

Perspectives

Hebdomadaire – N°24/329 – 6 décembre 2024

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Dans l'expectative</i>	2
☞ <i>Zone euro : au T3 une reprise presque en trompe-l'œil</i>	4
☞ <i>Italie : la croissance stagne mais le marché du travail confirme sa dynamique expansionniste</i>	5
☞ <i>Autriche : l'économie s'oriente vers une deuxième année de récession</i>	6
☞ <i>Royaume-Uni : le secteur privé fait grise mine après les annonces du budget du 30 octobre</i>	8
☞ <i>Thaïlande : un rebond timide de la croissance</i>	10
☞ <i>Marchés du travail latino-américains : embellie conjoncturelle, fragilités persistantes</i>	12

Dans l'expectative

En amont de la dernière réunion du FOMC des 17 et 18 décembre, le rapport sur l'emploi de novembre juste publié et l'inflation (qui sera connue la semaine prochaine) revêtent une importance cruciale. Selon le rapport sur l'emploi, 227 000 emplois ont été créés, une hausse soutenue mais qui intervient après les destructions causées par les ouragans ; le taux de chômage s'établit à 4,2% (après 4,1% en octobre et 3,7% il y a un an) ; le taux de participation est quasiment stable (à 62,5%) ; le salaire horaire moyen progresse de 0,4% au cours du mois portant la hausse sur un an à 4%. Dans ses grandes lignes, le rapport signale un ralentissement progressif du marché du travail, assez naturel après que l'économie et l'emploi ont « surperformé » et ne nécessitant pas un assouplissement monétaire massif et immédiat.

Ces chiffres complètent les impressions fournies par le *Beige Book* qui renseigne sur l'évolution économique des douze districts régionaux de la *Fed*. Qu'en retenir ? Au-delà d'un sentiment général globalement favorable, quelques points saillants peuvent être notés : activité économique en légère augmentation, optimisme quant à l'augmentation de la demande au cours des prochains mois, prix des intrants augmentant plus rapidement que les prix de vente selon la plupart des entreprises entraînant une baisse des marges bénéficiaires, risque important de hausse de l'inflation en raison des droits de douane. Ces données confirment les prises de parole de différentes responsables de la *Fed*. L'état de l'économie américaine reste plutôt encourageant avec des risques « déséquilibrés » : le risque de voir la désinflation patiner excède celui d'une décélération marquée de la croissance. Bien que l'économie puisse encore se révéler toujours plus « résiliente » qu'anticipé et l'inflation ne pas décélérer aussi sensiblement qu'attendu, la poursuite de la baisse du taux des *Fed funds* reste néanmoins à l'ordre du jour mais la *Fed* pourrait adopter une stratégie prudente d'assouplissement : notre scénario retient actuellement une réduction de 25 points de base (pb) en décembre, puis de 50 pb au cours du premier semestre 2025 (limite supérieure de la fourchette des *Fed funds* portée à 4%) avant une longue pause.

Dans la zone euro, la deuxième estimation du PIB du troisième trimestre a confirmé le chiffre d'une croissance trimestrielle de 0,4%, une légère accélération qui porte l'acquis pour 2024 à 0,7%. Si la croissance accélère, elle reste néanmoins terne. La reprise de la consommation des ménages est confirmée tandis que celle de l'investissement s'éloigne. Les disparités nationales se réduisent mais l'économie allemande continue de stagner (cf. ci-dessous, « *Zone euro : au T3 une reprise presque en trompe-l'œil* »). Or, en Allemagne, les chiffres de la production industrielle d'octobre ont confirmé la tendance clairement baissière avec un repli de 1% au cours du mois, portant la chute sur

un an à 4,7% après 4,2% en septembre. Cette contraction s'explique largement par celle de la production d'énergie (à son plus bas niveau depuis la réunification), elle-même largement liée au recul des productions « énergivores » (dont la chimie). Au titre des contractions emblématiques, figure notamment celle de la production automobile qui s'élève à 5,2% sur un an.

Lors de sa réunion du 12 décembre, la BCE devrait procéder à une baisse de ses taux directeurs que notre scénario situe à 25 pb, en ligne désormais avec le marché devenu moins agressif et ne tablant plus sur 50 pb. À cette occasion, la BCE actualisera ses projections macroéconomiques, qui couvriront également l'année 2027.

Enfin, lors de sa réunion du 5 décembre, l'OPEP+ a décidé d'encore différer de 3 mois le début de la hausse (ou plutôt de la « normalisation ») de sa production. La baisse volontaire mise en œuvre en octobre 2022 continue donc d'opérer jusqu'en avril 2025. Cette reconduction signale la volonté de faire remonter les cours mais, dans un environnement de fortes incertitudes (notamment sur les perspectives de croissance asiatique en cas de guerre ouverte des tarifs douaniers), l'accord semble avoir peu convaincu. Au cours de la semaine écoulée, le cours du pétrole (Brent) a perdu près de 2%.

Malgré quelques frémissements à la hausse au cours de la semaine écoulée, les taux souverains à 10 ans (États-Unis et Allemagne) se sont inscrits en repli depuis les sommets atteints dans le sillage immédiat de l'élection de D. Trump. Après avoir atteint un pic à 4,50% mi-novembre, les taux à 10 ans américains (*US Treasuries*) ont perdu quelque 30 pb. Le mouvement de baisse un peu plus marqué sur la partie longue laisse une courbe quasiment plate (écart 2 ans/10 ans). De même, en Allemagne, le Bund (taux souverain 10 ans) s'est sensiblement replié après avoir « flirté » avec un pic situé juste sous 2,50% mi-novembre.

Si, globalement, le programme économique de D. Trump suggère une croissance légèrement plus soutenue (réductions d'impôts, déréglementation) mais également une inflation plus élevée (droits de douane, lois anti-immigration), ce scénario reste évidemment conditionné par l'ampleur et le calendrier des mesures. L'impact de certaines d'entre elles, en particulier celui des tarifs douaniers, reste incertain. Les tarifs douaniers peuvent être assimilés à un surcoût mais on ignore qui va devoir s'en acquitter : les exportateurs pénalisés comprimant leurs marges, les importateurs l'absorbant également dans leurs marges ou, *in fine*, le consommateur américain sous réserve qu'il ne trouve pas de substituts aux produits importés désormais plus chers ou ne réduise pas sa consommation ? Il n'est donc pas très étonnant qu'après s'être considérablement redressés, les taux d'intérêt aient

marqué une pause susceptible de signaler qu'ils restent dans l'attente de la levée de certaines hypothèques mais aussi de la prochaine réunion de la *Fed*.

La semaine a été également marquée par des évolutions favorables des segments très légèrement plus risqués (souverains européens) à plus risqués (actions, émergents). Les *spreads* souverains de la zone euro par rapport au Bund se sont resserrés, un mouvement dont même la France a profité (une incertitude est levée puisque le gouvernement a effectivement été censuré...). La France reste toutefois à l'écart du mouvement de compression enregistré depuis le début de l'année et dont profitent amplement l'Italie, en premier lieu, mais aussi l'Espagne. Le rendement des taux français à 10 ans (vers 2,85%) est désormais

supérieur de quelque 10 pb à celui de l'Espagne et n'est inférieur à celui de l'Italie que de près de 35 pb. Ces écarts sont à rapprocher de ceux qui prévalaient en début d'année lorsque les taux espagnol et italien à 10 ans excédaient celui de la France d'environ, respectivement, 40 et 110 pb. Du côté des actions, la hiérarchie hebdomadaire place en tête l'Euro Stoxx 50 suivi du CAC40 puis du S&P500. Ces hausses, très légères, ne bouleversent pas le classement établi depuis le début de l'année et duquel le S&P500 ressort comme l'incontestable gagnant (plus de 27% de hausse) suivi de l'Euro Stoxx 50 (près de 10%) alors que le CAC40 perd 2%. Enfin, le dollar poursuit son ascension.

Zone euro

Zone euro : au T3 une reprise presque en trompe-l'oeil

La dernière estimation du PIB de la zone euro pour le troisième trimestre 2024 confirme les précédentes et nos propres prévisions de septembre dernier, avec une croissance de 0,4% qui porte l'acquis de croissance pour 2024 à 0,7%. Elle présente aussi une croissance révisée à la hausse en 2022 (+3,6% en lieu de +3,4%), mais confirme la croissance de 2023 en moyenne annuelle (0,5%), du fait d'un meilleur acquis qui compense un profil de croissance légèrement révisé à la baisse au deuxième semestre (0% en lieu de 0,1% au T3 et T4 2023).

Après 0,3% au premier trimestre et 0,2% au deuxième, la croissance du troisième trimestre 2024 s'inscrit en accélération (+0,4% /T2). Sur un an, le PIB a progressé de 0,9%.

Cette croissance a été le fait du redressement de la valeur ajoutée de l'industrie (+0,4% sur le trimestre), des services marchands (+0,4%) et des services non marchands (+0,6%), tandis que la valeur ajoutée était en baisse dans l'agriculture (-0,8%) et dans la construction (-0,5%). Le partage de la valeur ajoutée est encore favorable aux salaires, grâce à une légère accélération de l'emploi (0,2%) et du salaire par tête (0,9%). Cependant, la productivité se redresse aussi légèrement, permettant un affaiblissement de la progression des coûts salariaux par unité produite et un ralentissement de la dégradation des marges. La productivité horaire se redresse plus rapidement, grâce à la stagnation du nombre des heures travaillées.

La demande intérieure a contribué positivement à la croissance (+0,9 point), grâce à l'accélération de la consommation privée, à la progression – bien que ralentie – de la consommation publique, et à la reprise de l'investissement ; tandis que la contribution de la demande extérieure nette a été négative -0,9 point). L'accumulation des stocks s'est faite à un rythme supérieur à celui de la croissance du PIB, contribuant ainsi positivement à cette

dernière (+0,4 point). Cette reconstitution des stocks, qui intervient après plusieurs trimestres de fort déstockage, est commune à toutes les grandes économies de la zone.

La reprise de la consommation des ménages (+0,7%) est bien réelle avec des dépenses en nette accélération dans toutes les grandes économies de la zone euro. Ce n'est donc pas que le résultat de l'effet positif et transitoire des Jeux olympiques sur la consommation des ménages français (+0,6% sur le trimestre), puisque ce rebond est partagé. La consommation privée augmente de 0,3% en Allemagne, de 1,4% en Italie, de 1,1% en Espagne, de 0,8% aux Pays-Bas et à un rythme encore supérieur en Belgique et au Portugal.

En revanche, la progression de l'investissement cache une réalité bien moins positive, puisqu'elle est le fait d'une forte remontée de l'investissement en biens informatiques et des technologies de la communication en Irlande (+211%), qui masque le recul de l'investissement dans la zone euro (-0,4%) et dans les principales économies de la zone. En effet, l'investissement dans le logement s'est replié, bien qu'à un rythme moindre (-0,24%) et cela dans tous les grands pays à l'exception de l'Espagne. Il a encore stagné dans le BTP dans la zone euro, résultat d'une forte croissance en Italie et dans une moindre mesure en France et d'un repli très marqué en Espagne. L'investissement productif a reculé dans la zone euro (-1,8%) sous l'effet d'une baisse très marquée de l'investissement en biens de transport (-3,8%). Cette dernière a été très significative en France (-8%), en Italie (-6%) et en Espagne (-4,2%), tandis que l'accumulation de biens de transport a progressé en Allemagne (+3,8%).

Les exportations se sont repliées (-1,5%) dans la zone euro, tout comme en Allemagne, en France et en Italie, tandis que les importations ont crû (+0,5%) dans la zone euro ainsi que dans les grandes économies à l'exception de la France.

✓ Notre opinion – Face au ralentissement de l'économie américaine, après une phase de croissance soutenue qui la place sur un rythme annuel encore très élevé au T3 (2,7%), l'économie de la zone euro a accéléré au cours de l'été, sur un rythme (+0,9% sur un an) néanmoins encore bien inférieur à la croissance américaine. Le redressement de la consommation des ménages acté au cours de l'été est de bon augure pour une croissance un peu plus soutenue l'année prochaine. Cependant, les dernières informations sur l'investissement ne présagent pas une accélération marquée. Nous avons révisé à la baisse notre prévision sur l'investissement et reporté à 2026 son redémarrage. Si la reprise cyclique de la productivité va permettre une amélioration des marges, le délai de transmission de la baisse des taux d'intérêt sur les décisions d'investissement reste pénalisant puisqu'il s'étale jusqu'à la fin de 2025. Ces dernières seront encore brouillées par une incertitude croissante quant aux conditions de la demande étrangère et modérées par la faiblesse de la demande domestique. Les décisions d'embauche suivront la même logique. Nous avons ainsi révisé à la baisse notre prévision pour le dernier trimestre 2024 de 0,3% à 0,1%, abaissant ainsi nos prévisions pour l'année 2024 de 0,8% à 0,7%.

 **Italie : la croissance stagne mais le marché du travail confirme sa dynamique expansionniste**

La publication des détails des comptes du troisième trimestre confirme la mise à l'arrêt de l'activité au cours des mois d'été. Le PIB est ainsi resté stable en variation trimestrielle et n'a progressé que de 0,4% en glissement annuel. L'Istat a néanmoins revu à la hausse l'acquis pour 2024, passant de 0,4% à 0,5%.

Du côté de l'offre, les tendances observées au deuxième trimestre se confirment. L'activité dans l'industrie, dont la croissance était déjà en territoire négatif, recule pour le troisième trimestre consécutif avec une baisse de 1,3%. Les services continuent de soutenir la croissance mais tendent à ralentir. Tandis que les activités de commerce commencent à reprendre de l'élan avec une hausse de 1,5% par rapport à 0,4% le trimestre précédent et que les activités bancaires ralentissent légèrement. L'ensemble des autres secteurs de services affichent un taux de croissance négatif avec des contractions marquées pour les activités immobilières et les TIC (respectivement -0,8% et -0,9% par rapport au trimestre précédent). Les activités de construction se redressent légèrement après avoir été en repli le trimestre précédent.

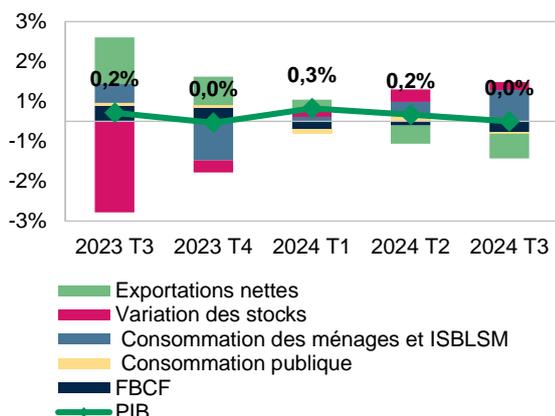
avec une reprise des importations au cours du trimestre. Ces dernières augmentent de 1,2%. Les exportations, déjà en baisse depuis deux trimestres, se replient de 0,9% au T3. Face à ce nouveau recul, la contribution des exportations nettes à la croissance est négative de 0,7 point de pourcentage. Les variations des stocks ont contribué positivement à la croissance.

Les effets du ralentissement dans l'industrie ainsi que des conditions monétaires encore défavorables commencent à peser de manière plus significative sur l'investissement. C'est en tout cas le constat qui ressort des données des comptes nationaux, avec un recul de l'investissement en machines et équipements de près de 3,9%, soit la plus forte baisse depuis 2020. Il avait déjà reculé significativement au T1 pour se stabiliser le trimestre suivant. L'investissement dans les biens de transport, qui cumule quatre trimestres de repli consécutifs, recule de nouveau au T3 avec une contraction de 6% d'un trimestre à l'autre. Enfin, du côté de la construction, les effets du retrait du « Superbonus » se concrétisent davantage. L'investissement en logement recule pour le troisième trimestre consécutif, cédant 1,1% sur le trimestre. Cette baisse est néanmoins compensée par la hausse des investissements en bâtiments et travaux publics, encore tirés par les projets liés au plan de relance. Ces effets conjugués dressent un profil de l'investissement en net recul, avec -1,2%. Sur les neuf premiers mois de l'année, ce dernier a ainsi baissé de près de 3%. Malgré ces baisses cumulées, les bonnes performances de l'investissement en fin d'année 2023 permettent de maintenir un acquis nul pour 2024. Tandis que l'acquis dans le secteur de la construction reste largement positif (+2,7%), il demeure fortement négatif pour l'investissement productif (-4,5%).

Malgré la stagnation du PIB, les heures travaillées continuent de progresser, augmentant de 0,2% par rapport au trimestre précédent, tirées par les services. Les heures travaillées baissent néanmoins de 1,8% dans l'agriculture, la sylviculture et la pêche, et de 1,1% dans la construction, et stagnent dans l'industrie.

Outre les heures travaillées, l'emploi progresse également au troisième trimestre de 0,5% par rapport au trimestre précédent. Cette tendance se poursuit au mois d'octobre, avec le nombre de personnes occupées augmentant de nouveau sur une base mensuelle de 0,2%, après avoir reculé le mois précédent. La hausse du mois d'octobre reste imputable à une croissance encore soutenue de l'emploi salarié en contrat à durée indéterminée, tandis que les contrats courts diminuent de 2,1% sur le mois, contribuant négativement à la croissance de l'emploi (de -0,2%). L'emploi des indépendants progresse également de 0,4%. Le nombre de personnes inoccupées diminue aussi en octobre,

T/T **Contribution à la croissance du PIB**

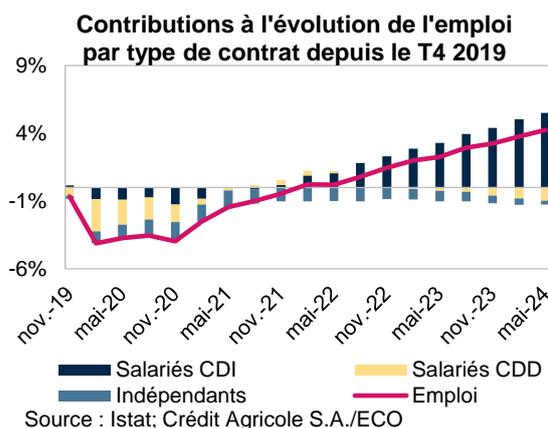


Sources : Istat, Crédit Agricole S.A./ECO

Ces divergences sectorielles trouvent également un écho dans les évolutions du côté de la demande. Au cours du troisième trimestre, la contribution de la demande domestique s'est redressée à la faveur d'une reprise de la consommation des ménages, tandis que les performances de l'investissement marquent le pas. La consommation des ménages a ainsi augmenté de 1,3% par rapport au trimestre précédent, portée par une croissance des dépenses de consommation dans les services qui enregistrent une hausse de 2%. Les dépenses en biens ont également accéléré sur le trimestre, passant de +0,2% au T2 à +0,5% au T3, tirées par une évolution positive du segment des biens non durables. Les dépenses en biens durables continuent également de croître sur le trimestre, mais affichent un ralentissement par rapport au trimestre précédent. La hausse de la consommation semble aller de pair

permettant au taux de chômage de franchir un nouveau seuil, à 5,8% en octobre, tandis que le taux d'emploi progresse également à 62,5% (+0,1 point). Ce dernier a augmenté de 0,6 point de pourcentage sur un an.

Le marché du travail n'est cependant pas immunisé face au ralentissement de l'activité. Ce dernier ne se reflète cependant pas sur les variables traditionnelles ; la variable à suivre dans le cas italien pour mesurer ses effets semble être celle des sorties du marché du travail, en particulier chez les femmes et les moins de 35 ans. Le taux d'inactivité progresse donc de 0,2 point et s'élève à 33,6%.



Notre opinion – Après une première estimation de la croissance décevante, le détail des comptes nationaux peut prêter à une lecture moins alarmiste de la situation. L'économie italienne ralentit, c'est un fait. Les effets du resserrement monétaire cumulés à un affaiblissement du cycle industriel et du commerce commencent à montrer ses effets, mais le troisième trimestre marque également le réveil de la consommation des ménages, une reprise qui tardait à se matérialiser. L'acquis de croissance de 2024 laisse néanmoins peu d'espoir pour la croissance de cette année qui devrait rester bien en deçà des prévisions faites par le gouvernement.

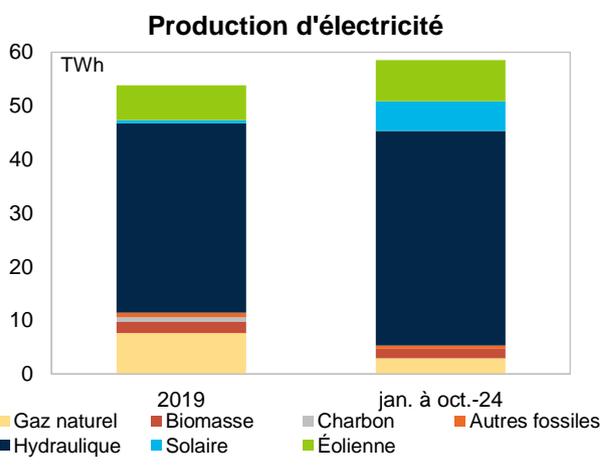
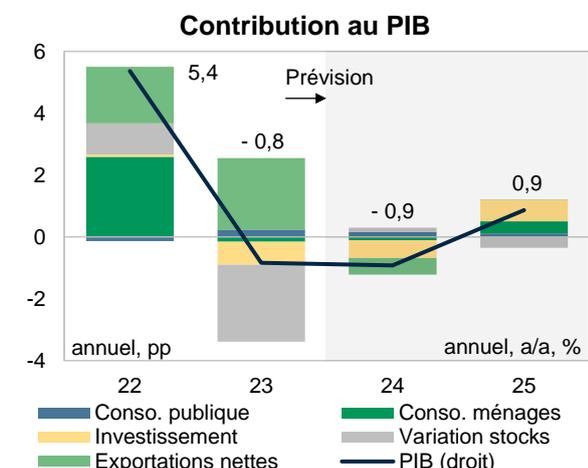
Autriche : l'économie s'oriente vers une deuxième année de récession

L'économie autrichienne a reculé de 0,1% au troisième trimestre 2024, lestée par la consommation des ménages (en baisse de 0,2%) et l'investissement productif (en baisse de 1,1%). En revanche, la consommation publique a augmenté de 0,6%. L'expansion dans la construction (en hausse de 1%) a été soutenue par l'investissement en logement, tandis que l'investissement en bâtiments et ouvrages de génie civil s'est contracté. La formation brute de capital fixe (en hausse de 0,4%) a été également soutenue par l'investissement immatériel (en hausse de 1,6%). Les exportations nettes se sont contractées à cause de la diminution des exportations (en baisse de 0,6%) et de l'augmentation des importations (en hausse de 1,1%).

dans la construction et de l'investissement productif. En revanche, la croissance des six premiers mois avait été soutenue par la consommation publique et des ménages

Les résultats du troisième trimestre 2024 portent l'acquis de croissance pour l'année 2024 en territoire négatif à 1,3%. Nous prévoyons un recul du PIB de 0,9%, plafonné par la contribution négative de la formation brute de capital fixe (en baisse de 2,4%) et la consommation des ménages (en baisse de 0,2%). En revanche, l'évolution de l'activité serait soutenue par la consommation publique (en hausse de 0,8%). Les exportations nettes se contracteraient car la diminution des importations (en baisse de 3,2%) ne suffirait pas à compenser la chute des exportations (en baisse de 3,8%).

Ces résultats font suite au recul du premier semestre, pénalisé par la baisse de l'investissement



☑ **Notre opinion** – *L'économie a été particulièrement sensible à un ralentissement du commerce international et de la demande extérieure en raison du poids des exportations dans le PIB. Compte tenu de l'intégration profonde de l'économie dans les chaînes mondiales de la valeur, de nouvelles perturbations et des augmentations des prix de l'énergie et des matières premières pourraient avoir un impact négatif sur l'industrie manufacturière. Le prix du gaz naturel pourrait augmenter prochainement en raison de la fermeture du transit de gaz russe à travers l'Ukraine le 31 décembre et la capacité limitée d'autres gazoducs. Le pays est en effet confronté à un problème d'approvisionnement en gaz naturel. La société russe Gazprom a interrompu en novembre son approvisionnement à la société autrichienne OMV en raison d'une procédure d'arbitrage, mais d'autres fournisseurs ont augmenté leurs achats, selon Eustream. OMV a un contrat d'approvisionnement avec Gazprom jusqu'en 2040. 82% des importations de gaz naturel de l'Autriche provenaient de Russie, selon le ministère autrichien de l'Énergie. Grâce à la progression de la production d'électricité hydroélectrique, éolienne et solaire, la part de gaz naturel a diminué pour atteindre 5%.*

La situation politique rajoute de l'incertitude. Le parti national conservateur FPÖ est arrivé en tête dans les élections législatives de septembre, gagnant 13 points et obtenant ainsi son meilleur résultat. Le parti libéral conservateur ÖVP de l'actuel chancelier a reculé de 11 points, tandis que son partenaire de coalition, les Verts, a perdu 41% de son soutien. Le parti social-démocrate SPÖ a obtenu un résultat similaire à celui de 2019, tandis que le parti libéral NEOS a connu une légère progression de sa présence à la chambre basse.

Étant donné que tous les partis refusent de faire partie d'une coalition dirigée par le FPÖ, les négociations pour former un nouveau gouvernement auraient l'ÖVP et le SPÖ comme interlocuteurs, qui auraient besoin du soutien d'un troisième partenaire pour s'assurer une majorité parlementaire stable. NEOS pourrait rejoindre la coalition, mais les négociations se poursuivent en raison des divergences politiques entre les partis impliqués.

Royaume-Uni

Royaume-Uni : le secteur privé fait grise mine après les annonces du budget du 30 octobre

Les enquêtes PMI de climat des affaires auprès des directeurs d'achat se sont nettement détériorées en novembre : l'indice PMI composite (tombé à 50,5 contre 51,8 en octobre) révèle le plus faible taux d'expansion de l'activité depuis octobre 2023. La demande ralentit fortement depuis juillet : le rythme de hausse des nouvelles commandes est au plus bas depuis le début de l'année. L'emploi se contracte pour le second mois consécutif.

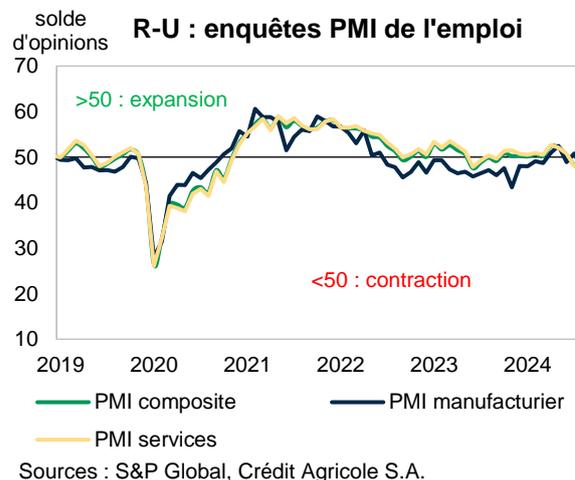
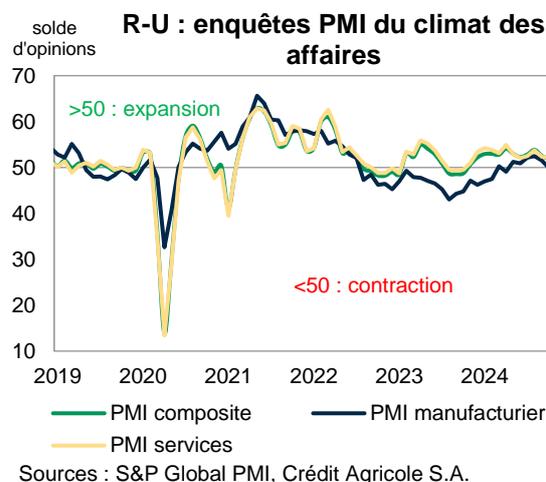
La détérioration du climat des affaires touche aussi bien le secteur de l'industrie que celui des services. Dans ce dernier, la confiance dans les perspectives pour les douze prochains mois atteint son plus bas niveau depuis décembre 2022. L'indice du volume d'activité baisse à 50,8 contre 52 en octobre, un plus bas depuis treize mois. Les entreprises notent une hausse de l'incertitude entourant les perspectives économiques, liée à l'anticipation d'une remontée des coûts salariaux en raison des annonces d'une hausse des contributions patronales et du salaire horaire minimum (*National Living Wage*) dans le budget du 30 octobre. Un grand nombre d'entreprises signalent qu'elles gèlent les embauches et décident de ne pas remplacer des départs volontaires tout en notant une absence de tensions sur les capacités de production. La hausse des coûts salariaux pèse également sur les perspectives d'investissement des entreprises et les perspectives économiques en général. Certaines entreprises indiquent déjà avoir suspendu de nouveaux projets d'investissement.

Dans l'industrie, la production se contracte pour la première fois depuis avril (indice PMI *Output* à 48,3 contre 50,3 en octobre) sur fond de repli de la demande domestique et étrangère. C'est dans l'industrie des biens intermédiaires que l'on observe la plus forte baisse de la demande, même si elle se replie également dans les secteurs des biens de consommation et d'investissement. Pour certaines entreprises, les annonces du gouvernement dans le budget d'automne ont conduit à une réévaluation des projets d'investissement des fabricants et de leurs clients. Les conditions à l'exportation sont également restées difficiles en novembre. Les nouvelles commandes à l'exportation se sont contractées pour le trente-et-unième mois en raison de la baisse de la demande des États-Unis, de la Chine, de l'Union européenne et du Moyen-Orient, selon S&P Global. En ce qui concerne le marché de l'UE, les entreprises interviewées signalent la faiblesse de la demande allemande, en particulier de la part de l'industrie automobile.

L'emploi fait les frais de la morosité de la demande et des inquiétudes liées aux pressions sur les coûts de production. Dans les services, on observe deux mois consécutifs de contraction, tandis que dans

l'industrie il se replie pour la deuxième fois en trois mois.

Enfin, les résultats des enquêtes suggèrent une accélération des pressions inflationnistes : dans les services, les prix des intrants augmentent à leur rythme le plus soutenu depuis avril. Les entreprises cherchent à répercuter la hausse des salaires et d'autres dépenses, notamment les factures d'énergie, ainsi que des coûts d'assurance et des dépenses technologiques. Ainsi, le taux d'inflation des prix facturés des services a atteint son plus haut niveau depuis juillet. Dans l'industrie, les pressions sur les prix des intrants remontent également en novembre tout en restant inférieures à leur niveau de septembre. Les entreprises notent une hausse des prix des matériaux, ainsi que des tensions sur les tarifs du fret, des pénuries de matières premières et la crise en mer Rouge parmi les principaux facteurs de hausse des coûts de production. Cependant, en raison de la faiblesse de la demande, les entreprises ont des difficultés à répercuter la hausse de leurs coûts de production, rognant davantage sur leurs marges. Les prix des produits manufacturés ont continué de ralentir.



☑ **Notre opinion** – Après une première moitié de l'année de forte croissance, l'économie britannique est à bout de souffle. La croissance n'a été que de 0,1% au troisième trimestre et les enquêtes disponibles pour les deux premiers mois du T4 suggèrent une probable contraction de l'activité sur le dernier trimestre. Au contexte de faiblesse de la demande étrangère, notamment européenne, s'ajoute la réaction négative du secteur privé aux annonces du gouvernement dans le budget du 30 octobre.

Les mesures qui font grincer les dents sont celles qui auront un impact sur les coûts salariaux des entreprises. Les entreprises regrettent notamment la hausse des cotisations sociales patronales (« National Insurance Contributions ou NICS ») avec une hausse du taux de 1,2%, lequel atteindra 15% en avril prochain, et une baisse du seuil d'éligibilité de 9 100 à 5 000 livres par an. Cette mesure devrait rapporter à l'État des recettes de l'ordre de 25 milliards de livres par an à l'horizon de 2029-30, nécessaires pour financer le trou noir hérité du précédent gouvernement et pour mettre fin à l'austérité dans certains services publics. Le gouvernement a par ailleurs décidé de relever de 6,7% le salaire horaire minimum (National Living Wage), qui passera de 11,44 à 12,21 livres en avril 2025. Le salaire minimum pour les 18-20 ans passera de 8,6 à 10 livres de l'heure. Ces mesures risquent d'avoir un impact négatif sur le marché du travail à travers une baisse des heures travaillées et une réduction des emplois salariés, et donc plus de chômage. Les entreprises employant beaucoup de main-d'œuvre à faible qualification (et donc bas salaires) seront les plus impactées.

La hausse des NIC est susceptible d'avoir plusieurs impacts économiques : une inflation légèrement plus élevée l'année prochaine, les entreprises cherchant à répercuter la hausse des coûts de production sur les prix de vente ; moins d'emplois et une croissance des salaires globalement plus faible ; une profitabilité réduite ce qui serait à son tour susceptible de peser sur l'investissement dans le secteur privé. La banque centrale demeurera prudente dans son cycle d'assouplissement, ne réduisant que graduellement son taux directeur. Un coût du capital plus élevé que ce qui aurait été le cas en l'absence des mesures annoncées dans le budget (dont notamment un emprunt de l'État plus significatif que prévu) et une politique budgétaire qui demeure restrictive vont continuer de peser sur les perspectives économiques britanniques.

Pays émergents

Asie

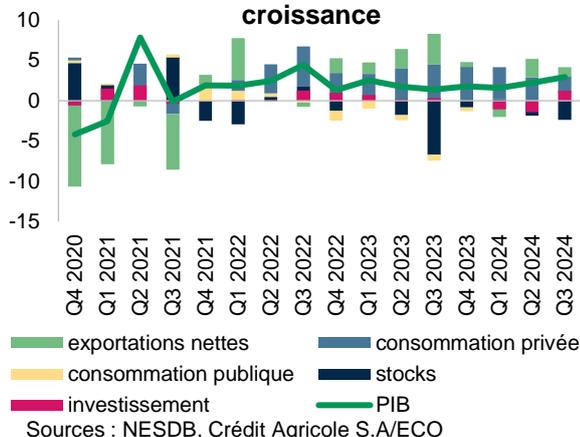
Thaïlande : un rebond timide de la croissance

La Thaïlande affiche une croissance de 3% au troisième trimestre en glissement annuel (g.a.), contre 2,2% au trimestre précédent. Sur les neuf premiers mois de 2024, l'économie thaïlandaise a progressé de 2,3%, dépassant ainsi les 1,9% enregistrés sur l'ensemble de l'année 2023.

Cette reprise est principalement portée par une forte augmentation de la consommation publique (+6,3% au T3) et de l'investissement (+5,2% au T3). En revanche, la consommation privée montre des signes de ralentissement, avec une progression de 3,4% au troisième trimestre, contre 4,9% au deuxième trimestre et 6,1% au premier.

Le commerce extérieur continue de soutenir l'économie thaïlandaise ce trimestre, avec des exportations en hausse de 11,2% en g.a., surpassant la progression des importations (+10,5%). Pour rappel, la Thaïlande est une économie très axée sur les exportations (environ 65% du PIB). Mais en 2023, la croissance était restée contrainte par la faiblesse des débouchés extérieurs (-2,8% pour les exportations de biens), ce qui avait expliqué ses performances en demi-teinte.

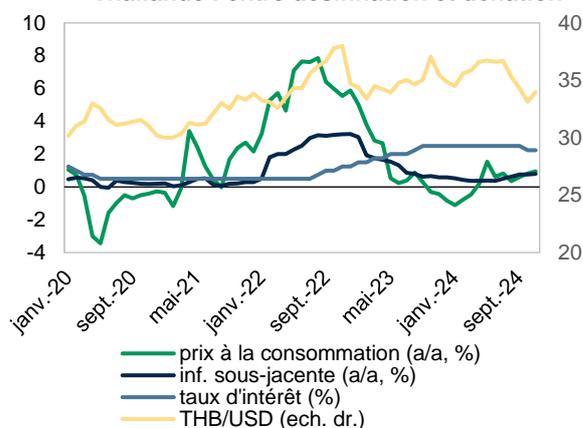
Thaïlande : contributions à la croissance



Cette année, la trajectoire de croissance est plutôt pénalisée par la faiblesse de la consommation, qui se reflète dans les chiffres de l'inflation. Le pays oscille ainsi entre déflation et désinflation : après une phase d'accélération en 2022, marquée par la hausse des prix alimentaires et surtout énergétiques, l'inflation a rapidement déceléré, passant de 6,1% en 2022 à 1,2% en 2023. En novembre, l'indice des prix à la consommation a progressé de 0,9% en g.a., en légère hausse par rapport aux 0,8% enregistrés en octobre. Pour l'année 2024, l'inflation est attendue autour de 0,4%, bien en-deçà de la fourchette cible de 1-3% fixée par la *Bank of Thailand* (BoT).

Malgré cela, la BoT se trouve contrainte dans sa baisse de taux. Le taux directeur, abaissé à 2,25% en octobre, est déjà nettement inférieur à celui de la Fed. Assouplir davantage la politique monétaire exposerait ainsi le pays à des sorties de capitaux et à des pressions accrues sur le taux de change, alors même que la banque centrale a réussi à stabiliser le cours du baht, qui a même eu tendance à s'apprécier face au dollar depuis le début de l'année.

Thaïlande : entre désinflation et déflation



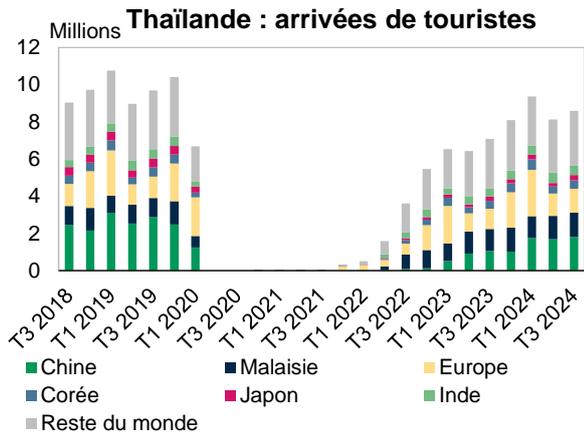
Un secteur touristique toujours à la peine

En 2023, la Thaïlande a accueilli environ 28 millions de touristes, chiffre en progression de plus de 150% par rapport à 2022, mais toujours inférieur de 30% à celui de 2019. La reprise du tourisme s'est poursuivie en 2024, avec 26 millions de visiteurs recensés entre janvier et septembre, contre 20 millions sur la même période en 2023 et 29 millions en 2019.

Bien que les flux touristiques soient en constante progression depuis 2022, la dépense par tête des visiteurs demeure nettement inférieure aux niveaux pré-pandémiques. De fait, les revenus liés au tourisme, qui avoisinaient les soixante milliards de dollars en 2019, n'ont atteint que trente milliards en 2023. Cela peut être attribué en partie à une évolution dans les pays d'origine des touristes.

La reprise du tourisme chinois reste lente. Malgré la levée progressive des restrictions de voyage pour les ressortissants chinois en 2023, les subventions gouvernementales encourageant le tourisme domestique en Chine ont probablement freiné la reprise des voyages internationaux. En outre, ceux qui continuent de voyager consomment peu – reflet d'une situation économique difficile en Chine. De même, le nombre de visiteurs en provenance du Japon ou de la Corée du Sud, au pouvoir d'achat élevé peine à retrouver les niveaux de l'année 2019.

En revanche, on observe une croissance du nombre de touristes en provenance d'Inde et de Malaisie notamment.



Le tourisme occupe une place prépondérante dans l'économie thaïlandaise et contribue de manière significative aux excédents de la balance courante du pays. En 2019, cet excédent atteignait 7% du PIB. L'arrêt brutal du secteur touristique a entraîné un déficit de 3,5% du PIB en 2022.

Une grande partie du secteur touristique (hôtellerie, restauration, etc.), comptabilisée comme des exportations de services, permet à la balance des services d'enregistrer des excédents conséquents. Au cours des neuf premiers mois de l'année 2024, la balance des biens et services a enregistré un excédent de 4,55 milliards de dollars. Ce résultat se décompose en un excédent de 5,8 Mds USD pour la balance commerciale et un déficit de 1,25 Md USD pour la balance des services, signe d'une reprise encore timide du secteur touristique.

Conscient du rôle cardinal joué par le tourisme dans l'économie, le gouvernement a mis en place diverses mesures pour stimuler le secteur touristique. L'une des initiatives phares consiste à autoriser les ressortissants de plusieurs dizaines de pays à entrer sur le territoire sans visa pour un séjour allant jusqu'à 60 jours, contre 30 auparavant. Des programmes visant à attirer les « travailleurs nomades » avaient aussi été mis en place.

Le gouvernement opte pour une relance de court terme

Fin septembre, le gouvernement thaïlandais a lancé un ambitieux programme de distribution monétaire à sa population. Ce plan prévoit d'octroyer 10 000 bahts (environ 292 dollars) à près de 50 millions de Thaïlandais, sélectionnés selon des critères d'âge et de revenus. La première phase de distribution a concerné quinze millions de bénéficiaires. Le coût total de cette initiative devrait avoisiner les 500 milliards de bahts (13,1 milliards de dollars). Le financement du programme sera assuré par les budgets 2024 (152,7 milliards de bahts) et 2025 (175 milliards de bahts), ainsi que par la *Bank for Agriculture and Agricultural Cooperatives* (172,3 milliards de bahts).

Conçue pour stimuler la consommation à court terme, le gouvernement estime que la première salve de dons devrait engendrer un impact positif sur le PIB compris entre 0,2% et 0,35%. Toutefois, ce programme ne résout pas les problèmes structurels de l'économie thaïlandaise, notamment l'endettement élevé des ménages qui frôle les 90% du PIB.

En outre, l'instabilité politique actuelle empêchera peut-être la Première ministre, Paetongtarn Shinawatra, de mener à bien ce projet. Pour rappel, Shinawatra n'est autre que la fille et nièce de Thaksin et Yingluck Shinawatra, tous deux anciens Premiers ministres thaïlandais renversés par des coups d'État militaires en 2006 et 2014.

L'été 2024 avait déjà été marqué par une forte turbulence politique : le Premier ministre Srettha Thavisin a été destitué par la Cour constitutionnelle car il avait nommé dans son cabinet un avocat condamné pour corruption, tandis que le parti Move Forward était dissous et certains de ses membres frappés d'inéligibilité pour avoir fait campagne pour réformer le crime de lèse-majesté, extrêmement strict en Thaïlande.

Malgré son élection récente, Paetongtarn Shinawatra n'est pas à l'abri des turbulences politiques caractéristiques du royaume.

✓ Notre opinion – *La Thaïlande reste un des rares pays à ne pas encore avoir retrouvé son niveau de PIB pré-pandémie : la récession y avait été particulièrement violente et la reprise demeure peu dynamique. La timide relance amorcée en 2024 devrait toutefois se poursuivre en 2025. Nous anticipons une croissance de 2,6% pour l'année 2024, puis de 2,8% pour 2025. Certains risques baissiers pourraient néanmoins impacter l'activité, comme la détérioration de la demande internationale, en particulier chinoise et américaine.*

Pour relancer la croissance, le nouveau gouvernement privilégie une stimulation à court terme de la consommation, au détriment de réformes structurelles plus profondes. Or, le retour à un sentier de croissance supérieur à 3% sur le moyen et long terme impliquera pour la Thaïlande de sortir de sa trop forte dépendance au tourisme, d'être mieux placée dans les chaînes de valeur de la zone, et de répondre à ses défis structurels (vieillesse de la population, classe moyenne qui peine à émerger, productivité insuffisante, etc.). Le pays dispose d'un marché intérieur vaste (70 millions d'habitants), où le développement de la classe moyenne et le passage à une croissance mieux équilibrée entre consommation privée et excédents courants constitueraient une évolution idéale du modèle.

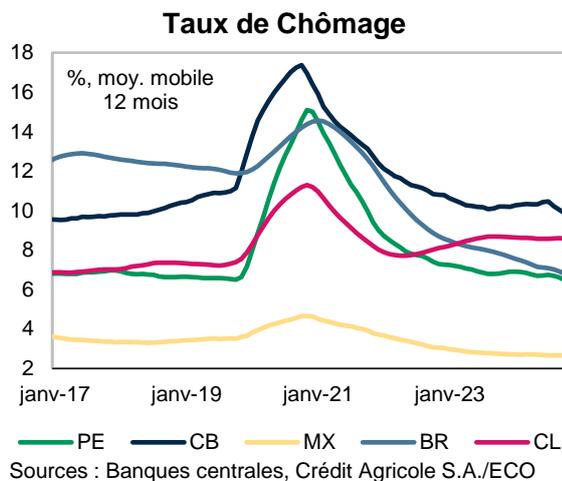
Amérique latine

Marchés du travail latino-américains : embellie conjoncturelle, fragilités persistantes

Avec des taux de chômage faibles au regard des données récentes mais aussi historiques, les marchés du travail latino-américains se sont révélés dynamiques, affichant une résistance supérieure aux attentes. En Amérique latine (et plus généralement dans les pays émergents), dès qu'est abordée la question du chômage se pose celle du taux d'informalité. Au Pérou, ce taux dépasse 70% et a progressé avec la récession de 2023. Les taux restent élevés au Mexique (54%) et en Colombie (56%). Au Brésil, le taux d'informalité se maintient autour de 40%. Enfin, malgré une légère hausse récente, le Chili affiche le taux le plus faible (28%). L'informalité ne doit cependant pas empêcher de « survoler » ce que livre le marché du travail.

Du côté de l'emploi

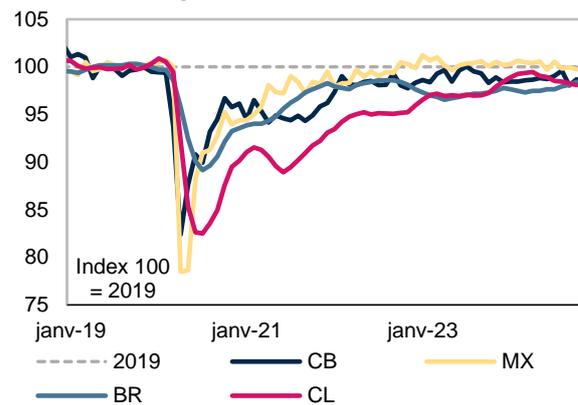
Le Brésil se distingue avec un **taux de chômage** historiquement faible ; il est rejoint par le Mexique (mais les progrès sont moins impressionnants). La Colombie et le Pérou affichent des taux de chômage plus en ligne avec leur moyenne historique. Enfin, le Chili fait exception avec un taux de chômage excédant sa moyenne historique.



Ces taux flatteurs masquent une réalité complexe et des situations nationales hétérogènes. Leur faiblesse s'explique, en partie, par une récupération incomplète de la **participation au marché du travail**¹, notamment au Brésil (63%), où elle reste inférieure de près de 2 points de pourcentage (p.p.) à son niveau pré-Covid. L'économie brésilienne connaît une croissance robuste, surpassant toutes les prévisions récentes. Cette performance pourrait suggérer une possible augmentation de la croissance potentielle mais indique également que les facteurs de production approchent de leur

capacité maximale : le taux de chômage le plus faible jamais enregistré (6,2%) en atteste. Le redressement de l'inflation également. Au Mexique, la participation au marché du travail (60%) a retrouvé son niveau pré-Covid², indiquant que la baisse du chômage (à 2,5%, un niveau historiquement bas) résulte de la création d'emplois. Cependant, signe du ralentissement économique, le rythme des créations d'emplois semble fléchir.

Participation au marché du travail



La baisse de la participation en Colombie (-0,8 p.p. à 63,9%) et au Pérou (-5,4 p.p. à 72%) a contribué à maintenir le taux de chômage à un niveau relativement stable (respectivement 9,1% et 5,8%), malgré une quasi-récession en Colombie et une récession au Pérou. Enfin, au Chili, la croissance économique faible de 2023 s'est traduite par un taux de chômage élevé (8,5%), supérieur à sa moyenne récente (6,8%) en dépit d'un repli de la participation sous son niveau prépandémie (-1,2 p.p. à 62%). Le revenu fourni par la désépargne (retraits anticipés des fonds de pension) pourrait avoir contribué à cette baisse, en offrant aux salariés la possibilité de ne pas se « précipiter » sur le marché du travail. Compte tenu de la reprise attendue de la croissance, le marché du travail chilien devrait retrouver son dynamisme au cours des prochains mois.

Du côté des salaires

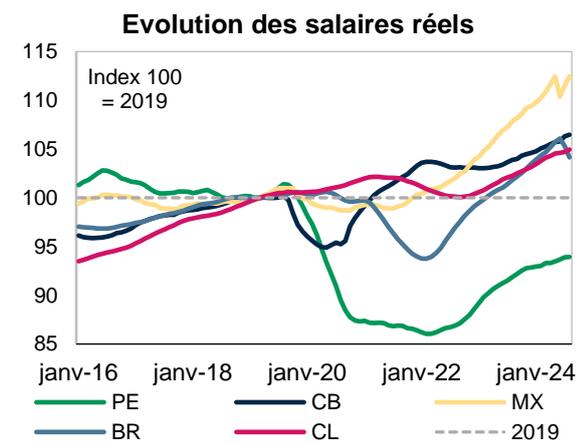
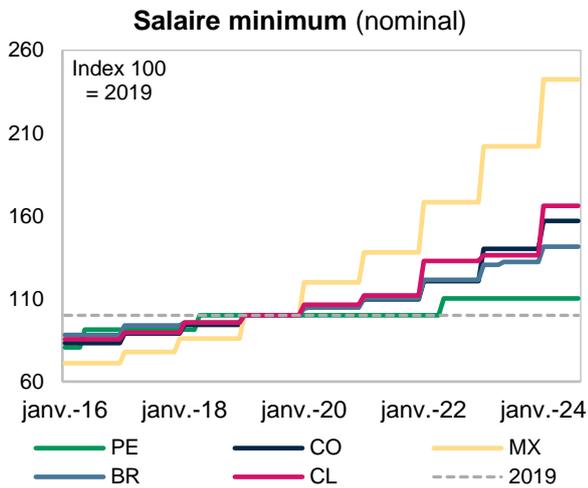
Il s'agit tout d'abord d'observer la dynamique des **salaires minimaux en termes nominaux**, dynamique qui signale une stratégie volontariste des gouvernements (majoritairement de gauche) et/ou des revalorisations automatiques liées à l'indexation sur les prix. En tête incontestée, le Mexique (140% au total par rapport à décembre 2019), en raison de la politique de revalorisation du salaire minimum

partiellement la baisse de 1 p.p. de la participation masculine. Mais, alors que le taux de participation masculin (68%) excède celui des femmes de 12 p.p. en moyenne dans l'OCDE, cette différence atteint 32 p.p. au Mexique (13 p.p. au Pérou, environ 20 p.p. au Brésil et au Chili, 25 p.p. en Colombie).

¹ Selon l'Organisation internationale du travail, le taux de participation moyen au marché du travail s'élève à 61% dans l'OCDE.

² La participation féminine au marché du travail a augmenté de 0,9 p.p. par rapport à la période pré-Covid, compensant

menée par le gouvernement d'AMLO au cours des six dernières années et visant notamment à lutter contre la pauvreté³. Le Chili enregistre une progression de 66% grâce à un rattrapage substantiel mais plus tardif. En Colombie puis au Brésil, les augmentations sont plus modestes (respectivement 57% et 42%). Quant au Pérou, la hausse est limitée à 10%. À l'exception du Pérou, le pouvoir d'achat du salaire minimum a été préservé, malgré une inflation forte.



Sources : Banques centrales, Crédit Agricole S.A./ECO

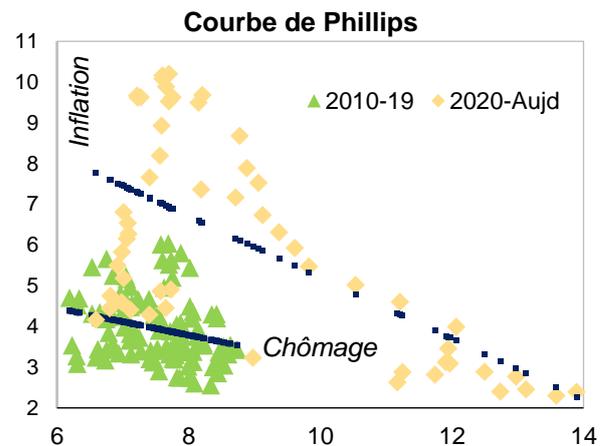
Les **salaires nominaux moyens** ont suivi à peu près des rythmes de croissance en ligne avec ceux des salaires minimaux en Colombie (+53%), au Brésil (+37%) et au Pérou (+17%). En revanche, l'effet d'entraînement des fortes revalorisations du salaire minimum a été bien moins marqué au Chili et, surtout, au Mexique où les salaires moyens ont augmenté de, respectivement, 42% et 80%. Ces hausses nominales ont été plus soutenues que l'inflation, notamment au cours de la période récente. Les **salaires réels** ont donc connu une hausse significative. Le Mexique se démarque avec une augmentation impressionnante de 12%. Suivent

³ Cette hausse salariale s'est concentrée sur les États du Nord. Outre le souhait du président AMLO, le salaire minimum a dû être réévalué dans le cadre du nouvel accord de libre-échange (USMCA). Par ailleurs, la proportion de travailleurs au salaire minimum au Mexique a considérablement progressé et représente désormais un tiers de la main-d'œuvre. Cela pourrait suggérer que les salaires déjà identiques au nouveau salaire

Colombie et Chili (6%) puis Brésil (5%). Le Pérou, en revanche, accuse un retard important, malgré la récupération récente. Globalement, hausse des salaires puis désinflation ont permis des gains de pouvoir d'achat qui ont soutenu la consommation privée, important moteur de croissance surtout au Brésil. Si la consommation résiste bien au Mexique, elle est désormais un peu moins dynamique au Pérou et en Colombie. Enfin, au Chili, après une surconsommation « effrénée », la normalisation explique le moindre dynamisme de croissance.

Aller juste un peu plus loin

En Amérique latine, comme dans d'autres économies, la **courbe de Phillips**, relation empirique négative entre taux de chômage et taux d'inflation, est plus pentue post-Covid. Cette pentification signale un déplacement du « pouvoir » au profit de l'offre de travail qu'expliquent notamment les tensions sur le marché liées au redressement incomplet de la participation. Cela signifie également que le coût de la désinflation n'a pas fortement pesé sur le marché du travail et la production, offrant ainsi plus de latitude aux banques centrales pour mener des politiques monétaires plus agressives. L'augmentation des taux d'intérêt n'a pas eu un impact immédiatement dévastateur sur l'emploi.



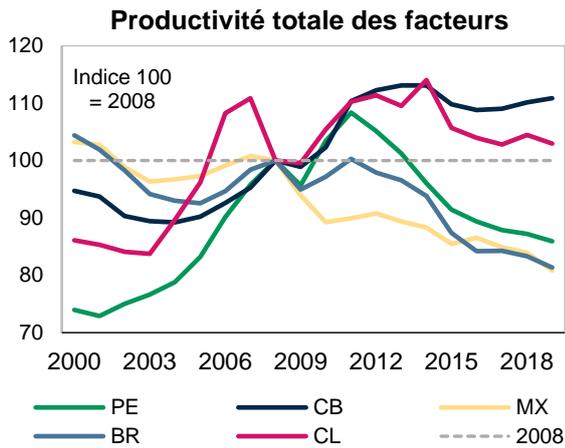
Sources : Banques centrales, Crédit Agricole S.A./ECO

Les taux de chômage actuels au Mexique, au Brésil et en Colombie⁴ sont inférieurs au « NAIKU », le taux de chômage non accélérateur d'inflation. Compte tenu de la résistance de l'inflation liée aux prix des services mais aussi des perspectives de moindre desserrement monétaire aux États-Unis, cela conduit à une plus grande prudence dans l'assouplissement monétaire ; la Banque centrale du Brésil a même procédé à des hausses de son taux directeur. En revanche, au Chili et au Pérou, les taux de chômage excèdent encore le « NAIKU » alors

minimum (i.e. après son augmentation) n'ont pas été ajustés à la hausse. L'effet d'entraînement sur l'ensemble des salaires serait ainsi atténué.

⁴ En Colombie, la pression salariale sur l'inflation est cependant moins forte car une grande partie de la population est payée sous le salaire minimum.

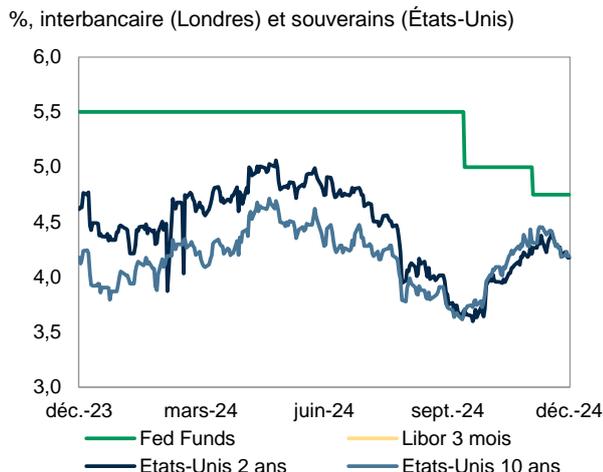
que la croissance ne devrait pas excéder 2,5% en 2025.



L'Amérique latine semble désormais buter sur son taux de **croissance potentielle**, estimé à un peu plus de 2% : un rythme insuffisant pour rattraper le PIB par habitant des pays développés et dont la hausse est peu probable à court terme. Le taux d'investissement et la productivité globale des facteurs restent faibles. La région est en pleine transition démographique et le vieillissement pourrait limiter la « quantité » de travail. Redresser cette dernière suppose que des mesures structurelles soient prises : elles concernent notamment la lutte contre l'informalité (qui pèse en outre sur la productivité) et l'inclusion des femmes sur le marché du travail. Deux lourdes tâches.

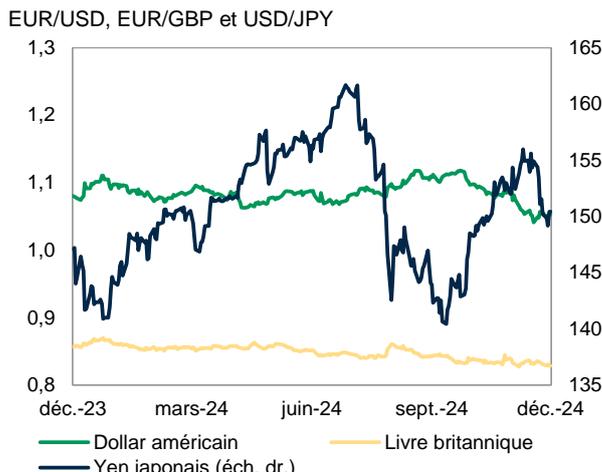
Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain



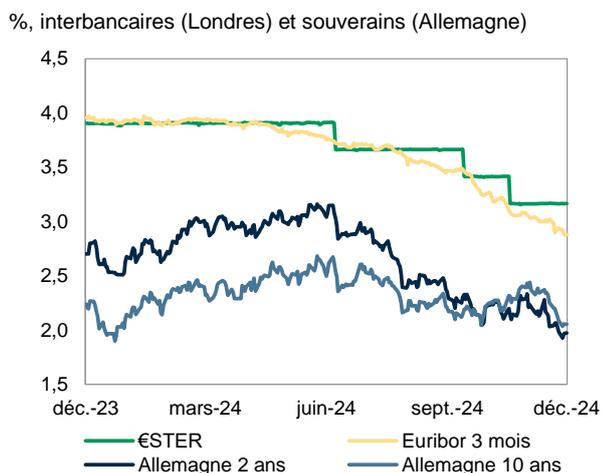
Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises



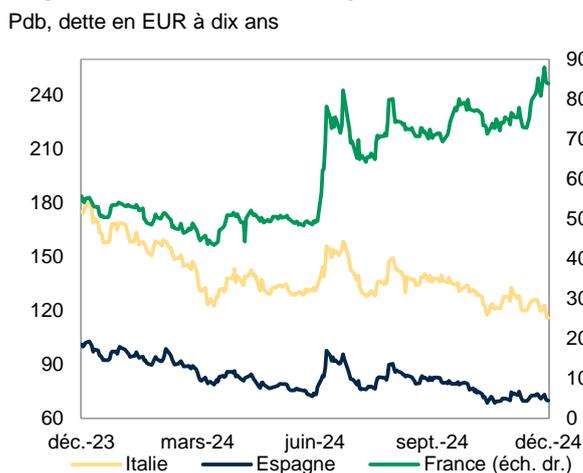
Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro



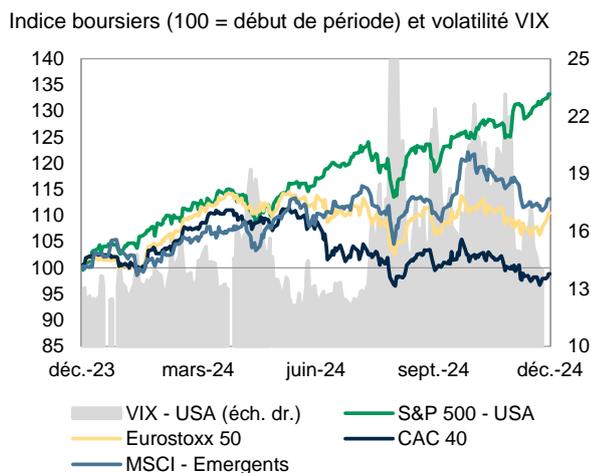
Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund



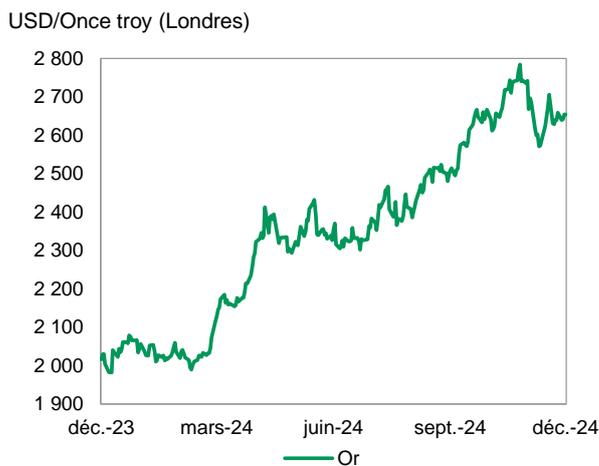
Source : Thomson Reuters

Marché actions



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or



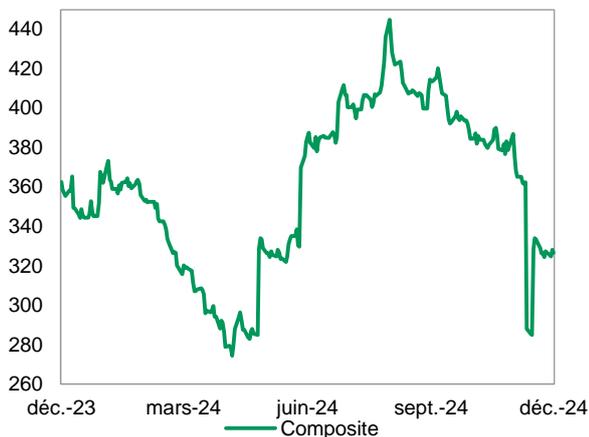
Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

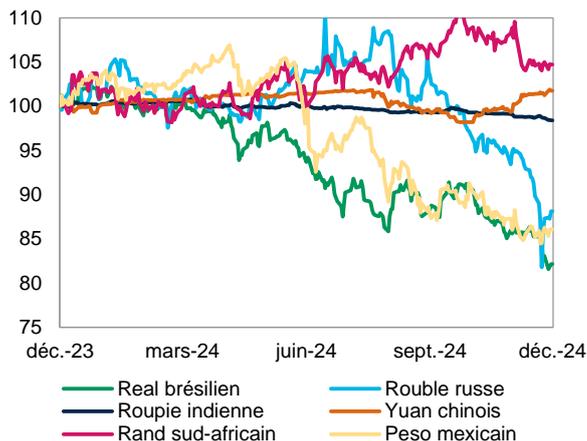
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)

Devises émergentes

/USD (indice 100 = début de période)



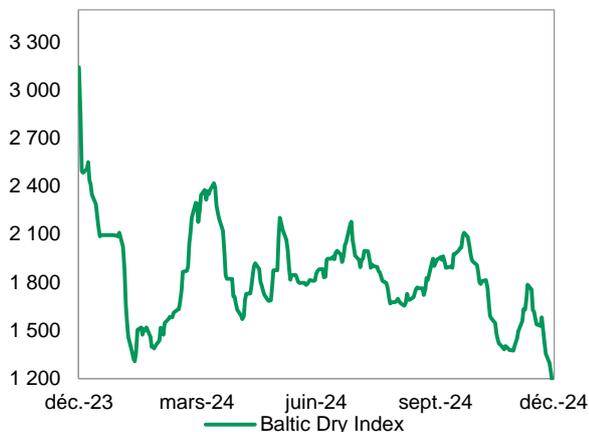
Source : JP Morgan



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

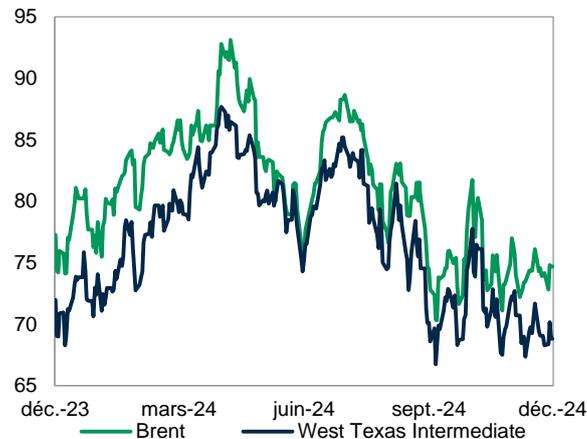
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

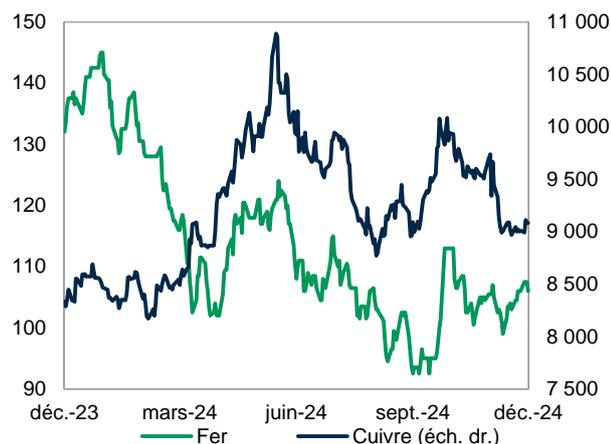
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



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
05/12/2024	Métavers, la renaissance !	Industrie numérique
04/12/2024	Italie : La confiance à l'heure d'hiver	Italie
04/12/2024	France – Croissance confirmée à +0,4% au T3, des ratios de comptes d'agents plutôt favorables	France
03/12/2024	Afrique du sud – Le coût économique de la criminalité	Afrique
02/12/2024	Corée du Sud – Assouplissement monétaire inattendu	Asie
29/11/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
29/11/2024	France – Panorama des crédits et placements au T2 2024	France

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

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

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

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

Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QUENTRIC

Asie : Sophie WIEVIORKA, Matteo GUERRAZ

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

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Laure DE NERVO

Afrique sub-saharienne : Vincent CHAMBAZ

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

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

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

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

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

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