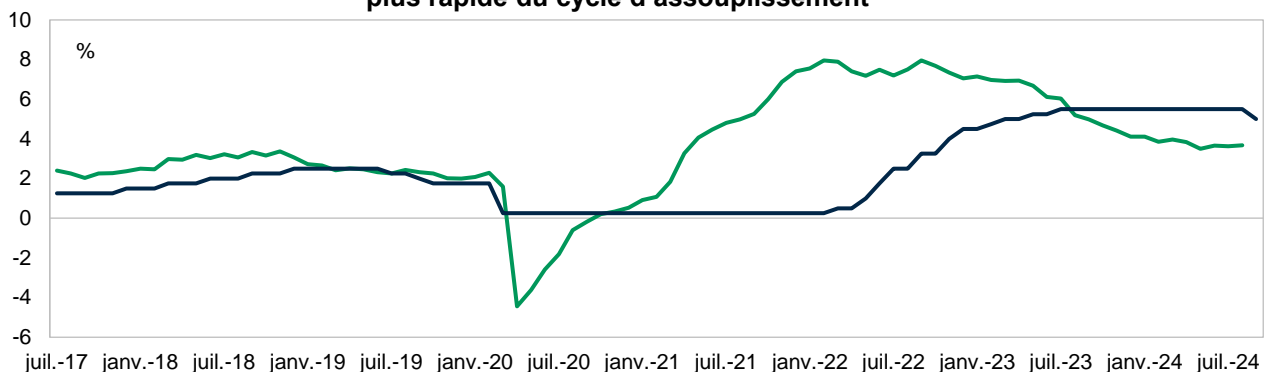
Notre scénario table sur des baisses totalisant également 100 points de base en 2025, la Fed portant la borne supérieure à 3,50%, niveau qui serait atteint au troisième trimestre. Dans ce nouveau scénario central, la Fed conserverait son rythme de 25 points de base par réunion en janvier et en mars, avant de ralentir à l'approche de la neutralité monétaire estimée (afin de minimiser le risque d'une baisse des taux trop importante) à un rythme de 25 points de base par trimestre pour les deux dernières baisses.

Notre scénario table sur des baisses totalisant également 100 points de base en 2025, la Fed portant la borne supérieure à 3,50%.

Au total, l'ampleur de la baisse des taux sur le cycle serait de 200 points de base, un chiffre inchangé par rapport à notre prévision précédente. Les baisses interviendraient toutefois plus rapidement : elles totaliseraient 100 points de base en 2024 et 100 points de base en 2025, contre 50 points de base et 150 points de base, respectivement, dans notre scénario précédent.

Notre scénario central prévoit des baisses des taux moins offensives que les 50 points de base retenus

Fed : la règle de Taylor d'envisager une mise en œuvre plus rapide du cycle d'assouplissement



Sources : Bloomberg, Fed, CA CIB

— Taux directeur selon la règle de Taylor

— Borne haute du taux des Fed funds

¹³ La règle de Taylor, créée en 1993 par l'économiste américain John Taylor, permet de calculer une valeur théorique du taux

directeur que devrait adopter la banque centrale, en fonction de l'inflation, de la cible d'inflation, du PIB et du PIB potentiel.

en septembre ; une, voire plusieurs baisses supplémentaires de plus de 25 points de base ne peuvent pas être totalement exclues. De telles décisions seraient motivées par le volet emploi du

mandat de la Fed, pour lequel les risques de dégradation ont augmenté.

Nicholas VAN NESS

BCE : ASSOUPPLISSEMENT GRADUEL

La poursuite du déclin de l'inflation autorise la BCE à continuer ses baisses graduelles de taux. Cependant, la relative résilience de l'économie européenne ainsi que le niveau de l'inflation – toujours légèrement trop élevé, malgré sa baisse – devraient l'inciter à rester prudente.

Par conséquent, la BCE devrait poursuivre le rythme de baisse initié en juin et septembre : une baisse de taux par trimestre, par pas de 25 points de base. La BCE arrêterait ses baisses de taux en septembre 2025, lorsque son taux de dépôt atteindra 2,5%.

Les signes récents de fragilité de l'économie de la zone euro, ainsi que les probables révisions à la baisse des prévisions d'inflation de la BCE, pourraient l'inciter à accélérer son rythme de baisse.

Les signes récents de fragilité de l'économie de la zone euro, ainsi que les probables révisions à la baisse des prévisions d'inflation de la BCE, pourraient l'inciter à accélérer son rythme de baisse. Les marchés anticipent ainsi des baisses plus rapides : près de 150 points de base au cours des six prochaines réunions de la BCE.

Une accélération de l'assouplissement monétaire reste de l'ordre du possible, mais nécessiterait un scénario économique dégradé par rapport à nos propres prévisions.

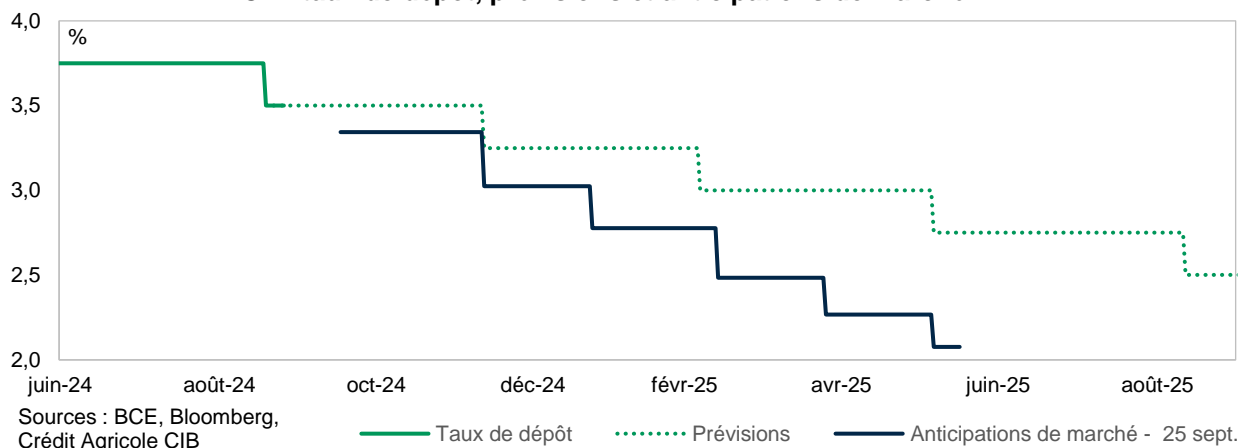
En parallèle, la BCE va poursuivre ses politiques bilancielles. Alors que les TLTRO.III sont presque intégralement remboursés, la BCE a rendu les opérations de refinancement standards plus favorables au système bancaire en réduisant l'écart entre le taux de refi et le taux de dépôt. Cette mesure n'a cependant pas entraîné d'augmentation de la demande, dans la mesure où la liquidité bancaire reste très excédentaire.

Le resserrement quantitatif continue puisque la BCE ne réinvestit plus les titres échus dans son programme d'achat d'actifs APP (*Asset Purchase Programme*) et ne réinvestit qu'une partie des titres dans le PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*). Le bilan de la BCE (près de 6 400 milliards d'euros tout début octobre) se réduit de près de 35 milliards d'euros par mois ; ce rythme passera à plus de 45 milliards à partir de janvier 2025, lorsque la BCE cessera tout réinvestissement.

La réduction des actifs détenus par la BCE entraîne mécaniquement une réduction de la liquidité bancaire. Si la liquidité bancaire reste très importante, elle se raréfiera au cours des prochains mois, jusqu'au point où les banques augmenteront leurs emprunts aux opérations standard de refinancement – à ce moment, les primes d'intérêt sur les marchés de taux courts pourraient augmenter. Nous estimons cependant que ces tensions pourraient n'apparaître qu'au cours de l'année 2026.

Louis HARREAU

BCE : taux de dépôt, prévisions et anticipations de marché



BANQUE D'ANGLETERRE : LA « VIEILLE DAME » AVANCE PRUDEMMENT

Les risques de persistance de l'inflation imposent une approche graduelle dans le processus d'assouplissement monétaire

Après avoir entamé son processus d'assouplissement monétaire au mois d'août, avec une première baisse de taux de 25 points de base, la BoE a laissé son taux directeur inchangé à 5,00% en septembre, en ligne avec les anticipations. Un seul membre du comité de politique monétaire (MPC) a voté pour une baisse de taux de 25 points de base supplémentaires, ce qui suggère l'existence d'une quasi-unanimité en faveur d'une approche graduelle dans le processus d'assouplissement monétaire. Si l'inflation a atteint la cible de 2% au mois de mai dernier pour ensuite en rester proche, la BoE continue de craindre la possibilité d'un retour qualifié de « non-soutenable » à la cible.

Avec l'accélération du processus de désinflation en 2025 et en l'absence de chocs supplémentaires, la BoE pourrait décider d'accélérer son assouplissement monétaire.

La BoE distingue, en effet, trois scénarios : un premier scénario dans lequel la désinflation se poursuit d'elle-même avec la dissipation des chocs globaux et ce même avec une politique monétaire moins restrictive ; puis un deuxième dans lequel la normalisation des dynamiques de fixation de prix et des salaires nécessite une période durant laquelle l'*output gap* est négatif avec des capacités non utilisées sur le marché du travail ; enfin, un troisième scénario dans lequel la BoE craint que des changements structurels dans les dynamiques de fixation de prix et des salaires se matérialisent, signifiant que la politique monétaire n'est pas suffisamment restrictive et impose des taux élevés encore plus durablement que dans le scénario précédent.

Il existe des divergences de vues parmi les membres du MPC sur les probabilités des différents scénarios, mais « pour la plupart des

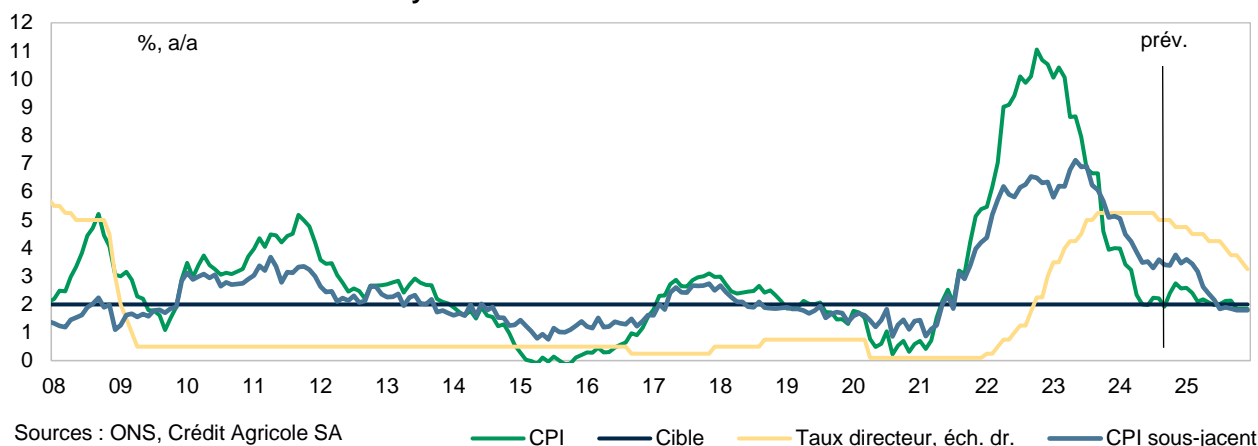
membres du MPC, une approche graduelle dans l'assouplissement monétaire serait appropriée, en l'absence de changements significatifs. ». La *forward guidance* continue d'indiquer que « la politique monétaire devrait rester restrictive pour suffisamment longtemps jusqu'à ce que les risques autour du scénario d'un retour soutenable de l'inflation à la cible de 2% à moyen terme se dissipent davantage » et que « le comité continuerait d'évaluer les risques de persistance de l'inflation et déciderait de la conduite de la politique monétaire à chaque réunion ».

Accélération anticipée de la désinflation en 2025, augmentant les chances de plus de baisses de taux

Notre scénario retient une baisse de taux de 25 points de base supplémentaire en 2024, en novembre prochain lorsque la BoE mettra à jour ses prévisions d'inflation. En effet, l'inflation s'annonce volatile au cours des derniers mois de l'année : après une chute anticipée à 1,9% en septembre sur fond de baisse des prix du pétrole, le taux d'inflation devrait accélérer au quatrième trimestre à 2,6% (en moyenne sur le trimestre), avec un pic à 2,7% au mois de novembre. La raison principale de cette accélération de l'inflation est une hausse à venir de 10% des prix administrés du gaz et d'électricité en octobre qui s'ajoutera à des effets de base moins favorables sur les prix de l'énergie, ainsi qu'une inflation dans les services qui resterait proche des rythmes actuels.

En 2025, notre scénario table sur une baisse rapide de l'inflation au cours du premier semestre, pour revenir à la cible à la mi-année et reculer à 1,8% au quatrième trimestre 2024. Nos prévisions tablent sur une chute prononcée de l'inflation dans les services début 2025, ce qui entraînerait une baisse du taux d'inflation sous-jacente à 1,8% dès juillet 2025. Avec l'accélération du processus de désinflation en 2025 et en l'absence de chocs supplémentaires, la BoE pourrait décider d'accélérer son assouplissement monétaire : deux baisses de taux supplémentaires au second semestre sont désormais incluses dans notre scénario. Ce dernier implique une baisse de taux à

Royaume-Uni : inflation et taux directeur



Sources : ONS, Crédit Agricole SA

chaque réunion à partir d'août 2025 et six baisses de taux au total sur l'année. **Le taux directeur atteindrait 3,25% en décembre 2025.**

BANQUE DU JAPON : COURTE PAUSE PROBABLE DE LA HAUSSE DES TAUX APRÈS JANVIER 2025

La banque centrale devrait cesser de relever ses taux après janvier 2025

L'inflation sous-jacente (hors aliments frais et énergie) prévue par la Banque du Japon (BoJ) s'établit à 1,9% en 2024 et 2025, puis à +2,1% en 2026. L'inflation devrait rester proche de l'objectif de stabilité des prix de 2%. Le scénario de la BoJ semble supposer qu'en ajustant le degré de politique monétaire accommodante, l'inflation pourrait être stable, sans l'objectif de stabilité des prix de 2%. À 2% en glissement annuel en août, l'inflation atteint déjà l'objectif et est susceptible de se contracter encore en raison de la faiblesse de la demande intérieure. La BoJ fonde principalement ses prévisions d'inflation sur les pressions à la hausse sur les salaires exercées par les pénuries de main-d'œuvre dues au vieillissement de la population et à d'autres facteurs, tout en minimisant la pression déflationniste structurelle exercée par l'excès d'épargne des entreprises.

La BoJ élabore ses prévisions d'inflation en tenant principalement compte des pressions haussières sur les salaires et en minimisant les pressions déflationnistes structurelles exercées par l'excès d'épargne des entreprises.

Si les pénuries de main-d'œuvre avaient une influence sensible sur le comportement des entreprises, leur taux d'épargne devrait théoriquement diminuer à mesure que leurs dépenses (dont les salaires) augmentent avant que le taux de participation au marché du travail ne se redresse. Or, c'est précisément l'inverse qui s'est produit. Compte tenu de leur sous-

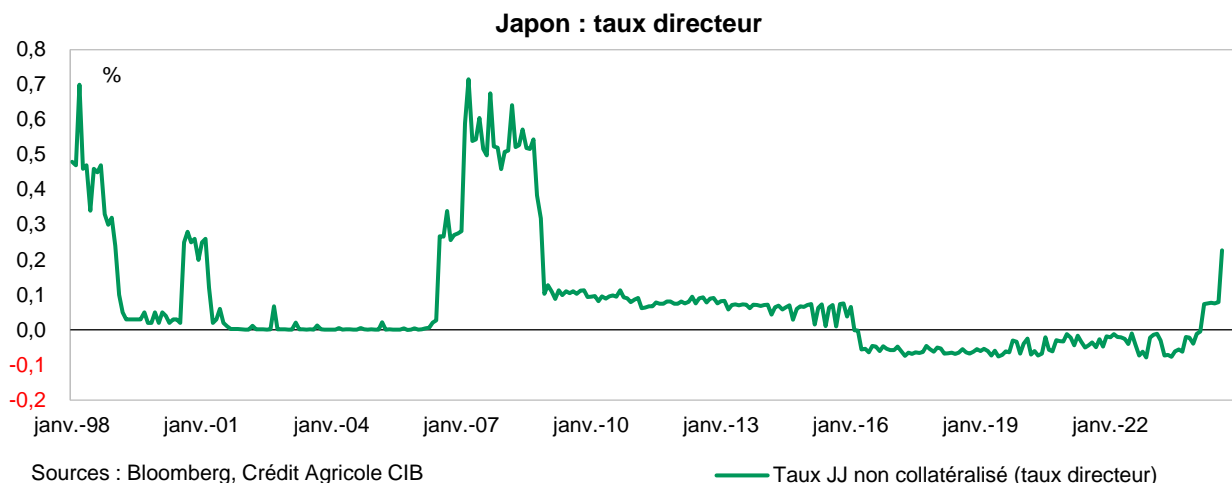
estimation des pressions déflationnistes structurelles provoquées par l'excès d'épargne des entreprises, les prévisions d'inflation de la BoJ sont considérées comme entourées d'un risque baissier important. Étant donné que la demande intérieure reste faible, la BoJ ne peut pas compenser l'impact du ralentissement de l'économie américaine et de la force du yen : l'inflation sous-jacente devrait baisser jusqu'à 1% environ en glissement annuel d'ici au second semestre 2025.

Le « nouveau capitalisme » devrait être remplacé par une approche néolibérale, priorité à la consolidation fiscale et l'anti-Abenomics.

Par ailleurs, sous la houlette du nouveau Premier ministre, Shigeru Ishiba, la politique antérieure de « nouveau capitalisme », de politique budgétaire agressive et d'Abenomics devrait être remplacée par une approche néolibérale, donnant la priorité à l'assainissement budgétaire et à l'anti-Abenomics. Cette « mutation » devrait toutefois attendre que les bases du gouvernement soient stabilisées et que ce soient déroulées les élections législatives anticipées prévues fin octobre.

Ensuite, avec le « Honebuto »¹⁴ de juin prochain, la politique économique pourrait prendre une orientation austéritaire. L'objectif actuel d'obtention d'un excédent de la balance primaire sera probablement remplacé par celui d'excédent fiscal incluant les charges d'intérêt, en tenant compte de l'orientation des hausses de taux de la BoJ.

En réponse au changement de politique économique du gouvernement, la BoJ devrait



¹⁴ Document stratégique annuel (« *Basic Policies on Economic and Fiscal Management and Reform* ») qui fixe les axes du gouvernement en matière économique et fiscale.

relever son taux directeur, une normalisation de la politique monétaire, afin d'arrêter le soutien aux entreprises zombies et de promouvoir une plus grande efficacité économique. Lors de la publication de son rapport sur les perspectives de l'activité économique et des prix en janvier 2025, la BoJ pourrait relever son taux directeur de 0,25% à 0,50%, tant que se maintiennent les perspectives de croissance et d'inflation, et tant que les retombées du ralentissement de l'économie américaine sont encore faibles.

La politique monétaire doit être cohérente avec l'orientation de la politique économique du gouvernement. Le changement d'orientation de cette dernière avancera probablement la perspective de hausses de taux supplémentaires à partir du second semestre 2025. La baisse des taux de la Fed et la hausse des taux de la BoJ devraient favoriser l'appréciation du yen.

D'ici le milieu de l'année prochaine, un ralentissement de l'économie américaine et un yen plus fort commenceraient à exercer une pression à la baisse sur l'économie japonaise. Après une croissance négative du PIB réel (-0,3%) en 2024, nous prévoyons une croissance proche de 0% en 2025, et le résultat de deux années consécutives de croissance inférieure à la croissance potentielle (environ +0,7%), ce qui arrêterait temporairement le mouvement vers une sortie complète de la déflation. L'économie ralentissant en raison d'un soutien insuffisant de la politique budgétaire, le taux d'inflation des prix ralentirait également à partir du second semestre 2025, ce qui compliquerait finalement la tâche de la BoJ pour relever ses taux.

Ken MATSUMOTO – Takuji AIDA

Taux d'intérêt – Baisse modérée des taux, légère pentification des courbes

Un mouvement puissant de repli des taux d'intérêt a déjà pris place, mouvement largement suscité par la mise en œuvre effective des assouplissements monétaires, mais aussi par les anticipations de poursuite des baisses de taux directeurs à un rythme soutenu. Aussi le potentiel de baisse supplémentaire sensible est-il limité.

ÉTATS-UNIS : LA COURBE VA SE PENTIFIER EN ANTICIPATION DE L'ASSOUPLEMENT MONÉTAIRE

Compte tenu de l'importante réduction de 50 points de base des taux de la Fed lors de sa réunion de septembre et de la forte baisse des taux de marché depuis le deuxième trimestre, les taux longs américains ne devraient pas sensiblement évoluer à court terme. **En réduisant fortement ses taux en septembre, la Fed a montré sa détermination « à soutenir fortement l'emploi et à ramener l'inflation à son objectif de 2% ».**

Le marché du travail a ralenti, mais ne s'est pas détérioré ; l'inflation a baissé progressivement, mais n'a toujours pas atteint l'objectif de 2,00% de la Fed. **Notre scénario actualisé table sur des baisses de taux directeurs intervenant plus tôt que dans notre scénario précédent, tout en maintenant un taux terminal à 3,50% au troisième trimestre 2025** : nous tablons en conséquence sur un taux des *Treasuries* à dix ans d'environ 3,80% en fin d'année.

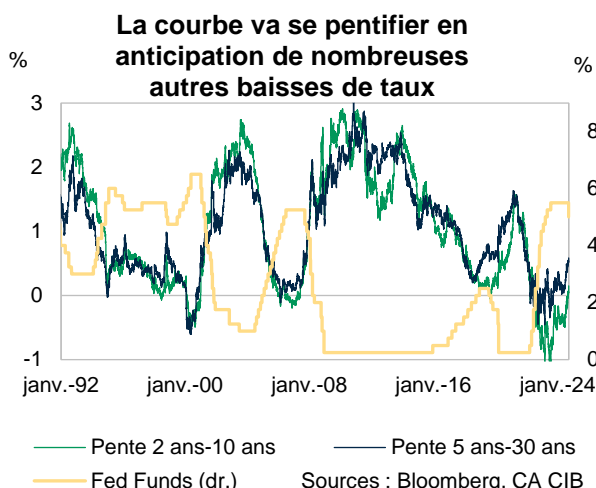
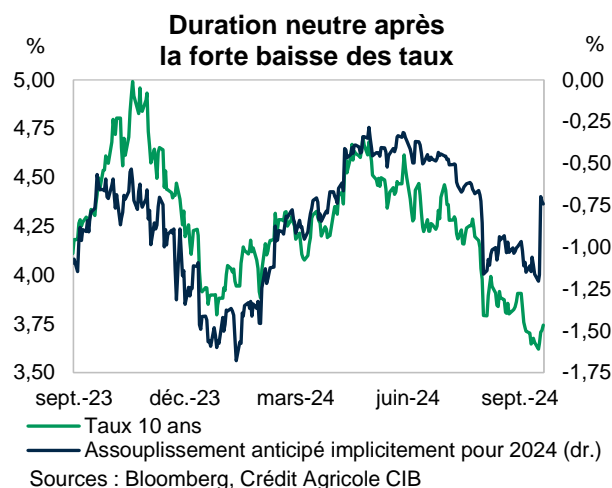
Le *dot plot* de septembre a livré des informations sur l'évolution future des taux de la Fed. Le point médian pour 2024 implique une baisse de 25 points de base à chacune des réunions restantes (novembre et décembre), ce qui conduirait à une borne supérieure à 4,50% en fin d'année. La médiane de l'année 2025 a été révisée à la baisse, de 4,125% à 3,375%, ce qui implique quatre baisses de 25 points de base dans l'année. **Globalement, le nouveau *dot plot* suggère un assouplissement total de 250 points de base pour le cycle.** Le président de la Fed, Jerome Powell, a signalé que l'ampleur de la baisse opérée en septembre (50 points de base) ne devait pas être

considérée comme le nouveau rythme, suggérant des baisses d'*a priori* 25 points de base lors des prochaines réunions. Le marché n'est pas encore convaincu et anticipe 75 points de base d'assouplissement supplémentaire d'ici la fin de l'année. Il nous semble cependant qu'un rythme de baisse de 25 points de base par réunion est le scénario le plus probable.

Les taux sur la partie courte de la courbe dépendent fortement des baisses de taux directeurs à venir. Nous prévoyons une nouvelle pentification de la courbe, car de « nombreuses autres » baisses de taux sont attendues, comme l'a récemment suggéré Austan Goolsbee, le président de la Fed de Chicago. Compte tenu de l'approche de la Fed, très dépendante des données, le résultat généré par les opérations tablant sur une pentification est très dépendant du *timing* et du niveau d'entrée. Le scénario de pentification pourrait être renforcé en cas de nouveau mandat de Donald Trump. L'augmentation attendue du déficit et de l'inflation se traduirait par une hausse de la prime de terme.

Quel que soit le vainqueur de l'élection présidentielle, le déficit fédéral devrait continuer d'augmenter, bien qu'avec des différences en termes de composition.

Les élections américaines viennent, en effet, compliquer les prévisions de taux pour la fin de l'année. Bien que Kamala Harris conserve un avantage dans les sondages nationaux, un second



mandat de Donald Trump n'est pas à exclure, les sondages étant très serrés dans les États qui détermineront l'issue de l'élection (les *swing states*). Quel que soit le vainqueur de l'élection présidentielle, le déficit fédéral devrait continuer d'augmenter, bien qu'avec des différences en termes de composition : davantage de baisses d'impôts de la part de Donald Trump et davantage de dépenses de la part de Kamala Harris. L'alourdissement du déficit exerce une pression haussière sur la prime de terme des *Treasuries*, ce qui, selon nous, se traduit par une hausse du taux neutre¹⁵.

Si Donald Trump l'emporte, les taux à long terme pourraient augmenter en raison des anticipations

EUROPE : RALENTISSEMENT

Depuis le début du mois de juillet, la courbe des taux en euros est fortement corrélée à celle du dollar et suit un mouvement de baisse et de pentification (*bull steepening*). La volatilité de la pente sur les différents segments a presque dépassé la volatilité des taux eux-mêmes et la pente cinq ans-dix ans de la courbe des taux de *swap* est désormais positive. D'un point de vue cyclique, **la désinversion de la courbe est tout à fait logique, mais ce mouvement a conduit les marchés à anticiper implicitement, via les marchés monétaires, une politique accommodante de la part de la BCE.** Les taux directeurs de fin de cycle attendus par les marchés pour le dollar et l'euro sont inférieurs à nos prévisions : le mouvement de pentification peut se poursuivre, tiré par le segment cinq ans-dix ans, mais avec des taux plus élevés.

La Fed a certes entamé son cycle par une baisse de 50 points de base, mais son double mandat est plus flexible que celui de la BCE et, en termes réels (sur la base de l'inflation sous-jacente), ses taux directeurs sont beaucoup plus élevés. **L'inflation sous-jacente, encore trop élevée en zone euro, suggère que le processus d'assouplissement de la BCE devrait être progressif.** À moins d'une récession, les marchés sont devenus trop agressifs en anticipant que le taux interbancaire au jour le jour (l'€STR) passera sous la barre de 2% dès 2025. La croissance de la zone euro devrait certes rester inférieure à sa tendance de long terme ; mais l'inflation sous-jacente, actuellement à 2,8%, devrait refluer vers 2% et la plupart des pays ne sont pas éloignés du plein-emploi.

Concernant les titres souverains de la zone euro, **le *spread* Bund-Swap à dix ans pourrait encore se réduire légèrement** et les OAT ne retrouveraient pas les faibles niveaux de *spread* observés plus tôt dans

de gonflement du déficit et de hausse de l'inflation (hausse liée essentiellement aux droits de douane), surtout si les républicains obtiennent la majorité à la Chambre des Représentants et au Sénat.

Si Kamala Harris l'emporte, la politique économique qui a prévalu sous le mandat de Joe Biden (les *Bidenomics*) devrait se poursuivre. Si le Congrès était divisé, la forte polarisation empêcherait probablement l'adoption de toute mesure budgétaire d'ampleur, qu'il s'agisse de baisses d'impôts ou de dépenses supplémentaires, ce qui conduirait à un *statu quo*.

Alex LI

l'année : ces *spreads* devraient en effet rester élevés compte tenu des incertitudes budgétaires et politiques. **Le manque d'offre soutiendra les petits émetteurs qui bénéficient d'une dynamique de notation favorable**, comme l'Irlande et le Portugal, tandis que la profondeur du marché des *Bonos* et des BTP implique une performance relative favorable, mais lente, par rapport à l'Allemagne et à la France. En l'absence d'événement majeur en termes de crédit ou de désendettement, nous restons optimistes quant aux risques de *spreads* sur les titres d'État de la zone euro.

À moins d'une récession, les marchés sont devenus trop agressifs en anticipant que le taux interbancaire au jour le jour (l'€STR) passera sous la barre des 2% l'année prochaine.

La Belgique, la France et l'Italie ont été pointées du doigt pour leurs déficits excessifs, sans que cela ait d'impact notable et seule l'Italie a manifesté son intention de réduire son déficit à 3% du PIB au cours des deux prochaines années. Un contrôle des dépenses, une meilleure collecte des impôts et une croissance nominale saine seront nécessaires pour y parvenir.

En raison de leur situation politique fragmentée, la Belgique et la France ont demandé un délai pour soumettre leurs propositions de budget et des retards supplémentaires ne sont pas exclus. La nomination de Michel Barnier au poste de Premier ministre n'a pas rassuré le marché des OAT, compte tenu des difficultés qui s'annoncent. De plus, les fuites selon lesquelles le déficit dépasserait 6% du PIB ont poussé le *spread* OAT-Bund à dix ans à 80 points de base, ce qui correspond à la borne supérieure de la fourchette (65 à 80 points de base) observée depuis les élections anticipées. Même si de

¹⁵ Niveau du taux réel à court terme qui permet à l'économie de croître à son potentiel sans hausse ni baisse de l'inflation (*natural rate of interest*, noté r-star ou r* en anglais).

nouveaux événements négatifs ne sont pas à exclure, cette fourchette devrait se maintenir à brève échéance, dans la mesure où les taux des OAT intègrent déjà énormément de mauvaises nouvelles.

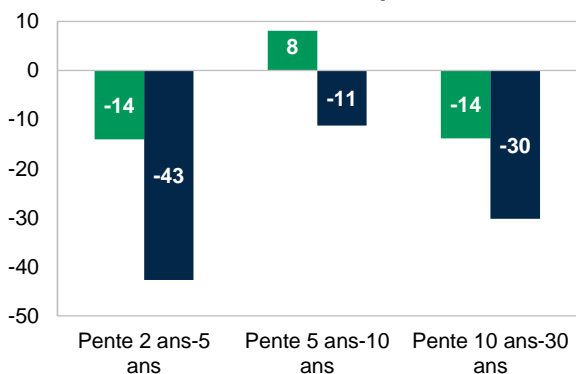
Le « pari gagnant » serait celui du contrôle des dépenses publiques plutôt que de leur réduction, assorti du maintien d'une croissance nominale positive : la voie est étroite. **La fragmentation politique fait courir des risques à la France, notamment via la menace qui pèse sur sa notation, et éloigne certains investisseurs étrangers.** Le *spread* OAT-Bund à dix ans s'est écarté. De fait, les *Bonos*¹⁶ à dix ans affichent désormais des rendements inférieurs à ceux des OAT. Le *spread* entre OAT et *swap* à trente ans donne une image plus structurelle : les investisseurs « *buy and hold* » exigent des rendements plus élevés de l'OAT trente ans, tandis que les compagnies d'assurance et les fonds de

pension préfèrent à plusieurs égards utiliser la courbe des *swaps*.

Alors que la Commission européenne surveille de plus près les pays présentant des déficits importants, un plan semble prendre forme pour sa propre prodigalité budgétaire. Après le programme *Next Generation EU* (NGEU) visant à traiter la crise climatique, le récent rapport de Mario Draghi a jeté les bases d'une réponse à deux autres problèmes qui menacent l'Europe : le manque de compétitivité dans le secteur technologique et la défense. Attendre du secteur privé qu'il augmente ses propres investissements dans ces secteurs d'environ 700 milliards d'euros par an n'est tout simplement pas réaliste : le secteur public sera obligé d'intervenir.

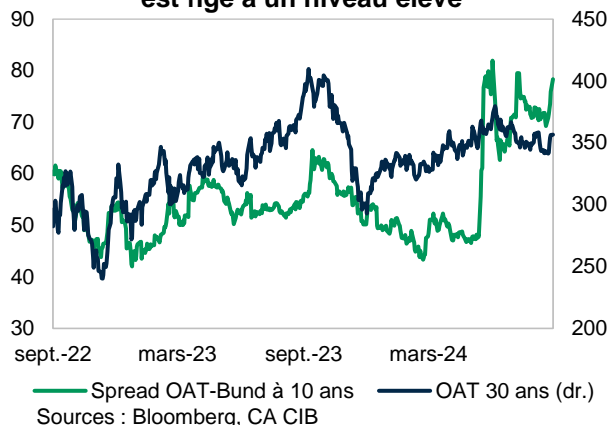
Bert LOURENCO

Désinversion des segments de la courbe des taux de swaps en euro



Sources : Bloomberg, CA CIB ■ Dernier ■ Début juillet

Le *spread* OAT-Bund à 10 ans est figé à un niveau élevé



¹⁶ Titres d'État espagnols

Taux de change – Léger avantage au dollar

À court terme, nos perspectives de dépréciation de l'euro face au dollar sont maintenues. Nos prévisions à trois et six mois sont cependant moins baissières qu'elles ne l'étaient.

PAYS DÉVELOPPÉS : TOUJOURS NÉGATIFS SUR L'EURO, MAIS UNE VUE MOINS BAISSIÈRE QU'AUPARAVANT

En début d'année, nos prévisions baissières de l'euro reposaient sur l'idée selon laquelle la BCE se montrerait plus accommodante que la Fed. La BCE devrait procéder à trois baisses de taux au total cette année, suivies de trois autres baisses en 2025 (soit un total de 150 points de base). Toutefois, **notre scénario table désormais sur un cycle d'assouplissement de la Fed plus précoce** : le FOMC devrait réagir aux récents signes d'affaiblissement des perspectives du marché du travail américain en abaissant ses taux directeurs de 100 points de base au total en 2024. Nous maintenons notre prévision de taux terminal à 3,50% en 2025. Notre scénario continue de supposer une Fed moins accommodante que ce qu'attendent actuellement les marchés. **Pour 2024 mais aussi 2025, les marchés anticipent donc une convergence plus forte entre les politiques de la Fed et de la BCE que nos propres prévisions.** En revanche, notre scénario sur les niveaux de taux directeurs est globalement en ligne avec celui des marchés à six ou douze mois. Il s'agit donc bien plus d'une différence de rythme que de point d'atterrissage. En conséquence, les risques à trois ou six mois pour l'euro face au dollar nous semblent orientés à la baisse.

L'élection présidentielle américaine du 5 novembre explique également notre vision baissière sur l'euro. Désormais proche, cette élection pourrait être plus serrée que ne le suggèrent les sondages nationaux actuels et le résultat reste difficilement prévisible. Donald Trump a une chance de l'emporter malgré sa baisse dans les sondages depuis que Kamala Harris a

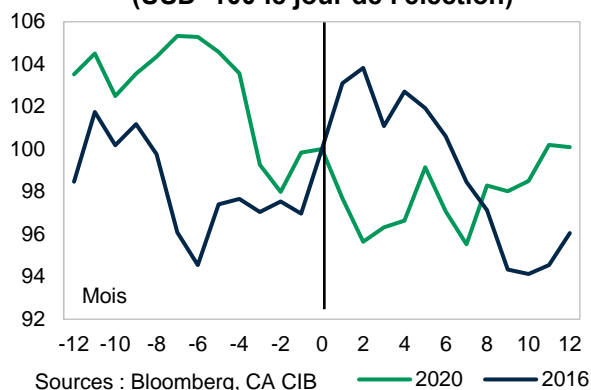
remplacé Joe Biden en tant que candidat du Parti démocrate. Il nous semble cependant que les chances d'un raz-de-marée républicain et donc d'une appréciation soutenue du dollar se sont affaiblies ces derniers temps. Par conséquent, **si nous restons négatifs sur l'euro face au dollar, nous sommes moins baissiers qu'auparavant.**

Les chances d'un raz-de-marée républicain et donc d'une appréciation soutenue du dollar se sont affaiblies ces derniers temps.

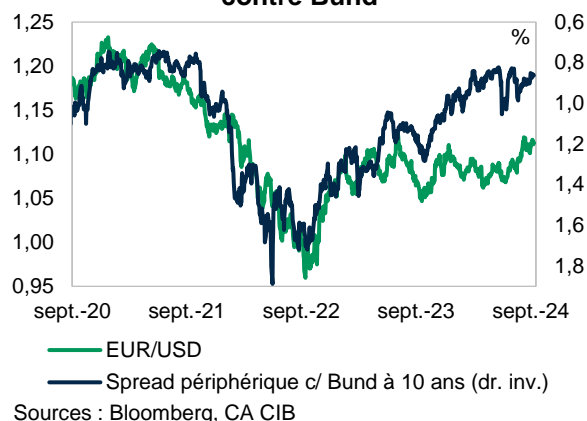
Enfin, notre vue baissière sur l'euro se nourrit de l'idée selon laquelle les risques de crédit souverain de la zone euro pourraient peser sur la monnaie unique. La persistance de ces risques pourrait limiter l'appétit des investisseurs pour les obligations souveraines de la zone euro. **Notre scénario retient donc un cours de l'euro par rapport au dollar proche de 1,08 au quatrième trimestre 2024 et au premier trimestre 2025**, contre respectivement 1,05 et 1,07 préalablement. **Sur un horizon plus lointain (second semestre 2025), nous maintenons une vue plus constructive sur l'euro.** L'assouplissement monétaire relativement plus agressif de la Fed sur fond de dégradation de la situation économique aux États-Unis et la baisse des perspectives d'inflation devraient promouvoir la dépréciation du dollar et faire s'apprécier l'euro face au dollar vers 1,12 au quatrième trimestre 2025.

Valentin MARINOV

Performance du dollar & présidentielle américaine (USD=100 le jour de l'élection)



EUR/USD et spread périphérique contre Bund



PAYS ÉMERGENTS : ATTENTION À LA MARCHÉ !

D'un point de vue macro-économique, le contexte semble raisonnablement favorable pour les devises émergentes dans les prochains mois.

Un contexte macro-économique favorable

Tout d'abord, **le début du cycle d'assouplissement de la Fed apporte un certain soutien aux devises émergentes**. Au cours des prochains mois, la plupart des banques centrales émergentes baisseront moins leurs taux que ne le fera la Fed : l'écart entre les taux d'intérêt des pays émergents et ceux des États-Unis, qui s'était considérablement contracté depuis la mi-2022, devrait cesser de baisser, voire s'élargir progressivement. L'attractivité du portage des devises émergentes s'en trouvera renforcée.

Il convient d'être prudent et sélectif lorsque l'on envisage de prendre des positions acheteuses sur des devises émergentes.

Par ailleurs, **la baisse de l'inflation et des taux d'intérêt dans les pays émergents contribue à la résilience de la demande intérieure privée**. Les taux d'intérêt réels restent élevés dans plusieurs pays, l'inflation ayant généralement baissé plus vite que les taux : cela limite la progression de la demande intérieure. Globalement, cette dernière devrait néanmoins permettre à la croissance des pays émergents de résister malgré le ralentissement anticipé des économies développées. Nous tablons sur une croissance agrégée des pays émergents de 4,1% en 2024 (après 4,0% en 2023), puis de 3,8% en 2025. Après avoir légèrement augmenté en 2024 par rapport à 2023, la surperformance de la sphère émergente par rapport aux économies développées en termes de croissance devrait donc se poursuivre. Cela devrait favoriser les flux de capitaux vers les pays émergents.

Enfin, en termes agrégés, **la balance commerciale des pays émergents reste plutôt favorable, même si la situation est contrastée au sein de la sphère émergente**. Ainsi, la Chine affiche un excédent

impressionnant, tandis que le déficit de l'Inde reste important. Ces deux grands pays mis à part, la balance commerciale agrégée des pays émergents s'est améliorée : déficitaire l'an dernier, elle affiche un excédent significatif cette année. L'amélioration a été modeste pour les pays exportateurs de matières premières (qui dégagent un excédent agrégé légèrement plus important), mais plus notable pour les autres pays (à l'exception de l'Inde), qui connaissent une forte baisse de leur déficit.

Des incertitudes centrées sur les États-Unis

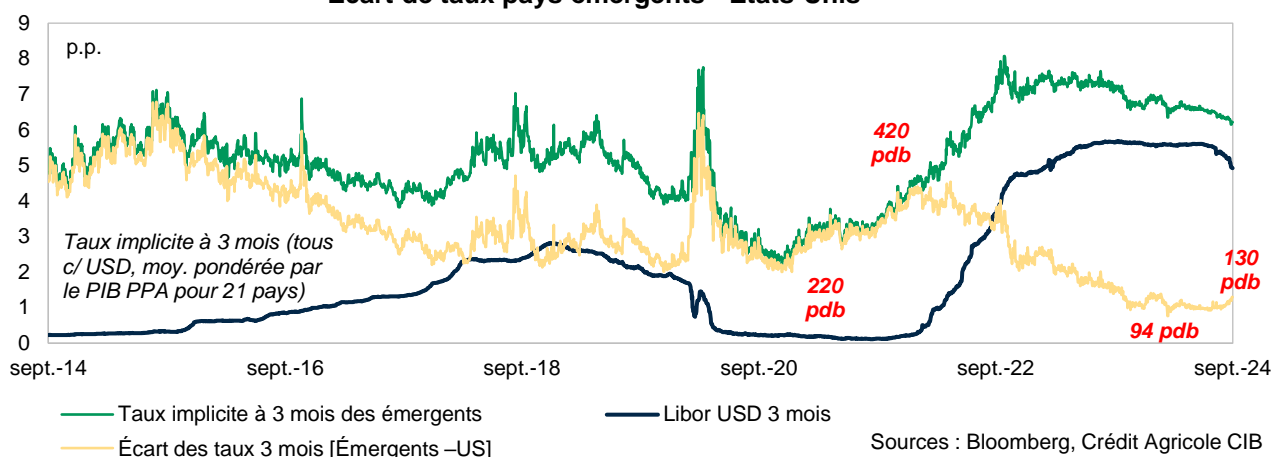
Les marchés émergents sont toutefois également confrontés à différents facteurs qui limitent le potentiel de hausse de leurs devises. Au-delà des nombreux risques géopolitiques, qui se sont intensifiés au cours des derniers mois, en particulier au Moyen-Orient, deux risques principaux liés aux États-Unis vont peser d'ici la fin de l'année.

De fortes incertitudes sont liées au dollar et au rythme des baisses de taux de la Fed

Plus optimiste que notre scénario, **le marché évalue à environ 200 points de base le total des baisses supplémentaires du taux des Fed funds d'ici fin 2025**. Cela suppose une poursuite de la désinflation sur fond d'atterrissage de l'économie américaine. Le risque serait que le ralentissement de l'économie américaine soit moins prononcé que prévu et que les baisses de taux soient moins importantes qu'attendu : dans un tel contexte, la force du dollar pourrait limiter l'appréciation des devises émergentes. Une Fed moins accommodante que prévu pourrait également contribuer à un ajustement à la baisse des actions américaines, susceptible d'alimenter une correction globale des actifs risqués, dont certaines devises émergentes.

Les élections américaines constituent un autre facteur d'incertitude très important, porteur de deux types de risques. Tout d'abord, le prochain président pourrait augmenter les droits de douane à

Écart de taux pays émergents - États-Unis



l'importation. Le risque est évidemment plus élevé si Donald Trump remporte l'élection avec un fort soutien du Congrès. Donald Trump évoque depuis longtemps des droits de douane de 10% dans le cas général et de 60% pour les importations en provenance de Chine. De telles mesures pourraient peser sur les pays fortement exportateurs. Elles pourraient également alimenter l'inflation, conduire à des taux américains plus élevés et, finalement, soutenir le dollar par rapport aux devises émergentes. Par ailleurs, si le prochain président américain soutient l'économie par des mesures favorables aux entreprises, il pourrait devenir plus difficile pour la Fed de baisser ses taux : les

devises émergentes pourraient se retrouver sous pression.

S'il existe de nombreuses raisons d'être positif à l'égard des devises émergentes, des facteurs de risque importants subsistent, en particulier au cours des tout prochains mois. Il convient donc d'être prudent et sélectif, lorsque l'on envisage de prendre des positions acheteuses sur des devises émergentes.

Sébastien BARBÉ



PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES & FINANCIÈRES

Scénario économique

Taux d'intérêt

Taux de change

Matières premières

Comptes publics

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE DU GROUPE CRÉDIT AGRICOLE

	PIB (a/a, %)			Inflation* (a/a, %)			Balance courante (% du PIB)		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Etats-Unis	2,9	2,5	1,3	4,1	2,9	2,2	-3,1	-3,3	-3,2
Japon	1,7	-0,3	0,2	4,0	2,3	1,0	3,5	4,0	2,5
Zone euro	0,5	0,8	1,3	5,4	2,3	1,8	2,9	4,0	3,8
Allemagne	-0,1	0,1	0,8	6,0	2,4	2,1	6,2	7,2	6,9
France	1,1	1,1	1,0	5,7	2,4	1,3	-0,7	1,7	1,6
Italie	1,0	0,8	0,8	5,9	1,0	1,4	0,5	2,7	3,5
Espagne	2,5	2,6	1,8	3,4	2,8	2,0	2,6	2,1	0,9
Pays-Bas	0,1	0,7	1,3	4,1	3,1	2,0	9,9	9,4	8,8
Belgique	1,4	1,1	1,2	2,3	4,1	2,2	-1,0	0,7	0,3
Autres pays développés									
Royaume-Uni	0,1	1,1	1,5	7,3	2,6	2,1	-3,3	-3,8	-5,8
Canada	1,3	1,0	1,8	3,9	2,5	2,1	-0,7	-0,8	-1,0
Australie	1,8	1,2	2,0	5,8	4,0	3,4	0,6	-0,7	-0,8
Suisse	0,9	1,8	1,2	2,2	2,0	1,7	8,0	8,0	7,6
Suède	-0,1	0,9	1,8	8,5	2,7	0,8	6,3	7,0	4,4
Norvège	0,7	1,9	1,4	5,5	3,1	2,4	17,9	17,0	16,4
Asie	5,2	5,1	4,6	2,1	1,8	2,2	1,6	1,4	1,2
Chine	5,2	4,7	4,2	0,2	0,3	1,0	1,8	1,2	0,8
Inde	7,7	7,3	6,3	5,3	4,5	4,6	-1,4	-1,4	-1,6
Corée du Sud	1,4	2,4	2,1	3,6	2,7	2,2	2,1	3,5	3,5
Indonésie	5,0	5,1	5,0	3,7	2,8	3,0	-0,2	-0,4	-0,7
Taiwan	1,4	4,0	2,6	2,5	2,2	1,9	13,9	14,8	13,0
Thaïlande	1,9	2,4	3,0	1,3	1,0	2,0	1,1	2,8	4,6
Malaisie	3,7	4,6	4,7	2,5	2,4	2,3	2,2	2,8	3,0
Singapour	1,1	2,7	2,8	4,8	2,5	2,2	19,8	17,0	16,7
Hong Kong	3,2	3,0	3,1	2,1	2,0	2,7	8,6	9,2	9,6
Philippines	5,6	5,8	5,7	6,0	3,2	3,0	-2,3	-2,1	-2,0
Vietnam	5,1	6,0	6,3	3,3	3,3	3,2	4,1	4,1	4,1
Amérique latine	0,3	1,9	2,1	5,9	3,4	2,6	-3,0	-3,1	-2,6
Brésil	2,9	3,1	1,8	4,6	4,1	3,8	-1,3	-1,7	-2,0
Mexique	3,2	1,5	1,2	5,6	4,8	3,6	-0,3	-1,4	-1,0
Europe émergente	2,9	3,0	2,4	20,3	20,5	8,4	-0,2	0,1	0,0
Russie	3,6	3,5	1,5	5,9	8,1	5,5	2,5	2,7	2,2
Turquie	4,5	3,0	3,0	53,4	59,0	18,0	-4,3	-3,0	-3,0
Pologne	0,2	2,3	3,5	11,6	3,8	4,4	1,6	0,8	0,6
Rép. tchèque	-0,3	1,2	2,6	10,8	2,2	2,1	0,4	0,8	1,2
Roumanie	2,1	3,2	3,5	10,5	5,8	3,9	-7,0	-6,5	-6,0
Hongrie	-0,9	2,3	3,4	17,6	4,0	3,7	0,2	0,0	0,3
Afrique, Moyen-Orient	1,9	2,3	3,4	15,4	12,9	10,3	3,8	1,1	0,8
Arabie saoudite	-0,8	1,7	4,5	2,3	2,1	2,1	3,2	0,0	-0,8
Emirats Arabes Unis	3,6	3,4	4,5	1,7	2,4	2,2	10,5	8,5	6,9
Afrique du Sud	0,7	1,1	1,9	5,9	4,8	4,4	-1,6	-2,2	-2,3
Égypte	2,9	3,0	4,4	33,9	27,0	17,4	-1,1	-6,8	-5,1
Algérie	4,1	3,0	2,8	9,3	5,5	5,3	2,4	-0,3	-1,7
Qatar	1,7	2,2	2,6	3,0	2,2	2,0	16,0	15,0	15,0
Koweït	-3,6	-2,0	2,0	3,7	2,6	2,2	31,0	24,0	22,0
Maroc	3,3	3,0	3,2	6,1	2,5	2,4	-0,8	-2,6	-2,9
Tunisie	0,4	1,3	1,5	9,3	7,5	6,8	-2,7	-2,4	-2,9
Total	3,0	3,0	2,7	5,7	4,4	3,1	0,7	0,6	0,3
Pays industrialisés	1,6	1,4	1,2	4,8	2,6	1,9	0,1	0,4	0,0
Pays émergents	4,1	4,2	3,9	6,4	5,7	3,9	1,1	0,8	0,6

* HICP pour les pays zone euro, CPI pour les autres

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

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

Taux de chômage, %	2023				2024				2025			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Etats-Unis	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	4,0	4,2	4,3	4,4	4,6	4,6	4,5
Japon	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0	3,0
Eurozone	6,7	6,5	6,6	6,6	6,6	6,5	6,4	6,4	6,4	6,3	6,3	6,3
Allemagne	3,0	2,9	3,0	3,1	3,3	3,4	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0
France	7,1	7,4	7,4	7,5	7,5	7,5	7,6	7,7	7,6	7,4	7,5	7,7
Italie	7,9	7,7	7,7	7,4	7,2	6,8	6,8	6,8	6,9	7,0	7,0	7,0
Espagne	12,9	12,0	12,0	11,9	11,8	11,6	11,2	11,3	11,4	11,2	10,9	11,0
Royaume-Uni	3,9	4,3	4,0	4,0	4,4	4,1	4,1	4,3	4,3	4,2	4,1	4,2

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

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

(b) t/t, %

TAUX D'INTÉRÊT

Taux courts		2-oct	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
Etats-Unis	Fed funds	5,00	4,50	4,00	3,75	3,50	3,50
	Sofr	5,05	4,32	3,82	3,57	3,32	3,32
Japon	Call rate	0,25	0,25	0,50	0,50	0,50	0,50
Zone euro	Refinancement	3,65	3,40	3,15	2,90	2,65	2,65
	Dépôt	3,50	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50
	€str	3,42	3,16	2,91	2,66	2,41	2,41
Royaume-Uni	Euribor 3m	3,25	2,97	2,78	2,60	2,60	2,60
	Taux de base	5,00	4,75	4,50	4,25	3,75	3,25
	Sonia	4,69	4,44	4,20	3,95	3,71	3,46
Suède	Repo	3,25	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00
Norvège	Deposit	4,50	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50
Canada	Overnight	4,25	3,75	3,25	3,00	3,00	3,00

Taux 10 ans		2-oct	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
Etats-Unis		3,79	3,80	3,70	3,55	3,50	3,60
Japon		0,82	1,00	1,10	1,10	1,00	1,00
Zone euro (Allemagne)		2,10	2,15	2,06	2,06	2,18	2,27

Spread 10 ans / Bund		2-oct	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
France		0,78	0,66	0,68	0,73	0,75	0,70
Italie		1,34	1,30	1,35	1,28	1,25	1,20
Espagne		0,80	0,76	0,80	0,78	0,77	0,77

Asie		2-oct	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
Chine	1Y deposit rate	1,50	1,50	1,40	1,40	1,30	1,30
Hong Kong	Taux de base	5,25	4,75	4,25	4,00	3,75	3,75
Inde	Taux repo	0,00	6,25	6,00	6,00	5,75	5,50
Indonésie	BI rate	6,00	5,75	5,50	5,25	5,25	5,25
Corée	Taux de base	3,50	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50
Malaisie	OPR	3,00	3,00	2,75	2,50	2,50	2,50
Philippines	Taux repo	6,25	6,00	5,50	5,25	5,00	5,00
Singapour	6M SOR	3,73	3,40	2,95	2,40	2,10	2,10
Taiwan	Redisc	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,88
Thaïlande	Repo	2,50	2,25	2,00	1,75	1,50	1,50
Vietnam	Refinancing rate	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Amérique Latine							
Brésil	Overnight/Selic	10,75	11,75	12,00	12,00	11,50	11,00
Mexique	Taux overnight	10,50	10,00	9,50	9,00	8,50	8,00
Europe Emergente							
Rép. tchèque	Repo 14 j.	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00
Hongrie	Repo 2 sem.	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50	5,25
Pologne	Repo 7 j.	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25
Roumanie	Repo 2 sem.	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50	5,25
Russie	1W auction rate	19,00	20,00	17,00	15,00	12,00	12,00
Turquie	Repo 1 sem.	8,00	7,75	6,25	5,75	5,75	5,75

TAUX DE CHANGE

Taux de change USD

Pays industrialisés		2-oct.	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
Euro	EUR/USD	1,10	1,08	1,08	1,09	1,10	1,12
Japon	USD/JPY	147	144	142	142	140	138
Royaume-Uni	GBP/USD	1,33	1,29	1,29	1,30	1,33	1,35
Suisse	USD/CHF	0,85	0,87	0,88	0,88	0,88	0,88
Canada	USD/CAD	1,35	1,37	1,35	1,33	1,31	1,30
Australie	AUD/USD	0,69	0,68	0,70	0,70	0,72	0,74
Nouvelle Zélande	NZD/USD	0,63	0,62	0,62	0,62	0,64	0,66

Parités croisées c/ euro

Pays industrialisés		2-oct.	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
Japon	EUR/JPY	162	156	153	155	154	155
Royaume-Uni	EUR/GBP	0,83	0,84	0,84	0,84	0,83	0,83
Suisse	EUR/CHF	0,94	0,94	0,95	0,96	0,97	0,98
Suède	EUR/SEK	11,33	11,50	11,30	11,10	10,90	10,70
Norvège	EUR/NOK	11,67	11,80	11,40	11,10	10,80	10,60

Asie		2-oct.	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
Chine	USD/CNY	7,02	7,10	7,10	7,08	7,06	7,05
Hong Kong	USD/HKD	7,76	7,78	7,77	7,77	7,76	7,75
Inde	USD/INR	83,92	83,50	83,00	82,75	82,50	82,00
Indonésie	USD/IDR	15 260	15 400	15 300	15 000	14 800	14 500
Malaisie	USD/MYR	4,17	4,30	4,25	4,20	4,15	4,10
Philippines	USD/PHP	56,2	56,0	55,5	55,0	55,0	54,2
Singapour	USD/SGD	1,29	1,30	1,30	1,29	1,29	1,28
Corée du Sud	USD/KRW	1324	1330	1310	1300	1290	1270
Taiwan	USD/TWD	31,9	32,1	31,8	31,6	31,5	31,2
Thaïlande	USD/THB	32,8	34,5	34,0	34,0	33,5	33,0
Vietnam	USD/VND	24 652	24 500	24 400	24 200	24 200	24 000
Amérique latine							
Brésil	USD/BRL	5,44	5,55	5,60	5,65	5,70	5,75
Mexique	USD/MXN	19,40	19,00	19,25	19,50	19,75	20,00
Afrique							
Afrique du Sud	USD/ZAR	17,33	17,30	17,10	16,80	16,60	16,40
Europe émergente							
Pologne	USD/PLN	3,88	3,96	3,94	3,89	3,85	3,77
Russie	USD/RUB	95,65	93,00	94,00	95,00	96,00	96,00
Turquie	USD/TRY	34,18	34,00	34,00	35,00	35,50	36,00
Europe centrale							
Rép. tchèque	EUR/CZK	25,31	25,20	24,80	24,70	24,60	24,50
Hongrie	EUR/HUF	400	393	388	387	386	384
Pologne	EUR/PLN	4,29	4,28	4,25	4,24	4,23	4,22
Roumanie	EUR/RON	4,97	4,98	4,97	4,97	4,97	4,97

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix moy. du trim.		2-oct	2024	2025			
			T4	T1	T2	T3	T4
Brent	USD/BBL	74	78	75	80	82	85

Prix moy. du trim.		2-oct	2024	2025			
			T4	T1	T2	T3	T4
Or	USD/oz	2 646	2 500	2 400	2 350	2 300	2 300

COMPTES PUBLICS

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dette publique (% du PIB)		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Etats-Unis	-6,0	-5,8	-5,8	98,2	100,2	101,6
Japon	-3,5	-4,0	-2,5	244,2	240,9	235,1
Zone euro	-3,6	-3,1	-2,7	88,6	89,1	90,0
Allemagne	-2,5	-1,6	-1,2	63,6	62,3	62,5
France	-5,5	-6,1	-5,5	109,9	112,9	116,1
Italie	-7,2	-3,8	-3,3	137,3	135,8	137,9
Espagne	-3,6	-3,4	-3,1	107,7	106,8	106,0
Pays-Bas	-0,3	-2,0	-2,1	46,5	44,4	45,8
Belgique	-4,4	-4,2	-4,8	105,2	105,3	106,3
Grèce	-1,6	-1,2	-0,8	161,9	155,6	150,8
Irlande	1,7	0,5	1,4	43,7	44,6	43,1
Portugal	1,2	0,3	0,4	97,9	99,0	98,4
Royaume-Uni	-5,9	-3,8	-2,8	101,3	103,6	105,7

Achévé de rédiger le 4 octobre 2024

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

Comité de rédaction

Pays développés

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

Secteurs d'activité

Stéphane FERDRIN – Pétrole & gaz

Pays émergents

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

Marchés financiers

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

Documentation : Elisabeth SERREAU – Statistiques : Datalab ECO

Maquette & Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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

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

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