

**MONDE**

# SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE 2025-2026

Trimestriel – Décembre 2024

## Un scénario conditionnel, plus que jamais

Plus que jamais, les perspectives sont conditionnées par la tournure que prendront la géopolitique et la politique économique américaines. Les hypothèses émises sur l'ampleur et le calendrier des mesures qui seront prises par la nouvelle administration conduisent à tabler, aux États-Unis, sur la résistance de l'économie, mais aussi sur un regain d'inflation, un assouplissement monétaire modeste et des pressions haussières sur les taux d'intérêt longs. Ces mesures ne sont, en outre, qu'une des explications de la reprise poussive, à un rythme inférieur au potentiel, que connaîtrait la zone euro.

Dessiner les contours du **scénario américain** (et, partant, mondial) suppose évidemment d'émettre des hypothèses tant sur l'ampleur des mesures susceptibles d'être mises en œuvre que sur leur calendrier, selon qu'elles relèvent des prérogatives présidentielles ou nécessitent l'approbation du Congrès.

Du côté des droits de douane, les menaces de D. Trump semblent s'apparenter à des moyens de pression extrême. Elles invitent à retenir un scénario « intermédiaire » consistant en des hausses substantielles, sans pour autant atteindre les propositions de campagne. Les droits de douane passeraient ainsi à 40% en moyenne pour la Chine, à partir du deuxième trimestre 2025, et à 6% en moyenne pour le reste du monde, introduits progressivement au second semestre 2025. Une politique budgétaire agressive, privilégiant les baisses d'impôts et maintenant des déficits extrêmement élevés, serait mise en œuvre plus tardivement : ses effets pourraient être manifestes à partir de 2026. En termes d'immigration, des restrictions pourraient être appliquées dès le début du mandat présidentiel. Elles seraient suivies d'un très net ralentissement des flux d'immigration et, si des expulsions sont à prévoir, elles seraient « sélectives » par opposition à un renvoi massif et indiscriminé de millions de personnes. Enfin, la déréglementation, dont les secteurs de l'énergie et de la finance seraient vraisemblablement les principaux bénéficiaires, viendrait plutôt diffuser ses « bienfaits » tout au long du mandat.

Ces orientations politiques devraient être, dans leur ensemble, favorables à la croissance. Mais, si l'effet positif attendu d'une politique budgétaire agressive et de la déréglementation excède l'impact négatif des droits de douane et des restrictions en matière d'immigration, il lui sera postérieur. Compte tenu de la résistance de l'économie américaine dont la croissance devrait encore déjouer les prévisions pour s'établir vers 2,7% en 2024, cela laisse présager une croissance toujours soutenue, quoique légèrement plus faible. En raison de quelques vulnérabilités (ménages à faible revenu, petites entreprises, plus exposés à des taux d'intérêt élevés), notre scénario table donc sur un ralentissement en 2025 vers 1,9%, avant un redressement à 2,2% en 2026 : une évolution qui devrait s'accompagner d'un regain d'inflation. La fin du parcours désinflationniste pour atteindre la cible de 2% est, en effet, la plus ardue et les droits de douane

pourraient se traduire par des pressions sur les prix comprises dans une fourchette de 25 à 30 points de base. L'inflation totale pourrait ainsi se replier vers 2% au printemps prochain, avant de se redresser à environ 2,5% d'ici fin 2025 et s'y maintenir en 2026 : le potentiel d'assouplissement politique monétaire sera très limité.

Dans la **zone euro**, l'accélération de la croissance au cours de l'été permet d'espérer une reprise seulement poussive, à un rythme toujours inférieur au potentiel et à celui dont profiteront les États-Unis. Si le redressement de la consommation des ménages acté au cours de l'été augure d'une croissance un peu plus soutenue, les dernières informations sur l'investissement ne présagent pas d'une accélération marquée. Baisse de l'inflation permettant une hausse du pouvoir d'achat, mais aussi une reconstitution de la richesse réelle impliquant un moindre effort d'épargne et taux d'intérêt plus bas aidant à restaurer le pouvoir d'achat immobilier : les ingrédients sont bien présents pour une poursuite de la reprise des dépenses des ménages. Mais à un rythme seulement très modéré car la consolidation budgétaire et l'incertitude globale risquent d'inciter à maintenir un taux d'épargne élevé. Notre scénario retient donc une accélération modeste de la consommation à 1,1% en 2025 et 1,2% en 2026, après 0,9% en 2024. Après un net recul en 2024 (-2,1%), l'investissement en 2025 continuerait d'être pénalisé par le délai de transmission des réductions des taux d'intérêt mais, surtout, par la faiblesse de la demande domestique et une incertitude croissante sur la demande étrangère. L'investissement ne croîtrait que de 1,5%, avant de se raffermir légèrement en 2026 (2%).

***Les politiques de l'administration Trump auraient un impact modérément négatif sur la croissance de la zone euro, dont le canal le plus important à court terme serait l'incertitude.***

Les politiques de l'administration Trump auraient un impact modérément négatif sur la croissance de la zone euro, dont le canal le plus important à court terme serait l'incertitude. Par ailleurs, le dosage des politiques monétaire et budgétaire reste défavorable à la croissance avec, notamment, un taux directeur qui retrouve la neutralité mi-2025, alors que la réduction du bilan de la BCE continue d'imprimer une orientation restrictive. Les prévisions situent donc la croissance sur une tendance à l'accélération seulement très molle,

passant de 0,7% en 2024 à 1% en 2025, puis 1,2% en 2026 : la croissance potentielle serait atteinte, mais l'écart de production, faiblement négatif, ne serait pas encore comblé, alors que l'écart de croissance avec l'économie américaine se creuserait.

Du côté des **pays émergents**, s'il n'y avait pas les difficultés liées à « Trump 2.0 », le contexte serait en voie d'amélioration : baisse des taux directeurs américains propice à l'assouplissement monétaire global, à l'allègement des pressions baissières sur les devises émergentes et, plus généralement, aux financements extérieurs des pays émergents ; croissance domestique portée par le recul de l'inflation et les baisses de taux d'intérêt ; exportations à destination des pays développés (en premier lieu, des États-Unis) encore soutenues. Mais les effets des facteurs de soutien risquent d'être contrariés par les répercussions probables des mesures de la nouvelle administration américaine. Aux droits de douane susceptibles de renchérir et limiter les exportations émergentes s'ajoutent une moindre accommodation monétaire américaine et une diminution probable du soutien militaire et financier des États-Unis à l'Ukraine alimentant l'incertitude géopolitique en Europe. Il sera donc préférable d'être un grand pays peu ouvert tel l'Inde, l'Indonésie, le Brésil, un pays exportateur de matières premières ou une économie bien intégrée à la Chine qui se prépare à la tempête Trump.

En **Chine**, la dernière réunion du Politburo s'est, en effet, conclue en décembre par un engagement des autorités à mettre en œuvre une politique budgétaire « plus proactive » et une politique monétaire « suffisamment accommodante », afin de relancer la demande intérieure et de stabiliser les marchés immobiliers et actions. Une période de tensions commerciales s'annonce et, hormis les restrictions aux exportations de produits critiques (dont les terres rares), les moyens de rétorsion sont limités : difficile de répondre en stimulant la compétitivité des exportations (le yuan est déjà historiquement bas) ou en procédant à une hausse réciproque des tarifs qui risquerait de pénaliser une consommation domestique déjà très fragile. Les intentions de soutien plus franc à la demande domestique de la part des autorités sont louables, mais l'efficacité de cette stratégie reste conditionnée par la confiance des ménages : le rebond ne se décrète pas et notre scénario continue de tableur sur un fléchissement de la croissance en 2025.

Les espoirs de « fol **assouplissement monétaire** » de la part du marché ont été démentis et ne sont absolument plus à l'ordre du jour, tout particulièrement aux États-Unis. Dans une économie supposée rester « résiliente » avec une inflation se maintenant au-dessus de 2%, puis susceptible de se redresser, l'assouplissement serait, en effet, modeste. Après une réduction totale de 100 points de base en 2024 (pdb), la **Fed** procéderait à un assouplissement supplé-

mentaire total de 50 pdb, portant le taux des *Fed funds* (limite supérieure de la fourchette cible) à 4,00% au premier semestre 2025, avant de marquer une pause prolongée.

Quant à la **BCE**, avec une inflation conforme à l'objectif et sans récession en vue, elle poursuivrait un assouplissement modéré *via* ses taux directeurs, tout en prolongeant son resserrement quantitatif. Après ses quatre réductions de 25 pdb en 2024, la BCE baisserait ses taux de 25 pdb aux réunions de janvier, mars et avril, puis maintiendrait son taux de dépôt à 2,25%, soit très légèrement sous l'estimation du taux neutre (2,50%).

Tout concourt à dessiner un scénario de modeste remontée des **taux d'intérêt longs**. Compte tenu du scénario économique (ralentissement limité de la croissance et modération de l'inflation concentrés en début de période) et d'un assouplissement monétaire modeste suivi d'une pause plus précoce, les taux d'intérêt américains pourraient légèrement baisser au premier semestre 2025 avant de se redresser. Les nouvelles prévisions de taux sont plus élevées que les précédentes et envisagent un taux des *Treasuries* à dix ans approchant 4,50% fin 2025, puis environ 5,00% fin 2026.

Dans la zone euro, plusieurs facteurs conduisent à un scénario de légère hausse des taux d'intérêt souverains : des anticipations d'assouplissement monétaire trop audacieux de la part des marchés dont la correction pourrait susciter un redressement des taux de *swap*, une hausse du volume de titres publics liée à la réduction par la BCE de la taille de son bilan (*Quantitative Tightening*) ainsi qu'à des émissions nettes nationales encore élevées, une diffusion de la hausse des taux obligataires américains à leurs équivalents européens, attendue fin 2025 et en 2026. Alors que l'économie allemande (où des élections anticipées devraient se tenir en février) continue à souffrir, que la situation politique en France peine à s'éclaircir, les pays dits « périphériques » ont vu leurs bons résultats économiques (notamment l'Espagne) ainsi que leur stabilité politique (cela vaut pour l'Italie et l'Espagne) récompensés par un resserrement notable de leurs *spreads* à l'égard du taux allemand à dix ans en 2024 : ils devraient bénéficier des mêmes soutiens en 2025. Notre scénario retient donc des taux d'intérêt à dix ans allemand, français et italien de, respectivement, 2,55%, 3,15% et 3,55% fin 2025.

Enfin, du côté du **dollar** de nombreux facteurs positifs, dont le renforcement de son attrait en termes de rendement, sont déjà intégrés dans son cours. En conséquence, notre scénario table sur un billet vert restant proche de ses points hauts récents tout au long de l'année 2025, sans les dépasser durablement.

Catherine LEBOUGRE

## Focus Géopolitique – Dans le monde de Trump, que sera la grammaire de la « géopolitique transactionnelle » ?

Avec l'arrivée de l'ex-nouveau président américain, le front ukrainien semble de plus en plus suspendu entre deux scénarios très opposés, de négociation ou d'escalade, qui peuvent être les *game changers* géopolitiques de l'année 2025. Simultanément, les équilibres politiques du Moyen-Orient se redessinent, et la place finale à accorder à l'Iran va être l'une des questions centrales de Trump 2.0.

D. Trump revient au pouvoir précédé par sa promesse de paix rapide en Ukraine, promesse qui exprime l'aspiration d'un peuple américain plus isolationniste, mais aussi les craintes d'une élite consciente du coût budgétaire de la présence militaire des États-Unis dans le monde. En fait, depuis la publication du best-seller de Paul Kennedy sur le déclin des grandes puissances en 1987, le risque d'*imperial overstretch*<sup>1</sup> n'a jamais cessé de hanter les communautés stratégiques américaines. Et depuis que deux guerres systémiques sont ouvertes, sur le front ukrainien et au Moyen-Orient (système parce que, de leur issue, dépend l'équilibre des relations internationales), la même communauté stratégique cherche l'impossible solution au problème d'un triple front que l'Amérique a de moins en moins les moyens financiers d'assumer – triple avec la question taïwanaise, qui reste le cœur du scénario géopolitique global, et le cœur d'un des risques les plus importants pour l'économie mondiale.

### *Les exercices militaires qui s'intensifient autour de Taïwan sont des points de fixation stratégique*

L'intensification des exercices militaires de Pékin autour de l'île – qui montent régulièrement en moyens et qui permettent à l'armée chinoise de travailler la coordination de ses différents corps – semble contradictoire avec l'accalmie relative des relations sino-américaines depuis plus d'un an, et le rétablissement de nombreux canaux de communication diplomatiques et militaires entre Pékin et Washington. Ces exercices pourraient au contraire être perçus comme le test d'une stratégie de blocus, et comme la meilleure façon d'endormir une communauté internationale qui s'habitue progressivement à la présence chinoise resserrée autour de l'île, ainsi qu'à la transgression permanente des lignes rouges. Une géopolitique de la grenouille dans une eau froide qui se réchauffe.

Évidemment, tout cela sera sur la table de négociation de l'éventuel grand *deal* de Trump avec la Chine, s'il se matérialise. En ce sens, la négociation sur les tarifs ne doit pas être perçue comme indépendante de la question taïwanaise. Plus que jamais, dans le monde transactionnel qui s'annonce, la géopolitique sera connectée à l'économie. Et la petite musique de la « transaction », que l'arrivée de Trump diffuse au monde entier, conduit déjà la stratégie géopolitique de nombreux gouvernements sur le chemin des écoles les

plus réalistes, au détriment de la géopolitique des Droits de l'Homme, qui a souvent été celle du mandat de Biden.

### *La géopolitique transactionnelle va sans doute mettre partiellement fin à celle des Droits de l'Homme mais elle doit prendre en compte l'interconnexion des conflits*

De même que la relation sino-américaine n'est pas indépendante de ce qui va se passer sur le front ukrainien, tous les théâtres de tension sont désormais liés. L'alliance de la Russie avec la Corée du Nord n'a fait que renforcer ce constat, donnant à cette dernière les moyens d'une plus grande indépendance stratégique, qui n'est pas du goût chinois – et qui inquiète toute la région. Cette interconnexion des théâtres a d'ailleurs une autre conséquence, un peu plus positive cette fois : si la guerre est contagieuse, il ne faut pas oublier que les cessez-le-feu et les tentatives de négociation peuvent l'être aussi ! Des discussions qui se mettraient en place sur l'un des fronts, rayonneraient sans doute sur les autres. Cependant, la capacité de la nouvelle administration américaine à gérer cette combinaison des théâtres va certainement être testée par les puissances les plus révisionnistes. Et négocier avec la Russie ne se fera pas sans que la Chine ne soit impliquée.

Enfin, le programme de « paix par la force » de l'équipe Trump est aussi un programme de « paix par la peur ». Il n'échappera donc pas à une forte composante de dissuasion, qui sera aussi la condition efficace des cessez-le-feu – c'est pour cela que la Pologne construit un mur à sa frontière avec le Belarus. Ce programme de paix par la force risque donc d'avoir un coût élevé pour les États-Unis, qui vont devoir être crédibles dans la dissuasion face aux ennemis stratégiques, mais aussi face aux amis – en particulier Israël, qu'une stratégie de *Grand Deal* impose de pouvoir contrôler.

En effet, les pays signataires de l'accord d'Abraham attendent du nouveau président américain qu'il préserve les acquis de cet accord, en stabilisant la relation avec l'Iran. Et dans la région du Golfe, la plupart des gouvernements, Arabie en tête, semblent avant tout soucieux de pouvoir mener à bien leurs différentes « visions » de long terme et leurs stratégies de transformation intérieure. L'Arabie, qui parle à la Russie comme à l'Ukraine, se présente d'ailleurs comme un potentiel facilitateur de négociation. Mais l'inconnue syrienne inquiète tous les pays de la région, de même

<sup>1</sup> Syndrome de surextension militaire des empires

que les positions israéliennes et turques, ainsi que les fragilités égyptiennes et jordaniennes. « L'art du *deal* » de Trump ne changera sans doute pas grand-chose à ces sujets d'inquiétude, à propos desquels les puissances les plus riches du Golfe vont avoir un rôle à jouer. Trump peut, en revanche, jouer un rôle sur les questions touchant à un État palestinien, centre de toutes discussions régionales. Là aussi, il est attendu.

### *Les anticipations de scénarios sur l'Ukraine se sont déplacées*

Fondées ou pas, les déclarations de l'ex-futur président sur sa capacité à régler la guerre en Ukraine, ont tout de même suffi à déplacer les anticipations des marchés vers des scénarios de négociations : celles-ci sont désormais perçues comme possibles pour 2025, à la fois par la communauté financière, mais aussi par la communauté stratégique. Ce déplacement du consensus s'explique et ce, pour plusieurs raisons. La première est que la légitimité de Trump est conditionnée par sa capacité à délivrer des résultats, sur le plan économique, sociétal mais aussi géopolitique. En centralisant le pouvoir, et en attirant la lumière sur lui, le président américain doit marquer des changements. L'autre raison de cette anticipation de négociations est l'idée, de plus en plus répandue, que la solution en Ukraine sera plus politique que militaire, à moins que l'un des belligérants ne s'effondre. La progression de la Russie sur le front met d'ailleurs les Européens en situation de dilemme, car la conscription ukrainienne a ses limites : continuer d'aider Kiev passe par la finance, les livraisons d'armes, mais aussi, à un moment donné, par l'envoi de troupes auquel l'opinion publique européenne ne semble pas prête... Dans le monde de Trump, les Européens vont devoir affronter le décalage entre leurs discours de soutien et la réalité d'une guerre qui ne se passe pas, pour l'instant, comme ils le prévoyaient.

Enfin, les éventuelles négociations sur l'avenir de l'Ukraine peuvent aussi être précédées par des pics de tension militaires, ou diplomatiques, car chacun cherche

en ce moment à prendre des gages pour être dans la meilleure posture possible quand les discussions s'ouvriront. Nous entrons donc dans une période suspendue entre guerre et paix, dans laquelle les allers-retours diplomatiques n'empêcheront ni les combats, ni les craintes d'escalade, ni même les incidents qui pourraient brutalement orienter le scénario vers une intensification du conflit.

***Une période suspendue entre guerre et paix, dans laquelle les allers-retours diplomatiques n'empêcheront ni les combats, ni les craintes d'escalade, ni même les incidents qui pourraient brutalement orienter le scénario vers une intensification du conflit.***

Et puis, négocier, c'est penser au jour d'après. Or, de ce point de vue, l'Europe ne semble pas foncièrement mieux préparée à la guerre qu'à la paix. En effet, dans le cas où l'Ukraine ne rentrerait pas dans l'Otan, la promesse d'intégration dans l'Union européenne prendra encore plus d'importance pour Kiev et, surtout, pour des populations ukrainiennes épuisées par la guerre et qui demandent des garanties de sécurité sérieuses.

### *Qui va décider ?*

Ne pas respecter cette promesse d'intégration dans l'Union mettrait en danger, à terme, la crédibilité géopolitique de l'UE. Cela entretiendrait aussi la poussée pro-russe dans les opinions publiques d'Europe de l'Est, comme les élections roumaines l'ont signalé.

Surtout, plus généralement, le thème de la place à donner à l'Ukraine dans le concert européen s'annonce de plus en plus clivant au sein des opinions publiques européennes. *In fine*, qui va donc décider de la place politique et économique de Kiev dans le monde d'après ? Les agriculteurs polonais ou les institutions de l'UE ?

**Tania SOLLOGOUB**



# PAYS DÉVELOPPÉS

## Un scénario hautement conditionnel

États-Unis – Résilience persistante sur fond d'incertitude politique

Zone euro – Une reprise poussive à un rythme inférieur au potentiel

Royaume-Uni – Révisions à la baisse des perspectives de croissance

Japon – Vers une sortie de la déflation structurelle

## Un scénario hautement conditionnel

Plus que jamais, les perspectives sont conditionnées par la tournure de la géopolitique et de la politique économique américaines. Les hypothèses émises sur l'ampleur et le calendrier des mesures qui seront prises par la nouvelle administration permettent d'espérer que se poursuive la résistance de l'économie américaine. Ces mesures ne sont qu'une des explications de la reprise poussive à un rythme inférieur au potentiel que connaîtrait la zone euro.

### ÉTATS-UNIS : RÉSILIENCE PERSISTANTE SUR FOND D'INCERTITUDE POLITIQUE

**L'économie américaine a encore démontré en 2024 sa résilience, avec une croissance qui continue de dépasser les attentes et devrait atteindre une moyenne annuelle de 2,7%.** La croissance a été particulièrement soutenue en milieu d'année, avec une moyenne de 2,9% en variation trimestrielle annualisée aux deuxième et troisième trimestres 2024 ; un ralentissement seulement léger, vers 2,2% au quatrième trimestre 2024, est attendu.

**Notre scénario prévoit un ralentissement en 2025, avec néanmoins une croissance encore robuste de 1,9%, suivie d'une reprise à 2,2% en 2026.** Il suppose donc que la résistance se prolonge, avec une croissance qui reste vigoureuse malgré un léger recul par rapport aux performances de 2023 et 2024.

*Bien que le marché de l'emploi ait clairement commencé à s'essouffler, il s'agit plus d'une normalisation ayant permis de rééquilibrer l'offre et la demande après une période de surchauffe.*

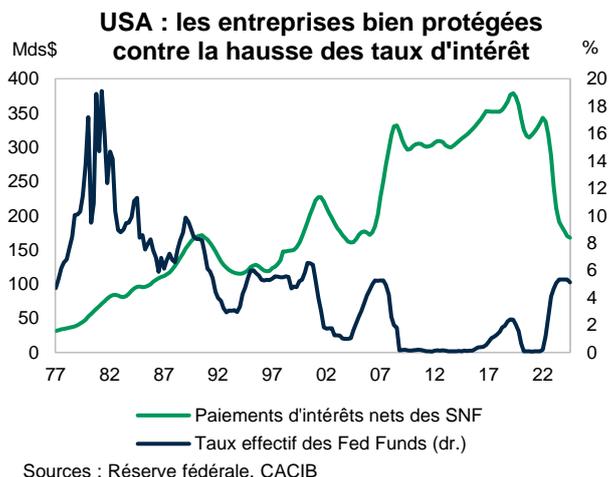
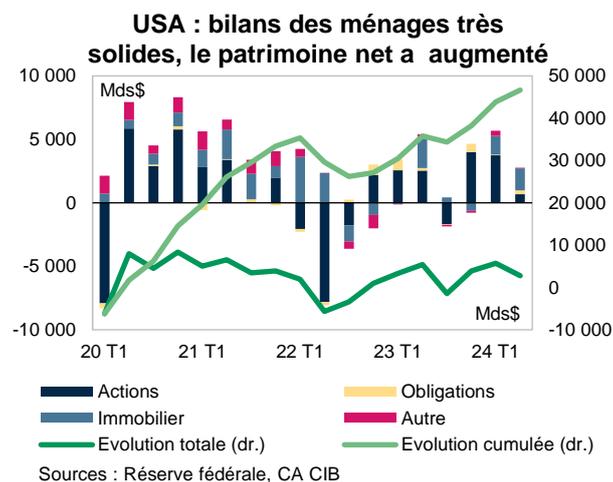
Compte tenu de l'imminence de la passation de pouvoir à Washington, toute analyse des perspectives économiques implique un processus en deux étapes : tout d'abord, l'examen de l'état actuel de l'économie et de la dynamique sous-jacente, et, en second lieu, la formulation d'hypothèses concernant les modalités et le calendrier des éventuels changements de politique.

**En ce qui concerne la première étape, l'économie et la dynamique sous-jacente actuelle restent globalement solides.** Malgré quelques îlots de faiblesse, de larges pans de l'économie sont restés

bien protégés face à la hausse des taux d'intérêt ; les bilans des entreprises et des ménages sont, dans l'ensemble, relativement sains. Cela laisse présager une croissance toujours soutenue, quoique légèrement plus faible.

En outre, bien que le marché de l'emploi montre des signes d'essoufflement, il s'agit plus d'une normalisation ayant permis de rééquilibrer l'offre et la demande après une période de surchauffe qu'une profonde dégradation. Par exemple, le ralentissement observé jusqu'à présent s'est essentiellement manifesté par une diminution des offres d'emploi, tandis que les licenciements restent à des niveaux historiquement bas. Par ailleurs, même après le repli des offres d'emploi, celles-ci continuent d'excéder le nombre de chômeurs, de sorte que le ratio postes vacants/chômeurs est supérieur à 1. Selon notre scénario, le taux de chômage ne devrait augmenter que légèrement pour atteindre environ 4,3%, avant de se maintenir dans la fourchette basse des 4% sur notre horizon de prévision.

**Cependant, le changement dans le contrôle des leviers de pouvoir à Washington est radical ; les États-Unis passent d'un président démocrate, confronté à un Congrès divisé, à un président et un Congrès républicains. Or, les nouvelles orientations politiques peuvent bouleverser ces perspectives. Cette configuration laisse en théorie toute latitude au président Trump pour appliquer son programme de campagne. Dans les faits, les incertitudes politiques restent élevées.**



À ce stade, afin de fournir un cadre à nos prévisions, nous retenons les principales mesures politiques suivantes :

- ✓ **Droits de douane** : scénario intermédiaire prévoyant des hausses substantielles des droits de douane par rapport aux niveaux actuels, sans pour autant atteindre les propositions de campagne de Donald Trump. Dans le détail, nous tablons sur des droits de douane passant à 40% en moyenne pour la Chine, à partir du deuxième trimestre 2024, et à 6% en moyenne pour le reste du monde, introduits progressivement au second semestre 2024.
- ✓ **Immigration** : net durcissement des restrictions à l'immigration, mais il s'agit ici encore d'un scénario intermédiaire qui ne va pas aussi loin que les propositions de campagne de Trump. Concrètement, le principal impact sera le ralentissement des flux d'immigration, qui retrouveront les niveaux observés lors du premier mandat de Trump (soit environ 750 000 par an), contre plus de 3,3 millions pour chacune des années 2023 et 2024, selon les estimations du CBO. Des expulsions sont à prévoir, mais elles viseront davantage les auteurs de délits commis une fois entrés sur le territoire américain, par opposition à un renvoi massif et indiscriminé de millions de personnes. Trump est susceptible d'imposer des restrictions à l'immigration dès le début de son mandat.
- ✓ **Politique budgétaire/baisses d'impôts** : politique budgétaire agressive qui maintient les déficits à un niveau extrêmement élevé, en privilégiant les baisses d'impôts. Dans le détail, nous anticipons une extension totale de la loi sur les baisses d'impôts et l'emploi (*Tax Cuts & Jobs Act*), assortie de légères réductions d'impôts supplémentaires, par exemple sur le taux d'imposition des sociétés ou l'exonération des pourboires. Nous sommes sceptiques quant au potentiel de réduction massive des dépenses en guise de compensation. Ces changements prendraient sans doute davantage de temps, car ils nécessiteraient l'adoption d'une

législation et pourraient donc intervenir plutôt en 2026.

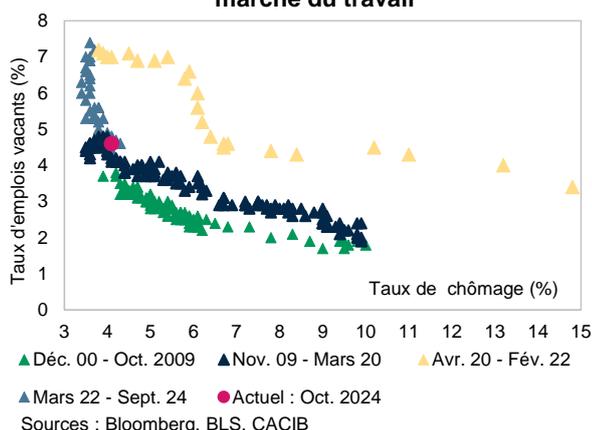
- ✓ **Déréglementation** : vaste effort de déréglementation tout au long du mandat de Trump, les secteurs de l'énergie et de la finance figurant vraisemblablement parmi les principaux bénéficiaires. Bien que des changements puissent intervenir périodiquement tout au long du mandat de Trump, il faudra un certain temps avant que leur impact ne se fasse pleinement sentir, sachant que certaines modifications réglementaires nécessitent une période de consultation avant de pouvoir être mises en œuvre.

**De manière générale, ces orientations politiques seront légèrement favorables à la croissance, le coup de pouce apporté par la politique budgétaire agressive et la déréglementation l'emportant sur l'effet négatif des hausses de droits de douane et des mesures restrictives en matière d'immigration.** Mais, certaines des politiques préjudiciables à la croissance seront vraisemblablement mises en œuvre plus rapidement que les politiques lui étant favorables.

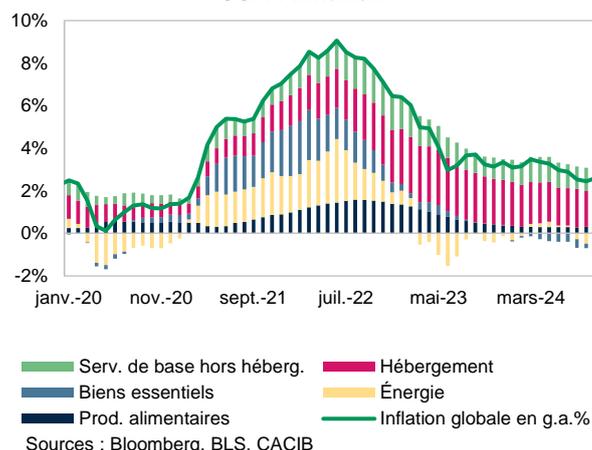
**En conséquence, la chronologie de ces changements politiques sera décisive et se traduit, dans notre scénario de référence, par une croissance plus lente en 2025 qu'en 2026.** Toutefois, l'incertitude politique reste élevée, tant en ce qui concerne les détails définitifs des mesures que leur calendrier. Nos prévisions seront ajustées, le cas échéant, à mesure que la situation s'éclaircira.

**Bien que les orientations politiques de Trump exercent des pressions contradictoires sur la croissance, nous anticipons un regain d'inflation et avons donc revu à la hausse nos prévisions.** Nous avons déjà prévu que la dernière ligne droite vers les 2% serait la plus difficile à parcourir et les changements de politique économique à venir ne feront probablement qu'accroître le niveau de difficulté.

USA – courbe de Beveridge : marché du travail



USA : inflation



 Moyenne annuelle	2024	2025
PIB	2,7%	1,9%
Inflation	2,9%	2,4%

Toutefois, le coup de pouce apporté par la hausse des droits de douane et d'autres mesures similaires pourrait être moins marqué que ce que beaucoup anticipent. De fait, la somme totale des révisions haussières que nous envisageons se situe dans une fourchette de 25 à 30 points de base, tant

pour l'inflation globale que pour l'inflation sous-jacente, au point d'impact maximal, et il faudra attendre 2026 pour que ce maximum soit pleinement atteint.

Concrètement, notre scénario table sur un recul de l'inflation globale dans la fourchette basse des 2% au printemps prochain, avant un rebond à environ 2,4-2,5% d'ici fin 2025 et un maintien dans cette zone en 2026. L'inflation sous-jacente devrait diminuer très lentement pour passer finalement sous la barre des 3% en mars 2025, avant de se maintenir dans une fourchette de 2,8 à 2,9% pour le reste de l'année 2025 et de 2,7 à 2,8% en 2026.

Nicholas VAN NESS

## ZONE EURO : UNE REPRISE POUSSIVE À UN RYTHME INFÉRIEUR AU POTENTIEL

Face au ralentissement, tout relatif, de l'économie américaine, la croissance en zone euro a connu une légère accélération au cours de l'été, tout en progressant à un rythme encore bien inférieur à celui des États-Unis (0,9% sur un an).

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. Les dernières informations sur l'investissement ne présagent pas d'une accélération marquée. Nous avons révisé à la baisse notre prévision sur l'investissement et reporté son redémarrage à 2026. Nos prévisions de croissance du PIB pour 2024, mais aussi 2025, sont ainsi réduites (respectivement de 0,8% à 0,7% et de 1,3% à 1%). En 2026, la progression du PIB retrouverait son rythme potentiel de 1,2%, mais l'écart de production, faiblement négatif, ne serait pas encore comblé. Ce rythme ne suffirait pas à enrayer un nouveau creusement de l'écart de croissance avec l'économie américaine, alimenté par une divergence croissante des politiques économiques. Les politiques de l'administration Trump devraient avoir un impact modérément négatif sur la croissance de la zone euro.

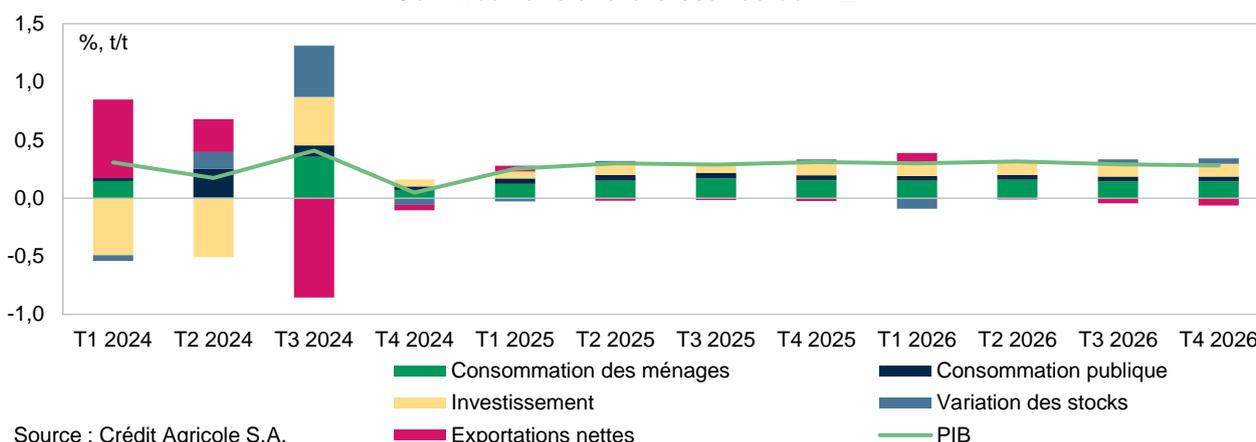
### L'accélération de la demande intérieure : pas qu'en trompe-l'oeil

La dernière estimation du PIB de la zone euro pour le troisième trimestre 2024 a confirmé nos prévisions de septembre dernier, avec une croissance de 0,4% qui porte l'acquis de croissance à **0,7% pour l'année 2024**. Après avoir connu un rythme de 0,3% au premier trimestre et de 0,2% au deuxième, la croissance du troisième trimestre 2024 s'inscrit donc en accélération.

La demande intérieure a contribué positivement à la croissance (+0,9 point). En revanche, 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). Après plusieurs trimestres de fort déstockage, cette reconstitution est commune à toutes les grandes économies de la zone.

Cette croissance s'est nourrie 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 a baissé dans l'agriculture (-0,8%) et

Contributions à la croissance du PIB



Source : Crédit Agricole S.A.

**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 légèrement, ce qui se traduit par une plus faible 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 d'heures travaillées.

**Si le rebond de la production industrielle en août a permis un sursaut au troisième trimestre, celui-ci ne devrait être que bref compte tenu des données de septembre et octobre.** En octobre, l'activité dans l'industrie s'inscrit toujours en baisse de 1,2% sur un an, avec un recul marqué de la production en biens intermédiaires (-3,5%) et en biens de consommation durables (-3,2%). Par ailleurs, les dernières enquêtes font encore état d'une extrême faiblesse de l'activité dans l'industrie.

Dans notre prévision, **l'accélération de la croissance du PIB de l'été n'est donc pas prolongée au quatrième trimestre** (0% sur le trimestre), en raison notamment d'un affaïssissement en France (0%, avec un ajustement *post-Jeux olympiques* et de l'incertitude politique et fiscale) et d'un repli du PIB en Allemagne (-0,1%).

*La bonne surprise sur la consommation privée confirme notre narration*

**La reprise de la consommation des ménages au troisième trimestre (+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 seulement le résultat de l'effet positif et transitoire des Jeux olympiques sur la consommation des ménages français (+0,6% sur le trimestre) : ce rebond est partagé. La consommation privée a augmenté de 0,3% en Allemagne, de 1,4% en Italie et de 1,1% en Espagne.

**Nous prévoyons une légère accélération des dépenses des ménages en 2025,** soutenue par un pouvoir d'achat accru, un moindre besoin d'épargne

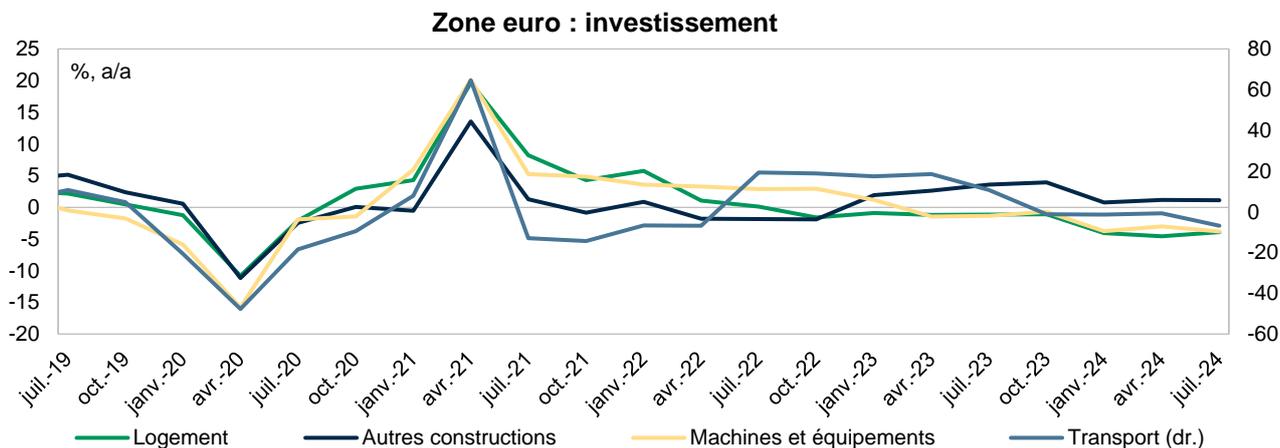
alors que la baisse de l'inflation reconstitue les niveaux de richesse réelle et que les taux d'intérêt plus bas permettent un certain regain du pouvoir d'achat immobilier. Même si les salaires réels n'ont fait qu'effacer les pertes de pouvoir d'achat cumulées depuis le Covid et la crise des prix de l'énergie sans avoir pour autant retrouvé le niveau tendanciel, la capacité à consommer augmente. Cependant, l'envie de consommer pourrait ne pas être au rendez-vous.

**Des changements structurels dans les modes de consommation sont en cours vers plus de sobriété et de durabilité.** Plusieurs années de consolidation budgétaire susceptible d'inviter à une plus grande prudence dans la dépense privée sont, en outre, annoncées. Enfin, l'incertitude globale demeure forte et incite toujours les ménages à maintenir un taux d'épargne élevé. Nous prévoyons donc une **accélération seulement modérée de la consommation des ménages à 1,1% en 2025 et 1,2% en 2026, après 0,9% en 2024.**

*La faible dynamique de l'investissement demeure associée à un risque baissier*

**La progression de l'investissement au troisième trimestre (+2%) cache une réalité bien moins favorable.** Cette hausse est en effet liée à 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 ses principales économies. En effet, bien qu'à un rythme moindre, l'investissement dans le logement a continué de se replier, et ce dans tous les grands pays à l'exception de l'Espagne. Il a encore stagné dans le BTP dans l'ensemble de la zone : une stagnation qui résulte d'une forte croissance en Italie et, dans une moindre mesure, en France, mais d'un repli très marqué en Espagne.

En rythme annuel, **l'investissement en logement se replie depuis deux ans, tandis qu'il se redresse dans le BTP après le fort recul de 2022.** L'enquête *Bank Lending Survey* signale une forte reprise de la demande de crédits habitat, grâce à la baisse des taux d'intérêt et à l'amélioration du marché de l'immobilier,



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

avec une reprise des permis de construire dans les économies du nord de la zone. Le taux d'intérêt sur les nouveaux prêts au logement s'est déjà replié à 3,6% et les banques s'attendent à un net assouplissement des conditions au cours du prochain trimestre. Toutefois, en dépit de leur accélération, les flux de prêts au logement continuent de croître très modérément.

*Les droits de douane plus élevés peuvent réduire les échanges, tandis que la politique budgétaire expansionniste aux États-Unis peut a contrario renforcer la demande pour les produits européens.*

**L'investissement productif a reculé dans la zone euro au quatrième trimestre (-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%). L'investissement productif diminue depuis un an et demi à un rythme de plus en plus rapide et le matériel de transport y contribue de façon croissante. Alors que les flux de prêts aux sociétés non financières se sont redressés, les enquêtes continuent de faire état d'une demande de prêts faible en raison de la baisse de l'investissement et de ressources internes encore élevées. Le coût moyen des nouveaux prêts aux entreprises a diminué mais un resserrement des conditions de crédit est attendu. Faible demande et coûts de financement élevés expliquent la révision à la baisse des plans d'investissement en 2024. L'enquête sur l'investissement de la Commission européenne signale une certaine amélioration en 2025.

**Notre scénario prévoit une stabilisation de l'investissement dans le logement** (malgré le repli retardé en Italie, dû à la fin des incitations du *Superbonus*). En revanche, nous avons différé l'effet de la transmission des réductions des taux d'intérêt sur l'investissement productif. Si la reprise cyclique de la productivité améliore les marges, le délai de transmission de la baisse des taux d'intérêt reste pénalisant pour l'investissement, il devrait s'étendre jusqu'à la fin de 2025. La décision d'investir restera

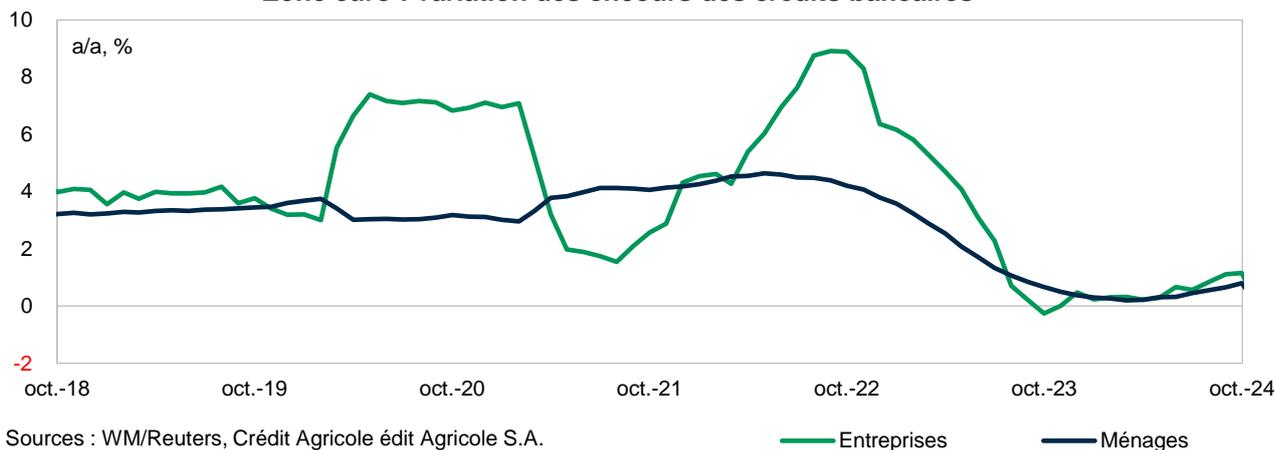
« brouillée » par une incertitude croissante sur la demande étrangère et modérée par la faiblesse de la demande domestique. Les décisions d'embauches suivront une logique similaire. **Nous prévoyons une baisse marquée (-2,1%) de l'investissement en 2024 puis une reprise à 1,5% et 2% en 2025 et 2026 avec un rythme trimestriel d'expansion demeurant modeste jusqu'à l'été 2025.**

*Trump 2.0 : le canal de l'incertitude le plus important dans le court terme*

**L'impact macro-économique direct du mandat de Trump serait modérément négatif pour la zone euro.** Le canal de l'incertitude jouera un rôle important à court terme. Si des droits de douane plus élevés peuvent réduire les échanges, la politique budgétaire expansionniste aux États-Unis peut a contrario renforcer la demande pour les produits européens. Le résultat final dépendra du dosage entre ampleur de l'assouplissement budgétaire et augmentation des droits de douane, mais aussi de la séquence de mise en œuvre de ces politiques. Dans l'hypothèse d'une augmentation à 6% des droits de douane sur certains produits (acier, aluminium et automobiles) exportés aux États-Unis par l'UE et d'une politique budgétaire expansive un peu plus tardive (*cf. article États-Unis*), la perte de PIB pour la zone euro d'ici 2030 pourrait s'élever à 0,1-0,2 % en moyenne. L'impact pourrait être plus important dans certains pays, notamment l'Allemagne, une fois prise en compte la diffusion du choc à travers la chaîne de valeur de l'industrie automobile.

 Moyenne annuelle	2024	2025
<b>PIB</b>	0,7%	1,0%
<b>Inflation</b>	2,4%	2,0%

**Zone euro : variation des encours des crédits bancaires**



*Pas de soutien du policy-mix*

**Face à ce nouveau choc, le dosage des politiques reste défavorable à la croissance.** La politique monétaire demeure restrictive jusqu'à la mi-2025, lorsque le taux directeur retrouve la neutralité, tandis que la réduction du bilan de la BCE continue d'imprimer une orientation restrictive. Une impulsion

budgétaire négative supplémentaire, inscrite dans les budgets nationaux est prévisible, mais elle est partiellement compensée par le pic des paiements NGEU en 2025. Elle ne serait pas suffisante pour enrayer la hausse du ratio dette-PIB.

Paola MONPERRUS-VERONI

**ROYAUME-UNI : RÉVISIONS À LA BAISSÉ DES PERSPECTIVES DE CROISSANCE**

**En ligne avec nos anticipations, les taux de croissance solides enregistrés par l'économie britannique au premier semestre 2024 ne se sont pas maintenus.** Le PIB réel a ralenti fortement pour atteindre 0,1% en glissement trimestriel au troisième trimestre 2024, la demande intérieure restant faible et les exportations continuant de se contracter. De plus, la confiance des entreprises s'est encore dégradée au quatrième trimestre 2024, signe qu'une accélération de l'activité est peu probable avant le début de l'année prochaine. Nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance pour le quatrième trimestre 2024 à 0,1% en glissement trimestriel (contre 0,3% précédemment), ce qui abaisse nos prévisions de croissance annuelle pour 2024 à 0,8% (contre 1% précédemment).

**L'une des raisons de la morosité du secteur privé est l'annonce par le gouvernement de hausses d'impôts plus significatives que prévu.** La mesure fiscale la plus importante est de loin l'augmentation de 1,2 point de pourcentage des cotisations sociales patronales. Cela implique une hausse du coût de la main-d'œuvre pour les entreprises, ce qui se traduira vraisemblablement par une augmentation de l'inflation en 2025 et 2026, mais aussi par de probables effets négatifs sur l'emploi, les salaires, la profitabilité et l'investissement des entreprises.

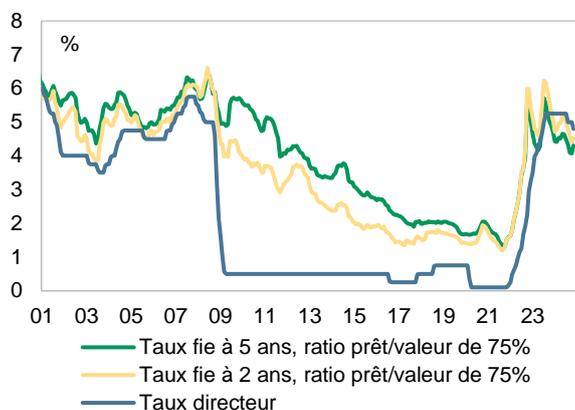
En conséquence, **les perspectives pour 2025 et 2026 se compliquent et pas seulement en raison du contexte extérieur incertain et des menaces que la**

**réélection de Donald Trump aux États-Unis fait peser sur le commerce mondial.** En dépit de l'assouplissement budgétaire important annoncé par le gouvernement britannique dans le budget d'automne<sup>2</sup>, la politique budgétaire restera restrictive au cours des prochaines années. Les prévisions des taux d'intérêt de la Banque centrale sont, en outre, revues à la hausse en raison des implications haussières liées à l'augmentation du déficit budgétaire. L'assouplissement de la politique monétaire par la Banque d'Angleterre (BoE) sera plus progressif que prévu. Nous tablons sur 100 points de base (pdb) de réductions en 2025, soit 50 pdb de moins que prévu il y a trois mois, puis sur 125 pdb en 2026. De plus, les hausses de taux passées vont continuer de peser sur les revenus des ménages puisque les taux des prêts immobiliers restent élevés et les ménages détenant des prêts immobiliers à taux fixe sur cinq ans devront se refinancer à des taux plus élevés. **Selon la BoE, pour près de la moitié des prêts immobiliers, les mensualités devraient augmenter au cours des trois prochaines années.**

*Il est probable que les entreprises réduisent leurs effectifs et les salaires tout en augmentant les prix afin de préserver leurs marges.*

En conséquence, **nous avons revu à la baisse le taux de croissance de la consommation privée sous l'effet de l'augmentation de la pression fiscale annoncée dans le budget d'automne et du**

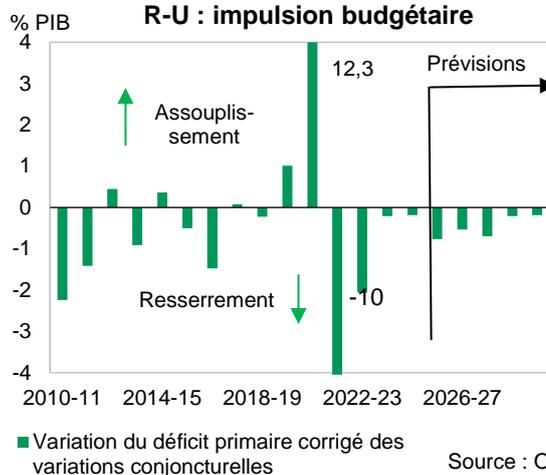
**R-U : taux sur crédit habitat**



Sources : BoE, Crédit Agricole SA / ECO

<sup>2</sup> Le gouvernement a annoncé des hausses des dépenses publiques de près de 70 milliards de livres en moyenne par an (2,5% du PIB) lors des cinq prochaines années à financer d'une part par des

**R-U : impulsion budgétaire**



Source : OBR

hausses des impôts et des taxes et d'autre part par un emprunt supplémentaire de 32 milliards de livres en moyenne par an (1% du PIB).

**relèvement des taux d'intérêt.** La croissance des revenus réels devrait ralentir en 2025, la hausse des salaires continuant de se tasser et l'inflation restant légèrement supérieure à l'objectif fixé. Le marché de l'emploi risque de se dégrader de manière plus prononcée que prévu en raison de l'impact de la hausse des cotisations sociales patronales sur les coûts salariaux et de l'augmentation prévue du salaire national de subsistance (*National Living Wage*) à partir d'avril prochain. Il est, en effet, probable que les entreprises réduisent leurs effectifs et les salaires tout en augmentant les prix afin de préserver leurs marges. La hausse du coût du travail devrait également avoir un impact négatif sur les investissements des entreprises en raison des tensions sur leurs marges qui pâtiraient aussi de taux d'intérêt élevés plus longtemps.

**L'impact positif sur la croissance de l'assouplissement budgétaire devrait donc être**

**compensé, dans une large mesure, par une consommation privée et un investissement des entreprises plus faibles qu'anticipé précédemment.** Notre prévision de croissance du PIB est révisée à la baisse à 1,2% en 2025, contre 1,5% prévu précédemment, principalement en raison d'un acquis négatif lié à un second semestre 2024 plus faible. Pour 2026, nous anticipons une légère accélération de l'activité à 1,5% en moyenne annuelle.

 Moyenne annuelle	2024	2025
<b>PIB</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,2%</b>
<b>Inflation</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,2%</b>

Slavena NAZAROVA

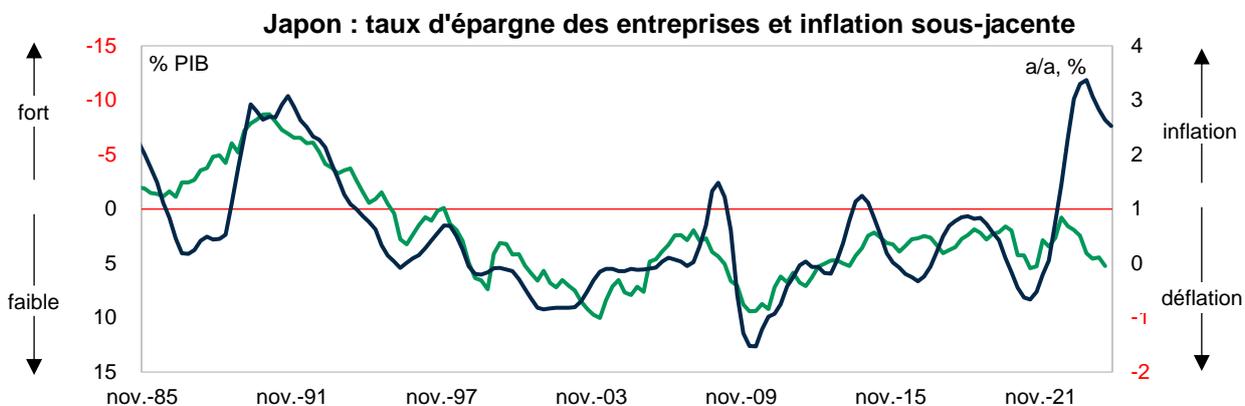
## JAPON : VERS UNE SORTIE DE LA DÉFLATION STRUCTURELLE

### Soutien à la croissance par des mesures économiques

Face à la stagnation de la demande intérieure, la décision de la Banque du Japon (BoJ) de relever ses taux d'intérêt pourrait exercer une pression baissière sur le cycle de crédit et, couplée au ralentissement de l'économie mondiale, justifie une croissance négative en 2024. **Au troisième trimestre 2024, la croissance en volume s'est établie à +0,3% en glissement trimestriel (+1,2% en rythme annualisé).** La demande intérieure reste faible et a encore reculé : la demande intérieure privée réelle au troisième trimestre reste inférieure de 0,5% à la moyenne pré-Covid de 2019. **Sauf à imaginer un fort rebond de plus de 1% sur le dernier trimestre, la croissance sera négative en moyenne en 2024.** Notre scénario table sur une croissance de -0,2% en 2024, l'OCDE prévoyant également un recul de -0,3%.

**Cette baisse de l'activité freine l'inflation via le manque de demande globale.** En analysant la relation entre le taux de croissance et la variation annuelle du déflateur de la consommation des ménages<sup>3</sup>, on observe qu'un faible taux de croissance ralentit l'augmentation du déflateur de la consommation l'année suivante. Un taux de croissance potentiel nul est la ligne de démarcation entre une accélération et une décélération du déflateur de la consommation.

**En 2025, dans un contexte de ralentissement économique mondial, le raffermissement du yen devrait également exercer une pression à la baisse sur les bénéfices des entreprises.** Sans véritable reprise de la consommation, la croissance des salaires va entraîner un redressement du taux d'épargne des



Sources : Cabinet Office, BoJ, MIAC, Crédit Agricole CIB

— Taux d'épargne des entreprises (éch. inv.)  
 — Inflation s/s-jacente (hors prod. frais, hors hausses de TVA, moy. mob. s/ 4 trim., dr)

<sup>3</sup> Décalage d'un an, hors chiffres de 2010 après la crise financière mondiale, de 2021 après le Covid, de 1997 et de 2014 qui sont des années de hausse de la taxe sur la consommation.

ménages. Pour renforcer la base politique fragile du gouvernement en augmentant le soutien de l'opinion publique, des mesures économiques majeures devraient être mises en œuvre afin de maintenir la croissance à son niveau potentiel

*L'inflation sous-jacente devrait se contracter pour atteindre environ 1% d'ici à fin 2025*

**Une croissance négative de -0,2% en 2024 réduirait la croissance du déflateur de la consommation de 0,5 point de pourcentage en 2025.** Sachant que le déflateur de la consommation était de +2,1% en glissement annuel au troisième trimestre, on peut craindre que l'inflation ne soit nettement inférieure à l'objectif de 2% en 2025. Alors que la BoJ et le marché estiment que le taux d'inflation restera stable aux alentours de 2% en 2025 et que les hausses de taux pourront se poursuivre, l'impact baissier de la croissance négative en 2024 est largement sous-estimé.

*Craignant que la croissance négative en 2024 n'entraîne un retour de la déflation, les autorités pourraient mettre en œuvre une politique économique dont la priorité absolue serait la lutte contre la déflation.*

Craignant, en cas de croissance négative en 2024, un retour de la déflation, les autorités pourraient mettre en œuvre une politique économique dont la priorité

absolue serait la lutte contre la déflation. Les dépenses publiques de relance devraient s'élever à 21 900 milliards de yens et permettre d'éviter un retour à la déflation. En outre, l'abattement de base de l'impôt sur le revenu sera augmenté, la taxe sur les carburants sera réduite et d'autres mesures économiques de grande ampleur seront probablement adoptées avant les élections à la Chambre haute prévues l'été prochain.

 Moyenne annuelle	2024	2025
<b>PIB</b>	<b>-0,2%</b>	<b>0,7%</b>
<b>Inflation (hors produits frais &amp; énergie)</b>	<b>2,4%</b>	<b>1,8%</b>

**L'impact des hausses de salaires sur les prix des services au second semestre devrait rester limité et semble insuffisant pour porter durablement l'inflation à 2%.** La hausse limitée des prix des services est due à la faiblesse de la demande intérieure. Selon nous, l'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires frais et énergie) devrait rester supérieure à 2% jusqu'à la mi-2025, puis retomber à environ 1% fin 2025.

**Takuji AIDA – Ken MATSUMOTO**



# PAYS ÉMERGENTS

## Sous pression

Panorama – Sous pression

*Focus* Mexique – À l'ombre d'un voisin puissant et exigeant

Chine – La Chine se prépare à la tempête Trump

Brésil – Toujours plus haut

Inde – Passer à la vitesse supérieure

## Sous pression

Les améliorations à l'œuvre sur les marchés émergents pourraient se heurter aux difficultés attendues de la part de « Trump 2.0 ».

S'il n'y avait pas les difficultés liées à « Trump 2.0 », le contexte serait en voie d'amélioration pour les marchés émergents en 2025. Les facteurs de soutien (assouplissement monétaire, croissance, exportations) risquent, en effet, d'être contrariés par les répercussions des mesures annoncées par la nouvelle administration américaine.

### Les facteurs favorables

Tout d'abord, **le début de l'assouplissement monétaire de la Fed apporte un certain soulagement aux pays émergents**. La forte hausse des taux d'intérêt américains, amorcée en mars 2022, a considérablement resserré les conditions monétaires mondiales jusqu'à récemment. En l'espace de deux ans, le taux des *Fed Funds* a augmenté de 525 points de base, alors que le taux à dix ans a progressé de 300 points de base environ, exerçant des pressions sur les pays émergents qui ont besoin de financements extérieurs. Le resserrement, suivi d'une longue pause figeant le taux des *Fed Funds* à un niveau élevé (5,50%), a également limité les marges de manœuvre des banques centrales nationales et pesé sur les devises émergentes. Le cycle de baisse des taux directeurs américains, amorcé en septembre 2024, devrait permettre aux banques centrales émergentes d'assouplir leur politique monétaire, d'alléger les pressions baissières sur les devises émergentes et, plus généralement, de faciliter le financement extérieur des pays émergents.

Par ailleurs, **la croissance du PIB devrait bien résister**. Dans les pays émergents, la baisse de l'inflation et celle des taux d'intérêt soutiennent le pouvoir d'achat et la consommation, d'une part, et améliore les perspectives d'investissement, d'autre part. Le marché de l'emploi est généralement resté

solide, avec des taux de chômage souvent proches de leurs plus bas niveaux historiques.

Enfin, **la dynamique des exportations émergentes s'est renforcée au cours de l'année écoulée**. La balance commerciale agrégée des pays émergents, déficitaire il y a un an, est redevenue excédentaire et pas seulement grâce à la Chine. Le renforcement séquentiel de la croissance économique dans les pays développés (en premier lieu aux États-Unis) suggère que leur demande et leurs importations resteront soutenues.

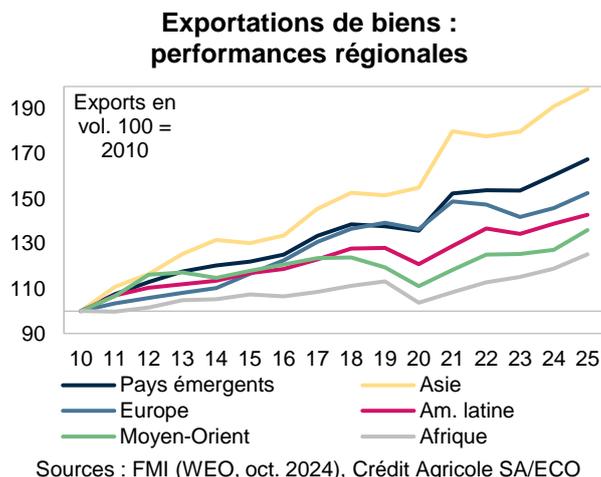
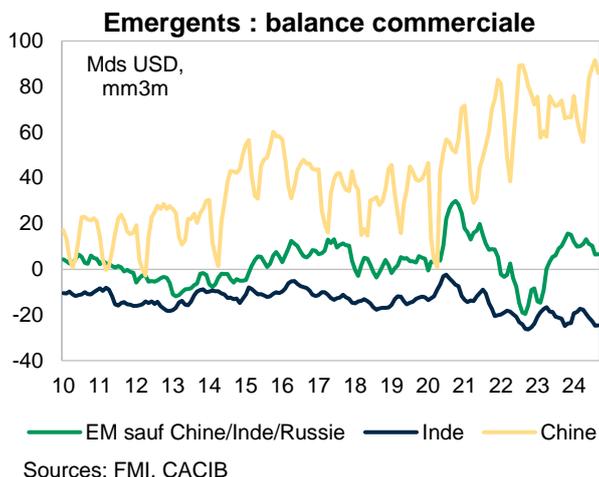
### Les facteurs défavorables

La situation ne se résume malheureusement pas à ces trois ingrédients favorables.

**Les mesures qui seront mises en œuvre par la nouvelle administration Trump sont susceptibles de générer des difficultés importantes pour de nombreux pays émergents**. Les principales difficultés sont au nombre de trois.

*Les grands pays émergents qui sont moins ouverts et s'appuient davantage sur leur demande intérieure pourraient être plus résilients.*

En premier lieu : **les droits de douane qui seront probablement imposés par les États-Unis et vont limiter les exportations des pays émergents**. À ce stade, leur futur niveau et leur champ d'application restent inconnus. Certains pays seront-ils plus ciblés que d'autres ? Il semble logique de penser que les pays affichant d'importants excédents commerciaux vis-à-vis des États-Unis soient particulièrement visés, notamment la Chine, le Mexique (*cf. focus Mexique*), ainsi que certains pays européens et de nombreux



## UN SCÉNARIO CONDITIONNEL, PLUS QUE JAMAIS | PAYS ÉMERGENTS

pays asiatiques. Ces pays se retrouveront sous pression. Ils sont, non seulement, plutôt ouverts au commerce en général mais, surtout, leurs exportations vers les États-Unis représentent une part importante de leur PIB : 27% pour le Mexique, 22% pour le Vietnam, entre 7% et 10% pour des pays tels que la Corée, Taïwan, Singapour, la Malaisie ou la Thaïlande. La Chine, pour laquelle ce chiffre est de 3%, répondrait probablement à de telles pressions par des mesures de relance budgétaire supplémentaires destinées à soutenir son économie. Nous tablons sur un tel scénario qui devrait profiter indirectement aux économies bien intégrées à la Chine, notamment les pays asiatiques et certains pays exportateurs de matières premières.

Par ailleurs, **la diminution probable du soutien militaire et financier des États-Unis à l'Ukraine pourrait alimenter l'incertitude géopolitique en Europe** (cf. [focus Géopolitique](#)). Les pays d'Europe centrale et orientale pourraient être confrontés à une pression croissante, avec des conséquences budgétaires (dépenses militaires et autres mesures de soutien), monétaires (possible intensification des pressions baissières sur les devises) et démographiques (dont les flux migratoires). Au-delà de la question des droits de douane, la pression sur la Chine devrait rester forte, voire s'intensifier.

Enfin, **la politique économique de l'administration Trump pourrait se révéler plus inflationniste que celle de l'administration précédente**. Cela pourrait restreindre la capacité de la Fed à baisser ses taux, de quoi limiter le bol d'air monétaire espéré par les marchés émergents.

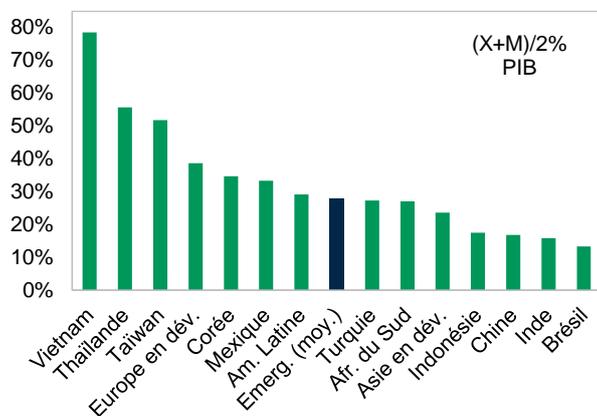
Dans un tel contexte, les grands pays, qui sont moins ouverts et s'appuient davantage sur leur demande intérieure, pourraient être plus résilients. L'Inde, l'Indonésie ou le Brésil appartiennent à cette catégorie.

**Notre scénario table sur un ralentissement marginal de la croissance économique des pays émergents, passant de 4,1% estimés pour 2024 à 3,8% en 2025.** La balance des risques reste orientée à la baisse en raison des incertitudes entourant la politique économique des États-Unis.

Moyenne annuelle	2024	2025
PIB	4,2%	3,9%
Inflation	5,8%	4,3%

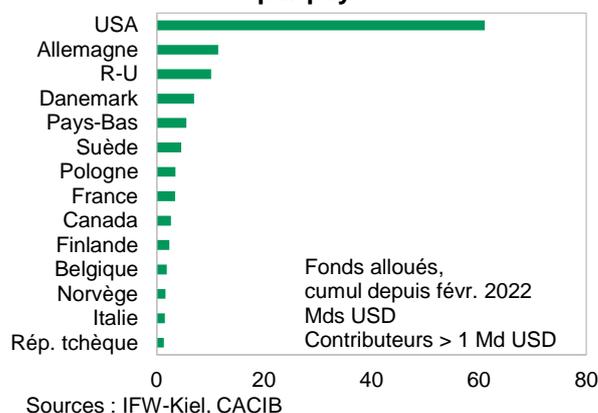
Sébastien BARBÉ

Taux d'ouverture



Source : Crédit Agricole S.A./ECO

Support militaire à l'Ukraine par pays



Sources : IFW-Kiel, CACIB

## Focus Mexique – À l'ombre d'un voisin puissant et exigeant

Les déclarations de D. Trump ou de ses proches, tels J. Greer nommé *US Trade Representative* et qui décrit les ambitions chinoises comme « une menace existentielle pour le mode de vie américain », font de la Chine leur cible principale, mais elle est loin d'être la seule victime potentielle des droits de douane américains. **La colère commerciale américaine s'abat en effet principalement sur la Chine mais n'épargne pas les pays vis-à-vis desquels les déficits commerciaux américains sont élevés : le Mexique**, également suspecté d'être un « cheval de Troie » pour les produits chinois (et autres), **est tout particulièrement concerné**. Trump a ainsi menacé le Mexique et le Canada de droits de douane de 25%, bien que les trois pays soient liés par un accord de libre-échange (USMCA) qui doit être renégocié en 2026. Cet accord, entré en vigueur en juillet 2020 après la renégociation de l'accord de libre-échange nord-américain (ALENA) qualifié par Trump de « pire accord commercial jamais conclu », durcissait déjà les conditions d'échange à l'intérieur de la zone<sup>4</sup>.

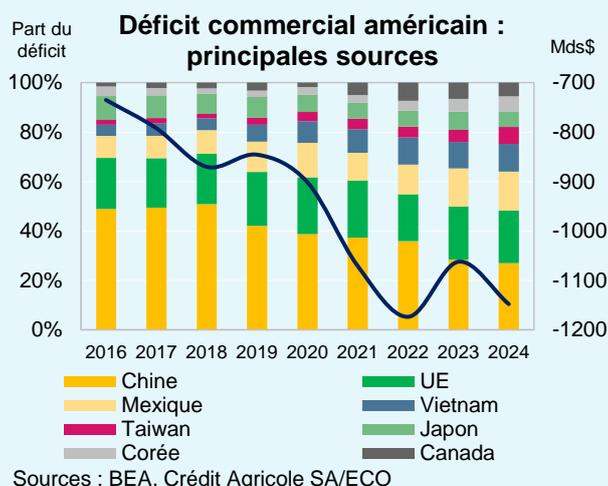
**Faire évoluer l'accord de libre-échange de façon à éviter que le Mexique ne soit utilisé comme une plate-forme de contournement des tarifs imposés hors USMCA, tout en préservant les flux commerciaux nord-américains, risque d'être particulièrement ardu.**

Au cours des dernières années, avec la volonté américaine de s'émanciper de la Chine et de rapprocher ses chaînes de valeur (*nearshoring*), **le Mexique est devenu le deuxième fournisseur des États-Unis<sup>5</sup> grâce à la conquête de parts de marché détenues par les exportateurs chinois**. Ces

développements ont occasionné un creusement du déficit commercial américain, avec des déséquilibres notables concentrés sur des secteurs-clés où le Mexique a considérablement augmenté ses exportations : automobile, machines et équipements, électronique. Outre le secteur automobile toujours « dans le viseur<sup>6</sup> », **une attention accrue pourrait être accordée aux produits électroniques et technologiques dont le Mexique est désormais l'un des principaux exportateurs vers les États-Unis**. Les importations mexicaines de composants technologiques en provenance de Chine (et d'autres pays asiatiques, comme la Malaisie et le Vietnam) ont, en effet, considérablement augmenté, tout comme les importations de pièces automobiles chinoises<sup>7</sup>.

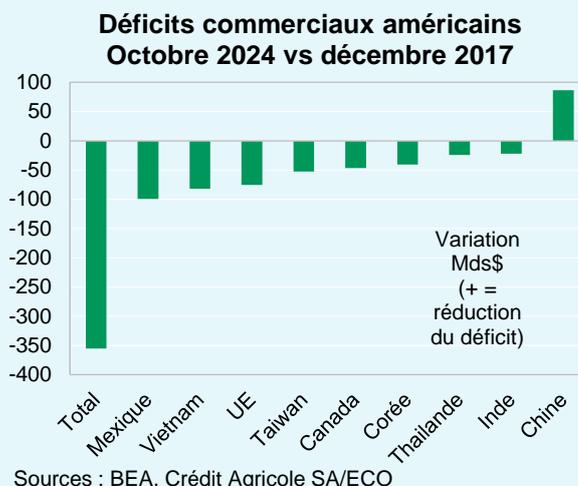
Faire évoluer l'accord de libre-échange de façon à éviter qu'il ne soit « transgressé » et que le Mexique ne soit utilisé comme une plate-forme de contournement des tarifs imposés hors USMCA, tout en préservant les flux commerciaux nord-américains, risque d'être ardu tant les chaînes de valeur mexicaines et américaines sont imbriquées. À titre d'illustration, pour les exportations mexicaines de véhicules et de moteurs, la part de la valeur ajoutée mexicaine est de 52,8%, tandis que la part « étatsunienne » est de 18,5% (39% de la part étrangère de la valeur ajoutée). Des études suggèrent que, **si l'on considère uniquement les exportations mexicaines de véhicules vers les États-Unis, la part de la valeur ajoutée américaine atteint près de 70% de la valeur ajoutée étrangère**.

**Si les droits de douane étaient uniformément portés à 25%, le renchérissement des importations américaines en provenance du Mexique atteindrait près de 100 milliards de dollars : une lourde facture**



<sup>4</sup> La nouvelle version imposait, notamment, une augmentation du contenu nord-américain requis dans les automobiles (de 62,5% à 75%) et une règle de salaire minimum (40 à 45% d'un véhicule produit par des travailleurs payés au moins 16 \$ de l'heure).

<sup>5</sup> Avec une part de 17% des importations américaines, le Mexique est devancé par l'UE (19%), mais devance la Chine (15%). Vu du Mexique, le rôle du commerce bilatéral est encore plus flagrant :



les exportations mexicaines vers les États-Unis représentent plus de 80% de ses exportations, soit 27% du PIB.

<sup>6</sup> Au cours des dernières années, plus de 70% des litiges ont porté sur le secteur automobile mexicain.

<sup>7</sup> La Chine est désormais le 2<sup>e</sup> fournisseur du Mexique (20% des importations mexicaines).

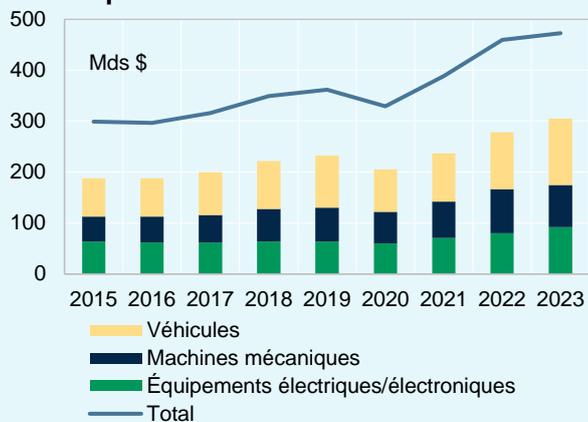
dont on ignore, *in fine*, qui en assumera le coût. On peut néanmoins penser que les hausses de droits de douane brandies par Trump visent surtout à effrayer ses adversaires, avant de parvenir à un « deal » plus raisonnable.

Mais, les motifs d'inquiétude des Américains débordent du seul champ commercial et incluent les conséquences redoutées des récents changements constitutionnels au Mexique<sup>8</sup>. **Les négociations devraient également porter sur l'immigration et le trafic de drogue.** À cet égard, le Mexique envoie déjà des signaux propres à ne pas envenimer la relation avec son puissant voisin : l'annonce d'une saisie record de Fentanyl et d'efforts accrus pour gérer l'émigration en témoignent. **Les autorités mexicaines**

**cherchent également à réduire leur dépendance vis-à-vis de la Chine.** Claudia Sheinbaum a récemment défendu un plan visant à remplacer les importations chinoises par des produits fabriqués au Mexique ou, si cela n'est pas possible, par des importations nord-américaines ou européennes. Cette initiative s'inscrit dans la continuité de la politique d'Andrés Manuel López Obrador (AMLO). L'été dernier, sous la pression des États-Unis, ce dernier a imposé une taxe de 25% sur les exportations mexicaines d'acier et d'aluminium non fondus et coulés en Amérique du Nord, afin de limiter l'entrée de l'acier chinois sur le marché. Enfin, **les investissements directs chinois au Mexique restent limités.**

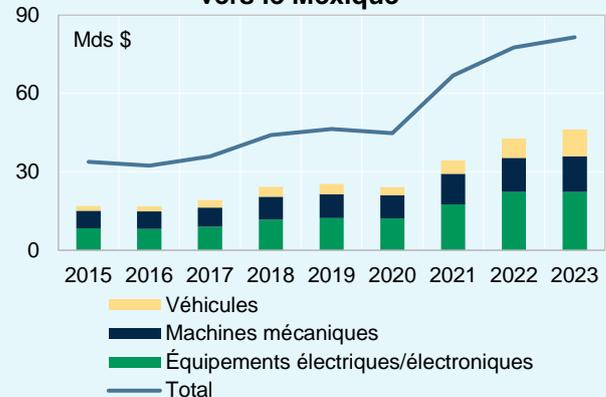
Jorge APARICIO LOPEZ

Exportations mexicaines vers les US



Sources : Trade Map, Crédit Agricole S.A./ECO

Exportations chinoises vers le Mexique



Source : Trade Map, Crédit Agricole S.A./ECO

<sup>8</sup> Ces réformes (dont la modification du système d'élection des juges et la suppression des entités réglementaires autonomes) ont suscité des inquiétudes sur l'indépendance de la justice et risquent

également d'être une source de tensions. Le statut de Pemex et de CFE, déclarées sociétés d'intérêt national, limitant l'investissement privé à 46% contribue à l'incertitude.

## LA CHINE SE PRÉPARE À LA TEMPÊTE TRUMP

La dernière réunion du Politburo s'est conclue en décembre par un engagement fort des autorités à soutenir l'économie grâce à une politique budgétaire « plus proactive » et une politique monétaire « suffisamment accommodante », afin de relancer la demande intérieure et de stabiliser les marchés immobiliers et actions.

Un vocabulaire et un soutien inhabituels, qui témoignent d'un triple constat :

- ✓ Les autorités s'inquiètent réellement du ralentissement de la croissance et de la faiblesse de l'activité domestique.
- ✓ Les mesures déjà annoncées n'ont pas eu les effets escomptés.
- ✓ L'économie chinoise doit être préparée au retour du protectionnisme, qui viendra d'abord des États-Unis et de l'Europe, mais aussi du reste du monde émergent qui s'agace de plus en plus de ce qu'il considère comme des pratiques de concurrence déloyale venant de Chine.

### 5% de croissance, et après ?

Le Politburo s'est montré confiant sur son objectif de croissance de 5% en 2024. **Nous anticipons toujours une croissance légèrement inférieure à la cible, autour de 4,8%** en raison de la faiblesse de la demande intérieure, qui se traduit par des pressions déflationnistes fortes. L'inflation devrait se situer autour de 0,3% en 2024, très en-dessous de la cible de 3% de la banque centrale.

Les ventes au détail progressent toujours à un rythme inférieur à celui de l'activité et le marché immobilier peine à se stabiliser. Les principaux indicateurs (superficies vendues, nouvelles constructions, prix moyens) sont toujours en contraction et les mesures de soutien annoncées sur le volet monétaire (baisse des taux sur les crédits hypothécaires, baisse des taux de réserves obligatoires pour libérer des liquidités) ou budgétaire (création de fonds de soutien

pour racheter certains biens vacants ou en construction) n'ont pas engendré le choc de confiance attendu.

Résultat, la baisse des prix qui se poursuit crée un effet de richesse négatif pour les ménages chinois, dont la confiance a été fortement érodée. Face aux « nouvelles trois montagnes » à gravir (santé, éducation, logement) et à la faible croissance des salaires, les ménages ont préféré maintenir leur épargne de précaution au détriment de la consommation. Le secteur du luxe, qui a vu ses recettes s'effondrer en Chine en 2024, l'apprend à ses dépens.

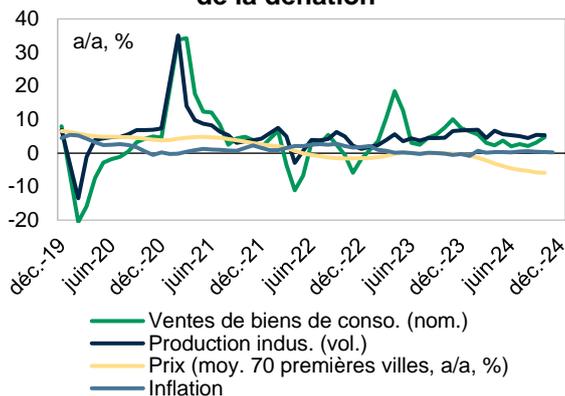
### Quels instruments pour la relance ?

Alors que les autorités aient jusqu'à présent refusé d'enclencher une relance budgétaire massive comme en 2008-2009, elles ont ouvert la porte à un soutien plus net, reconnaissant que la consommation et une demande intérieure plus forte sont essentielles à la croissance future. Jusqu'ici, les mesures de relance étaient restées cantonnées aux sphères habituelles : banques, entreprises et dépenses en infrastructures. Il se pourrait que cette fois-ci l'accent soit vraiment mis sur la consommation, alors même que Xi Jinping fustige régulièrement les « sociétés d'assistés » créées par les États-providence.

*La baisse des prix de l'immobilier qui se poursuit crée un effet de richesse pour les ménages chinois, dont la confiance a été fortement érodée.*

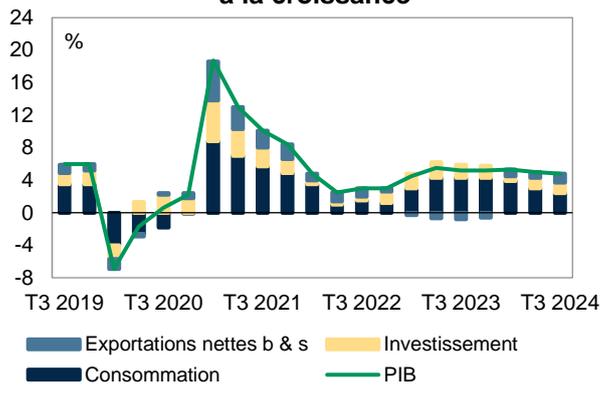
Premier changement à noter, la reconnaissance de l'existence d'un manque de transparence du côté de l'endettement des collectivités locales, qui ont vu leurs recettes s'effondrer avec la crise immobilière. Or, elles avaient également accumulé des montagnes de dettes, parfois cachées dans des sociétés de financement *ad-hoc*, afin de remplir les objectifs de croissance fixés par l'État central, notamment en termes de déploiement d'infrastructures. Afin de mettre

Chine : les ingrédients de la déflation



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

Chine : contributions à la croissance



Sources : nationales

un peu d'ordre dans les comptes, elles ont été autorisées à émettre environ 1 400 milliards de dollars de dette supplémentaire, dont une grande partie servira en réalité à « blanchir » des créances déjà existantes. Un premier pas, alors que la dette cachée totale est estimée à 8 400 milliards de dollars.

**Est-ce également sur les provinces que pourrait s'appuyer une relance portée sur la consommation ?** Une expérimentation au niveau local permettrait peut-être de tester de nouvelles politiques publiques, avant de les déployer à plus grande échelle. La Chine a peu d'expérience en la matière, alors que les besoins sont gigantesques : l'absence de protection sociale (chômage, santé, maternité, retraite) est un facteur-clé d'explication des comportements de consommation et de sur-épargne des ménages chinois et, par ricochet, du développement de surcapacités de production qui, faute d'être absorbées en interne, doivent être écoulées à l'étranger.

Alors qu'une période de tensions commerciales se profile, **il serait plus que temps pour la Chine de se donner véritablement les chances de transitionner d'un régime de croissance fondé sur la production manufacturière intensive en main-d'œuvre, l'attraction et la copie de technologies étrangères, vers une économie de l'innovation tirée par la demande interne et le secteur des services.** Un pari d'autant plus difficile que les États-Unis sont à la manœuvre pour retarder au maximum le rattrapage technologique chinois. De nouvelles sanctions ont été prises pour freiner la montée de la Chine dans le secteur des semi-conducteurs et 140 entreprises ont été placées sur la liste noire du département du Commerce américain.

## BRÉSIL : TOUJOURS PLUS HAUT

En termes de croissance et d'emploi, voire de comptes extérieurs, l'histoire est belle et le redressement du taux d'investissement a même suscité l'espoir d'une révision à la hausse du taux de croissance potentiel (estimé actuellement à environ 2%). Mais, cette histoire a une face cachée, alors que certains indicateurs signalent un écart de production très positif, générateur d'une inflation que la banque centrale (BCB) s'emploie à combattre.

*Si le Brésil n'est pas insensible aux pressions financières émanant des États-Unis, il est relativement à l'abri des menaces tarifaires américaines.*

**L'économie brésilienne a, en effet, fait preuve d'une résistance inattendue.** Quelques chiffres sont éloquentes : chômage au plus bas (juste au-dessus de 6%), croissance du PIB de 4,1% sur un an au troisième

**Si un scénario de droits de douane à 60% sur la Chine, appliqué tel qu'il a été annoncé par Trump durant sa campagne, semble encore peu probable tant il aurait d'impact sur l'inflation américaine, un scénario médian, voyant les droits de douane doubler pour atteindre 40%, est envisageable.** En 2018, la Chine avait répliqué par des droits réciproques et joué sur son taux de change pour gagner en compétitivité-prix. Mais, le yuan est déjà à un niveau historiquement bas et une hausse des tarifs risquerait de pénaliser une consommation domestique déjà très fragile. Restent les restrictions aux exportations de produits critiques, à commencer par les terres rares qui ont déjà fait l'objet d'annonce.

 Moyenne annuelle	2024	2025
PIB	4,8%	4,2%
Inflation	0,3%	0,7%

**Les marchés, quant à eux, ont accueilli la nouvelle de la relance avec euphorie,** signe que cette annonce était attendue et espérée, après des mois de doutes sur l'état réel de l'économie chinoise et la perception d'une réaction insuffisante des autorités. Reste à savoir s'ils seront toujours enthousiastes lorsque les mesures seront véritablement détaillées.

Sophie WIEVIORKA

trimestre (laissant un acquis de 3% pour 2024 et de 0,8% pour 2025), dynamisme de la demande intérieure, remontée du taux d'investissement (à 17% du PIB). La vigueur de la consommation des ménages et, surtout, de l'investissement productif a entraîné une forte augmentation des importations et une contribution nette négative des exportations à la croissance. Ce déséquilibre en volume s'est traduit par un creusement limité du déficit courant (cumulé sur douze mois). Ce dernier, qui s'était réduit à 1% du PIB en début d'année, n'excède désormais que légèrement 2% du PIB et reste couvert par les flux d'investissements directs bruts (3% du PIB). En revanche, depuis un point bas à 3,2% en juin 2023, l'inflation s'est redressée au point d'excéder la borne haute de la fourchette cible (3% ± 1,5 point de pourcentage). En novembre, l'inflation atteint 4,9% : un rythme soutenu qui reflète la hausse des prix des denrées alimentaires, des services mais aussi la dépréciation de près de 20% du real contre le dollar

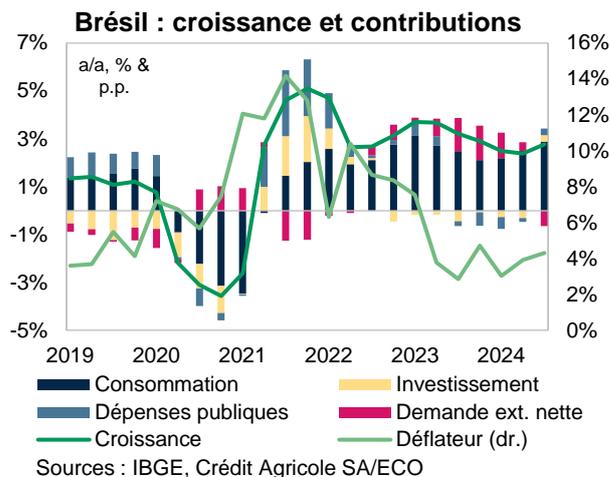
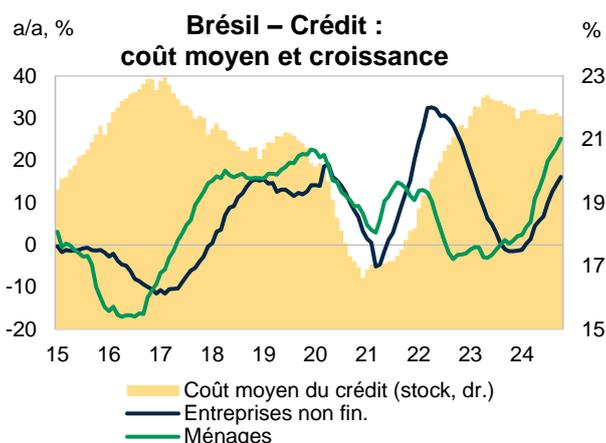
depuis le début de l'année et qui s'accompagne d'une hausse des anticipations d'inflation.

**La réaction de la Banque centrale du Brésil (BCB) n'a donc pas tardé** : depuis septembre, elle a relevé son taux Selic de 125 points de base (pdb) à 12,25%. Alors que les taux d'intérêt et le coût moyen du crédit sont élevés (notamment en termes réels), la consommation des ménages croît encore de près de 6% en rythme annualisé et les flux de crédit progressent : il y a, pour l'instant, peu voire pas, de signes notables de décélération. Or, au-delà d'un écart de production jugé positif, la BCB s'inquiète de l'évolution des comptes publics. L'effort de redressement *post-covid* s'est interrompu à l'été 2022<sup>9</sup>. Les mesures d'économies annoncées fin novembre ne sont pas de nature à reconforter la BCB qui considère que le manque de discipline budgétaire et les incertitudes sur la stabilisation de la dette publique sont susceptibles de pousser à la hausse le taux d'intérêt neutre, donc le coût de la désinflation. La BCB a déjà indiqué que son taux directeur pourrait être relevé de 100 pdb, lors de chacune des deux prochaines réunions (fin janvier et mi-mars 2025), le portant à 14,25%.

	2024	2025
 Moyenne annuelle		
<b>PIB</b>	<b>3,4%</b>	<b>1,8%</b>
<b>Inflation</b>	<b>4,5%</b>	<b>3,8%</b>

Resserrement des conditions monétaires et financières, pressions sur le real, inflation tenace, moindre soutien budgétaire, progression ralentie du revenu réel des ménages : **les ingrédients sont réunis pour une décélération, sans effondrement, de la demande domestique**. Sur le front externe, les risques restent mesurés. Le ralentissement chinois est de mauvais augure, mais il devrait être limité et le Brésil exporte des produits essentiels. Enfin, si le Brésil n'est pas insensible aux pressions financières émanant des États-Unis, il est relativement à l'abri (notamment par rapport à ses pairs latino-américains, très exposés ou plus petits et ouverts) des menaces tarifaires américaines<sup>10</sup>.

Catherine LÉBOUGRE



<sup>9</sup> Après avoir culminé à 2,4% du PIB, malgré une croissance soutenue, l'excédent primaire (secteur public consolidé, cumul des soldes mensuels sur 12 mois) s'est évaporé pour céder la place à des déficits primaire et total de, respectivement, 2% et 9,5% du PIB en octobre. Les dettes nette et brute du gouvernement atteignent, respectivement, 62% et 79%.

<sup>10</sup> Une grande économie avec un taux d'ouverture modeste de 17% ; des exportations vers les États-Unis qui se sont contractées à 10% du total exporté, soit moins de 2% du PIB brésilien ; un déficit commercial avec les États-Unis (données 2023).

## INDE : PASSER À LA VITESSE SUPÉRIEURE

**La croissance devrait ralentir, passant de 6,8% en 2024 à 6,3% en 2025.** L'augmentation du coût de la vie et une politique monétaire restrictive continueront de peser sur la consommation et les investissements du secteur privé et les incertitudes entourant la croissance mondiale pourraient freiner la croissance externe. L'Inde bénéficiera, toutefois, de plusieurs soutiens, lui permettant de surpasser ses pairs asiatiques émergents.

Tout d'abord, **les investissements reprendront en 2025.** D'importantes dépenses publiques d'infrastructure se maintiendront en dépit des élections générales de 2024 et de la perte de la majorité parlementaire par le BJP. De plus, après avoir été à la traîne de l'investissement public pendant plusieurs années, l'investissement privé pourrait connaître une année faste. L'optimisme des entreprises était à la hausse avant les élections générales et a retrouvé ses niveaux d'avant les élections. Fait notable : les entreprises privées se sont engagées dans des niveaux records de levée de capitaux propres et de dette, ce qui suggère que leur optimisme encourage l'investissement.

**L'oscillation australe et les indices dipolaires de l'océan Indien sont proches de la zone La Niña, ce qui indique des précipitations supérieures à la moyenne pour l'Inde au cours des six prochains mois.** Cette évolution sera positive pour la production agricole indienne ainsi que pour les revenus, l'emploi et la consommation dans les zones rurales. La baisse des prix des matières premières industrielles et l'augmentation des exportations agricoles devraient limiter le creusement du déficit courant à 1,6% en 2025, contre 1,4% du PIB en 2024. En revanche, la surperformance de la croissance indienne par rapport à ses partenaires commerciaux maintiendra la pression sur son déficit courant.

*La RBI passe au soutien de la croissance*

**L'amélioration des rendements agricoles fera baisser l'inflation des prix des denrées alimen-**

**taires, ce qui allégera la pression sur les finances des ménages, soutiendra la consommation et permettra à la banque centrale (RBI) d'entamer son cycle de réduction des taux, contribuant également à stimuler la consommation et l'investissement.** Alors que l'inflation sous-jacente indienne a été inférieure à 3% pendant la majeure partie de l'année 2024, c'est bien **l'inflation des prix des denrées alimentaires qui a empêché la RBI d'abaisser ses taux.** Notre scénario table sur un repli de l'inflation globale qui passerait de 4,5% en 2024 à 4% en 2025, au centre de la marge de tolérance de 2 à 6% de la RBI.

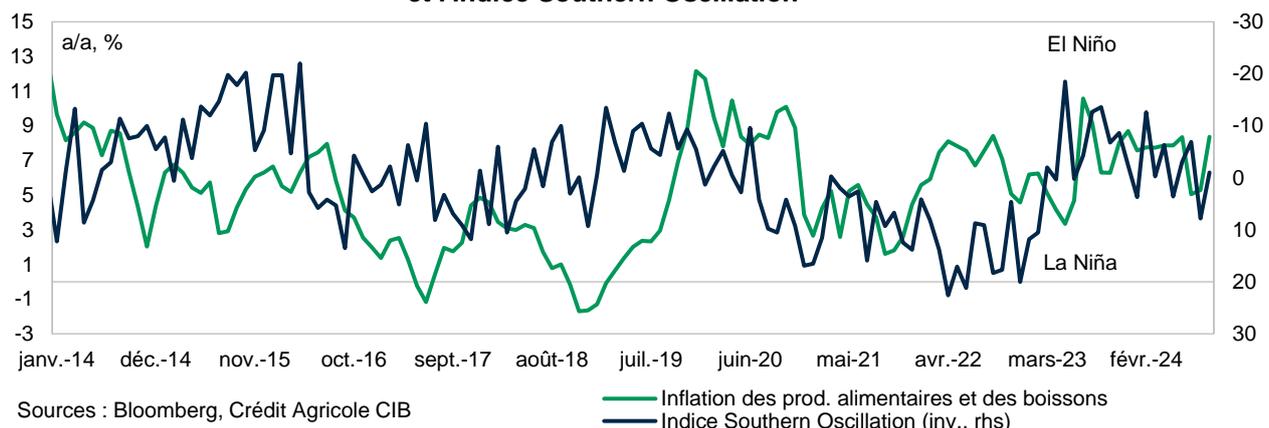
*Le nouveau gouverneur de la RBI, Sanjay Malhotra, adoptera une politique monétaire pragmatique et entamera le cycle de réduction des taux de la banque centrale en février.*

Le nouveau gouverneur de la RBI, Sanjay Malhotra, bien que potentiellement moins optimiste que l'ancien gouverneur Shaktikanta Das, adoptera une approche monétaire pragmatique et entamera le cycle de réduction des taux directs en février. La RBI abaisserait son taux de rachat de 6,50% à 5,75% en 2025, dans la partie supérieure de son estimation de neutralité. Cet assouplissement correspondrait à celui attendu de la part de la Fed, ce qui limiterait les pressions à la baisse sur la devise.

*Face aux guerres commerciales mondiales, l'Inde a des avantages*

**L'affaiblissement possible du commerce mondial dû à la montée des tensions commerciales pèsera sur la croissance indienne.** Mais, grâce à une exposition relativement faible au commerce mondial, l'Inde subira moins que d'autres économies émergentes d'Asie les effets négatifs potentiels des guerres commerciales mondiales sur la croissance. **Les relations entre le Premier ministre Narendra Modi et le président élu Donald Trump seront un élément-clé à surveiller au cours de l'année ou des années à venir.** Modi a été l'un des premiers dirigeants étrangers à appeler et à féliciter Trump : ils ont tous

Inde : inflation des produits alimentaires et des boissons et l'indice Southern Oscillation



deux déclaré que la conversation avait été excellente. Par le passé, Trump a critiqué les droits de douane imposés par l'Inde sur les exportations américaines ; mais le pivot progressif de l'Inde vers l'Ouest, l'éloignement de la Chine et de la Russie, ainsi que le poids géopolitique croissant de l'Inde, signifient que Modi pourrait s'attirer les faveurs de Trump et réduire les velléités de droits de douane américains.

**L'Inde pourrait également bénéficier d'une plus grande diversification des chaînes d'approvisionnement par rapport à la Chine et à d'autres partenaires commerciaux des États-Unis qui n'ont pas les faveurs de Trump.** Sur le front des tarifs douaniers entre les États-Unis et l'Inde, les principaux domaines à surveiller seront les secteurs technologique et pharmaceutique, ainsi que la réglementation américaine sur les visas H1B pour les millions d'Indiens qui travaillent et étudient aux États-Unis. La diaspora indienne est une source importante de transferts de fonds et d'investissements étrangers vers leur pays d'origine.

*La roupie restera sous pressions baissières*

**En raison de la taille de l'économie nationale indienne et de son exposition relativement faible au commerce mondial, la roupie présente la corrélation la plus faible de l'Asie avec le yuan.** La roupie n'est toutefois pas à l'abri de la vigueur du dollar, d'autant plus que nous prévoyons que la RBI commencera à réduire progressivement ses taux en février. Les sorties des investisseurs étrangers du marché indien des actions pèsent également sur la

devise. La RBI continue de gérer étroitement le taux de change, freinant ainsi l'appréciation du dollar par rapport à la roupie.

Avec 700 milliards de dollars de réserves de change, soit près de dix fois la couverture des importations mensuelles, **la RBI dispose de réserves importantes pour soutenir la roupie.** La RBI a également annoncé récemment qu'elle relevait le plafond des taux d'intérêt que les banques locales peuvent offrir aux non-résidents indiens sur les dépôts. Les banques peuvent désormais offrir des taux allant jusqu'au taux de référence alternatif au jour le jour (*Overnight Alternative Reference Rate – ARR*) majoré de 400 points de base (pdb) sur les dépôts bancaires d'une durée comprise entre un et trois ans. Pour les dépôts d'une durée de trois à cinq ans, le plafond des taux d'intérêt a été relevé à Overnight ARR plus 500 pdb, contre 350 pdb auparavant. Ces efforts ne feront que ralentir la dépréciation de la roupie, sans inverser la tendance, et nous prévoyons que le dollar atteindra un pic de 85,00 par rapport à la roupie en 2025.

 Moyenne annuelle	2024	2025
<b>PIB</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,3%</b>
<b>Inflation</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,0%</b>

**David FORRESTER**



# SECTEURS D'ACTIVITÉ

Pétrole – Le choix de la stabilité malgré les risques de chaos

Gaz – 2025 s'annonce plus difficile

Automobile – Une crise structurelle

Métaux – L'acier européen à la croisée des chemins

Semi-conducteurs – Rebond modéré en 2024 malgré l'intelligence artificielle

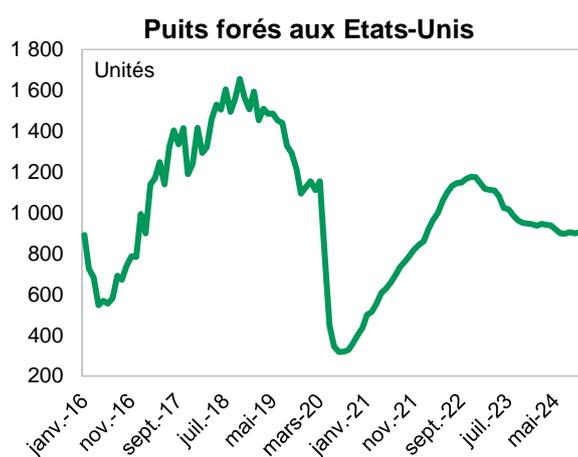
Conteneurs – Le défi de la présidence Trump 2.0

# Pétrole – Le choix de la stabilité malgré les risques de chaos

Malgré de nombreuses incertitudes associées au retour de Donald Trump au pouvoir, notre scénario table sur une stabilité des prix du pétrole, grâce notamment à une production américaine qui augmente peu, à une production iranienne en léger déclin et à la reconduction des coupes de l'OPEP+.

Sur la période 2025-2026, le marché pétrolier pourrait bien être « chamboulé » par le retour de Donald Trump au pouvoir en janvier 2025. Le président élu a promis de relancer les forages aux États-Unis et donc d'augmenter la production de pétrole. Réussira-t-il, comme il s'enorgueillit, à mettre un terme au conflit entre l'Ukraine et la Russie et quelles seront alors les conséquences sur la production de pétrole russe ? L'Europe acceptera-t-elle d'importer à nouveau du pétrole et des produits pétroliers russes ? Trump donnera-t-il son accord à une frappe d'installations pétrolières iraniennes qui n'avait pas été accordée par l'administration Biden et quelle serait alors la réaction de l'Iran ? Enfin, l'OPEP+ se décidera-t-elle à mettre un terme aux coupes de production pour récupérer des parts de marché ?

Il n'est pas évident que la nouvelle administration américaine parvienne à relancer les forages aux États-Unis et à augmenter significativement la production américaine de pétrole. En effet, le secteur pétrolier américain s'est concentré et la maximisation de la rentabilité guide désormais le forage de nouveaux puits et non plus la recherche de volumes. Plusieurs sociétés d'importance, comme ExxonMobil et Chevron, ont annoncé que leurs dépenses de forage n'augmenteraient pas en 2025.



Quelle que soit la situation politique et militaire entre l'Ukraine et la Russie, cette dernière aura besoin

d'un prix du pétrole le plus élevé possible pour financer sa guerre ou pour reconstruire son économie en cas d'accord de paix avec l'Ukraine. L'Europe ne devrait pas non plus reprendre ses importations de produits pétroliers en provenance de Russie. Nous estimons que l'Europe choisira de maintenir, voire d'augmenter, ses importations de produits énergétiques des États-Unis, afin de réduire l'excédent de sa balance commerciale avec ces derniers et ainsi limiter, même éviter, l'imposition de tarifs douaniers « punitifs » sur ses exportations.

La nouvelle administration américaine ne devrait pas donner son feu vert pour frapper des installations pétrolières en Iran. En revanche, nous considérons que les autorités américaines imposeront de nouvelles sanctions sur le négoce de pétrole iranien. De telles sanctions devraient satisfaire les gros producteurs de l'OPEP+ qui pourraient alors en profiter pour augmenter leurs productions de brut. Il est, cependant, possible que de nouvelles sanctions américaines sur l'Iran n'aient qu'un impact modéré sur les exportations iraniennes de pétrole. L'Iran a, en effet, appris à contourner les sanctions. Enfin, le blocage du détroit d'Ormuz, une menace souvent brandie par l'Iran dans le passé, ne serait envisagé qu'en dernier recours si jamais l'existence même du régime iranien était menacée.

Prix moyen du pétrole par baril	
T4 2024	75 \$
2025	78 \$

Dans ces conditions, et malgré une croissance de la demande en pétrole qui devrait rester modeste autour d'un million de barils par jour en 2025 et en 2026, l'OPEP+ reconduira ses coupes de production, comme elle l'a fait au début du mois de décembre. Notre scénario table donc sur une relative stabilité du prix du pétrole entre 2025 et 2026 entre 75 et 85 dollars par baril.

Stéphane FERDRIN

## Gaz – 2025 s'annonce plus difficile

La stabilité du marché gazier de 2024 pourrait bien ne pas se répéter en 2025. La fin des importations de gaz russe par gazoduc et un hiver plus précoce cette année menacent de nouvelles tensions sur le marché du gaz en 2025.

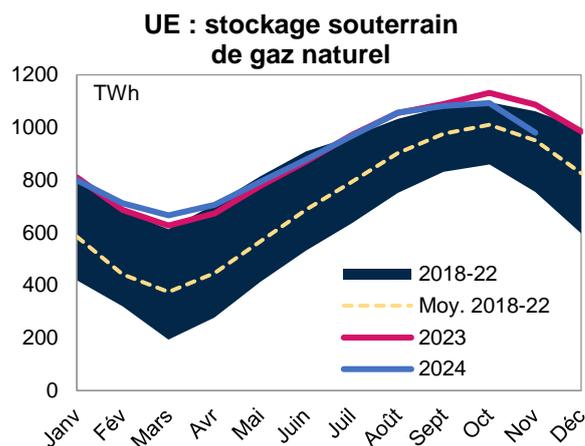
**La demande en gaz naturel de l'Europe reste faible et ne semble toujours pas retrouver ses niveaux d'avant la crise énergétique de 2022.** En particulier, la demande du secteur industriel ne reprend toujours pas, pénalisée par une sous-activité des industries gazo-intensives. La forte production des centrales hydrauliques, grâce aux précipitations abondantes cette année, et des centrales nucléaires françaises, a limité le besoin des centrales à gaz pour subvenir à la demande en énergie électrique. Les importations de GNL (gaz naturel liquéfié) ont continué de baisser au cours du troisième trimestre 2024 en Europe. Les volumes ainsi libérés par l'Europe sont dirigés vers l'Asie.

*L'assouplissement des règles fédérales éventuellement accordé par la nouvelle administration américaine n'aboutira pas à la mise en service de nouvelles capacités de liquéfaction avant plusieurs années.*

L'année 2025 sera marquée par la fin des importations de gaz russe *via* l'Ukraine qui alimentaient essentiellement les pays d'Europe centrale. L'accord de transit entre l'Ukraine et la Russie prend fin au 31 décembre 2024 et ne sera certainement pas reconduit même si Trump réussit, comme il s'en vante, à mettre rapidement un terme au conflit qui frappe l'Europe et ses marchés énergétiques depuis presque trois ans. En effet, même si l'Europe continue d'importer du GNL russe indispensable à son équilibre, elle privilégiera les États-Unis pour son approvisionnement en gaz naturel. Avec l'arrêt des importations de gaz russe par gazoduc en 2025, l'Union européenne va devoir importer environ 13 milliards de m<sup>3</sup> supplémentaires de GNL, représentant environ une hausse de 12% de ses importations actuelles.

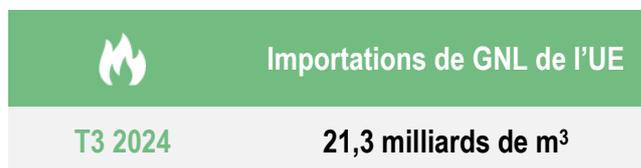
L'hiver 2024-2025 semble plus précoce que le précédent. Les soutirages sur les stocks ont été plus importants au mois de novembre que l'année dernière. À la fin du mois de novembre 2024, les stocks affichaient un déficit d'environ 10 milliards de m<sup>3</sup> par rapport au mois de novembre 2023. Cela représente l'équivalent d'un mois d'importation de GNL par l'Union européenne. Si ce déficit ne se creuse pas davantage d'ici la fin de l'hiver, l'Europe devra alors importer

environ 12 milliards de m<sup>3</sup> par mois (contre environ 8,5 milliards de m<sup>3</sup> en moyenne en 2024) pendant la période d'injection (entre avril et octobre) de gaz naturel dans les stocks pour compenser la perte de gaz russe, mais aussi remplir ses stocks à 100%.



Sources : GIE, Crédit Agricole SA / ECO

Alors que l'Europe va potentiellement connaître une augmentation de ses besoins en GNL, l'offre ne devrait que modérément croître en 2025. Plusieurs terminaux de liquéfaction aux États-Unis connaissent d'important retards. L'arrivée de Trump au pouvoir, pourtant favorable à l'accélération d'extraction et d'exportation de gaz naturel, aura peu d'impact sur la disponibilité des terminaux de liquéfaction américains en 2025. L'assouplissement des règles fédérales, éventuellement accordé par la nouvelle administration américaine, n'aboutira pas à la mise en service de nouvelles capacités de liquéfaction avant plusieurs années.



Par conséquent, la compétition entre l'Europe et l'Asie pour le GNL pourrait s'accroître en 2025 et provoquer une hausse des prix du gaz par rapport à 2024.

Stéphane FERDRIN

## Automobile – Une crise structurelle

L'industrie se restructure. Le secteur automobile fait face à une double contrainte, celle de l'affaiblissement de ses ventes et celle d'une transition industrielle plus difficile que prévu. La demande est beaucoup plus faible que prévu, menaçant la transition vers l'électrique. Des rapports de force dissymétriques avec les constructeurs chinois sur le segment de l'électrique engendrent des effets qui ne peuvent qu'être retardés.

### Accessibilité de l'achat automobile

Avec une hausse des prix de plus de 30% entre 2019 et 2021, le prix des voitures a considérablement augmenté, dépassant largement l'augmentation des revenus. Le consommateur européen a donc significativement réduit son budget automobile. Par ailleurs, le véhicule électrique n'est toujours pas comparable aux modèles thermiques équivalents en termes de coûts et l'offre de modèles entre 20 000 et 25 000 euros est encore trop réduite. Enfin, les subventions à l'achat des véhicules électriques sont en voie d'extinction partout en Europe.

### La réalité des ventes de véhicules électriques contraste avec les attentes de l'Europe en matière de décarbonation

Ce retour à la réalité est en contradiction avec les objectifs ambitieux de la réglementation européenne sur les émissions de carbone avec des jalons de réduction de -15% en 2025, -55% en 2030 et -100% en 2035 (par rapport au seuil de référence fixé en 2021 à 95 grammes de CO<sub>2</sub>/km pour les voitures neuves). Ce retour à la réalité conduira-t-il à un assouplissement ? Rien n'est moins sûr. Sur les dix premiers mois, le taux de pénétration des véhicules électriques est de 24,6% en Chine, de 12,2% en Europe et de 7,7% en Amérique du Nord. Le retard accumulé en Europe rend improbable l'objectif prévu de vente, par les constructeurs européens, de 25% de leur gamme en électrique en 2025. En Europe, les prévisions sont désormais 18% plus basses que prévu initialement.

### Les excédents de production en Chine déstabilisent globalement les équilibres sectoriels

Le secteur est remodelé par l'arrivée de l'électrique ; il souffre aussi, évidemment, de la concurrence des constructeurs chinois. Leur marché domestique est en avance, mais moins porteur que lors de la décennie précédente, si bien que de nombreuses usines sont en situation de surcapacité et doivent chercher de nouveaux débouchés à l'exportation. Les tensions géopolitiques et des évolutions globales plus favorables au protectionnisme (voire franchement protectionnistes) ne parviennent pas à modifier des rapports de force aussi dissymétriques. Les barrières douanières ralentissent l'hémorragie, mais les désavantages structurels demeurent non résolus.



### Taux de pénétration des véhicules électriques en Europe

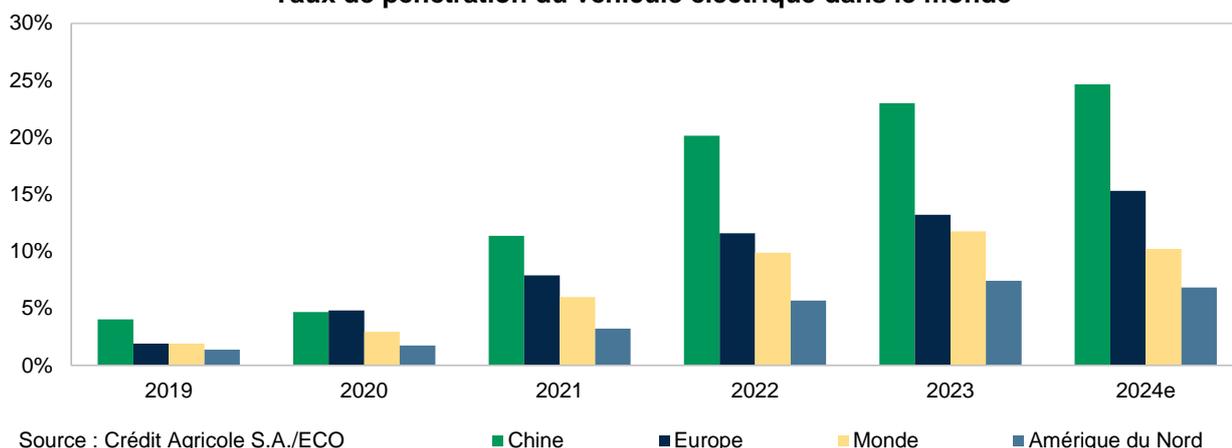
10 mois 2024

12,2%

### Une rentabilité en forte baisse jusqu'en 2026

Le réveil de l'industrie européenne est d'autant plus rude que la rentabilité du véhicule électrique n'est plus alignée avec celle du thermique. Au troisième trimestre, alors que leurs ventes baissaient de 14%, leur résultat opérationnel diminuait de 40%. Nous prévoyons que les marges opérationnelles des constructeurs européens baisseront encore jusqu'en 2026, passant d'un pic de 10,8% en 2022 à un plancher de 6,8% en 2025.

### Taux de pénétration du véhicule électrique dans le monde



Source : Crédit Agricole S.A./ECO

■ Chine

■ Europe

■ Monde

■ Amérique du Nord

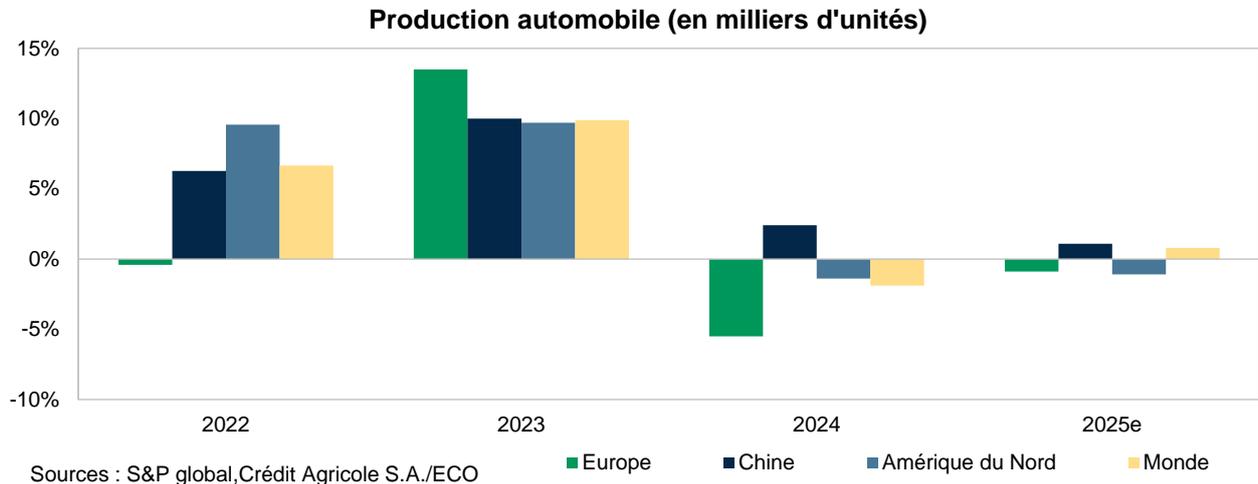
## UN SCÉNARIO CONDITIONNEL, PLUS QUE JAMAIS | SECTEURS D'ACTIVITÉ

Parallèlement, les équipementiers, particulièrement éprouvés par la baisse des volumes, vont connaître des années sombres. Pour survivre, tous se restructurent drastiquement, abaissant collectivement leurs points morts de près de 20% en Europe : une amère leçon de réalisme.

Enfin, si les droits de douane appliqués à l'automobile européenne voyaient leur taux moyen passer à 6%

(inférieur aux 10% brandis par Trump), l'impact devrait être minime. En revanche, des droits plus élevés, combinés à ceux dont le Mexique pourrait faire l'objet (la plupart des constructeurs européens passant par ce dernier), seraient très pénalisants. C'est la raison pour laquelle S&P a émis une « alerte » précisant que près de 17% de leur EBITDA disparaîtrait.

Véronique VIGNER



## Métaux – L'acier européen à la croisée des chemins

Alors qu'elle traverse un bas de cycle particulièrement difficile, la sidérurgie européenne devra traiter en 2025 la question de sa décarbonation, en raison de l'entrée en vigueur du mécanisme d'ajustement carbone aux frontières (CBAM) et de l'épuisement progressif de ses quotas CO<sub>2</sub> début 2026.

Faute de reprise de la demande dans les secteurs-clés de la construction et de l'automobile, la consommation apparente d'acier dans l'UE pour l'année 2024 est attendue à son niveau le plus bas des dix dernières années, aux alentours de 127 millions de tonnes.

**Les baisses de taux d'intérêt enregistrées au cours des derniers trimestres, bien que théoriquement positives pour le secteur, ne devraient cependant commencer à l'impacter qu'en 2025**, faisant de cette fin d'année un potentiel creux de cycle. La reprise attendue de la consommation sur l'année à venir reste néanmoins incertaine et vraisemblablement modeste, aux alentours de 3%, renouant ainsi avec les niveaux de 2023, mais encore loin de la période pré-Covid.

*Déjà victimes d'une demande atone, les producteurs européens restent également confrontés à des taux d'importations historiquement élevés.*

Déjà victimes d'une demande atone, les producteurs européens restent également confrontés à des taux d'importation historiquement élevés. **Plus de 70% des importations en Europe sur les sept premiers mois de 2024 proviennent d'Asie**, dont les marchés domestiques peinent à absorber les excédents de production de la Chine, où la déprime du secteur immobilier continue de peser sur sa demande d'acier. Un éventuel retour des droits de douane en vigueur lors de la première présidence Trump serait à même d'aggraver cette situation, du fait du reroutage possible d'une partie des flux commerciaux vers l'UE.

*Incertitude(s) et attentisme pèsent sur l'acier vert*

C'est pourtant dans ce contexte économique dégradé que la sidérurgie européenne doit mettre en action sa

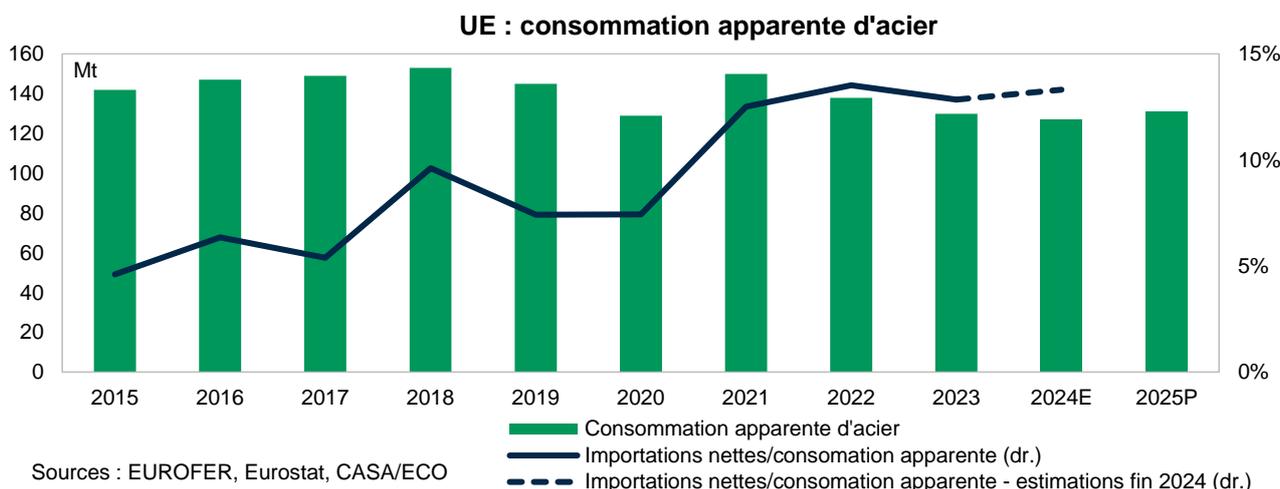
stratégie de décarbonation. **La fin de la phase de test du CBAM en 2025 et son entrée en phase opérationnelle en janvier 2026 marqueront, en effet, le début de l'épuisement progressif de l'allocation de quotas d'émission de CO<sub>2</sub> « gratuits »**. Moteur du processus de décarbonation, le CBAM, dans sa formulation actuelle, peine cependant à convaincre les producteurs, tandis que son impact sur le marché européen reste encore incertain.

En outre, **le prolongement de ces mesures de sauvegarde instituées à l'encontre de certains produits sidérurgiques jusqu'en 2026, annoncé en juin, n'aura pas fait tarir les appels à un renforcement du protectionnisme européen**, afin, entre autres, de garantir la viabilité économique du modèle de production d'acier vert. Ce dernier, fortement tributaire des coûts de l'énergie, dont les prix de marché restent à des niveaux élevés en Europe, nécessite également l'allocation de capex considérables pour une transformation irréversible.

Déficit commercial européen d'acier	
Premier semestre 2024	1,7 Mt/mois

**L'attentisme semble dès lors prévaloir en cette fin d'année**, 2025 apparaissant comme la dernière occasion de faire évoluer l'environnement législatif européen au bénéfice des producteurs.

Guillaume STECHMANN



# Semi-conducteurs – Rebond modéré en 2024 malgré l'intelligence artificielle

Les semi-conducteurs sont considérés comme l'or noir de l'ère du numérique. L'incertitude macro-économique et les tensions géopolitiques à travers le monde peuvent ralentir le développement et perturber la *supply chain* du secteur.

L'industrie des semi-conducteurs, très intégrée à ses débuts, s'est fragmentée au fil du temps. Elle est capitalistique et se caractérise aujourd'hui par une *supply chain* très complexe, mondialisée, dont le centre de gravité penche encore fortement vers l'Asie. On y distingue trois catégories d'activités : la conception, la fabrication qui nécessite des fonderies et l'assemblage, test et *packaging* (ATP).

*La croissance actuelle du secteur est tirée par les puces mémoires et les processeurs graphiques (GPUs) incontournables pour les outils IA.*

Le secteur est cyclique, régulé par l'offre et la demande des produits finis et des stocks de composants. En 2023, le secteur a connu un bas de cycle avec des revenus en recul de près de 12% par rapport à 2022 pour atteindre 530 milliards de dollars. Le rebond est plutôt lent, essentiellement lié à un ralentissement de la demande en smartphones, PC et tablettes qui pèsent pour un tiers des revenus du secteur.

## IA et mémoires, les moteurs de la croissance

Le rebond n'a véritablement démarré qu'au deuxième trimestre 2024 et s'est poursuivi au troisième trimestre : deux trimestres consécutifs de croissance, respectivement, 6,5% et 9,2%. La forte demande de puces mémoires et de processeurs graphiques (ou GPUs) tirent principalement cette croissance.

Les GPUs sont les moteurs de la puissance de calcul indispensable à l'entraînement et à l'inférence des

modèles d'intelligence artificielle (IA), en plein *boom* depuis l'avènement de ChatGPT en novembre 2022.

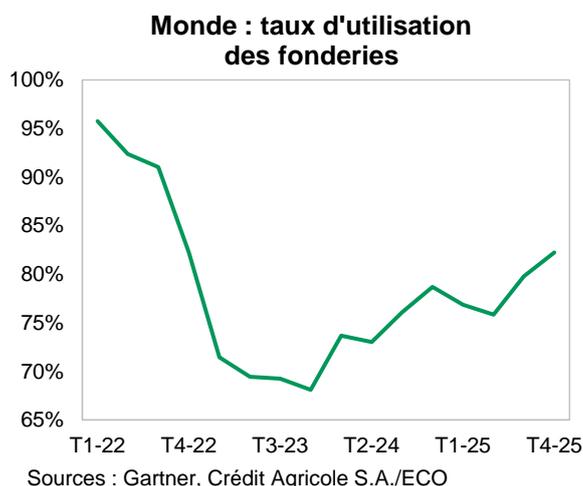
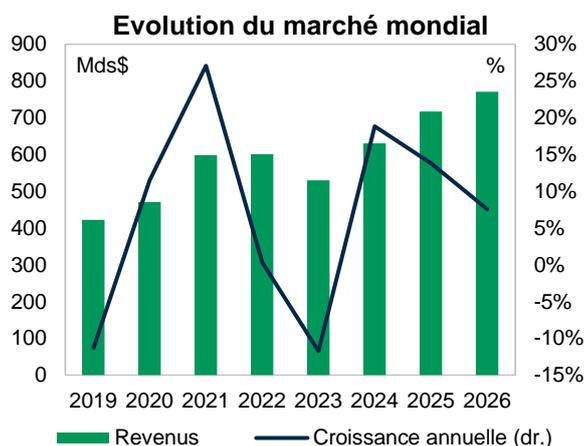
Le rebond se poursuit, mais à un rythme moindre avec 8,3% au quatrième trimestre 2024 et un recul anticipé de 1,9% au premier trimestre 2025. Les taux d'utilisation des fonderies restent encore en dessous des 80%, mais dépasseront 82% au quatrième trimestre 2025 et les revenus du secteur devraient franchir la barre des 700 milliards de dollars en 2025.

Marché mondial des semi-conducteurs	
2024	630 Mds \$
2025	717 Mds \$

## Un secteur au cœur de la géopolitique mondiale

Taiwan concentre à ce jour plus de 51% de la capacité mondiale des fonderies, suivi de la Chine avec 26%. Les tensions géopolitiques entre les États-Unis et la Chine découlent de leurs quêtes respectives de souveraineté technologique et d'autonomie stratégique. Cela implique nécessairement une indépendance dans les semi-conducteurs. L'élection de Donald Trump à la tête des États-Unis pourrait fragmenter davantage la *supply chain* et entraîner des tarifs élevés.

Rabindra RENGARADJALOU

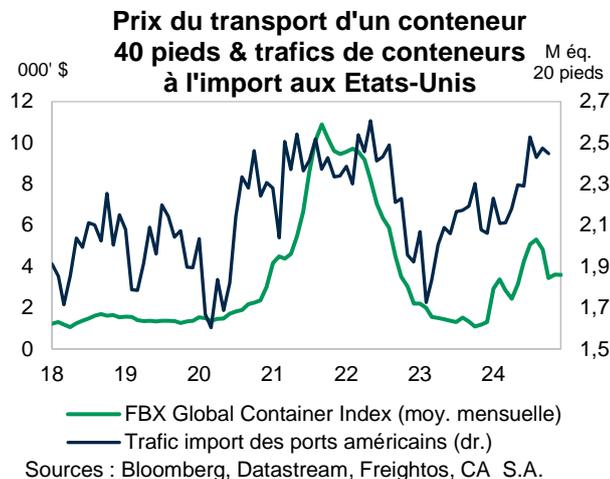


## Conteneurs – Le défi de la présidence Trump 2.0

Avec le retour de Donald Trump et ses projets de taxation massive des importations, un nouveau choc s'annonce pour le commerce international. Entre tensions géopolitiques et logistiques, les chargeurs sont mis à rude épreuve et la fébrilité n'est pas près de retomber.

Contre toute attente, le transport maritime de conteneurs clôture l'année en enregistrant ses meilleurs résultats hors période de bulle, après avoir absorbé la plus importante vague de livraisons de son histoire. **Les frets spot ont connu une nouvelle flambée**, atteignant début août jusqu'à 50% des sommets observés durant la période Covid. Malgré le reflux qui a suivi, les prix restent deux à trois fois supérieurs à ceux de l'an passé, plaçant les transporteurs en position de négocier à la hausse les frets contractuels.

La surchauffe s'explique d'abord par les attaques houthis persistantes en mer Rouge et les déviations de navires par la longue route du cap de Bonne-Espérance, mobilisant 7% des capacités mondiales. Cette situation, couplée à l'anticipation par les chargeurs de futurs désordres logistiques, a déclenché au printemps un **mouvement de restockage exacerbant les tensions et provoquant une résurgence de la congestion portuaire, surtout en Chine.**



Les ports américains traitent désormais des volumes proches des records de 2021-2022. Le Mexique et le Brésil, débouchés porteurs jusqu'ici pour la Chine, ne sont pas en reste. **Pour 2024, si on prévoit un rebond des trafics mondiaux de plus de 5%, la demande en capacités dépassera 15% en raison des distances allongées, des retards et du déséquilibre accru des routes en faveur des exportations asiatiques.**

Dans ce contexte auquel il n'est pas étranger, le retour de Donald Trump menace d'un nouveau choc hors normes le commerce international, avec ses annonces de relèvement drastique des droits de douane, à plus de 60% sur la Chine, dont 10% immédiatement, mais ciblant également les autres pays, en particulier le Mexique et le Canada.

**S'il est probable que les mesures seront plus pragmatiques, elles accéléreront le découplage entre les États-Unis et la Chine.** Malgré les tensions géopolitiques et les taxes appliquées depuis 2018, la part de marché chinoise dans les importations conteneurisées américaines reste dominante à près de 40%. Depuis 2018, elle a perdu 7 points au profit d'autres pays comme le Vietnam, la Thaïlande ou la Corée. Alors que les importations de produits chinois épargnés par les droits de douane ont progressé, les produits frappés de droits à 25% ont vu leurs importations réduites de moitié en valeur.

*À court terme, les frets spot pourraient rester élevés à court terme, avant une nouvelle décrue.*

**Une taxation plus lourde et généralisée déplacerait bien davantage les chaînes d'approvisionnement américaines**, allongeant les routes maritimes et créant de nouveaux défis logistiques. Compte tenu du ciblage des stratégies de contournement comme au Mexique et des mesures de rétorsion prévisibles, une baisse des trafics nord-américains n'est pas non plus exclue.

**À court terme, les frets spot pourraient néanmoins rester élevés**, soutenus par une vague d'importations anticipant les taxes à venir et d'éventuelles perturbations de trafic, même si une réédition de la grève des dockers des ports de la côte Est américaine, qui ont reçu le soutien du nouveau président, semble désormais moins probable.

**Les forces naturelles du marché devraient ensuite reprendre le dessus.** Les livraisons de navires toujours soutenues, une demande affaiblie par le haut niveau des stocks, puis la levée des nouveaux droits de douane feraient alors reculer les frets. **Le reflux accélérerait, si les navires devaient reprendre leur route habituelle par la mer Rouge.**

Bertrand GAVAUDAN



# MARCHÉS

Politique monétaire – Assouplissements mesurés, arrêts précoces

Taux d'intérêt – Pressions haussières

Taux de change – Le dollar : déjà très haut

# Politique monétaire – Assouplissements mesurés, arrêts précoces

Les espoirs de « fol assouplissement » de la part du marché ont été démentis et ne sont absolument plus à l'ordre du jour, tout particulièrement aux États-Unis. Économie supposée rester « résiliente » et léger regain inflationniste justifient un assouplissement résiduel modeste. Quant à la BCE, son taux directeur passerait juste sous la neutralité supposée.

## RÉSERVE FÉDÉRALE : UN CYCLE D'ASSOUPPLISSEMENT DE FAIBLE AMPLEUR

La Fed a amorcé son cycle d'assouplissement en septembre et, au seuil de 2025, les principales interrogations concernent le rythme et l'ampleur des réductions qu'elle opérera à l'avenir. Avec une économie supposée rester « résiliente » et une inflation se maintenant au-dessus de 2%, le cycle d'assouplissement devrait être relativement peu marqué.

Plus précisément, notre scénario table sur un assouplissement supplémentaire total de 50 points de base (pdb), avant que la Fed ne marque une pause prolongée avec un taux terminal à 4,00% pour la limite supérieure de la fourchette cible. Quant au rythme, notre scénario de référence prévoit deux baisses de taux en mars et en juin, la Fed passant son tour lors des réunions de janvier et de mai, avant de marquer une pause.

Cela fait suite à une réduction totale de 100 points de base en 2024. La Fed avait débuté en septembre son cycle d'assouplissement avec une baisse de taux de 50 points de base avant de modérer le mouvement avec deux nouvelles baisses de 25 points de base en

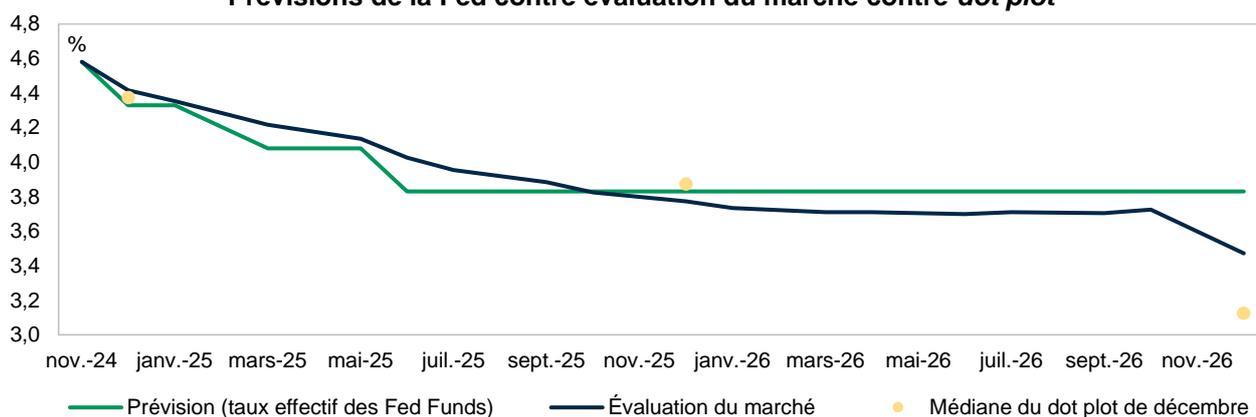
novembre et décembre. Lors de sa dernière réunion, la Fed a clairement indiqué qu'elle était « sur le point » de ralentir son rythme d'assouplissement, ce qui correspond à notre point de vue.

*Avec une économie supposée rester « résiliente » et une inflation se maintenant au-dessus de 2%, le cycle d'assouplissement devrait être relativement peu marqué.*

La réduction du bilan devrait se poursuivre début 2025. La Fed se rapproche néanmoins de la fin du resserrement quantitatif : nous le prévoyons à la fin du premier trimestre 2025. À cet égard, les soldes de réserve sont le principal élément du bilan à surveiller, la Fed visant un ratio réserves/PIB d'environ 10-11% d'après les commentaires des membres du FOMC. Dans cette optique, le processus de réduction s'achèvera avec des soldes de réserve de l'ordre de 3 000 milliards de dollars et un bilan total situé dans le haut de la fourchette des 6 000 milliards de dollars.

Nicholas VAN NESS

Prévisions de la Fed contre évaluation du marché contre *dot plot*



Sources : Bloomberg, Réserve fédérale Crédit Agricole CIB

## BCE : ASSOUPPLISSEMENT QUALITATIF, RESSERREMENT QUANTITATIF

**Après ses quatre baisses de 25 points de base (pdb) en 2024, la BCE devrait continuer son cycle de d'assouplissement monétaire au cours de l'année 2025 de manière à converger, graduellement, vers son taux neutre, voire légèrement au-delà.**

Nous nous attendons à ce que la BCE baisse ses taux de 25 pdb aux réunions de janvier, mars et avril, puis à ce qu'elle maintienne son taux de dépôt à 2,25%. Ce taux de 2,25% est légèrement en dessous de notre estimation du taux neutre (2,5%), ce qui signifie que la BCE serait alors en territoire accommodant.

**Contrairement au pricing de marché, la BCE ne devrait pas avoir à baisser davantage ses taux, dans la mesure où l'inflation resterait proche de 2%.**

Contrairement au *pricing* de marché, la BCE ne devrait pas avoir à baisser davantage ses taux, dans la mesure où l'inflation resterait proche de 2%, bien que légèrement en dessous, et où la croissance économique de la zone euro, bien que faible, poursuivrait sa reprise.

Comme indiqué dans son nouveau cadre monétaire, la BCE va poursuivre la réduction de son bilan. La

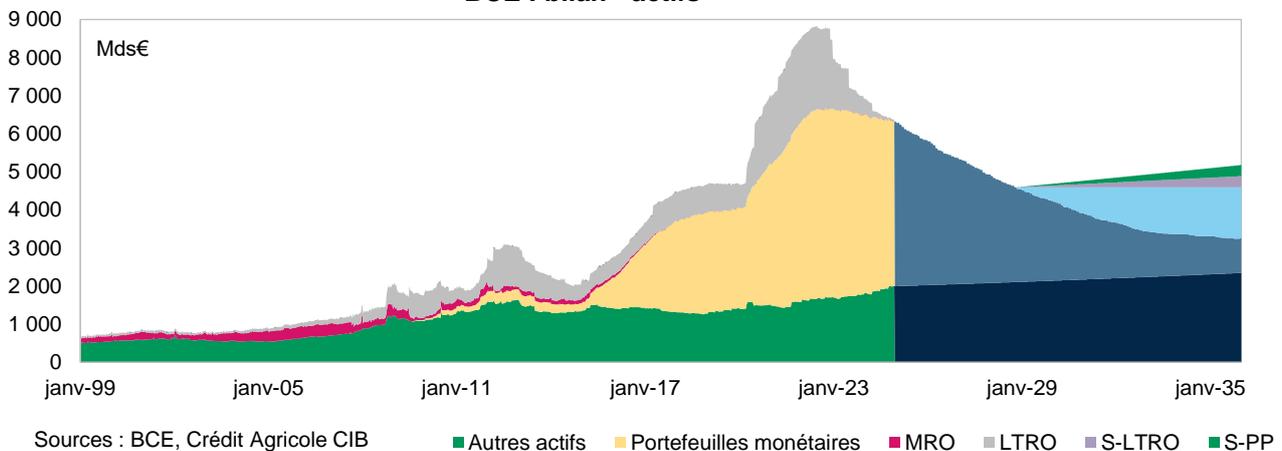
dernière opération de TLTRO.III se terminant en décembre 2024, la BCE ne mettra plus en place que ses opérations standard de refinancement, MRO à une semaine et LTRO à trois mois, au taux de refi, 15 pdb au-dessus du taux de dépôt. Compte tenu de la relative cherté de ces opérations et du faible besoin de liquidité de la part des banques, le recours à ces opérations ne devrait pas augmenter significativement.

**Côté programme d'achat, la BCE va arrêter tous ses réinvestissements à partir de janvier 2025, accélérant légèrement son resserrement quantitatif** – jusqu'à présent, elle réinvestissait une partie des tombées du PEPP. Ainsi, la réduction des portefeuilles d'actifs se fera au rythme de 45 milliards d'euros par mois en moyenne au cours de l'année.

Par conséquent, **la liquidité bancaire devrait poursuivre sa réduction, de l'ordre de 500 milliards d'euros au cours de l'année** – elle passerait d'environ 3 000 milliards d'euros à environ 2,5 milliards d'euros. Bien que très abondante en apparence, cette liquidité se fera graduellement plus rare et les effets de cette raréfaction devraient continuer à se faire sentir sur les marchés de dette.

Louis HARREAU

BCE : bilan - actifs



## BANQUE D'ANGLETERRE : LES MESURES ANNONCÉES DANS LE BUDGET D'AUTOMNE SONT PORTEUSES D'UN DOUBLE RISQUE

En août et en novembre, la Banque d'Angleterre (BoE) a abaissé son taux directeur de 50 points de base (pdb) au total pour le ramener à 4,75%. Elle devrait maintenir ses taux inchangés en décembre et continuer de faire savoir que « si la situation évoluait comme prévu, les taux d'intérêt continueraient probablement de baisser progressivement ». L'inflation continue de réserver de légères surprises à la hausse dans le secteur des services (malgré les surprises à la baisse de l'inflation totale) et les incertitudes subsistent quant à l'impact des mesures budgétaires annoncées dans le budget d'automne 2024 : cela justifie la prudence dans la fixation des taux. Le budget du nouveau gouvernement représente, en effet, un assouplissement sensible à court terme par rapport à celui présenté en mars par le gouvernement précédent. Il est prévu une hausse moyenne des dépenses publiques d'environ 70 milliards de livres (2% du PIB) par an à partir de 2025-2026 par rapport aux projections de mars de l'OBR, compensée en partie par des hausses d'impôt.

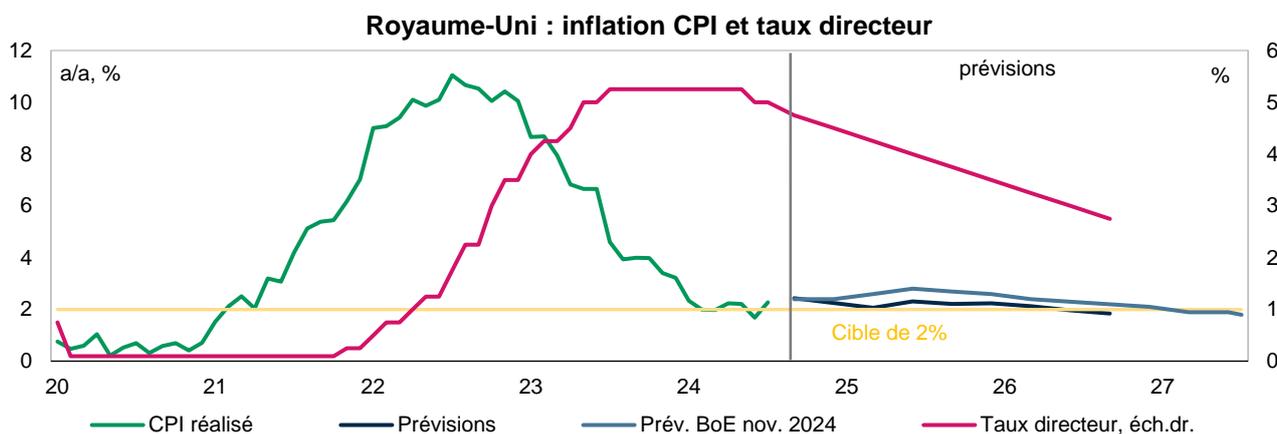
*Selon les estimations, les changements apportés aux cotisations sociales patronales devraient se traduire par une hausse d'impôt annuelle supérieure à 800 livres en moyenne par salarié.*

Les entreprises vont devoir faire face à une hausse significative des coûts du travail à partir d'avril prochain, ce qui aura un effet déterminant sur les perspectives d'inflation : modifications des cotisations sociales patronales, augmentation du salaire national de subsistance (*National Living Wage*) et coûts associés au projet de loi *Employment Rights Bill* (loi sur les droits des travailleurs). Selon les estimations, les changements apportés aux cotisations sociales patronales devraient se traduire par une hausse d'impôt annuelle supérieure à 800 livres en moyenne par salarié. Les conséquences de ces

mesures sur l'inflation dépendront de l'ampleur et de la rapidité avec lesquelles ces hausses de coûts se répercuteront sur les prix à la consommation, les marges bénéficiaires, les salaires et l'emploi. L'état de la demande intérieure jouera également un rôle : **dans un contexte de confiance des consommateurs en berne et des taux d'intérêt élevés, les entreprises sont moins à même de répercuter leurs hausses de coûts sur les prix à la consommation et risquent plutôt de procéder à des réductions d'effectifs ou de salaires, afin de préserver leurs marges autant que possible.**

Selon la réaction des entreprises, les implications en termes de politique monétaire sont doubles : hausse probable des prix à court terme, mais couplée à une croissance ralentie des salaires et à une augmentation des capacités inutilisées sur le marché de l'emploi, qui laissent présager des perspectives d'inflation plus faibles à moyen terme. **Nous avons revu à la hausse nos prévisions tant d'inflation que de chômage.** Toutefois, bien que la BoE s'attende à un impact sur la hausse des prix à la consommation (CPI) « d'un peu moins de 0,5 point de pourcentage à son pic », l'effet sera amorti par la faiblesse de la demande. **En raison des mesures prévues dans le budget d'automne, l'inflation restera, cependant, plus longtemps supérieure à l'objectif et atteindra un pic de 2,8% au troisième trimestre 2025 selon la BoE (2,3% selon nos prévisions).** L'inflation repasserait sous l'objectif au cours de la troisième année de la période de prévision, (T2 2027 contre T4 2026 selon nos prévisions). **Nous avons donc relevé notre prévision de taux directeur de 50 pdb pour 2025 et ne prévoyons qu'une seule baisse de taux par trimestre. Nous anticipons un assouplissement légèrement plus prononcé en 2026, avec un taux terminal de 2,75%.**

Slavena NAZAROVA



Sources : ONS, BoE, Crédit Agricole S.A.

## BANQUE DU JAPON : PEU SUSCEPTIBLE DE RELEVER SES TAUX DE FAÇON CONTINUE EN 2025

Face à l'instabilité politique persistante et à la perspective d'une contraction de l'inflation au second semestre 2025 liée à la lenteur de la reprise de la demande intérieure, la banque centrale (BoJ) pourrait ne pas relever ses taux, après les avoir portés à 0,50% en janvier prochain, et patienter. **La BoJ pourrait amorcer un véritable cycle de hausse des taux en vue d'atteindre un taux neutre au premier semestre 2026.** À cette date, la demande intérieure devrait se reprendre à mesure que les dépenses budgétaires agressives et les investissements des entreprises rétabliront la demande intérieure nette de fonds (solde budgétaire + taux d'épargne des entreprises) sur fond de reprise cyclique mondiale.

**Les prévisions de croissance sur l'exercice 2024 de la BoJ n'ont cessé d'être revues à la baisse.** Les perspectives d'activité et d'inflation de janvier 2025 devraient faire état d'une révision à la baisse de la croissance, de sorte qu'il sera désormais difficile d'affirmer que le taux de croissance dépassera son potentiel. La BoJ a pour principe d'ajuster le degré d'assouplissement monétaire en relevant les taux d'intérêt si l'économie et les prix évoluent conformément aux prévisions.

*Le relèvement prématuré des taux par la BoJ en pleine période de ralentissement économique mondial a également exercé une pression à la baisse sur la demande intérieure.*

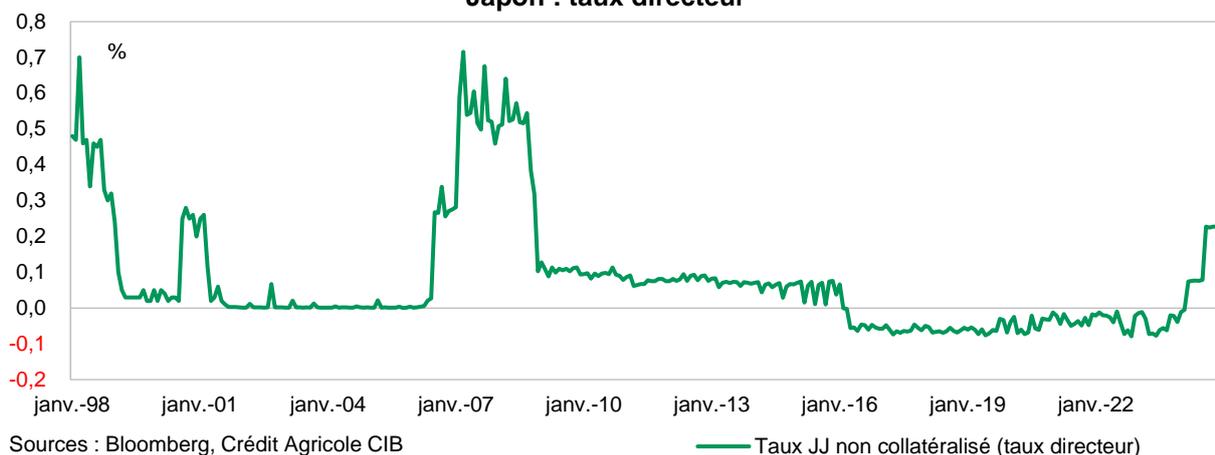
**La BoJ s'est empressée de suspendre sa politique de taux d'intérêt négatifs en mars, avant la révision à la baisse des prévisions de croissance un mois plus tard. Elle a ensuite décidé de relever ses taux en juillet, tout en révisant à nouveau ses prévisions de croissance à la baisse.** Avec le recul, on peut estimer que le relèvement prématuré des taux par la BoJ en pleine période de ralentissement économique mondial a exercé une pression à la baisse sur la demande intérieure, entraînant une croissance négative en 2024. La dépréciation excessive du yen n'est pas due au fait que la BoJ a tardé à relever ses

taux mais à la faiblesse de la demande intérieure. Les autorités ont déjà commencé à s'inquiéter du fait que la contreperformance de 2024 risquait de ranimer les anticipations de déflation et d'interrompre le mouvement de rupture de l'économie japonaise avec la déflation.

**Lors de la réunion de politique monétaire d'octobre, le ministère des Finances et le bureau du Cabinet se sont alignés** sur la position du gouvernement qui est de privilégier la sortie de la déflation dans sa gestion économique et budgétaire. Ce dernier a demandé à la BoJ de gérer la politique monétaire en « coopérant étroitement avec le gouvernement ». Le fait que la BoJ, qui est tenue par la loi BoJ de gérer la politique monétaire en cohérence avec la politique économique du gouvernement, soit perçue par le marché comme ayant tendance à ne pas accorder d'importance au taux de croissance du PIB est en soi un problème majeur. Même si la BoJ ne relevait pas ses taux d'intérêt en raison des pressions désinflationnistes liées à la croissance négative en 2024, le taux directeur réel négatif se réduirait, le degré d'assouplissement monétaire serait ajusté et la pression excessive à la baisse sur le yen disparaîtrait. Le gouvernement commence à craindre qu'un ralentissement de l'inflation et de nouvelles hausses de taux prématurées de la part de la BoJ n'aboutissent à un taux directeur réel positif, au risque de freiner la reprise de la demande intérieure et de provoquer un retour à la déflation. **Il sera intéressant de voir si, d'ici janvier, la BoJ passera outre l'opposition du gouvernement et insistera sur le fait que la reprise est engagée, relevant ainsi à nouveau ses taux d'intérêt.**

**Un retour à une politique budgétaire agressive et à l'Abenomics est donc possible.** Avec le Premier ministre, Shigeru Ishiba, la coalition de gouvernement PLD-Komeito sera probablement contrainte de diriger la Diète dans un climat d'instabilité car elle ne dispose pas de la majorité des sièges à la Chambre basse. Pour les futures mesures de relance budgétaire, il est probable que le gouvernement ait besoin du soutien du

Japon : taux directeur



## UN SCÉNARIO CONDITIONNEL, PLUS QUE JAMAIS I MARCHÉS

Parti démocrate du peuple (PDP), lequel réclame une augmentation des abattements fiscaux de base pour l'impôt sur le revenu et des mesures visant à réduire les coûts de l'énergie. Si le PLD se montre réticent, par exemple en réduisant l'ampleur de la hausse du crédit d'impôt de base, le risque est de voir son soutien s'effriter et remettre en cause le mandat d'Ishiba. Tant que la Diète n'aura pas adopté le projet de loi de finances du gouvernement en mars prochain, il est

probable que la coalition PLD-Komeito accepte un grand nombre des arguments du PDP. En conséquence, **la politique économique du gouvernement pourrait être marquée par un retour à une politique budgétaire agressive et à l'*Abenomics*.**

**Ken MATSUMOTO – Takuji AIDA**

## Taux d'intérêt – Pressions haussières

Tout concourt à dessiner un scénario de modeste remontée des taux d'intérêt aux États-Unis mais aussi en Europe. Il s'agit, notamment, des perspectives d'assouplissements monétaires seulement modestes et, finalement, proches de leurs termes, mais aussi des besoins de financement publics élevés.

### ÉTATS-UNIS : RÉÉVALUATION DE L'ÉVOLUTION DES TAUX SOUS TRUMP 2.0

Compte tenu des changements envisagés de politique sous le second mandat de Donald Trump et d'une possible pause plus précoce des baisses des taux de la Fed, les taux américains ne devraient pas connaître de forte évolution en 2025, avec un rendement des *Treasuries* à dix ans restant compris entre 4,20% et 4,50%. Nous prévoyons une légère baisse du taux à dix ans au premier semestre 2025, sous l'effet de la poursuite du cycle d'assouplissement de la Fed et d'un probable ralentissement limité de la croissance.

La victoire électorale de Trump et les bonnes données économiques récentes ont modifié les perspectives de croissance pour 2025. La dynamique de croissance reste solide : la situation financière des ménages est saine, le marché du travail s'est détendu et les bénéfices des entreprises sont corrects. Il existe toutefois quelques poches de faiblesse, notamment parmi les ménages à faible revenu et les petites entreprises, plus exposés à des taux d'intérêt élevés, ce qui suggère une croissance plus faible en 2025 qu'en 2024.

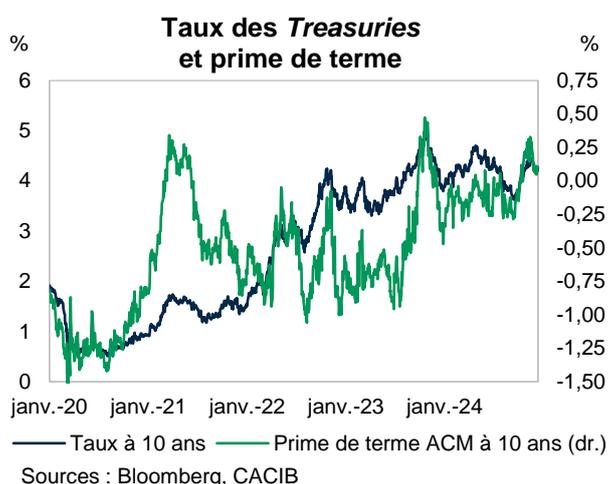
Les acteurs du marché ont réévalué la trajectoire future des taux et tablent à présent sur une probable pause lors d'un des prochains FOMC. Comme l'a récemment suggéré le président de la Fed, Jerome Powell, « l'économie n'envoie pas de signal indiquant qu'une baisse des taux s'impose rapidement », ce qui permet au FOMC « d'aborder avec prudence les décisions concernant les taux directeurs ». Notre scénario retient une pause dans les baisses de taux de la Fed, pause susceptible d'intervenir dès la réunion du 29 janvier.

Le cycle d'assouplissement actuel est unique : le taux à dix ans a augmenté de 60 à 70 points de base depuis la première baisse des taux directeurs. Dans les années 1990, les taux des *Treasuries* ont certes parfois augmenté après la première baisse des taux directeurs mais les hausses avaient été beaucoup moins importantes et le contexte était radicalement différent (la baisse de 1998, par exemple, avait été provoquée par la crise LTCM).

*Le calendrier de mise en œuvre des mesures de politique économique jouera un rôle important dans l'évolution de la croissance et de l'inflation.*

Dans l'ensemble, nos nouvelles prévisions de taux sont plus élevées que les précédentes : elles reflètent l'impact positif sur la croissance de la politique attendue de la part du nouveau président, avec un coup de pouce budgétaire (dont des baisses d'impôts) et des assouplissements réglementaires qui compenseront l'effet négatif de l'augmentation des droits de douane et du durcissement des politiques d'immigration. Les décisions de Donald Trump concernant les droits de douane et la politique d'immigration ne seront cependant pas aussi extrêmes qu'annoncé pendant sa campagne électorale.

Si nos prévisions macro-économiques se vérifient et si la Fed arrête la baisse de son taux directeur à 4,00% au premier semestre 2025, alors que le taux à deux ans pourrait fluctuer entre 3,75% et 4,25%, les taux longs pourraient ré-augmenter légèrement au second semestre 2025 et en 2026, avec la mise en place progressive de mesures soutenant la croissance.



**Le calendrier de mise en œuvre des mesures de politique économique sera décisif dans l'évolution de la croissance et de l'inflation.** Certaines des mesures négatives pour la croissance pourraient être mises en œuvre dès le début de la présidence Trump, car nombre d'entre elles ne nécessitent pas l'adoption de nouvelles lois. En revanche, la mise en œuvre des mesures favorables à la croissance, telles que les réductions d'impôts, pourrait requérir plus de temps avec le besoin de recueillir l'aval du Congrès, ce qui nous conduit à anticiper une légère baisse du taux à dix ans mi-2025, avant une hausse en 2026. **Nous tablons sur un taux à dix ans proche de 4,50% fin 2025, puis de 5,00% fin 2026.**

**Nous prévoyons que la courbe des taux restera relativement stable avec un biais à la pentification.** Une fois que la Fed aura arrêté de baisser ses taux, la partie courte sera ancrée alors que les taux longs devraient augmenter en phase avec l'amélioration de la croissance. Par ailleurs, le relèvement des droits de douane et le durcissement de la politique d'immigration ne peuvent que conduire à une hausse de l'inflation qui, combinée à l'augmentation de l'offre de titres du Trésor liée aux réductions d'impôts, se traduira par une augmentation de la prime de terme des *Treasuries*.

Alex LI

## EUROPE : LA STABILITÉ CHANGE DE MAIN

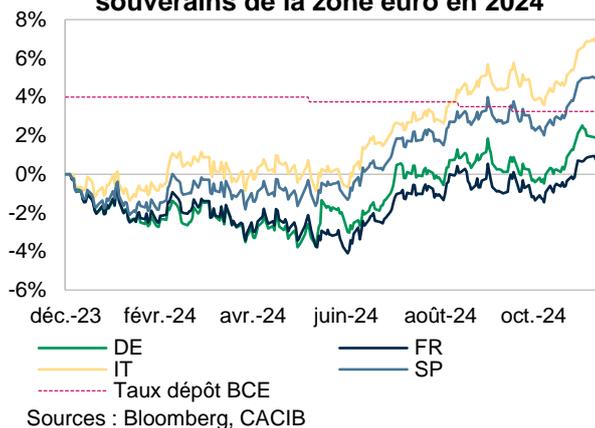
**Rétrospectivement, 2024 a été une année atypique,** divisée en deux parties bien distinctes. Jusqu'au milieu de l'été, alors que les marchés avaient anticipé de fortes baisses des taux de la BCE (et de la Fed), la lenteur de la baisse de l'inflation vers son objectif fixé a entraîné une remontée des taux obligataires (à laquelle nous nous attendions) ; cela s'est traduit par des rendements globaux négatifs pour les titres souverains de la zone euro. Au milieu de l'été, toutefois, plusieurs événements se sont produits, entraînant un mouvement de baisse des taux avec une pentification des courbes, mouvement que les investisseurs attendaient depuis un certain temps. L'inflation a commencé à baisser rapidement et des poches de faiblesse ont conduit les banques centrales des deux côtés de l'Atlantique à considérer qu'il était temps de desserrer l'étoupe monétaire.

Fondamentalement, l'économie allemande continue de souffrir, avec en particulier une croissance nulle de son secteur manufacturier. Mais **la zone euro dans son ensemble évite la récession grâce aux bonnes performances des pays périphériques.** La conjonction de l'application des règles budgétaires de l'UE (au travers des procédures de déficit excessif ou PDE) et de l'instabilité politique française pèse cependant sur les perspectives de croissance. Alors

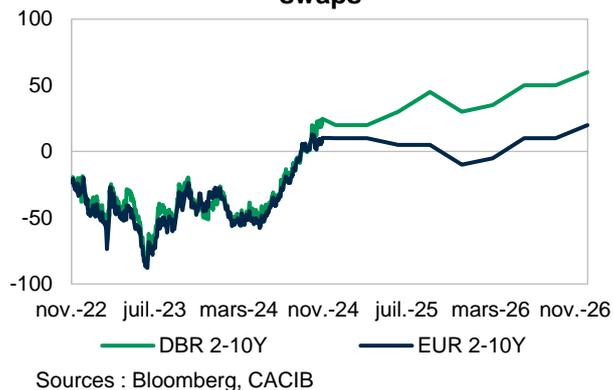
que les marchés du crédit souffrent, les titres périphériques ont affiché les meilleures performances de l'année 2024, grâce à leurs bons résultats économiques. À l'inverse, **les marchés core et semi-core ont sous-performé les liquidités.** Tandis que des élections anticipées sont prévues en Allemagne en février, l'Italie et l'Espagne se distinguent actuellement par leur stabilité politique : un atout fondamental aux yeux des investisseurs.

**Les marchés périphériques devraient continuer à bénéficier des mêmes soutiens en 2025.** Les élections allemandes pourraient conduire à une réforme de la règle du « frein à l'endettement », ce qui, avec un peu de retard, entraînerait une augmentation des émissions de titres allemands (Bund) et de meilleures perspectives de croissance en raison d'une politique budgétaire plus accommodante. **Par ailleurs, il est évident que le plan Draghi va dans le sens de davantage d'émissions communes au niveau de l'UE,** ce qui implique un plus grand partage des risques et donc une compression des *spreads*. Les obstacles politiques semblent à ce stade difficilement surmontables, de quoi se demander si seule une nouvelle crise pourrait valider l'idée de financer collectivement des dépenses publiques « existentielles », en matière de défense notamment.

**Rendement global des titres souverains de la zone euro en 2024**



**La courbe des Bunds devrait pentifier par rapport à celle des swaps**



**Un phénomène important, apparu en 2024 et qui pourrait persister en 2025, est l'augmentation des rendements des obligations d'État par rapport aux taux de *swap*.** Tout au long de l'année 2025, la BCE devrait continuer de réduire la taille de son bilan par le biais du resserrement quantitatif (ou QT pour *Quantitative Tightening*), ce qui augmente le volume de titres publics circulant sur le marché, auxquels s'ajoutent les émissions nettes nationales et supranationales en euros. Cette abondance de titres utilisables en collatéral, en plus des contraintes de bilan imposées aux intermédiaires financiers par la réglementation, suggère que les taux de *repo* des titres souverains de la zone euro vont continuer à augmenter progressivement par rapport à l'€STR<sup>11</sup>.

Par conséquent, **en l'absence de forte demande pour des actifs sûrs et si le cycle d'assouplissement de la BCE se poursuit, la courbe des Bunds devrait continuer à se pentifier par rapport à celle des *swaps*.** Comme c'est le cas sur le marché des *Treasuries* aux États-Unis et des *Gilts* au Royaume-Uni, il n'est pas impossible que les taux du Bund dépassent ceux des *swaps* dans un contexte de relance budgétaire pro-cyclique et alors que les banques centrales assouplissent leur politique monétaire d'un côté (en abaissant leurs taux directeurs) et la durcissent de l'autre (par le biais du resserrement quantitatif).

L'impact des élections et du *policy mix* américains sur les taux en euros reste incertain, mais notre scénario intègre une diffusion de la hausse des taux obligataires américains à leurs équivalents européens : une telle contagion est attendue fin 2025 et en 2026, lorsque les mesures économiques prises par la nouvelle administration Trump auront un impact sur l'économie.

***L'impact des élections et du policy mix américains sur les taux en euros reste incertain, mais notre scénario intègre une diffusion de la hausse des taux obligataires américains à leurs équivalents européens.***

**Un facteur très important pour les marchés de taux européens dans les prochains trimestres sera le niveau du taux terminal de la BCE.** Les marchés attendent un taux terminal proche de 1,50%, alors que nous tablons sur plus de 2%, puisque l'inflation devrait être conforme à l'objectif et qu'aucune récession ne semble en vue en zone euro. Si notre scénario se confirme, les taux de *swap* devraient augmenter et la courbe devrait s'aplatir par rapport aux niveaux actuels, entraînant une légère hausse des rendements des titres souverains de la zone euro. **En termes relatifs, les liquidités pourraient à nouveau connaître de bonnes performances en 2025.**

**Bert LOURENCO**

<sup>11</sup> Taux d'intérêt interbancaire au jour le jour de la zone euro, pour des emprunts sans collatéral.

## Taux de change – Le dollar : déjà très haut

Enfin, la victoire de D. Trump, la majorité républicaine, les anticipations de croissance robuste, d'inflation plus soutenue et d'assouplissement monétaire modeste se sont traduites par une hausse du dollar. Ce dernier a déjà largement bénéficié de son différentiel de rendements, courant et anticipé.

### PAYS DÉVELOPPÉS : RENDRE SA GRANDEUR AU DOLLAR

**Le dollar s'est redressé après la victoire de Donald Trump aux élections présidentielles américaines et la « vague rouge » (républicaine) au Congrès.** La seconde administration Trump devrait annoncer des mesures de relance budgétaire et une politique commerciale plus volontaire, lesquelles pourraient renforcer les chances d'un atterrissage en douceur de l'économie et ralentir la décline de l'inflation. Par ailleurs, la politique de Donald Trump pourrait inciter la Fed à écourter son cycle d'assouplissement ; ce scénario, auquel adhèrent les marchés de taux, a déjà eu pour effet de renforcer l'attrait-taux du dollar face aux autres devises.

**De nombreux facteurs positifs sont déjà intégrés dans le cours du dollar. En conséquence, notre scénario table sur un billet vert restant proche de ses points hauts récents tout au long de l'année 2025, sans les dépasser durablement.** Une nouvelle appréciation du dollar liée à des hausses des droits de douane américains ne peut être exclue, mais le calendrier et le degré d'agressivité de ces hausses sont très incertains. À l'inverse, à l'approche de 2026, le retour à la « doctrine du dollar faible » du président Trump et les craintes du marché quant à l'indépendance de la Fed pourraient peser sur le dollar. Au-delà de l'impact de la politique de Donald Trump, l'étude des données historiques fournit des repères. Lors des cycles d'assouplissement de la Fed conduisant à un atterrissage en douceur de l'économie américaine, voire à une absence d'atterrissage (comme ce fut le cas en 1984, 1995 et 1998), le dollar a eu tendance à s'apprécier au début du cycle d'assouplissement, puis à se stabiliser et même à se

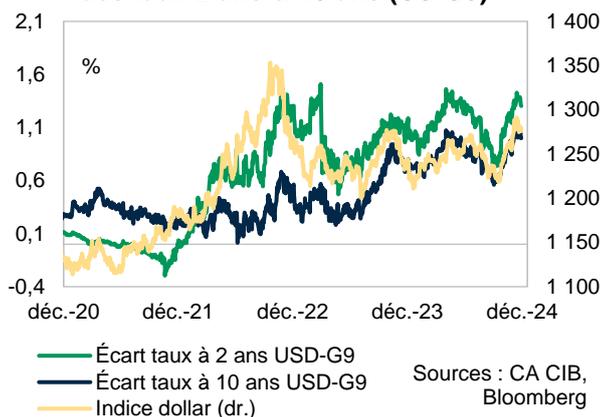
déprécier par rapport aux devises à risque six mois plus tard environ.

**Nos prévisions sur le dollar pour 2025 s'appuient sur l'expérience de 2018 et sur son évolution lors des cycles d'assouplissement de la Fed ayant abouti à un atterrissage en douceur aux États-Unis.** L'attractivité du dollar devrait se maintenir au cours des trois à six prochains mois. Les cours actuels intègrent de nombreux facteurs positifs, susceptibles de limiter le potentiel d'appréciation supplémentaire. Mais, le niveau toujours élevé des taux américains devrait entretenir l'attrait-taux du dollar par rapport aux devises à faible rendement du G10. Sur un horizon de six à douze mois, les perspectives devraient se ternir, les atouts du dollar en termes de croissance économique et de taux d'intérêt commençant à s'évaporer. De plus, la « doctrine du dollar faible » de Donald Trump, les inquiétudes concernant l'indépendance de la Fed, voire la situation budgétaire des États-Unis, pourraient éroder la demande étrangère pour le dollar.

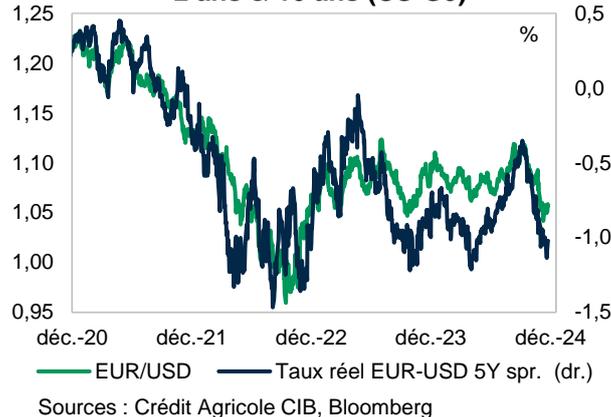
*Le niveau toujours élevé des taux américains devrait entretenir l'attrait-taux du dollar par rapport aux devises à faible rendement du G10.*

**En ce qui concerne l'euro face au dollar, les facteurs qui influencent les cours de change restent globalement négatifs. Dans le cadre de notre scénario central, une baisse durable de la monnaie unique sous ses points bas récents est cependant peu probable dans les trois à six prochains mois.** Nous avons revu à la baisse nos prévisions sur l'euro-dollar à la suite des élections

Indice dollar vs. *spread* des taux 2 ans & 10 ans (US-G9)



Indice dollar vs. *spread* des taux 2 ans & 10 ans (US-G9)



américaines, mais les facteurs négatifs sont largement intégrés dans les cours actuels : l'euro commence à sembler survenu et sous-évalué face au dollar. De plus, notre scénario n'intègre pas de récession en zone euro et table sur un taux final de la BCE de 2,25 %, bien au-dessus des attentes actuelles des marchés de taux. Alors qu'au cours des derniers mois, les développements politiques en France et en Allemagne ont

inquiété les investisseurs en euro, nous n'anticipons pas une répétition de la crise de la dette souveraine du début des années 2010 et pensons, là encore, que de nombreux facteurs négatifs ont déjà été pris en compte par le marché.

Valentin MARINOV

## PAYS ÉMERGENTS : UNE ANNÉE EN DEUX TEMPS

### Faire face au risque « Trump 2.0 »

**Sur le papier, les devises émergentes devraient bénéficier de la résilience de la croissance économique en 2025 et de l'assouplissement monétaire américain.** Entre 2022 et mi-2024, l'écart entre les rendements implicites des pays émergents et les taux courts américains a été divisé par quatre, réduisant fortement l'attractivité du portage des marchés émergents. Depuis le début de l'assouplissement monétaire de la Fed, cet écart a cependant recommencé à se creuser et cette amélioration devrait se poursuivre en 2025.

*Les droits de douane qui seront probablement imposés par les États-Unis et l'incertitude géopolitique croissante remettront en question le cadre dans lequel évoluent les économies émergentes.*

**La politique économique de Trump pourrait toutefois limiter ces progrès, en ralentissant le rythme des baisses de taux directeurs aux États-Unis,** mais ce n'est pas le plus grand risque auquel les pays émergents sont confrontés. Les droits de douane qui seront probablement imposés par les États-Unis et l'incertitude géopolitique croissante remettront en question le cadre dans lequel évoluent les économies émergentes.

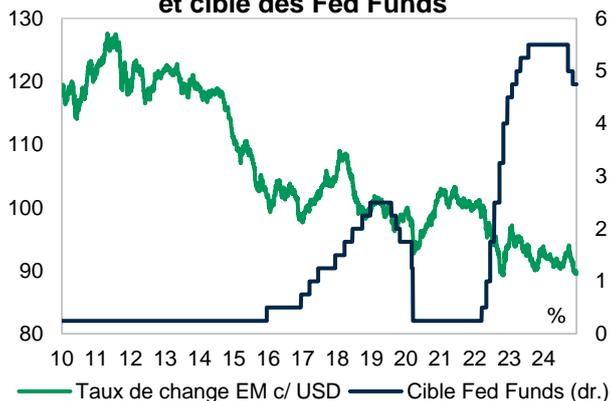
**Notre scénario central sur les devises émergentes envisage une année 2025 divisée en deux séquences.** Au premier semestre, les pays émergents

devront « digérer » les droits de douane et les risques géopolitiques, consécutifs à l'entrée en fonction de Trump. La prise en compte des risques liés à « Trump 2.0 » se traduira par un affaiblissement des devises émergentes par rapport au dollar. Le second semestre appellerait à plus d'optimisme, sous réserve que l'on y voie plus clair et, en particulier, que la politique de Trump soit suffisamment clarifiée. L'amélioration attendue au second semestre reste donc incertaine, de même que le calendrier d'un possible rebond des devises émergentes.

### Les devises émergentes par région : pas d'opportunité sans risque

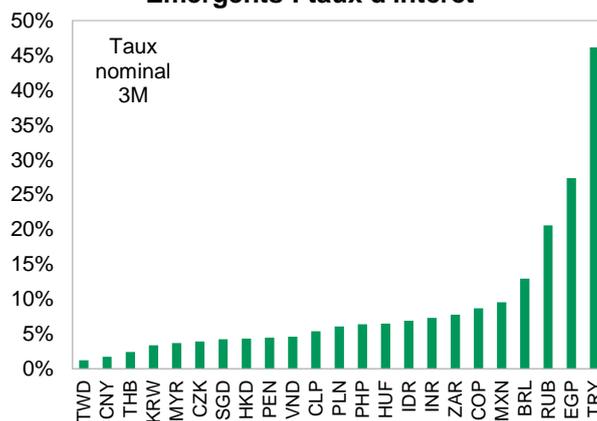
Dans la région Europe, Moyen-Orient et Afrique (EMEA), deux groupes de devises se distinguent. Le premier groupe est constitué des **devises d'Europe centrale, dont le potentiel d'appréciation est limité par le risque géopolitique.** Les devises du CE4 (République tchèque, Hongrie, Pologne et Slovaquie) devraient conserver un écart de taux d'intérêt significatif avec l'euro, mais ce portage intéressant est le prix à payer pour l'intensification probable du risque géopolitique. Le second groupe est composé des **devises à taux élevé de la région qui pourraient être moins directement affectées par l'incertitude géopolitique.** Notre opinion positive sur la livre turque et le rand sud-africain, en particulier, permet de regarder au-delà du seul portage et de valoriser les stratégies de stabilisation (pour la livre turque) ou les retombées positives des réformes économiques (pour le rand sud-africain).

Taux de change c/ dollar et cible des Fed Funds



Sources : Bloomberg, CACIB

Emergents : taux d'intérêt



Sources : Bloomberg, CACIB

**Sur le papier, les devises asiatiques offrent une certaine stabilité** (situations financières plus solides que les autres pays émergents ; la Chine est prête à soutenir la croissance), **mais leur évolution dépendra des modalités de la politique protectionniste des États-Unis**. Cela devrait limiter les performances des devises axées sur les exportations et la technologie (won coréen, dollar taïwanais, dollar de Singapour, bath thaïlandais, ringgit malaisien). Les devises des pays les moins ouverts, comme l'Inde ou l'Indonésie, pourraient être moins touchées. Enfin, la dépréciation contrôlée du yuan chinois est un sous-produit de la pression américaine sur les tarifs douaniers.

**Les devises d'Amérique latine affichent des taux de portage assez élevés qui s'accompagnent souvent de profils souverains plus fragiles que ceux des autres pays émergents**. La performance du peso mexicain dépendra de la pression exercée par l'administration « Trump 2.0 ». Le real brésilien devrait surperformer les autres devises d'Amérique latine : la banque centrale du Brésil poursuivra son resserrement monétaire avec agressivité.

**Sébastien BARBÉ**



# PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES & FINANCIÈRES

Scénario économique

Taux d'intérêt

Taux de change

Matières premières

Comptes publics

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE DU GROUPE CRÉDIT AGRICOLE

	PIB (a/a, %)			Inflation* (a/a, %)			Balance courante (% du PIB)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
<b>Etats-Unis</b>	2,7	1,9	2,2	2,9	2,4	2,5	-3,6	-3,5	-3,5
<b>Japon</b>	-0,2	0,7	1,0	2,4	1,8	1,0	4,0	2,5	2,0
<b>Zone euro</b>	0,7	1,0	1,2	2,4	2,0	1,7	2,5	2,5	2,5
Allemagne	-0,2	0,2	0,8	2,5	2,1	2,0	6,7	6,4	6,0
France	1,1	0,8	1,1	2,3	1,2	1,5	0,3	1,5	1,5
Italie	0,5	0,6	0,9	1,1	1,7	1,2	1,6	2,4	2,6
Espagne	3,1	2,4	1,8	2,9	2,3	1,7	2,5	0,9	1,5
Pays-Bas	0,9	1,6	1,5	3,2	2,5	2,2	9,6	10,1	10,1
Belgique	1,0	1,3	1,5	4,3	2,9	1,9	-0,3	-0,2	-0,2
<b>Autres pays développés</b>									
Royaume-Uni	0,8	1,2	1,5	2,5	2,2	2,0	-3,0	-1,2	-2,2
Canada	1,1	1,8	1,9	2,4	2,0	2,0	-0,8	-1,0	-0,9
Australie	1,2	2,1	2,2	3,3	3,3	3,0	-0,9	-1,1	-1,3
Suisse	1,3	1,3	1,8	1,3	1,0	1,0	8,2	7,6	8,0
Suède	0,5	1,2	1,8	2,9	1,7	1,9	7,9	4,4	4,3
Norvège	0,9	1,3	1,4	3,2	2,7	2,9	18,3	17,4	16,5
<b>Asie</b>	5,0	4,5	4,5	1,7	1,8	2,1	1,6	1,2	1,0
Chine	4,8	4,2	3,9	0,3	0,7	1,0	1,5	0,8	0,5
Inde	6,8	6,3	6,7	4,5	4,0	4,7	-1,4	-1,6	-1,7
Corée du Sud	2,2	1,8	2,1	2,3	2,0	2,0	4,9	4,8	4,9
Indonésie	5,1	5,0	5,1	2,4	2,6	2,7	-0,8	-1,0	-1,2
Taiwan	4,2	2,6	2,5	2,2	1,9	1,8	14,8	13,0	12,2
Thaïlande	2,6	2,8	2,7	0,4	1,4	1,2	2,2	2,8	3,2
Malaisie	4,5	4,2	4,3	2,2	2,3	2,2	2,4	2,0	2,5
Singapour	3,7	2,4	2,5	2,5	2,3	2,2	19,7	18,8	19,3
Hong Kong	2,5	2,3	2,2	1,8	2,5	2,2	11,3	10,7	10,0
Philippines	5,6	6,0	6,1	3,2	2,6	3,2	-3,5	-3,5	-2,9
Vietnam	6,4	6,1	6,0	3,6	3,2	3,3	4,5	5,6	4,1
<b>Amérique latine</b>	2,4	2,3	2,4	3,7	3,1	2,7	-1,3	-1,6	-1,8
Brésil	3,4	1,8	2,2	4,5	3,8	3,5	-2,6	-2,2	-2,5
Mexique	1,5	1,2	1,8	4,7	3,8	3,3	-0,6	-0,7	-0,9
<b>Europe émergente</b>	2,9	2,4	2,4	21,0	11,6	7,8	0,6	0,3	0,2
Russie	3,5	1,5	1,5	8,5	6,8	5,5	2,7	2,2	2,1
Turquie	3,0	3,0	3,2	60,1	28,0	17,0	-1,5	-1,5	-1,5
Pologne	2,6	3,5	3,3	3,7	4,4	3,1	1,0	0,6	0,1
Rép. tchèque	1,0	2,6	2,4	2,5	2,2	2,0	1,6	1,2	0,6
Roumanie	1,1	3,5	2,9	5,6	3,9	3,3	-6,9	-6,4	-6,0
Hongrie	0,7	2,9	3,1	3,6	3,7	3,0	1,5	0,6	0,6
<b>Afrique, Moyen-Orient</b>	2,0	3,3	3,4	13,0	10,6	9,0	1,3	0,8	0,8
Arabie saoudite	0,8	4,2	4,0	1,7	2,3	2,1	0,0	-0,8	-1,2
Emirats Arabes Unis	4,0	5,0	4,5	2,2	2,2	2,2	8,5	8,0	7,5
Afrique du Sud	0,4	1,7	1,3	4,4	4,3	4,4	-1,9	-2,2	-2,3
Egypte	2,4	3,0	4,4	33,3	21,0	14,0	-6,6	-6,4	-5,1
Algérie	3,8	3,0	2,7	5,3	5,2	4,8	1,3	-0,5	-1,5
Qatar	1,5	1,8	5,0	1,0	1,5	1,3	13,5	13,0	16,0
Koweït	-2,7	3,0	2,5	3,0	2,5	2,2	28,0	24,0	22,0
Maroc	2,5	3,0	3,2	6,1	2,5	2,4	-2,1	-2,6	-2,9
Tunisie	1,3	1,5	1,5	7,1	6,8	6,8	-3,5	-3,4	-3,5
<b>Total</b>	3,0	2,8	2,9	4,4	3,3	3,0	0,6	0,3	0,2
<b>Pays industrialisés</b>	1,5	1,4	1,7	2,6	2,2	2,0	-0,2	-0,2	-0,4
<b>Pays émergents</b>	4,2	3,9	3,9	5,8	4,3	3,7	1,2	0,7	0,6

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

**UN SCÉNARIO CONDITIONNEL, PLUS QUE JAMAIS | PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES**

Croissance PIB, t/t, %	2024				2025				2026			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Etats-Unis (annualisée)</b>	1,6	3,0	2,8	2,2	1,9	1,4	1,2	1,8	2,5	2,5	2,4	2,4
<b>Japon</b>	-0,6	0,5	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4
<b>Eurozone</b>	0,3	0,2	0,4	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Allemagne</b>	0,2	-0,3	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>France</b>	0,2	0,2	0,4	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Italie</b>	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Espagne</b>	0,9	0,8	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4
<b>Royaume-Uni</b>	0,7	0,5	0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4

Prix à la consommation, a/a %	2024				2025				2026			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Etats-Unis</b>	3,2	3,2	2,6	2,7	2,6	2,2	2,4	2,5	2,4	2,5	2,5	2,5
<b>Japon</b>	3,2	2,2	2,0	2,3	2,2	2,2	1,7	1,0	0,9	1,0	1,1	1,2
<b>Eurozone (HICP)</b>	2,6	2,5	2,2	2,2	2,2	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7	1,7	1,8
<b>Allemagne</b>	2,7	2,6	2,2	2,4	2,4	2,0	2,1	2,0	2,0	1,9	1,9	2,0
<b>France</b>	3,0	2,5	2,1	1,7	1,6	1,3	1,5	1,5	1,3	1,4	1,5	1,5
<b>Italie</b>	1,0	0,9	1,2	1,2	1,5	2,1	1,8	1,4	1,2	1,2	1,2	1,4
<b>Espagne</b>	3,2	3,6	2,3	2,3	2,5	1,9	2,4	2,3	1,7	1,6	1,6	1,6
<b>Royaume-Uni</b>	3,5	2,1	2,0	2,4	2,2	2,1	2,3	2,2	2,2	2,1	2,0	1,8

Taux de chômage, %	2024				2025				2026			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Etats-Unis</b>	3,8	4,0	4,2	4,2	4,2	4,3	4,3	4,3	4,2	4,2	4,1	4,0
<b>Japon</b>	2,5	2,6	2,5	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1	3,1	3,0	3,0	2,9
<b>Eurozone</b>	6,6	6,5	6,3	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,3	6,3	6,2
<b>Allemagne</b>	3,3	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
<b>France</b>	7,5	7,5	7,5	7,6	7,7	7,7	7,8	7,8	7,8	7,8	7,7	7,7
<b>Italie</b>	7,1	6,7	6,1	6,1	6,2	6,3	6,3	6,3	6,2	6,2	6,2	6,2
<b>Espagne</b>	11,8	11,6	11,3	11,3	11,4	11,2	11,1	11,0	11,1	10,7	10,5	10,4
<b>Royaume-Uni</b>	4,4	4,1	4,3	4,4	4,3	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2

## UN SCÉNARIO CONDITIONNEL, PLUS QUE JAMAIS | PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

	PIB (b)	Consom- mation privée (b)	Consom- mation publique (b)	FBCF (b)	Exportations (b)	Importations (b)	Exportations nettes (a)	Variations de stock (a)
<b>Zone euro</b>								
2024	0,7	0,9	2,2	-2,1	1,0	0,0	0,5	0,1
2025	1,0	1,1	1,2	1,5	1,4	2,3	-0,4	0,3
2026	1,2	1,2	0,8	2,0	2,6	2,8	0,0	0,3
T4 2024	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	0,3	0,0	0,3
T1 2025	0,3	0,2	0,2	0,3	0,7	0,7	0,1	0,3
T2 2025	0,3	0,3	0,2	0,4	0,6	0,7	0,0	0,3
T3 2025	0,3	0,3	0,2	0,4	0,5	0,6	0,0	0,3
<b>Allemagne</b>								
2024	-0,2	0,0	2,4	-2,8	-0,7	-0,2	-0,3	0,1
2025	0,2	0,2	1,8	-0,3	-0,6	1,0	-0,7	0,5
2026	0,8	0,7	1,2	1,6	1,8	2,0	0,0	-0,1
T4 2024	-0,1	0,1	0,5	-0,3	-1,0	-0,3	-0,3	0,1
T1 2025	0,1	-0,1	0,3	0,1	0,7	0,4	0,2	-0,1
T2 2025	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,4	-0,1	0,0
T3 2025	0,1	0,2	0,3	0,4	0,2	0,4	-0,1	-0,1
<b>France</b>								
2024	1,1	0,8	2,1	-1,6	1,6	-1,3	1,0	-0,5
2025	0,8	0,7	0,6	0,0	1,1	1,1	0,0	0,2
2026	1,1	1,1	0,4	1,5	1,2	1,2	0,0	0,1
T4 2024	0,0	-0,2	0,1	-0,2	0,5	0,5	0,0	0,1
T1 2025	0,2	0,2	0,0	0,2	0,5	0,5	0,0	0,1
T2 2025	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3	0,3	0,0	0,0
T3 2025	0,2	0,3	0,0	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0
<b>Italie</b>								
2024	0,5	0,7	0,5	0,0	-0,1	-2,1	0,6	-0,5
2025	0,6	2,0	-0,3	-1,6	1,2	2,4	-0,3	0,2
2026	0,9	1,0	-0,4	0,5	2,8	2,2	0,2	0,0
T4 2024	0,1	0,2	-0,2	-0,3	0,5	0,5	0,0	0,1
T1 2025	0,1	0,4	-0,1	-0,4	0,6	0,5	0,0	-0,1
T2 2025	0,3	0,4	-0,1	-0,4	0,6	0,5	0,0	0,1
T3 2025	0,2	0,4	-0,1	-0,1	0,7	0,6	0,1	0,0
<b>Espagne</b>								
2024	3,1	2,7	4,5	2,2	3,3	2,2	0,5	-0,2
2025	2,4	2,2	2,3	3,7	2,5	2,9	0,0	0,0
2026	1,8	1,8	1,2	2,2	3,0	3,2	0,1	0,0
T4 2024	0,6	0,4	0,1	2,1	0,7	0,9	0,0	0,0
T1 2025	0,5	0,4	0,4	1,1	0,6	0,6	0,0	0,0
T2 2025	0,5	0,5	0,4	1,1	0,4	0,5	0,0	0,0
T3 2025	0,5	0,5	0,4	0,8	0,4	0,5	0,0	0,0
<b>Portugal</b>								
2024	1,5	2,8	1,0	2,0	3,7	5,2	-0,7	0,0
2025	2,1	2,2	0,7	5,3	4,1	4,2	-0,1	0,0
2026	2,2	1,7	0,4	4,1	3,5	3,2	0,1	0,0
T4 2024	0,2	0,2	-0,1	2,0	1,2	0,5	0,3	0,0
T1 2025	0,5	0,5	0,0	1,0	1,0	1,0	0,0	0,0
T2 2025	0,9	0,5	0,5	1,2	1,3	0,8	0,2	0,0
T3 2025	0,9	0,5	0,3	1,2	1,4	0,7	0,3	0,0
<b>Pays-Bas</b>								
2024	0,9	0,7	3,0	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
2025	1,6	1,4	1,9	1,6	2,3	2,6	0,0	0,2
2026	1,5	1,6	1,8	2,0	2,4	2,8	0,0	0,0
T4 2024	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,3	0,4	0,0	0,0
T1 2025	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,0	0,0
T2 2025	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,0	0,0
T3 2025	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,0	0,0
<b>Royaume-Uni</b>								
2024	0,8	0,8	2,3	1,3	-2,1	3,7	-2,0	0,2
2025	1,2	1,7	3,5	2,1	0,8	7,1	-2,2	0,3
2026	1,5	1,9	4,1	3,7	1,8	4,6	-1,1	0,0
T4 2024	0,1	0,5	0,5	-0,4	-0,2	5,0	-1,8	0,0
T1 2025	0,3	0,4	1,0	0,6	0,4	1,0	-0,2	0,0
T2 2025	0,4	0,4	1,0	0,6	0,5	1,0	-0,2	0,0
T3 2025	0,4	0,4	1,0	0,8	0,5	1,0	-0,2	0,0

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

(b) t/t, %

## TAUX D'INTÉRÊT

Taux courts		17-Dec	Dec-24	mars-25	juin-25	sept.-25	Dec-25	mars-26	juin-26	sept.-26	Dec-26
Etats-Unis	Fed funds	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
	Sofr	4,62	4,32	4,07	3,82	3,82	3,82	3,82	3,82	3,82	3,82
Japon	Call rate	0,25	0,25	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00
Zone euro	Refinancement	3,15	3,15	2,65	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40
	Dépôt	3,00	3,00	2,50	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
	€str	3,16	2,92	2,43	2,18	2,19	2,20	2,20	2,20	2,20	2,20
	Euribor 3m	2,85	2,78	2,32	2,23	2,26	2,27	2,28	2,29	2,30	2,31
Royaume-Uni	Taux de base	4,75	4,75	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	2,50
	Sonia	4,70	4,70	4,45	4,20	3,95	3,69	3,45	3,20	2,95	2,45
Suède	Repo	2,75	2,75	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Norvège	Deposit	4,50	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00	3,00
Canada	Overnight	3,25	3,25	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75

Taux 10 ans		17-Dec	Dec-24	mars-25	juin-25	sept.-25	Dec-25	mars-26	juin-26	sept.-26	Dec-26
Etats-Unis		4,39	4,40	4,25	4,20	4,20	4,50	4,70	4,80	4,90	4,95
Japon		1,07	1,05	1,15	1,15	1,20	1,30	1,50	1,55	1,75	1,75
Zone euro (Allemagne)		2,24	2,30	2,40	2,40	2,60	2,55	2,55	2,70	2,75	2,80
Spread 10 ans / Bund											
France		0,81	0,80	0,75	0,70	0,65	0,60	0,60	0,55	0,55	0,55
Italie		1,16	1,30	1,25	1,15	1,05	1,00	0,95	1,00	1,00	0,95
Espagne		0,70	0,75	0,70	0,65	0,60	0,55	0,50	0,50	0,45	0,45

Asie		17-Dec	Dec-24	mars-25	juin-25	sept.-25	Dec-25	mars-26	juin-26	sept.-26	Dec-26
Chine	1Y deposit rate	1,50	1,50	1,40	1,30	1,20	1,20	1,10	1,00	1,00	1,00
Hong Kong	Taux de base	5,00	4,75	4,50	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Inde	Taux repo	6,50	6,50	6,25	6,00	6,00	5,75	5,75	5,50	5,50	5,50
Indonésie	BI rate	6,00	6,00	6,00	5,75	5,75	5,50	5,50	5,25	5,25	5,25
Corée	Taux de base	3,00	3,00	2,75	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
Malaisie	OPR	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	2,75	2,75	2,50	2,50	2,50
Philippines	Taux repo	6,00	5,75	5,50	5,25	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Singapour	6M SOR	3,05	2,70	2,45	2,30	2,20	2,15	2,15	2,15	2,10	2,10
Taiwan	Redisc	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,88	1,88	1,88
Thaïlande	Repo	2,25	2,25	2,00	2,00	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Vietnam	Refinancing rate	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Amérique Latine											
Brésil	Overnight/Selic	12,25	12,25	14,25	15,50	15,50	15,50	15,50	15,00	14,00	13,00
Mexique	Taux overnight	10,25	10,00	9,50	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
Europe Emergente											
Rép. tchèque	Repo 14 j.	4,00	3,75	3,25	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Hongrie	Repo 2 sem.	6,50	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50	5,25	5,00	4,75	4,50
Pologne	Repo 7 j.	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	5,00	4,75	4,50	4,25
Roumanie	Repo 2 sem.	6,50	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50	5,25	5,00	4,75	4,50
Russie	1W auction rate	23,00	23,00	23,00	21,00	18,00	16,00	15,00	14,00	12,00	12,00
Turquie	Repo 1 sem.	7,75	7,75	6,50	6,25	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75

## TAUX DE CHANGE

## Taux de change USD

Pays industrialisés		17-Dec	Dec-24	mars-25	juin-25	sept.-25	Dec-25	mars-26	juin-26	sept.-26	Dec-26
Euro	EUR/USD	1,05	1,06	1,05	1,04	1,05	1,07	1,07	1,08	1,09	1,10
Japon	USD/JPY	154	152	150	148	146	148	147	146	146	145
Royaume-Uni	GBP/USD	1,27	1,27	1,26	1,25	1,28	1,30	1,30	1,32	1,34	1,36
Suisse	USD/CHF	0,89	0,89	0,89	0,90	0,90	0,91	0,91	0,90	0,90	0,89
Canada	USD/CAD	1,43	1,41	1,41	1,39	1,37	1,35	1,33	1,32	1,31	1,30
Australie	AUD/USD	0,63	0,65	0,64	0,65	0,65	0,66	0,67	0,68	0,70	0,70
Nouvelle Zélande	NZD/USD	0,57	0,58	0,57	0,58	0,58	0,60	0,61	0,62	0,64	0,64

## Parités croisées c/ euro

Pays industrialisés		17-Dec	Dec-24	mars-25	juin-25	sept.-25	Dec-25	mars-26	juin-26	sept.-26	Dec-26
Japon	EUR/JPY	161	161	158	154	153	158	157	158	159	160
Royaume-Uni	EUR/GBP	0,83	0,83	0,83	0,83	0,82	0,82	0,82	0,82	0,81	0,81
Suisse	EUR/CHF	0,94	0,94	0,93	0,94	0,95	0,97	0,97	0,97	0,98	0,98
Suède	EUR/SEK	11,49	11,50	11,50	11,40	11,30	11,10	10,90	10,80	10,70	10,60
Norvège	EUR/NOK	11,77	11,80	11,40	11,30	11,20	11,00	10,80	10,60	10,50	10,40

Asie		17-Dec	Dec-24	mars-25	juin-25	sept.-25	Dec-25	mars-26	juin-26	sept.-26	Dec-26
Chine	USD/CNY	7,29	7,20	7,35	7,50	7,48	7,45	7,40	7,45	7,45	7,40
Hong Kong	USD/HKD	7,77	7,78	7,78	7,77	7,76	7,75	7,76	7,76	7,77	7,77
Inde	USD/INR	84,87	84,50	84,75	85,00	84,75	84,75	84,50	84,50	84,50	84,25
Indonésie	USD/IDR	16 085	15 850	16 100	16 300	16 200	16 000	16 000	15 800	15 600	15 500
Malaisie	USD/MYR	4,47	4,40	4,60	4,70	4,60	4,60	4,60	4,70	4,70	4,50
Philippines	USD/PHP	59,0	59,0	59,5	60,0	59,8	59,2	59,0	58,8	58,5	58,0
Singapour	USD/SGD	1,35	1,34	1,35	1,37	1,37	1,36	1,36	1,35	1,34	1,33
Corée du Sud	USD/KRW	1438	1390	1410	1430	1420	1400	1400	1390	1390	1370
Taiwan	USD/TWD	32,5	32,4	32,8	33,3	33,2	32,8	33,0	32,8	32,8	32,6
Thaïlande	USD/THB	34,3	35,0	35,8	36,2	36,1	36,1	36,1	36,0	35,9	35,8
Vietnam	USD/VND	25 445	25 500	25 800	26 000	26 100	26 100	26 000	26 000	25 800	25 800

## Amérique latine

Brésil	USD/BRL	6,19	6,00	6,00	6,00	6,05	6,10	6,15	6,20	6,25	6,30
Mexique	USD/MXN	20,15	20,50	20,75	21,00	21,25	21,50	21,75	22,00	22,25	22,50

## Afrique

Afrique du Sud	USD/ZAR	18,08	18,00	17,80	17,00	16,60	16,40	16,40	16,80	17,00	17,50
----------------	---------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

## Europe émergente

Pologne	USD/PLN	4,07	4,10	4,19	4,18	4,10	3,97	3,96	3,92	3,87	3,83
Russie	USD/RUB	104,67	93,00	94,00	95,00	96,00	96,00	96,00	96,00	96,00	96,00
Turquie	USD/TRY	35,02	34,80	35,50	35,70	36,00	36,00	37,00	38,00	39,00	39,00

## Europe centrale

Rép. tchèque	EUR/CZK	25,12	25,40	25,80	25,50	25,10	24,70	24,60	24,50	24,40	24,30
Hongrie	EUR/HUF	412	410	415	410	397	385	380	370	368	365
Pologne	EUR/PLN	4,26	4,35	4,40	4,35	4,30	4,25	4,24	4,23	4,22	4,21
Roumanie	EUR/RON	4,97	4,98	4,98	4,97	4,97	4,97	4,97	4,97	4,97	4,97

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix moy. du trim.	17-Dec	Dec-24	2025				2026				
			T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	
Brent	USD/BBL	74	75	75	80	80	78	75	80	80	82

Prix moy. du trim.	17-Dec	Dec-24	2025				2026				
			T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	
Or	USD/oz	2 638	2 600	2 500	2 400	2 350	2 300	2 350	2 400	2 500	2 500

## COMPTES PUBLICS

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dettes publiques (% du PIB)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
<b>Etats-Unis</b>	-6,5	-6,4	-6,5	98,2	99,6	101,8
<b>Japon</b>	-4,5	-3,5	-2,5	232,4	223,3	215,3
<b>Zone euro</b>	-3,1	-3,0	-2,8	88,3	89,5	90,8
Allemagne	-2,2	-2,0	-1,8	63,4	64,3	64,8
France	-6,2	-6,0	-5,5	112,9	116,8	119,4
Italie	-3,8	-3,3	-2,8	134,8	136,0	138,1
Espagne	-3,1	-2,9	-2,8	103,0	102,9	104,1
Pays-Bas	-0,2	-1,9	-2,4	42,8	43,8	45,4
Belgique	-4,2	-4,8	-4,2	105,3	106,3	106,3
Grèce	-1,2	-0,8	-0,8	157,8	153,1	150,2
Irlande	2,1	1,1	0,4	44,7	42,2	41,8
Portugal	0,3	0,4	0,4	98,2	95,9	93,5
<b>Royaume-Uni</b>	-4,7	-4,1	-3,6	101,4	102,2	104,1

Achevé de rédiger le 20 décembre 2024

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

#### Comité de rédaction

##### Pays développés

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

##### Secteurs d'activité

Stéphane FERDRIN – Pétrole & gaz  
Bertrand GAVAUDAN – Transport maritime  
Rabindra RENGARADJALOU – Semi-conducteurs  
Guillaume STECHMANN – Métaux  
Véronique VIGNER – Automobile

##### Pays émergents

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

##### Marchés financiers

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

**Documentation :** Elisabeth SERREAU – **Statistiques :** Datalab ECO

**Maquette & Secrétariat de rédaction :** Fabienne PESTY

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

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

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

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