

# Perspectives

Hebdomadaire – N°24/310 – 22 novembre 2024

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Après l'effervescence</i> .....	2
☞ <i>France : faut-il s'inquiéter de la baisse du climat des affaires en novembre ?</i> .....	3
☞ <i>Italie : la construction résiste, mais pour combien de temps ?</i> .....	4
☞ <i>Espagne : les exportations de biens peinent à redémarrer</i> .....	5
☞ <i>Allemagne : la locomotive ne bouge pas</i> .....	6
☞ <i>L'Inde rattrapée par les enjeux climatiques</i> .....	8
☞ <i>Émirats arabes unis : les défis du fédéralisme fiscal pour le pilotage stratégique de l'économie</i> .....	11
☞ <i>Slovaquie : entre le marteau et l'enclume</i> .....	15

 **Après l'effervescence**

Après l'effervescence consécutive à l'élection de Donald Trump puis la « vague rouge » républicaine au Congrès américain, les marchés semblent se calmer (enfin, légèrement). Au titre des mouvements qui n'ont pas été démentis par les évolutions survenues au cours de la semaine, on trouve (sans aucune surprise) les contre-performances des actions européennes, particulièrement criantes à l'aune de la progression du S&P500, et l'effritement de l'euro contre le dollar, bien que la vigueur de l'appréciation de ce dernier (et pas seulement à l'égard de l'euro) se soit atténuée.

En revanche, une légère accalmie semble se dessiner sur les rendements souverains américains sur lesquels les pressions haussières sont moins manifestes alors que, du côté des taux d'intérêt allemands, la baisse est très forte en particulier sur les échéances courtes. Les taux longs américains, mais surtout allemands, et le dollar ont certainement tiré profit de l'intensification du conflit entre la Russie et l'Ukraine, après que Joe Biden a donné l'autorisation d'utiliser des missiles américains à longue portée pour frapper des cibles en Russie et que l'utilisation de ces missiles, mais aussi de missiles britanniques, sur la Russie a été signalée. Ces mouvements traduisent également des performances et des perspectives de croissance toujours, voire encore plus, hétérogènes entre les États-Unis et la zone euro.

Aux États-Unis, la semaine a été assez pauvre en données de « premier choix ». La progression des ventes au détail au cours du mois d'octobre s'est révélée légèrement plus soutenue qu'anticipé : grâce à une progression de 0,4% sur le mois (0,3% attendu), la hausse sur douze mois s'établit à 2,8% (après 2% en septembre) : on est assez loin du marasme.

En revanche, la croissance allemande du troisième trimestre a été révisée à la baisse : en variation trimestrielle, elle s'établit à 0,1% mais s'affiche en recul de 0,3% sur un an (CVS-CJO). La croissance est anémique et ses sources ne sont pas rassurantes. Quant à l'économie française, à l'échelle de l'ensemble des principaux secteurs d'activité, le climat des affaires diminue légèrement

en novembre pour le deuxième mois consécutif et s'écarte ainsi de son niveau moyen de long terme. Il ne faut cependant pas s'alarmer outre mesure de cette nouvelle baisse car le niveau du climat des affaires reste compatible avec une croissance modérée.

Par ailleurs, selon la BCE, la croissance des salaires négociés (hors primes, heures supplémentaires et autres formes de rémunération) s'est établie à 5,3% sur un an au troisième trimestre, après 3,5% au trimestre précédent. La BCE anticipait une accélération : il s'agit effectivement de la plus forte progression depuis 1993. Selon la Bundesbank, elle serait cependant essentiellement due à des effets de base affectant les salaires allemands : cette hausse ne préjuge pas du rythme à venir et, avec la poursuite du recul de l'inflation et la détente du marché d travail, la BCE anticipe une accalmie sensible au second semestre 2025 et une progression conforme à sa cible de 2%.

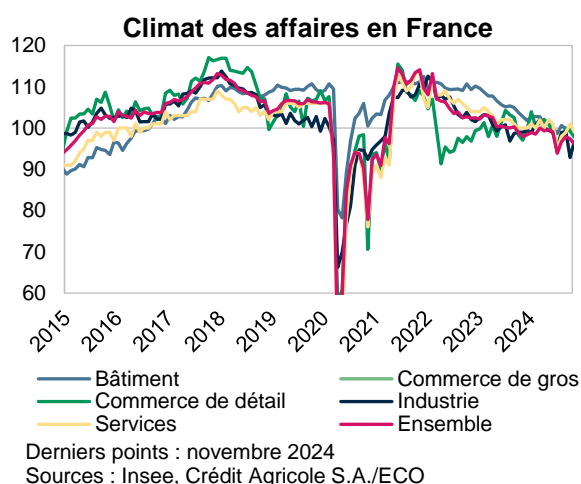
Anticiper la poursuite du reflux de l'inflation est d'autant plus facile que l'activité dans le secteur des services semble à son tour marquer le pas. L'indice PMI composite de la zone euro (novembre, flash) s'est en effet contracté pour tomber à 48,1, sous la barre des 50 indiquant la zone de contraction de l'activité. L'industrie manufacturière, déjà peu florissante, voit encore son indice se replier mais faiblement (de 0,8 point à 45,2), alors que les services subissent une contraction forte (de 2,4 points à 49,2).

Enfin, le commerce extérieur de la zone euro (et, plus généralement, de l'Union européenne) confirme le décalage des rythmes de croissance en défaveur de l'Europe : les exportations de biens de la zone euro vers le reste du monde (non CVS, cumul sur neuf mois janvier-septembre 2024) ont affiché une croissance certes faible (0,4% sur un an) mais ses importations se sont fortement repliées (de 5,6%) permettant de faire apparaître un excédent commercial sur neuf mois de près de 141 milliards d'euros (contre 14 milliards d'euros en 2023). Le commerce intra-zone euro (cumul janvier-septembre 2024) se contracte également (de 3,4% sur un an).

## Zone euro

### France : faut-il s'inquiéter de la baisse du climat des affaires en novembre ?

L'Insee a publié le résultat de ses enquêtes mensuelles et bimestrielles de conjoncture le 21 novembre. À l'échelle de l'ensemble des principaux secteurs d'activité, le [climat des affaires](#) diminue légèrement en novembre pour le deuxième mois consécutif. Il s'écarte ainsi de son niveau moyen de long terme. Faut-il s'inquiéter de cette baisse ? En réalité, le niveau du climat des affaires reste compatible avec une croissance modérée. Par ailleurs, si le climat des affaires global diminue en novembre, le climat des affaires dans l'industrie, particulièrement sinistré dans l'enquête d'octobre, se redresse quelque peu, et le climat de l'emploi, qui avait sensiblement diminué en octobre, rebondit également. En outre, si l'indice [PMI flash](#) composite de l'activité globale en France (S&P Global) diminue fortement en novembre, celui-ci pourrait être révisé, et les indicateurs de l'Insee et de la Banque de France sont jugés plus fiables. La Banque de France prévoit une activité stable au quatrième trimestre dans son [enquête mensuelle de conjoncture de début novembre](#), comme ce que nous avons prévu dans [notre dernier scénario pour la France](#). Rien de très nouveau, donc. Il faut aussi rappeler que le climat d'incertitude politique et économique actuel peut jouer sur le ressenti des chefs d'entreprises, sans que cet impact soit nécessairement durable, en fonction évidemment des développements à venir (cf. le précédent décrochage en juillet qui avait été presque entièrement rattrapé ensuite en août et en septembre).



Le climat des affaires diminue à 96 en novembre, perdant 1 point comme en octobre. Il s'éloigne ainsi de son niveau moyen de long terme (100). Cette baisse reflète la diminution du climat des affaires dans les services (-2 points, après +2 points en octobre), le bâtiment (-1 point, après +0 point), le commerce de détail y compris commerce et

réparation automobile (-1 point, après -1 point) et le commerce de gros (-2 points, après +2 points en septembre – indicateur bimestriel). Le climat des affaires reste toutefois très proche de son niveau moyen de long terme (100) dans la plupart de ces secteurs d'activité (à 99 pour les services et le bâtiment, à 98 pour le commerce de détail), à l'exception du commerce de gros, secteur pour lequel le climat des affaires s'établit à 93, soit son niveau de septembre.

Malgré sa légère baisse, le niveau actuel du climat des affaires global (96 en novembre) reste compatible avec une croissance modérée de l'activité, le point de retournement empirique se situant autour de 80<sup>1</sup>. Par ailleurs, le climat des affaires dans l'industrie, qui avait fortement chuté en octobre (-6 points), se redresse partiellement (+4 points), et retrouve un niveau relativement proche de sa moyenne de long terme (97 contre 100), ce qui est plutôt rassurant pour ce secteur. En outre, le climat de l'emploi rebondit (+2 points, après -2 points), retrouvant un niveau proche de sa moyenne historique (99 contre 100), ce qui signale une bonne résistance de l'emploi. La légère baisse du climat des affaires en novembre n'est donc à l'évidence pas une catastrophe et doit être relativisée. Il faudra toutefois suivre l'évolution à venir de l'indicateur, avec en particulier le parcours du projet de loi de finances pour 2025 (avec à la fin une adoption, on l'espère), et plus globalement celui du gouvernement.

Les plus pessimistes pourront toutefois évoquer le niveau actuel de l'indice PMI composite de l'activité globale en France (S&P Global). Celui-ci diminue en effet en novembre à 44,8 d'après la publication *flash* du 22 novembre, soit -3,3 points par rapport à octobre, et un plus bas de dix mois. Il faut cependant souligner tout d'abord que des révisions interviennent très fréquemment entre l'indice *flash* (provisoire) et l'indice définitif. Récemment, ces révisions sont plutôt positives (+1,2 point en septembre et +0,8 point en octobre), et une révision à la hausse pourrait donc aussi intervenir sur le chiffre de novembre. En outre, même à ce niveau (44,8), et malgré un seuil de retournement théorique de l'activité fixé à 50, le niveau actuel de l'indice PMI composite traduirait seulement une stagnation de l'activité, le point de retournement empirique se situant autour 45. En outre, dans un contexte de dispersion importante de la situation conjoncturelle entre les secteurs d'activité et au sein même de ces secteurs, les indicateurs de l'Insee et de la Banque de France se révèlent nettement plus robustes que les indices PMI, en raison d'un échantillon beaucoup

<sup>1</sup> Voir le [Document de travail n°2023/2 de la Direction générale du Trésor](#) (octobre 2023).

plus large d'entreprises interrogées (8 à 15 fois plus)<sup>2</sup>.

À l'issue de son enquête mensuelle de conjoncture de début novembre, la Banque de France anticipe une activité stable au quatrième trimestre. C'est justement notre prévision dans le dernier scénario

(octobre) pour la France. Cette absence de progression de l'activité serait le reflet du contrecoup de l'effet des jeux olympiques et paralympiques de Paris (JOP), qui amputerait la croissance trimestrielle de 0,2 point au quatrième trimestre, et d'une croissance sous-jacente de l'activité (hors effet JOP) légèrement positive, de l'ordre de 0,2 %.

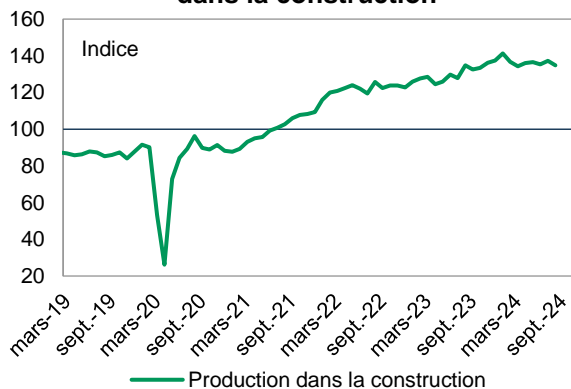
**✓ Notre opinion** – Dans l'ensemble, nous sommes relativement confiants sur notre prévision de croissance pour le quatrième trimestre (+0%), et en conséquence plus globalement sur celle pour l'année 2024 (+1,1%, comme en 2023). La question d'éventuelles révisions se pose en revanche pour 2025, compte tenu d'événements pouvant affecter l'activité en France (élection de D. Trump et hausse possible des droits de douane, PLF difficile à adopter et peu de visibilité pour les ménages et les entreprises au niveau national...), même si l'ampleur de ces effets devrait être limitée (en particulier, l'effet d'une hausse des droits de douane serait en partie compensée par d'autres mesures, comme une politique budgétaire plus expansionniste aux États-Unis). Dans notre prochain scénario, nous devons aussi nous prononcer sur l'année 2026.

 **Italie : la construction résiste, mais pour combien de temps ?**

Après un recul en août, le secteur de la construction a rebondi en septembre avec une croissance de l'indice de production de 2,2% sur un mois et 3,9% en glissement annuel. Malgré une hausse cumulée de 6% sur les neuf premiers mois de 2024 par rapport à 2023, des signes de ralentissement sont apparus dès le deuxième trimestre (-0,9%), partiellement compensés par une légère reprise au troisième (+0,3%). Cette décélération suit deux années d'expansion exceptionnelle, portées par le *Superbonus* qui a stimulé la rénovation énergétique des bâtiments. La baisse de confiance des entreprises du secteur, mesurée à 101,9 en septembre avant une légère remontée à 103,9 en octobre, illustre cette tendance. Néanmoins, les investissements publics liés au PNRR (+34,9% au premier semestre), ainsi qu'aux Jeux Olympiques d'hiver de Cortina et au Jubilé de 2025, devraient soutenir l'activité d'ici la fin de l'année, permettant un acquis de croissance positif de 5% pour 2024.

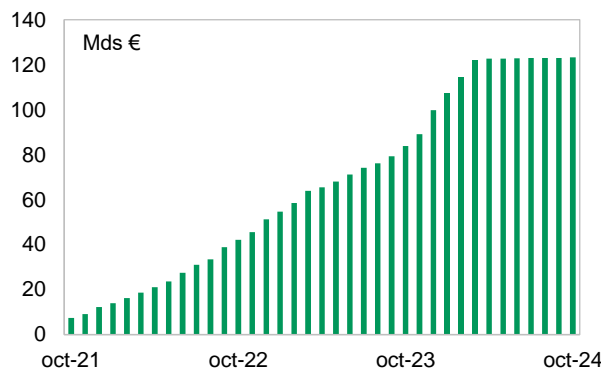
tant un investissement total de 119,5 milliards d'euros. Actuellement, 94% des projets sont achevés, tandis que 7,1 milliards d'euros restent à réaliser, témoignant d'une dynamique en net ralentissement. Les disparités régionales sont significatives : plus de 7% des bâtiments rénovés dans le centre-nord, contre près de 4% dans le sud, une différence liée notamment au climat et ressources disponibles. Certaines régions, comme la Vénétie et les Abruzzes, affichent des niveaux records, avec plus de onze interventions pour 1 000 habitants.

**Indice de production dans la construction**



Source : Istat, Crédit Agricole S.A.

**Superbonus : déductions cumulées pour travaux achevés**



Source : Crédit Agricole S.A./ECO

Pilier de la relance *post-Covid*, le *Superbonus* a permis de rénover 5,8% du parc résidentiel italien (selon ANCE) via 496 194 interventions, représen-

tant un effet positif sur la croissance, encore sujet de débats, le *Superbonus* a lourdement pesé sur les finances publiques. Entre 2020 et 2023, son coût cumulé sur le déficit est estimé à 153 milliards d'euros, avec un impact plus limité sur la dette (20,6 milliards d'euros) en raison des règles comptables. L'amendement 1.0.1000, qui étale les déductions sur dix ans pour les dépenses 2024-2025, devrait atténuer les pressions budgétaires à court terme, mais les effets sur les finances publiques se prolongeront jusqu'en 2036. La fin de

<sup>2</sup> Voir l'article du Blog de l'Insee du 24 avril 2024.

cette mesure freine les rénovations résidentielles, contribuant à une baisse projetée de 9% des investissements totaux en 2025. Ce recul sera

partiellement compensé par une hausse des investissements publics, attendue à +20%, principalement dans les infrastructures.

**✓ Notre opinion** – Le Superbonus 110% représente une initiative ambitieuse mais controversée. D'un côté, il a stimulé le secteur de la construction en période de crise post-Covid et permis d'améliorer l'efficacité énergétique d'une partie du parc immobilier italien. Ces avancées, bien que limitées à 5% des bâtiments, contribuent à la transition écologique et à la modernisation des infrastructures résidentielles.

Cependant, son coût élevé pour les finances publiques, estimé à 153 milliards d'euros, soulève des questions sur son efficacité globale. Le déficit budgétaire inattendu de 7% en 2023 illustre les limites de sa mise en œuvre, notamment en termes de contrôle et de prévention des abus. À cela s'ajoute un effet récessif lié à la suppression brutale de la mesure. En effet, après la phase de forte d'expansion, les regards se concentrent à présent sur les risques liés à la correction attendue dans le secteur qui pourrait se traduire aussi par une hausse des défaillances des entreprises et un coups pour l'emploi.

Le débat reste ouvert : le Superbonus a montré son potentiel à court terme, mais sa viabilité à long terme demeure discutable. Il illustre l'importance de calibrer finement les politiques publiques pour maximiser leurs bénéfices tout en limitant leurs coûts, en veillant à ce qu'elles s'inscrivent dans une stratégie économique et écologique cohérente et durable.

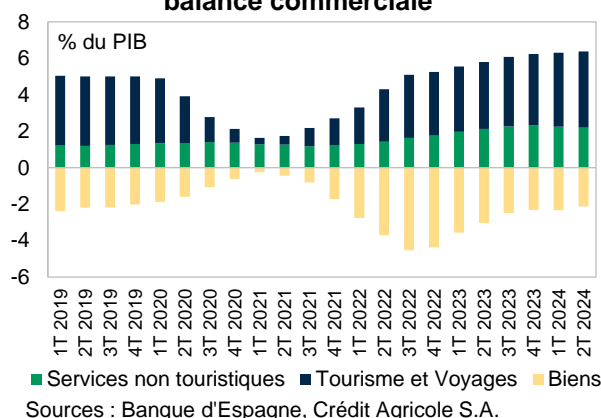
 **Espagne : les exportations de biens peinent à redémarrer**

Les secteurs-moteurs des exportations de biens espagnols connaissent des difficultés persistantes. Au deuxième trimestre 2024, les exportations de produits chimiques ont enregistré une baisse de 15% à 20% en volume depuis leur pic de 2022, et les exportations textiles sont inférieures de 20% par rapport à 2019. Les exportations de biens intermédiaires, notamment le fer et l'acier, sont également en recul de 10% par rapport aux niveaux d'avant la pandémie.

Au total, les exportations de biens espagnols au deuxième trimestre 2024 sont en recul de 2,4% par rapport à leur niveau de 2022, alors que les exportations de services ont augmenté de 24% sur la même période. De plus, le PIB espagnol a progressé de 5,6% sur la même période, soulignant un écart entre la croissance de l'économie et la

performance commerciale des exportations de biens.

**Espagne : soldes de la balance commerciale**



**✓ Notre opinion** – Bien que la reprise économique de la zone euro en 2024 pourrait offrir un environnement plus favorable pour les exportations espagnoles de biens, les défis structurels qui pèsent sur certains secteurs de l'économie espagnole limitent la capacité de croissance du commerce extérieur. La stagnation des exportations de biens espagnols peut être expliquée par un ensemble de facteurs structurels et conjoncturels qui affectent différemment les secteurs industriels. Tout d'abord, le secteur agro-alimentaire, traditionnellement un pilier des exportations espagnoles (12% des exportations industrielles en 2023), a souffert des effets combinés de conditions climatiques défavorables, telles que la sécheresse, et des hausses des coûts de production, notamment des engrais, des salaires et du transport. Bien que des conditions météorologiques plus favorables et une stabilisation des coûts de certains intrants permettent d'envisager une reprise progressive de certains secteurs comme l'huile d'olive, la dépendance à des facteurs externes et cycliques demeure un obstacle majeur.

Le secteur chimique (11% des exportations industrielles en 2023), dominé par les produits pharmaceutiques (6%), a connu une croissance exceptionnelle pendant la pandémie, avec une hausse de 35% des exportations en 2022 par rapport à 2019. Cette dynamique a conduit à une accumulation de stocks, ce qui, combiné à la normalisation de la demande mondiale, a provoqué une baisse des exportations ces derniers mois. Cependant, le vieillissement de la population européenne et la demande croissante de médicaments devraient soutenir la croissance de ce secteur à moyen terme, même si la forte compétitivité de ce marché pourrait limiter les gains à court terme.

*Dans le secteur textile (5% des exportations industrielles en 2023), l'essor du télétravail et les changements dans les comportements de consommation ont réduit la demande pour des vêtements formels, affectant négativement les exportations espagnoles, qui sont en recul de 20% par rapport à 2019. Parallèlement, les coûts salariaux plus élevés et les hausses des prix de l'énergie ont diminué la compétitivité des entreprises espagnoles sur les marchés mondiaux. Quant au secteur des biens intermédiaires, notamment ceux issus du fer et de l'acier (6% des exportations industrielles en 2023), il est en recul de 10% par rapport à l'avant-pandémie. L'augmentation des coûts énergétiques, en particulier du gaz, a pénalisé la compétitivité des entreprises industrielles. Bien que le prix de l'énergie ait diminué depuis les pics de 2022, l'incertitude géopolitique persiste, et la transition énergétique impose des défis supplémentaires, nécessitant une adaptation rapide des processus de production et un investissement dans des sources d'énergie alternatives pour limiter la dépendance énergétique du pays (75%).*

*Enfin, le secteur automobile, un autre pilier des exportations espagnoles (18% des exportations industrielles en 2023), est confronté à des défis structurels importants. Les ventes de voitures dans l'ensemble de la zone euro se situent à des niveaux bien inférieurs aux pics observés en 2018 et 2019. Dans le cas de l'Espagne, les ventes ont passé de plus de 1,2 million de véhicules par an à cinq années consécutives de ventes inférieures à un million d'unités. Les deux dernières années elles sont en expansion tirées par les véhicules... à moteur à essence. C'est inquiétant, car l'objectif de la zone euro est que d'ici 2035, toutes les nouvelles immatriculations soient des véhicules électriques « purs ». L'efficacité (et la rapidité) des investissements publics et privés dans le cadre du Plan de relance espagnol semblent désormais cruciaux pour l'avenir de ce secteur.*

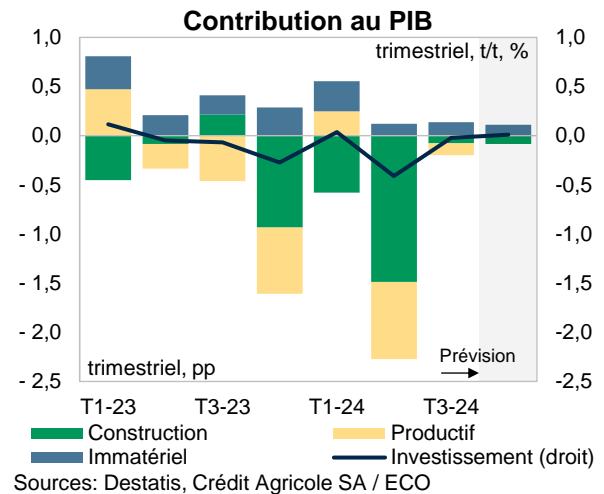
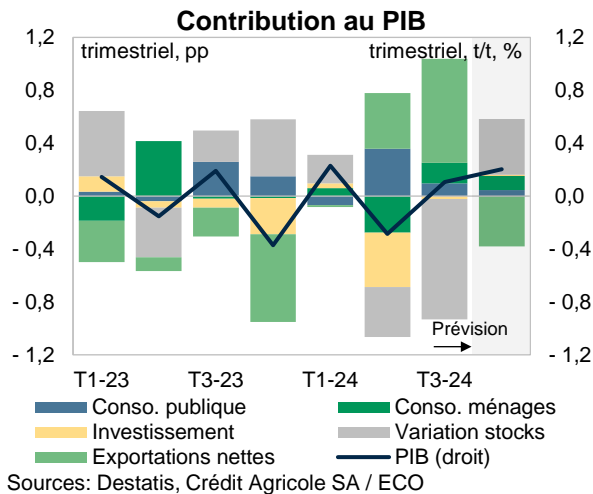
### **Allemagne : la locomotive ne bouge pas**

L'économie allemande a connu une croissance plus faible qu'initialement prévu au cours du T3 2024, a annoncé ce matin l'Institut de statistiques allemand. Le produit intérieur brut (PIB) a progressé de 0,1% au troisième trimestre 2024, contre une estimation préliminaire de 0,2%. La croissance du PIB a été soutenue par la consommation publique (en hausse de 0,4%) et de la consommation des ménages (en hausse de 0,3%). En revanche, le PIB a été lesté par la formation brute de capital fixe (en baisse de 0,1%). L'expansion de l'investissement immatériel (en hausse de 0,6%) n'a suffi pas à compenser la contraction de l'investissement productif (en baisse de 0,3%) et de l'investissement dans la construction (en baisse de 0,2%). Les exportations nettes se sont contractées à cause de la chute des exportations (en baisse de 1,9%) et de la légère augmentation des importations (en hausse de 0,2%).

Ces résultats font suite à la stagnation enregistrée au premier semestre, où l'évolution de l'activité a été soutenue par les exportations nettes (en hausse de 9,8% au premier semestre 2024 par rapport au semestre précédent) et la consommation publique (en hausse de 0,7%). La consommation des

ménages avait également progressé dans la première partie de l'année, bien qu'à un rythme plus modeste (en hausse de 0,2%). En revanche, l'effondrement de la formation brute de capital fixe (en baisse de 1,7%) s'expliquait par le déclin de toutes les composantes de l'investissement. La contraction dans la construction (en baisse de 1,2%) s'était atténuée grâce à une moindre baisse de l'investissement en bâtiments et ouvrages de génie civil par rapport au logement, tandis que l'investissement productif (en baisse de 4,7%) avait été notamment lesté par la dépense en biens de transport, mais également par la dépense en machines et équipements.

Les données portent l'acquis de croissance pour l'année 2024 en territoire négatif à 0,4%, notamment pénalisée par la contraction de 0,3% du deuxième trimestre. Nous prévoyons un léger progrès pour le second semestre sur la base d'une contribution positive de la consommation publique et des ménages. La hausse des exportations nettes y participerait. En revanche, nous anticipons une contraction de l'investissement productif et de l'investissement dans la construction.



**Notre opinion** – Le resserrement des conditions financières, la hausse des prix de l'énergie et la contraction de la demande chinoise ont suffi à faire basculer le PIB en territoire négatif à 0,1% en 2023. Après avoir récupéré le niveau antérieur à la pandémie au premier trimestre 2022, le PIB a seulement progressé de 0,2% par rapport à ce niveau.

Notre prévision de croissance du PIB à peine positive au rythme de 0,1% en 2024, est plafonnée par la contribution négative de l'investissement productif et de l'investissement dans la construction, pénalisés par le resserrement des conditions financières. En revanche, l'évolution de l'activité serait soutenue par la consommation publique, malgré les ressources budgétaires limitées. Les exportations nettes fourniraient une contribution positive en raison de la baisse des importations. Dans une moindre mesure, la consommation des ménages serait en légère hausse. Les ménages continuent d'afficher une confiance faible en raison de la performance de l'économie et des gains de pouvoir d'achat encore trop timides, ce qui les induit à arbitrer en faveur de l'épargne.

## Pays émergents

### Asie

#### L'Inde rattrapée par les enjeux climatiques

Cela fait maintenant plus d'un mois que les habitants de New Delhi, la capitale indienne surpeuplée aux plus de trente millions d'habitants, suffoquent dans le piège de la pollution. L'indice de qualité de l'air a atteint des niveaux historiques, dépassant largement le seuil de 400, au-delà duquel toute sortie prolongée en extérieur devient dangereuse pour l'organisme.

Les hôpitaux de la ville ont aussi signalé une explosion des consultations pour des infections pulmonaires ou des difficultés respiratoires. La pollution tue environ 12 000 personnes par an à New Delhi, 10% de la mortalité totale, malgré les dénégations des autorités, qui s'obstinent à affirmer que les données disponibles « ne sont pas concluantes pour établir une corrélation directe entre les décès et les maladies liées à la pollution de l'air ».

En cause, les incendies volontaires allumés par les agriculteurs du nord du pays, servant à éliminer les résidus restant après les récoltes et préparer les cultures suivantes. Des pratiques pourtant fortement déconseillées, en raison de leur lourd impact écologique, mais que les autorités ne parviennent pas à réguler. S'ajoute à cela la pollution provenant du secteur de la construction, de la combustion d'énergies fossiles et bien sûr du trafic automobile extrêmement dense.

Ces épisodes rappellent la vulnérabilité extrême de l'Inde aux enjeux climatiques. 80 des 100 villes les plus polluées du monde sont indiennes, et le pays figure parmi les plus exposés (septième) aux événements climatiques extrêmes, notamment liés aux précipitations (inondations ou sécheresse) et à la chaleur.

#### Exposition de l'Inde aux risques climatiques

Zone/événement	Inondation	Sécheresse	Cyclone
Nord	Élevé	Moyen	Faible
Sud	Élevé	Élevé	Élevé
Est	Élevé	Moyen	Élevé
Nord-est	Moyen	Faible	Faible
Ouest	Moyen	Élevé	Moyen
Centre	Faible	Moyen	Faible

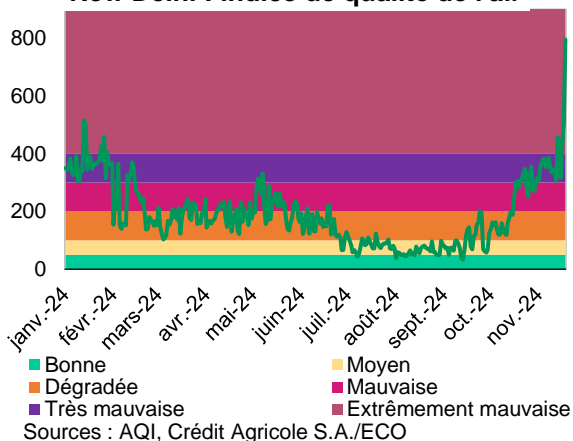
Source : Council on energy, environment & water<sup>3</sup>

#### Le long chemin de la transition

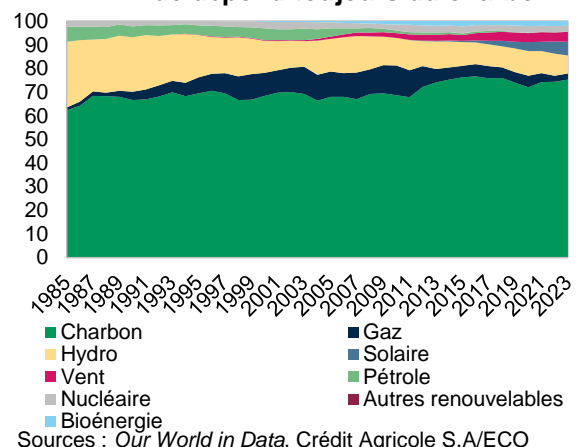
L'Inde est déjà le troisième émetteur mondial de gaz à effets de serre, mais a le taux d'émission par tête le plus bas des pays du G20. Malgré des efforts pour investir dans les énergies renouvelables, en particulier dans le solaire et l'éolien, le pays reste fortement dépendant du charbon (75% du mix énergétique en 2023), ce qui contribue aux émissions de particules fines et donc à la pollution. Le pays s'est engagé durant la COP26 de Glasgow à décarboner son énergie à 50% et à installer 500 GW de capacités d'énergie renouvelable d'ici 2030. Un pari ambitieux mais pas impossible : en 2024, les capacités ont augmenté de 24,2 GW par rapport à 2023 pour atteindre 203,2 GW.

La transition passera aussi par le développement des ventes de véhicules électriques, autre priorité des autorités. Ces dernières ont augmenté depuis deux ans, passant de 1,75% des ventes annuelles à 6,4% en 2023, mais encore loin du seuil de 30% que le gouvernement souhaite atteindre à horizon 2030. Pour l'instant, les ventes sont surtout concentrées sur le segment des deux roues, plus

New Delhi : indice de qualité de l'air



L'Inde dépend toujours du charbon



<sup>3</sup> [India's Climate Change Vulnerability Index | District-Wise Study \(ceew.in\)](https://www.ceew.in/)



abordable pour les consommateurs indiens. Mais le secteur bénéficie d'une importante politique de subvention, visant à soutenir les achats de véhicules électriques, mais aussi le développement de capacités de production domestique, porté par Tata Motors, leader incontesté avec une part de marché supérieure à 70%

**Le poids de l'agriculture**

La photo de cette Inde moderne, développant à toute allure énergies renouvelables et transports propres, ne doit pas faire oublier son autre facette, celle d'un pays encore peu développé et majoritairement rural.

Or, les enjeux de la transition sont aussi étroitement liés à la question agricole, qui continue d'occuper une place centrale en Inde, où 64% de la population vit encore dans les campagnes.

Alors que le pays a dépassé la Chine en matière de population en 2023, l'Inde est déjà confrontée à un stress hydrique très élevé dans certains États, notamment de l'est du pays. Les rendements agricoles demeurent très en-dessous de ceux des principaux producteurs de céréales, car le secteur, qui emploie encore 43% de la population, reste peu mécanisé, et dominé par des exploitations de très petite taille (un hectare en moyenne), majoritairement familiales, se rapprochant souvent de l'agriculture de subsistance. Or, l'enjeu de productivité est énorme, car le pays est très densément peuplé : la Chine dispose par exemple de trois fois plus de terre par habitant.

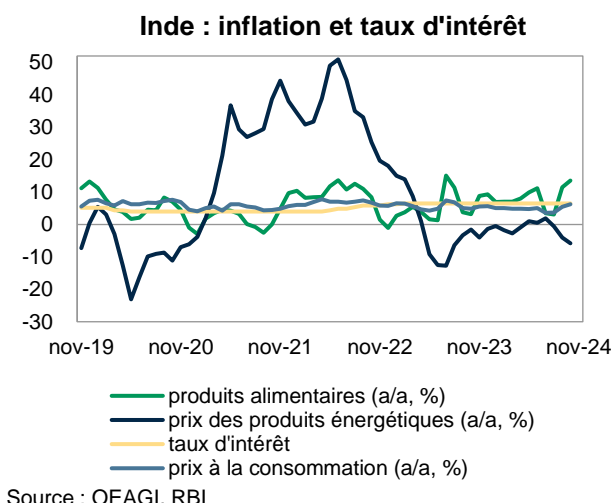
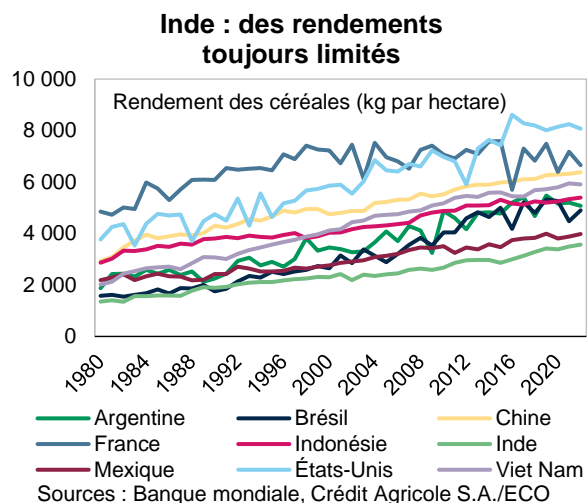
Surtout, les récoltes dépendent fortement des moussons, dont la temporalité et l'amplitude sont de plus en plus aléatoires. En 2023, la saison des moussons s'était conclue par des pluies en dessous des normales historiques, notamment dans l'est du pays, en raison du phénomène climatique El Niño.

Cette année, l'Inde a au contraire bénéficié de l'influence de La Niña. La mousson d'été (juillet-septembre), qui compte pour 70% des précipitations totales dans le pays, a donc été plutôt satisfaisante, même si de grands écarts géographiques persistent.

La question des récoltes, et donc du prix des produits alimentaires, est au cœur de nombreux enjeux économiques. L'existence de mécanismes de garantie des prix agricoles et leur élargissement à un nombre plus élevé de cultures font partie des principales revendications des fermiers indiens. Leur colère avait provoqué des mois de manifestations en 2021 puis en 2024, à quelques semaines des élections générales à la suite desquelles le parti de Narendra Modi avait subi une lourde contre-performance, notamment dans l'État très agricole de l'Haryana.

Les produits alimentaires dominent aussi largement l'indice des prix à la consommation (46% de la composition totale de l'indice). Dans le passé, des épisodes d'accélération des prix avaient d'abord été déclenchés par des pénuries sur les légumes TOP (tomates, oignons, pommes de terre), à la base de l'alimentation indienne, ou sur certaines céréales (riz et blé).

Le poids politique des prix alimentaires est également capital. En 1998, la forte hausse des prix de l'oignon avait ainsi coûté au BJP les élections locales à New Delhi. Très volatiles, les prix alimentaires compliquent la tâche de la banque centrale : jouer sur le taux directeur ou les injections de liquidités n'a que peu d'impact sur le prix des légumes et des céréales. Cette dernière envisage même de ne cibler uniquement que la partie sous-jacente afin d'exclure les prix des aliments. En octobre, l'inflation a ainsi accéléré à 6,2%, poussée par le prix des produits alimentaires (+13,5%), légumes en tête.



☑ **Notre opinion** – *La réalité climatique rattrape l'Inde et constitue peut-être le facteur de risque le plus important pour le pays. La pollution atmosphérique rend les villes de moins en moins vivables, à commencer par la capitale New Delhi. Le dérèglement des précipitations plonge quant à lui l'Inde dans une incertitude à chaque saison de mousson : quand arriveront les pluies ? Seront-elles suffisantes ? Trop abondantes et meurtrières ? Bien réparties sur le territoire ? Le poids de l'agriculture, l'influence des récoltes sur les revenus, les prix et donc la consommation des ménages marquent encore profondément l'économie indienne, et rendent donc la croissance potentiellement très volatile. Or, les événements climatiques extrêmes ayant un impact sur les récoltes se sont multipliés ces dernières années.*

*Dans ce contexte, la réponse des autorités est en demi-teinte : si l'accent a été mis sur les énergies renouvelables et le développement de la production et des ventes de véhicules propres, avec un certain succès, la lutte contre la pollution issue des autres secteurs, notamment de l'agriculture et de la construction reste encore trop limitée. L'attitude du gouvernement s'apparenterait même parfois à du déni, lorsqu'il s'agit de mesurer les conséquences de cette pollution sur la santé des Indiens, qui coûterait déjà environ dix ans d'espérance de vie aux habitants de New Delhi.*

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### Émirats arabes unis : les défis du fédéralisme fiscal pour le pilotage stratégique de l'économie

Avec un régime de change fixé sur le dollar, l'outil monétaire est de fait limité aux Émirats. Cela donne toute son importance à la politique fiscale, qui est donc le levier principal de pilotage et de stabilisation macro-économique pour les autorités. Mais à cela, **il faut ajouter une contrainte, commune aux États rentiers du Golfe : celle de réconcilier les objectifs stratégiques de long-terme avec la gestion de la forte volatilité des revenus budgétaires, largement tributaires de la rente pétro-gazière.** Cela demande avant tout de définir des objectifs de long terme clairs – les grandes orientations et les priorités : c'est la colonne vertébrale de la conduite des politiques publiques, le premier maillon pour découpler la politique fiscale de l'aléa des prix des hydrocarbures et éviter la procyclicité. **C'est-à-dire de systématiser, à travers des règles fiscales claires, le choix de ce que l'on alloue au soutien de la conjoncture, et ce que l'on met de côté pour le futur, et l'annoncer pour fixer les anticipations.** De cela découle alors la construction d'une politique fiscale de moyen terme, comme outil au service de ces objectifs. Enfin, la dernière étape, mais pas des moindres : il faut convertir cette politique en budgets annuels, ce qui demande de fortes compétences de l'administration en termes de projection et de stress de variables macro-économiques, dans un contexte marqué par l'incertitude.

Voilà la feuille de route. On la retrouve de manière récurrente dans les conseils du FMI, qui promeut systématiquement le principe du « MTFF » (*Medium Term Fiscal Framework*) – le jargon institutionnel pour décrire ce qui vient d'être énoncé : c'est-à-dire, l'ancrage de la politique fiscale dans une stratégie de moyen terme. La question n'est pas forcément apparue prioritaire dans les périodes d'abondance de la rente. Mais elle est devenue plus centrale après 2009, lorsqu'il est apparu que la procyclicité des politiques fiscales avaient créé des déséquilibres, qui avaient entraîné l'Émirat de Dubaï dans de graves difficultés financières. **Au-delà de cet**

**aspect, il s'agit aussi désormais de commencer à construire la transition vers l'après-pétrole, qui demande de se projeter dans des horizons beaucoup plus éloignés (en ligne avec les objectifs du Centenaire 2071<sup>4</sup>), de développer la profondeur stratégique des politiques publiques.**

On peut dire que les Émirats ont largement amélioré les outils et le cadre institutionnel de la politique fiscale depuis 2009. **Malgré tout, infuser une orientation stratégique dans la gestion budgétaire se heurte à une difficulté : celle du fédéralisme fiscal très marqué du pays, dans un contexte de répartition inégale des ressources entre les différents émirats.** Cela mérite donc de s'y intéresser pour mieux appréhender les problématiques de pilotage économique.

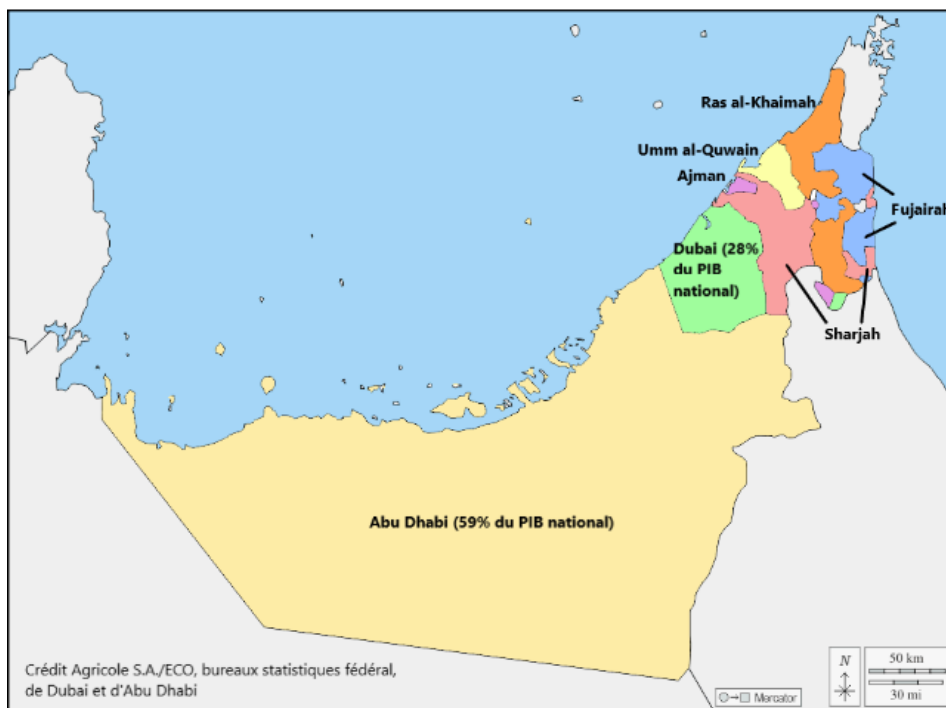
#### *La tradition institutionnelle de la décentralisation*

Les EAU sont légalement organisés comme une confédération de sept Émirats. Cette organisation repose sur un ancrage historique fort, puisque le pays ne s'est établi sous sa forme actuelle qu'en 1971 à travers une constitution proposant un compromis entre les volontés divergentes d'intégration ou d'autonomie des différents émirats. **Il en résulte que, comparé à d'autres modèles fédéraux, les EAU sont plus à appréhender comme une confédération, une union d'États souverains égaux qui conservent leur propre statut international et un grand degré d'autonomie dans les affaires économiques<sup>5</sup>.** De manière concrète, la Constitution confère des champs de compétence à l'État fédéral, et tout ce qui n'y est pas explicitement cité reste alors sous l'autorité des émirats. Ainsi l'État fédéral est notamment en charge des affaires étrangères, des questions de nationalité et de l'immigration, de la santé publique, des services de communication (poste, téléphone...), ou encore de la sécurité et de la défense... C'est aussi ce qui définit le périmètre fiscal de chaque gouvernement.

<sup>4</sup> Les Émirats ont produit un document stratégique de long-terme : "UAE Centennial Plan 2071", qui projette le pays à son centenaire (1971-2071).

<sup>5</sup> *Policy Coordination in Fiscal Federalism: Drawing Lessons from the Dubai Debt Crisis*, Serhan Cevik, FMI, 2011

Carte des Émirats et contribution au PIB national (moyenne 2018-2022)

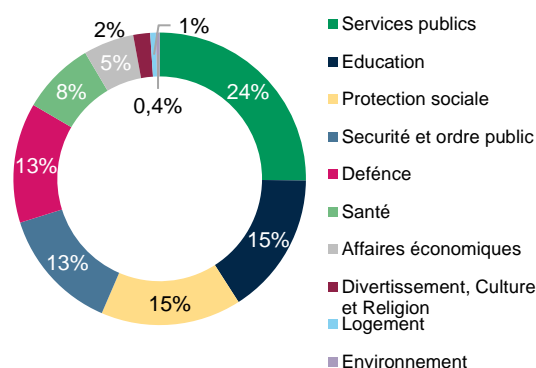


**Un acteur fédéral de politique fiscale aux moyens limités**

Au niveau de l'État fédéral, le périmètre du budget est limité – il représente environ 15% des dépenses publiques émiriennes (et environ 4% du PIB) en 2023. C'est, selon le FMI, le niveau de décentralisation fiscale le plus élevé au monde<sup>6</sup>. De plus, la compétence fiscale de l'État fédéral en matière de défense et sécurité, est en fait largement déléguée à Abu Dhabi, qui en prend la charge, et joue donc, de fait, un rôle proche d'État central sur certains périmètres. En marge de cela, chaque émirat gère son propre budget.

Par ailleurs, l'autonomie du gouvernement central est limitée par l'exiguïté de ses ressources propres. Celles-ci reposent principalement sur les dividendes et redevances issues des investissements du fonds souverain fédéral (*Emirates Investment Authorities*, EIA), créé en 2007, et en particulier de l'entreprise nationale de télécommunication Etisalat, dont le fonds détient 60% des parts. Les ressources propres ont néanmoins été récemment augmentées avec l'introduction de la TVA en 2018 et de l'impôt sur les sociétés en 2023, desquels l'État fédéral retient une part. Malgré tout, chaque émirat garde la propriété et la gestion de ses ressources (notamment pétro-gazières pour Abu Dhabi) et d'une bonne partie des impôts prélevés sur son territoire. L'État fédéral dépend donc, pour partie, des contributions à son budget des Émirats de Dubaï et Abu Dhabi.

**Répartition des dépenses budgétaires fédérales, 2024**



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, Min. des Finances

**Processus budgétaire en système fiscal décentralisé**

Ces dernières années, les gouvernements (fédéral et locaux) ont renforcé leurs outils et cadres institutionnels de planification fiscale à moyen terme. Le gouvernement fédéral et les gouvernements d'Abu Dhabi et Dubaï ont notamment adopté les fameux MTFFs, chers au FMI, qui informent leurs politiques fiscales. **Mais ces exercices ne sont pas intégrés de la même manière dans le processus budgétaire, couvrent des périodes différentes, et n'ont pas les mêmes pratiques de transparence et publication.**

<sup>6</sup> Selected issues, cr17219, juillet 2017, FMI

Des processus fiscaux décentralisés

Gouvernement	Fédéral	Abu Dhabi	Dubaï
<b>Horizon de la planification fiscale</b>	Cycle budgétaire étendu à 5 ans pour 2022-2026 (avant cycle de 3 ans)	Cycle budgétaire de 5 ans	Cycle budgétaire de 3 ans.
<b>Organe d'adoption</b>	Revu et amendé par le Conseil National Fédéral (40 membres : 20 élus au suffrage indirect, 20 nommés par les dirigeants des 7 émirats), validé par le Conseil Suprême (conseil des 7 émirats)	Conseil exécutif d'Abu Dhabi (présidé par Mohamed bin Zayed, qui en nomme les membres)	Présenté au comité fiscal suprême de Dubaï (créé en 2007 par décret, avec 5 membres permanents), et approuvé par l'émir de Dubaï (et vice-président du pays)
<b>Ancrage de la planification</b>	Objectif de budget systématiquement à l'équilibre	Objectif de budget équilibré sur le moyen terme basé sur la "théorie du revenu permanent"	Objectif : déficit annuel inférieur à 3% du PIB et dette publique inférieure à 30% du PIB - (objectifs non contraignants)
<b>Processus et règles fiscales</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Plafonds de dépenses basés sur la projection des revenus budgétaires</li> <li>- Allocation par secteurs, en fonction des priorités définies, et associées à des indicateurs de suivi</li> <li>- Chaque ministère fédéral prépare son budget ("budgétisation à base zéro" -sans acquis de budget d'une année à l'autre)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Budget à MT développé par le ministère des Finances sur la base d'un modèle macroéconomique (qui intègre l'effet de la politique fiscale)</li> <li>- Projection des revenus et d'une trajectoire de dépenses</li> <li>- Traduction en plafonds de dépenses dans les budgets annuels</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Document de stratégie budgétaire préparé par le département des finances de Dubaï (projections de revenus, dépenses et dette sur 3 ans, discussions sur l'espace fiscal, l'allocation des dépenses et les risques)</li> <li>- Budget annuel construit sur la base de la stratégie budgétaire, en intégrant les nouvelles initiatives des entités de l'état.</li> <li>- Le budget est soumis à amendement pendant l'exercice fiscal (généralement pendant la revue de mi-année)</li> </ul>
<b>Publication</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Budgets annuels</li> <li>- Rapports d'exécution trimestrielle</li> </ul>	Les budgets à MT et annuels ne sont pas publiés	Les principaux postes de revenus et de dépenses sont généralement publiés.

Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, FMI, ministères des Finances

Cela contraint donc le pilotage économique et stratégique, au niveau national, par l'outil budgétaire, et nuit également à la visibilité et la transparence des comptes publiques. **Et cela d'autant plus que légalement, il n'y aucune obligation pour un émirat de contribuer au soutien budgétaire d'un autre.** Il faut ajouter à cela la complexité de la gestion des flux de trésorerie, créée par la fongibilité des ressources des différents gouvernements avec celles de leurs fonds souverains (EIA, Mubadala, ADIA, ICD) et entreprises publiques (dont la dette était estimée à 32% du PIB en 2020 par le FMI<sup>7</sup>).

La coordination de la politique budgétaire est de plus en plus au centre des réformes fiscales du pays. Une entité de coordination a été créée au niveau du ministère des Finances fédéral. Elle publie d'ailleurs désormais des documents fiscaux consolidés. **Malgré tout, les outils de convergence de la planification fiscale sont encore manquants.** Ainsi, le FMI a conclu sa dernière mission consultative de l'économie émirienne (mai 2024) par une nouvelle recommandation de coordination renforcée des politiques fiscales. L'institution recommande notamment de mettre en place une stratégie budgétaire à moyen terme au niveau national, avec la participation de l'ensemble de unités fiscales.

Celle-ci permettrait de dessiner des objectifs fiscaux consolidés.

**Fédéralisme ou intégration : un nouveau compromis à trouver entre tradition et profondeur stratégique**

Étant donnée l'assise historique, légale (constitutionnelle), institutionnelle et traditionnelle de l'organisation du pays en confédération (garant d'une forme d'égalité et de conservation de l'individualité des différents émirats), un système fiscal décentralisé semble toujours pertinent. On trouve d'ailleurs, dans la littérature économique, beaucoup d'études en faveur de la décentralisation fiscale pour améliorer l'efficacité de l'action publique. **Mais le pays arrive aujourd'hui à un croisement, où la tradition institutionnelle rencontre, à contre-sens, la volonté de placer la planification économique et stratégique sur le temps long, le « Forward thinking leadership » que le pays ambitionne.** À ce stade, le manque de coordination de l'outil fiscal est un obstacle majeur, car il limite la possibilité de penser de manière cohérente la mobilisation des ressources vers des objectifs communs, tout en offrant une visibilité sur ce que cela implique en termes d'équilibres des comptes publics (au sens large, consolidant aussi les entreprises publiques, et clarifiant les transferts avec les fonds souverains).

<sup>7</sup> 2021 Article IV Consultation, FMI, février 2022

☑ **Notre opinion** – Les Émirats arabes unis se sont construits institutionnellement comme une confédération d'États souverains, laissant un grand degré d'autonomie à chaque émirat dans les affaires économiques. De cela dérive un niveau de décentralisation fiscale, qui, selon le FMI, est le plus élevé au monde. Cette organisation contraint cependant l'outil budgétaire comme instrument de politique publique au niveau national, dans un contexte où le peg de la monnaie locale sur le dollar limite déjà l'outil monétaire. Or, le pays arrive à un croisement où un nouvel équilibre institutionnel est peut-être à trouver pour agrandir l'horizon de la planification stratégique et offrir au pays une « vision » sur le temps long. Un enjeu majeur est donc d'accroître la coordination des politiques locales et fédérales. Mais à quel moment la coordination entraîne-t-elle, de fait, une plus grande intégration, contre la tradition institutionnelle du pays ? **Il y a donc certainement un nouveau compromis à construire, pour le pays, entre autonomie locale et cohérence stratégique globale.**

Par ailleurs, une autre question se pose : celle du soutien d'Abu Dhabi aux autres émirats – bien qu'elle ne soit pas explicite, c'est l'hypothèse de base de l'évaluation des agences de notation pour le risque souverain consolidé. Mais jusqu'où s'étend-elle ? La limite reste encore floue. La crise de 2009 et les restructurations au niveau sous-souverain font partie de la mémoire des financiers et banquiers, et contraignent les financements étrangers au niveau local.

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### Slovaquie : entre le marteau et l'enclume

Au sein de l'Union européenne, la Slovaquie paraît particulièrement exposée aux risques économiques liés à l'évolution de la situation géopolitique mondiale, notamment sur les questions commerciales.

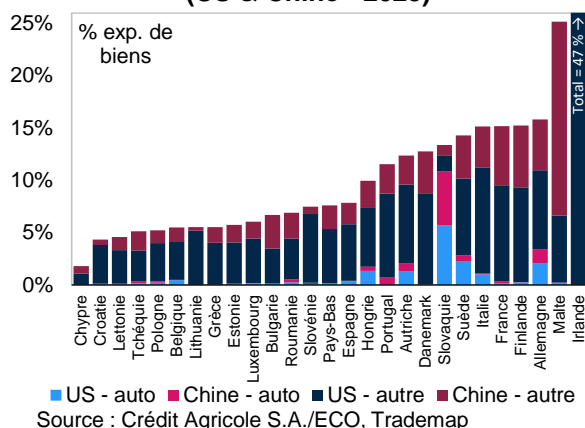
Pour commencer, la Slovaquie est une petite économie très ouverte et très spécialisée. En effet, elle est la 18<sup>e</sup> économie de l'UE et représente 0,7% de son produit intérieur brut. En 2023, son taux d'ouverture est de 182% (#5 dans l'UE) et les seules exportations de biens représentent 82% du PIB (#1 dans l'UE), avec un secteur automobile à l'origine de 35% des exportations de biens (#1 dans l'UE ; 29% du PIB). Surtout, lors de la précédente décennie, les exportations ont constitué le principal moteur de la croissance slovaque : elles ont été le premier contributeur à la croissance trimestrielle en glissement annuel (33 trimestres sur 37 entre le T1 2010 et le T1 2019). Toutes ces caractéristiques font de la Slovaquie un pays particulièrement à risque face aux tensions commerciales, qui s'ajoutent aux changements technologiques qui se déploient déjà dans l'automobile, son secteur de spécialisation.

Les problèmes ne s'arrêtent pas là, car la Slovaquie est également plus exposée à la Chine et aux États-Unis que les autres pays européens. De fait, elle est le 8<sup>e</sup> pays de l'UE qui exporte le plus vers ces pays en part de ses exportations de biens (le 2<sup>e</sup> en proportion de son PIB à 12%). Plus de 80% de ces exportations, sont des exportations de véhicules. Cela s'explique avant tout par l'implantation en Slovaquie d'usines produisant des SUV premium, qui sont directement exportés vers la Chine et les États-Unis plutôt que d'être produits sur place. Or, ces deux marchés pourraient devenir plus difficiles d'accès pour les exportateurs européens.

En Chine, les grands constructeurs européens sont en perte de vitesse face à une concurrence croissante des constructeurs locaux. Selon les

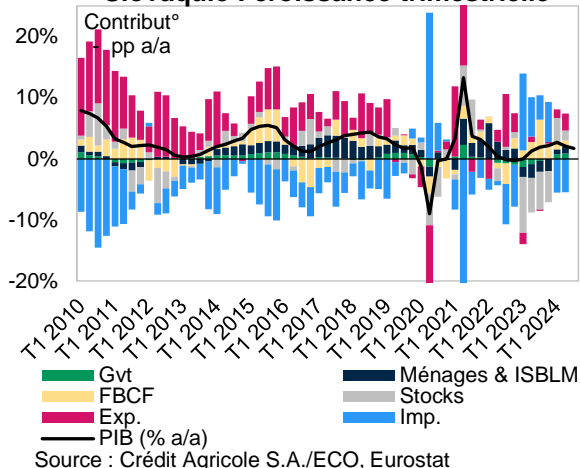
chiffres compilés par Goldman Sachs, sur les dix premiers mois de 2024, la part de marché des constructeurs européens tombe à 43%. Elle était de 51% en 2023 et de 71% il y a dix ans. La niche sur laquelle se place la Slovaquie, à savoir les SUV premium, offre une position concurrentielle plus solide, mais tout de même en péril : en 2024, l'ensemble des SUV exportés vers la Chine par les quatre marques produisant en Slovaquie pour le marché chinois (Audi, Land Rover, Volkswagen et Porsche) représentent 0,5% des immatriculations de véhicules individuels et 1,0% des immatriculations de SUV en Chine, contre 0,7% et 1,5% respectivement en 2020.

UE : dépendance aux exportations (US & Chine - 2023)

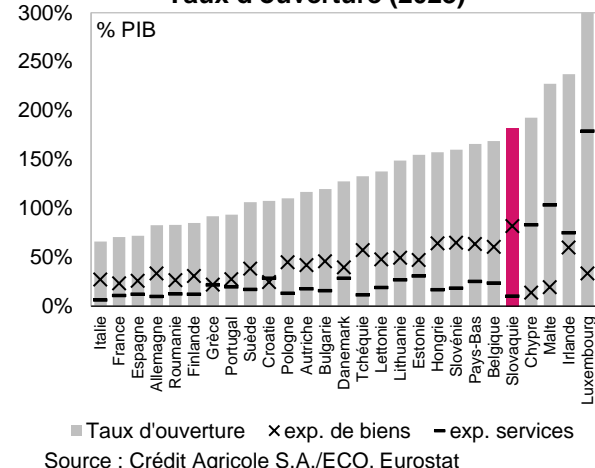


Or, la situation pourrait empirer si la Chine choisit de répondre aux tarifs douaniers récemment imposés par l'Union européenne sur ses véhicules électriques. Néanmoins, il n'est pas sûr que Pékin choisisse une réponse en miroir. En effet, les cinq pays européens ayant voté contre cette mesure, à savoir l'Allemagne, la Slovaquie, la Hongrie, la Slovénie et Malte, représentent 80% des exportations du secteur automobile européen vers la Chine. Cette démonstration de bonne volonté pourrait donc diriger la réponse de Pékin vers

Slovaquie : croissance trimestrielle



Taux d'ouverture (2023)

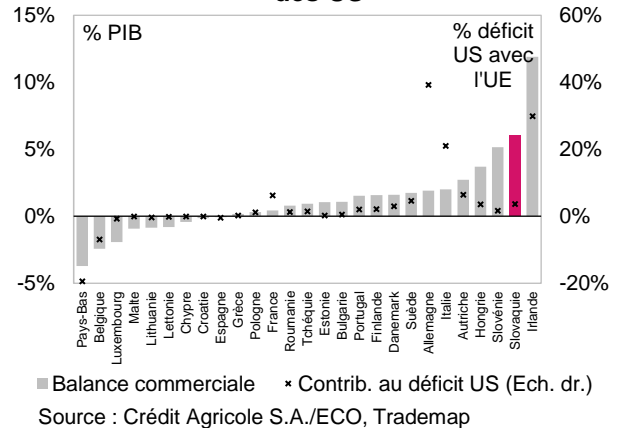


d'autres secteurs, moins cruciaux pour l'économie slovaque.

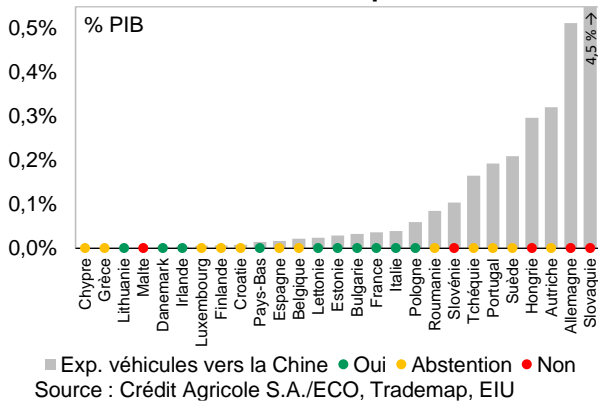
**Aux États-Unis, l'élection de Donald Trump pourrait mener à l'adoption de tarifs douaniers sur les produits européens, surtout là où l'UE est excédentaire.** En effet, le très mercantiliste président élu se préoccupe avant tout des déficits commerciaux de son pays. L'automobile, secteur dans lequel les exportations slovaques vers les États-Unis s'élèvent à 5% du PIB, est responsable de 20% du déficit commercial américain vis-à-vis de l'UE (3<sup>e</sup> secteur après les produits pharmaceutiques et les machines-outils). Alors, si du fait de sa taille la Slovaquie y contribue peu (surplus de 8 milliards de dollars en 2023, soit seulement 3,6% du déficit des États-Unis à l'égard de l'UE), sa spécialisation dans un secteur qui lui pèse lourd dans le déficit

américain, expose Bratislava aux potentielles mesures commerciales de l'ère Trump 2.0.

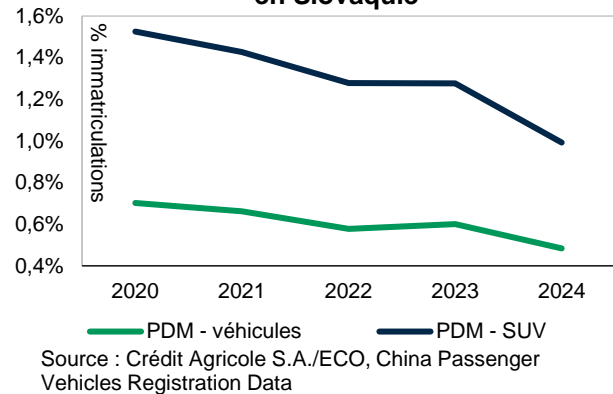
**UE : balance commerciale vis-à-vis des US**



**UE : Exp. auto vers la Chine et votes concernant les tarifs douaniers sur les véhicules électriques chinois**



**Part de marché en Chine des SUV exportés par les marques produites en Slovaquie**



**Notre opinion – À court terme, les exportations, moteur traditionnel de la croissance nationale, sont pénalisées par la dégradation de l'environnement mondial : depuis le premier trimestre 2019, elles n'ont été le premier contributeur à la croissance que cinq trimestres sur vingt-et-un. Si l'investissement a pu prendre le relais, il ne faudrait pas que Bratislava et son gouvernement d'inspiration populiste se coupent des fonds européens, sans quoi la croissance pourrait véritablement tomber en panne.**

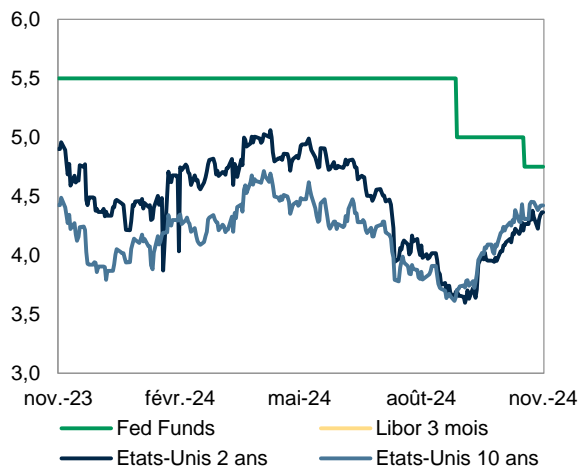
À moyen terme, la situation dans laquelle se trouve la Slovaquie est indicative de son positionnement dans les chaînes de valeur : si ces deux marchés que sont la Chine et les États-Unis devaient davantage se fermer aux produits européens et slovaques, la situation ne serait pas nécessairement catastrophique pour le pays et ses usines, mais son issue dépendrait de choix fait par les multinationales présentes en Slovaquie, avec peu de marge de manœuvre pour l'État, si ce n'est de maintenir la compétitivité de ses facteurs de production. Or, le(s) choc(s) frappant le secteur automobile européen dépasse et précède les inquiétudes quant à l'accès aux marchés chinois et américain, puisqu'il s'agit aussi d'un choc technologique (électrification) et concurrentielle (arrivée des constructeurs chinois). Si la Slovaquie est spécifiquement exposée à la Chine et aux États-Unis, ce qui a fait sa compétitivité par le passé pourra faire partie de la solution pour les constructeurs européens face à ce multi-choc. En d'autres termes, parmi les pays européens, la Slovaquie a une exposition particulièrement élevée au risque de fermeture des marchés américains et chinois, mais le contexte de remise en jeu de la localisation de la production automobile européenne ouvre une fenêtre de résilience au prix d'une politique de développement, et donc d'une souveraineté, contrainte.



## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

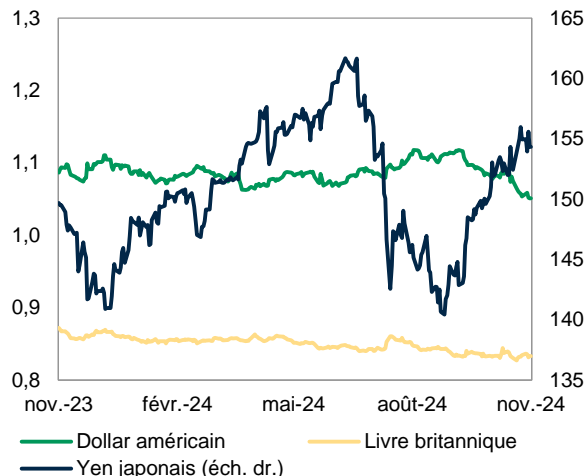
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

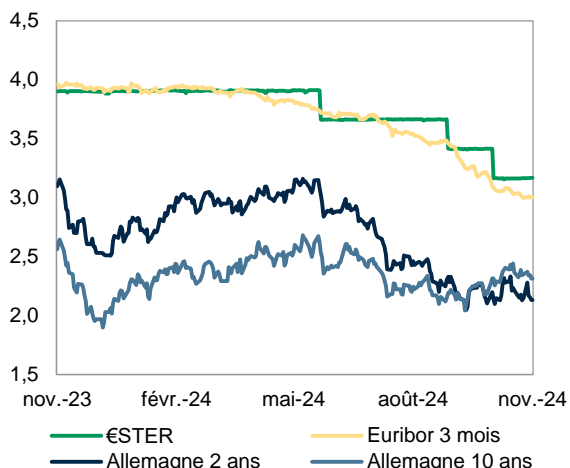
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

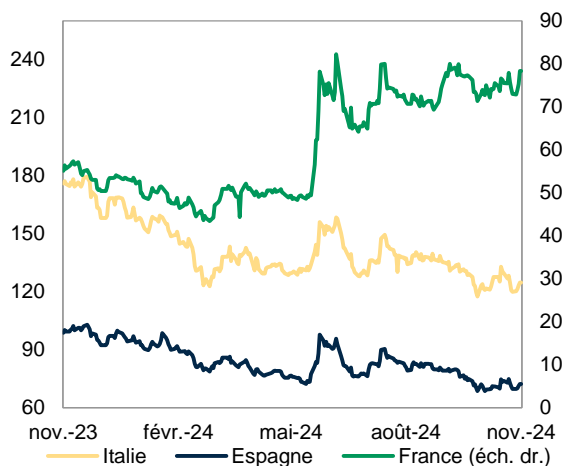
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

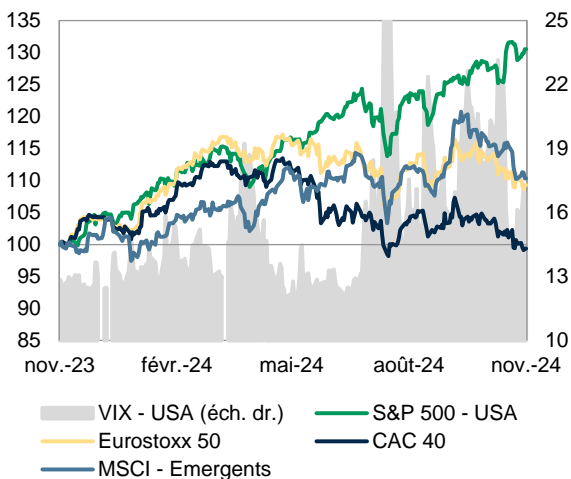
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

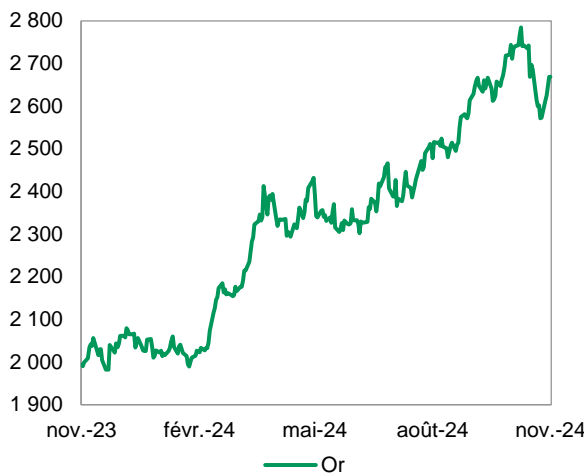
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

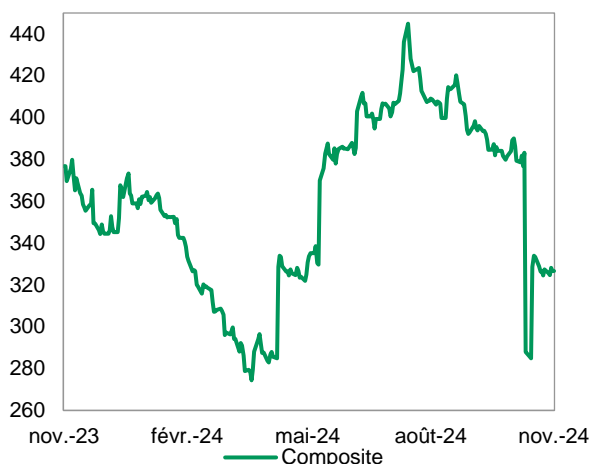
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

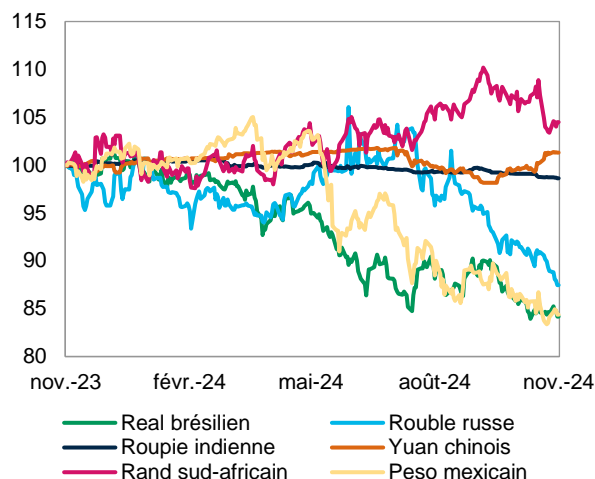
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

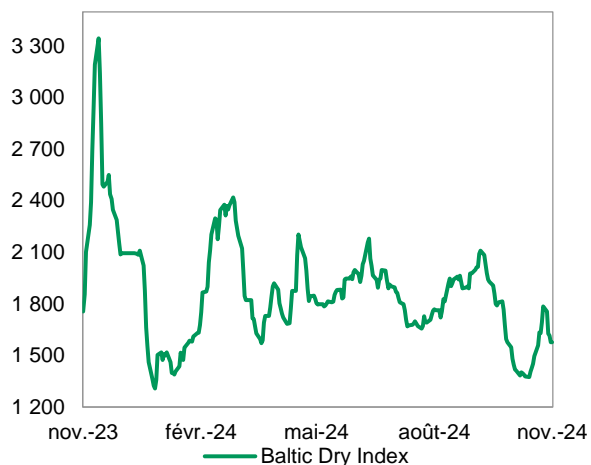
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

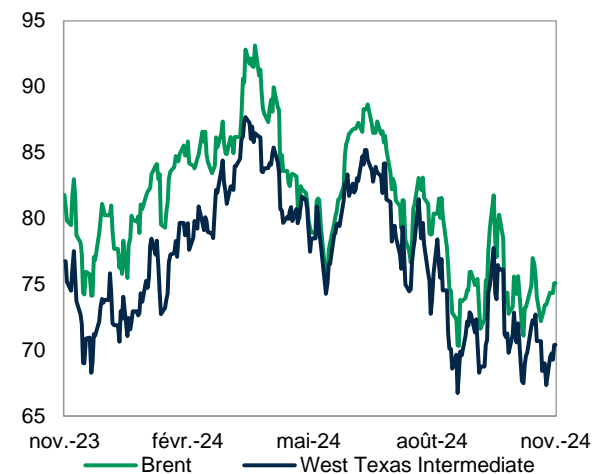
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

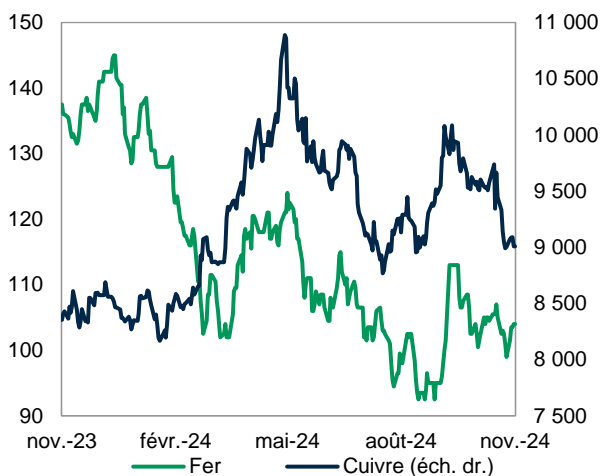
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

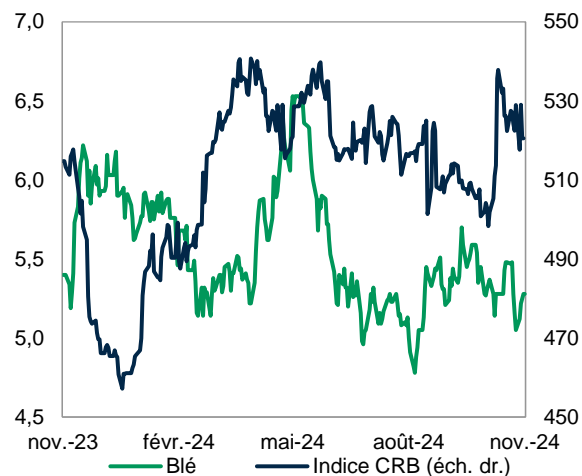
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

### Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



## Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 – Octobre 2024

### Des équilibres délicats

Date	Titre	Thème
20/11/2024	<u>Moyen-Orient – Les États du Golfe ont-ils la bonne stratégie pour l'après-pétrole ?</u>	Moyen-Orient
19/11/2024	<u>Vietnam – Les IDE, carburant durable de la croissance économique du Vietnam ?</u>	Asie
19/11/2024	<u>France – Hausse du taux de chômage et des défaillances d'entreprises, pourquoi faut-il relativiser ?</u>	France
18/11/2024	<u>Allemagne – Scénario 2024-2025 : la croissance cale</u>	Zone euro
15/11/2024	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
14/11/2024	<u>Le nickel calédonien sur la corde raide</u>	Métaux
14/11/2024	<u>Asie – Trump 2.0, ou l'ère de la grande incertitude commerciale</u>	Asie
14/11/2024	<u>Hongrie – Enfin une bonne nouvelle pour Viktor Orban</u>	PECO
13/11/2024	<u>Croissance en Amérique latine – Un "survol" des prévisions du FMI</u>	Amérique latine
12/11/2024	<u>France – L'Insee met le paquet, avec des comptes nationaux "augmentés", une première</u>	France
12/11/2024	<u>Immobilier commercial en France – Situation et perspectives : les valeurs vénales des bureaux prime ont augmenté à Paris au T3 2024</u>	Immobilier

### Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la publication :** Isabelle JOB-BAZILLE

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

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

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

**Europe centrale et orientale, Asie centrale, géo-économie :**

Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QUENTRIC

**Asie :** Sophie WIEVIORKA, Matteo GUERRAZ

**Amérique latine :** Catherine LBOUGRE (coordination scénario), Jorge APARCIO LOPEZ

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

**Documentation :** Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Datalab ECO

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Fabienne PESTY

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

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

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

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

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