

Perspectives

Hebdomadaire – N°25/013 – 17 janvier 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

<i>☞ Il suffit de peu de chose pour que soudain les marchés soient rassérénés.....</i>	<i>2</i>
<i>☞ France : l'activité devrait rester stable fin 2024, tandis que l'inflation a fortement ralenti en 2024</i>	<i>3</i>
<i>☞ Zone euro : première baisse du taux d'épargne depuis un an et demi.....</i>	<i>4</i>
<i>☞ Royaume-Uni : l'économie patine.....</i>	<i>6</i>
<i>☞ Corée du Sud : K-Drama à Séoul.....</i>	<i>8</i>
<i>☞ Brésil : l'ombre du déséquilibre fiscal plane sur une économie en forte croissance</i>	<i>10</i>
<i>☞ Pays baltes : une année 2025 sous le signe des tensions géopolitiques.....</i>	<i>12</i>

👉 Il suffit de peu de chose pour que soudain les marchés soient rassérénés...

9 et 16 points de base (pb) : ce sont les hausses que les taux souverains américains et allemands à dix ans avaient respectivement enregistrées au cours de la semaine précédente ; 19 et 9 points de base (pb) : ce sont les baisses respectives de ces mêmes taux au cours de la semaine qui s'achève.

La semaine précédente, le rapport sur l'emploi non agricole aux **États-Unis**, encore très favorable (créations d'emplois substantielles et supérieures aux attentes ; taux de chômage en léger repli à 4,1% ; ralentissement, certes, de la croissance annuelle du salaire horaire moyen mais encore à 3,9%) avait significativement modéré les anticipations d'assouplissement monétaire. Le rapport sur l'emploi de décembre confirmait l'approche de la *Fed* insistant sur la nécessité d'une gestion monétaire prudente et progressive, avec des risques sur la stabilité des prix excédant ceux entourant l'emploi.

Cette semaine, l'attention des marchés s'est concentrée sur l'inflation américaine. Si les variations de l'inflation totale de décembre (0,4% sur un mois et 2,9% sur un an, après 2,7% en novembre) ont été conformes aux attentes, le marché a été soulagé par l'évolution de l'inflation sous-jacente en très léger repli (à 0,2% sur un mois et 3,2% sur un an après 3,3% en novembre). Et ce malgré la résistance du prix des services qui (hors services liés à l'énergie) progressent encore de 4,4% sur un an (0,3% sur un mois comme en novembre). Conjugués aux commentaires accommodants de Chris Waller (membre du Conseil des gouverneurs de la *Fed*) selon lequel les tarifs douaniers n'auraient pas un impact inflationniste significatif et trois ou quatre baisses de taux pourraient être effectuées en 2025 si les données y étaient favorables, les chiffres d'inflation ont donc réjoui les marchés et ravivé leurs attentes en termes d'assouplissement monétaire.

En **Chine**, les chiffres de croissance du quatrième trimestre ont positivement surpris. Grâce à une croissance excédant les attentes (5,4% en glissement annuel), la croissance annuelle moyenne est parvenue à atteindre l'objectif du gouvernement « d'environ 5% ». Si elle reflète la détente supplémentaire de la politique monétaire sur la demande interne, cette amélioration tient aussi aux exportations, anticipant les prochaines hausses de tarifs douaniers américains. Cette amélioration est encourageante, mais les incertitudes sont telles (ampleur des droits de douane imposés par la nouvelle administration américaine, réponse de la Chine, nature d'éventuelles mesures de soutien supplémentaires dont soutien budgétaire, retour encore hypothétique de la confiance) que notre prévision de croissance pour 2025 reste très prudente (4,2%).

Enfin, dans la **zone euro**, les comptes d'agents signalent (enfin) une baisse du taux d'épargne des ménages, de bon augure pour un scénario de reprise (certes très poussive) fondé sur la consommation (cf. [infra](#)).

Sur les **marchés**, bien que le taux américain à dix ans (*US Treasury*) approche 4,60% (en hausse de près de 20 pb sur un mois) pour un taux allemand à dix ans à 2,50% (soit 5 pb au-dessus du taux de *swap* de même maturité et une hausse de quelque 30 pb sur un mois), l'importante détente des taux d'intérêt a suscité un enthousiasme indiscriminé, bénéficiant aussi bien aux *spreads* souverains de la zone euro qu'aux *spreads corporate* et aux actions. Grâce à leur resserrement, les taux italien et espagnol excèdent le rendement du Bund de seulement, respectivement, 110 et 63 pb, un niveau inférieur au *spread* de la France, néanmoins repassé sous la « nouvelle norme » de 80 pb. Les marchés actions se sont bien redressés avec une hiérarchie inobservée depuis longtemps : France en tête suivie de l'Europe et enfin des États-Unis. Enfin, l'euro s'est apprécié contre dollar.

Zone euro

France : l'activité devrait rester stable fin 2024, tandis que l'inflation a fortement ralenti en 2024

D'après les derniers indicateurs parus, l'activité aurait légèrement augmenté en décembre 2024, grâce à la bonne tenue des services marchands. Néanmoins, l'incertitude continue de peser sur le climat des affaires. Les prix à la consommation ont, quant à eux, considérablement décéléré sur l'ensemble de l'année 2024.

Du côté des entreprises, une progression modeste de l'activité

La Banque de France a publié le 13 janvier son enquête mensuelle de conjoncture, qui nous renseigne ainsi sur la perception des chefs d'entreprise concernant l'évolution de l'activité passée et à venir des trois principaux secteurs (les services marchands, l'industrie et le bâtiment). L'activité aurait ainsi progressé en décembre dans les services marchands, mais stagné dans l'industrie et le bâtiment. Une progression est attendue dans tous les secteurs d'activité en janvier, bien que ternie par des carnets de commandes jugés insuffisants.

Les chefs d'entreprise signalent une stagnation de l'activité dans le bâtiment et l'industrie en décembre. Plusieurs sous-secteurs industriels auraient connu un repli sensible en décembre. L'habillement-textile-chaussures a pâti d'une demande molle et de fermetures de sites de production plus longues que d'habitude, tout comme le secteur automobile. La baisse du taux d'utilisation des capacités de production (TUC) illustre cet enlèvement de l'activité industrielle. En effet, celui-ci recule de 2,3 points sur un an (par rapport au mois de décembre 2023), à 73,9%, et continue sa lente décrue amorcée fin 2022. Les sous-secteurs tels que les machines et équipements (-6 points sur un an), l'automobile (-5 points), ou encore la métallurgie (-4 points) sont très affectés, tandis que l'agro-alimentaire (+2 points) et l'aéronautique (+1 point) sortent la tête de l'eau. Dans le bâtiment, l'activité s'est enlisée en décembre, dans l'attente de l'effet des récentes baisses des taux d'intérêt qui pourraient relancer le secteur. Cet effet pourrait toutefois être neutralisé par l'effet délétère de l'incertitude, d'après la Banque de France. Les services marchands, portés par l'hébergement-restauration, auraient bénéficié des fêtes de fin d'année (tourisme, jours fériés bien positionnés et réouverture de Notre-Dame de Paris).

Tout cela pousse la Banque de France à affirmer que l'activité au quatrième trimestre 2024 aurait stagné. En effet, une croissance sous-jacente de 0,2% (hors effet des JOP) serait compensée par le contrecoup de l'effet des JOP (-0,2 point de PIB).

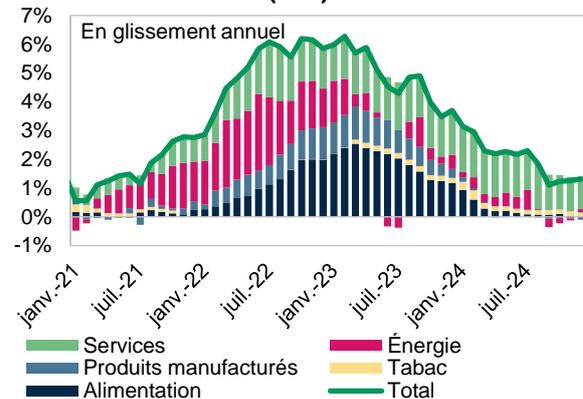
Les chefs d'entreprise ont aussi émis leurs anticipations concernant le mois de janvier, et le rythme de hausse de l'activité dans l'industrie retrouverait de son allant, au niveau de sa moyenne

sur dix ans, portée par la chimie ou encore l'habillement-textile-chaussures. Aussi, le bâtiment suivrait cette tendance haussière, mais dans une moindre mesure, tiré par le second œuvre. Enfin, les chefs d'entreprise tablent sur un ralentissement du rythme de croissance de l'activité dans les services marchands, imputable notamment au transport-entrepôt et à l'hébergement-restauration. Par ailleurs, les carnets de commandes, dans l'industrie comme dans le bâtiment, sont jugés faibles dans presque l'intégralité des sous-secteurs excepté l'aéronautique. L'indicateur mensuel d'incertitude reste élevé (à 200, contre une valeur de référence fixée à 100 en période « normale »), proche de son niveau de novembre (et de celui d'après la dissolution de l'Assemblée nationale en juin), et le contexte politique actuel est le principal facteur d'incertitude mentionné.

Pour les ménages, les prix à la consommation décélèrent fortement en 2024

L'heure du bilan de l'évolution des prix à la consommation pour l'année 2024 a sonné. Les résultats définitifs de l'inflation de décembre publiés par l'Insee closent ainsi l'année, avec une inflation à 1,3% en glissement annuel (comme en novembre). L'inflation aura donc bien diminué au cours de l'année 2024 : pour rappel, elle s'établissait à 3,1% en glissement annuel en janvier.

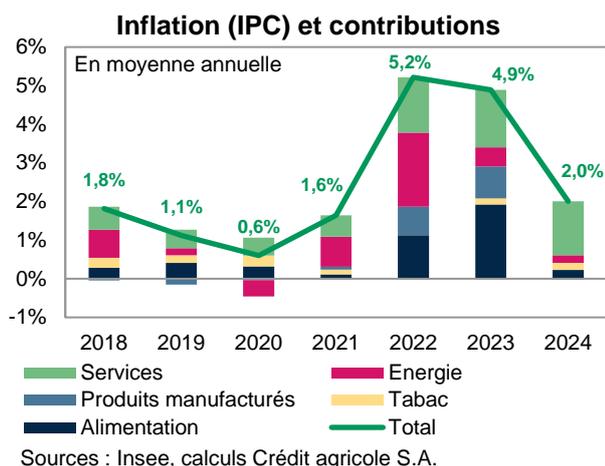
Inflation totale (IPC) et contributions



Derniers points : décembre 2024

Sources : Insee, calculs Crédit agricole S.A./ECO

En moyenne annuelle, les prix ont ainsi nettement ralenti par rapport aux années précédentes, et l'inflation s'est établie à 2,0%, après 4,9% en 2023 et 5,2% en 2022 au sens de l'indice des prix à la consommation (IPC). L'inflation au sens de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui permet la comparaison de l'inflation entre les différents pays européens du fait d'une méthodologie harmonisée, a aussi diminué (-3,4 points), passant de 5,7% en 2023 à 2,3% en 2024.



Plus de la moitié du fléchissement de l'inflation (IPC) en 2024 est imputable à l'alimentation, dont les prix n'ont augmenté que de 1,4%, contre 11,8% l'année précédente. Cet important ralentissement des prix alimentaires s'explique surtout par celui des produits hors frais (compte tenu de leur poids dans l'alimentation), bien que les prix des produits frais

aient également fortement décéléré. Les deuxièmes contributeurs à la baisse de l'inflation en 2024 sont les produits manufacturés, dont les prix ont stagné (+0,0%), ce qui représente une nette décélération par rapport à 2023 (-3,5 points). Par ailleurs, les prix de l'énergie ont eux aussi ralenti en 2024 (+2,3%, après +5,6% en 2023) dans le sillage du repli des prix des produits pétroliers (-4,7%) et du gaz (-1,0%), bien que ce mouvement ait été en partie contrebalancé par l'accélération des prix de l'électricité (+15,7%). En revanche, les services, poste de consommation important des ménages, ne contribuent au fléchissement de l'inflation qu'à la marge. L'inflation des services n'a en effet diminué que de 0,3 point, passant de 3,0% en 2023 à 2,7% en 2024, malgré la baisse accrue des prix des services de communication et le ralentissement des prix des services de transports. De fait, les prix des services de santé ont rebondi, et ceux des services de logement (+2,8%) et des « autres services » (+3,9%), les deux principaux postes des services, ont augmenté au même rythme que l'année précédente en 2024.

Notre opinion – Les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France corroborent notre prévision de croissance pour le quatrième trimestre 2024 (qui sera validée ou invalidée le 30 janvier prochain avec la publication de la première estimation des comptes nationaux trimestriels). Les anticipations pour janvier sont également assez en ligne avec notre prévision d'une croissance modeste en début d'année 2025. Le niveau élevé de l'indicateur d'incertitude confirme par ailleurs que les chefs d'entreprise restent méfiants concernant le futur proche de leur secteur, sur fond d'instabilité politique.

Le processus de désinflation soutient, quant à lui, le pouvoir d'achat des ménages et devrait, in fine, encourager leur consommation, clé de voûte de la croissance française dans notre prévision 2025, malgré l'effet délétère de l'incertitude.

Zone euro : première baisse du taux d'épargne depuis un an et demi

L'accélération de la consommation des ménages au troisième trimestre a profité de la légère amélioration de la croissance du revenu disponible brut (0,7%, après 0,6% sur le trimestre), bien que celui-ci enregistre un rythme bien inférieur à celui connu depuis 2021. Elle a bénéficié aussi de la baisse du taux d'épargne (de 15,6% au T2 à 15,3%), la première depuis le T4 2022.

L'augmentation du revenu disponible a pu s'appuyer sur une croissance un peu plus dynamique du salaire par tête (0,8%, après 0,7% sur le trimestre) et sur le maintien de créations d'emplois (0,2%). Sur un an, l'évolution des salaires s'inscrit néanmoins en ralentissement (de 4,7% à 4,4%), tout comme la progression de l'excédent brut du revenu mixte des ménages (3,4%, après 4,1% sur un an) et des revenus nets de la propriété (2,3%, après 3,7%). La forte croissance de ces dernières composantes au cours de la dernière année, se normalise donc et le revenu des ménages retrouve une contribution plus traditionnelle et équilibrée des revenus du travail et des revenus du capital. Ce rééquilibrage aura des conséquences sur l'évolution du taux d'épargne,

puisque la propension à épargner est plus élevée pour les revenus du capital.

Le repli de l'investissement des ménages, à l'œuvre depuis quatre trimestres, se poursuit (-0,2% sur le trimestre), mais à un rythme moindre. Il conduit à une nouvelle baisse du taux d'investissement (9,1%) ininterrompue depuis le T1 2023 (10%). Ce repli de l'investissement permet une remontée de la capacité de financement (de 6% à 6,2% du revenu disponible brut).

Les ménages augmentent le rythme de leur accumulation d'actifs financiers, visible notamment dans une remontée des encours des dépôts. La richesse non financière, notamment immobilière, continue aussi de progresser à un rythme plus élevé (2% sur un an, après 1,7%). Les encours de crédit aux ménages augmentent à rythme légèrement plus soutenu (0,7% sur un an, après 0,4%) en ligne avec la stabilisation de l'investissement des ménages, mais leur taux d'endettement s'inscrit toujours en baisse sur un an (51,9% du revenu disponible brut, après 53,7% au T3 2023). La richesse nette des

ménages augmente, limitant ainsi les pertes en termes réels cumulées depuis le choc inflationniste.

Le partage de la valeur ajoutée devient un peu plus favorable aux profits. Après s'être inscrit en repli depuis le T2 2023, le taux de marge des sociétés non financières se redresse modérément (38,8%, après 38,7%). La croissance un peu plus dynamique des rémunérations demeure cependant plus faible que celle de la productivité, permettant ainsi une baisse des coûts salariaux unitaires. L'investissement des sociétés financières se redresse en valeur (3,7%, après -3,5%). Mais ce rebond est lié à d'importantes importations de produits de propriété intellectuelle, notamment en Irlande. Le taux d'investissement des SNF repart

légèrement à la hausse (21,9%, après 21,4%) après s'être inscrit sur une tendance baissière depuis la fin 2020, sans retrouver néanmoins le niveau d'avant la pandémie (23%). Sous l'effet de ce rebond de l'investissement, la capacité de financement diminue (de 2,9% à 2,4%).

L'investissement financier des SNF se maintient à un rythme inchangé sur un an, avec néanmoins un ralentissement des dépôts et une accélération de l'investissement en actions. Le recours au financement se poursuit aussi sur un rythme inchangé, pour les crédits et les actions, tandis que le financement par dette ralentit. Le taux d'endettement des sociétés non financières s'inscrit en baisse sur un an (de 70,7% à 68,8%).

☑ Notre opinion – *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. 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 et n'ont pas pour autant retrouvé le niveau tendanciel, la capacité à consommer augmente. La baisse du taux d'épargne au T3 en est la première confirmation. 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.

La progression de l'investissement des sociétés non financières au troisième trimestre cache une réalité bien moins favorable. Cette hausse est, en effet, liée à une forte remontée de l'investissement en biens informatiques et en technologies de la communication en Irlande. Elle masque le recul de l'investissement dans la zone euro. 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. 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.

Royaume-Uni

Royaume-Uni : l'économie patine

Le PIB réel n'a que faiblement rebondi en novembre, +0,1% en variation mensuelle, en grande partie grâce aux services, après une baisse de 0,1% en octobre. Sur les trois derniers mois à fin novembre, l'activité est restée stable par rapport aux trois mois à fin août. La production dans les services également affiche une croissance nulle sur cette période et un rebond de 0,1% sur le mois de novembre, après une baisse de 0,1% en octobre. La plus forte contribution positive à la croissance des services sur les trois derniers mois a été celle du sous-secteur de la santé et des activités sociales, en hausse de 1,3% par rapport aux trois mois à fin août, en raison d'un rebond de l'activité après les grèves dans les hôpitaux en août. Sans ce rebond dans le secteur de la santé, le secteur des services aurait probablement enregistré une contraction sur la période. Les activités administratives, en baisse de 1,3%, ont eu la plus forte contribution négative.

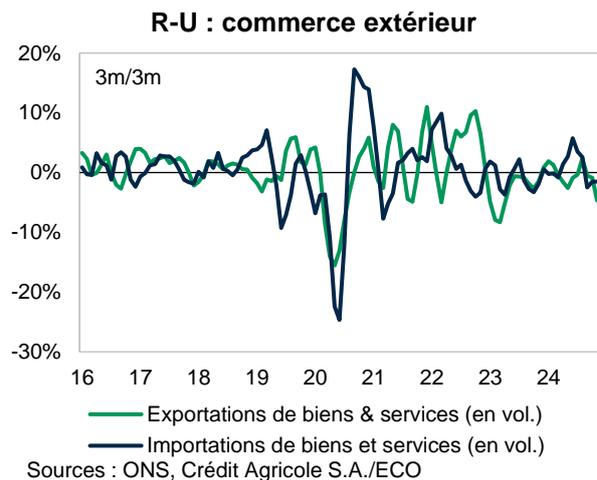
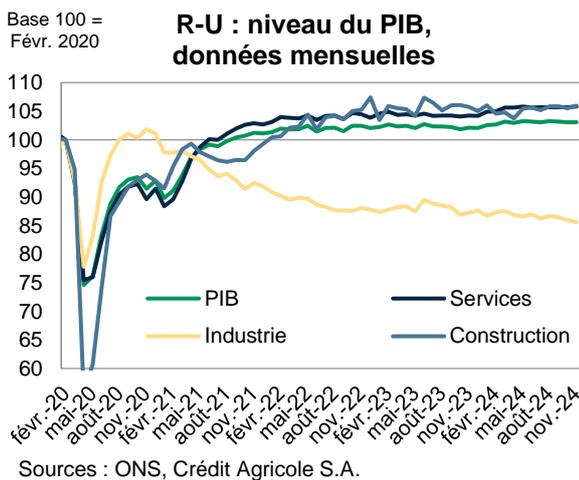
L'industrie demeure le maillon faible de l'économie, avec une production qui ne cesse de se réduire, -0,4% sur le mois de novembre après -0,6% en octobre et -0,9% en septembre, portant le rythme de croissance sur les trois derniers mois à -0,7%. La tendance baissière est particulièrement prononcée dans le secteur manufacturier, en baisse de 1% sur les trois mois à fin novembre par rapport aux trois mois à fin août. La production pharmaceutique, suivie par celle d'équipements de transport et de métaux de base et de produits métalliques

connaissent les plus fortes chutes sur les trois derniers mois au sein du secteur manufacturier.

Le secteur de la construction est le seul qui tire son épingle du jeu avec une hausse de 0,4% en variation mensuelle en novembre et de +0,2% sur les trois derniers mois.

Dans la même veine, les données du commerce extérieur pour le mois de novembre affichent un ralentissement marqué : les importations de biens et de services (en volume) baissent de 1,5% sur les trois mois à fin novembre, les exportations chutent de manière encore plus marquée (-4,7%).

La semaine a également apporté de mauvaises nouvelles du côté des dépenses de consommation. Les ventes au détail en volume ont baissé en décembre (-0,3% en variation mensuelle), après une légère hausse en novembre (+0,1%), ce qui conduit à une baisse de 0,8% au quatrième trimestre par rapport au troisième. Sur l'ensemble de l'année 2024, les ventes au détail enregistrent un rebond (+0,7%) après deux années consécutives de baisse (-4,1% en 2022 et -2,9% en 2023). Les ventes d'essence sont le plus fort contributeur à cette hausse, suivies par les ventes en ligne et, dans une bien moindre mesure, les ventes dans les magasins non alimentaires. En revanche, les Britanniques ont moins consommé de produits alimentaires sur l'année. Dans l'ensemble, le volume des ventes au détail demeure inférieur à son niveau d'avant-Covid (de 2,5%).



☑ **Notre opinion** – Les données d'activité publiées cette semaine pour le mois de novembre (décembre pour les ventes au détail) n'ont pas apporté de bonnes nouvelles : stagnation dans les services, baisse dans l'industrie, détérioration du solde commercial, contraction des dépenses de consommation.

L'économie britannique est en voie d'enregistrer au mieux une croissance nulle sur le second semestre. L'effet d'acquis laissé par le PIB mensuel à fin novembre pour la croissance au T4 est de -0,1%, impliquant un risque baissier autour de notre prévision, pourtant déjà très faible, d'une hausse du PIB de seulement 0,1% au T4. Si le PIB restait stable au T4 après sa croissance nulle au T3, la croissance sur l'ensemble de l'année 2024 serait de +0,8%, après +0,4% en 2023. Ce serait en ligne avec notre prévision, mais bien plus bas que ce que prévoyait l'OBR qui dans son Economic and Fiscal Outlook du 30 octobre dernier (1,1%).

L'autorité de surveillance des comptes publics outre-Manche devrait réviser à la baisse ses prévisions de croissance, lorsqu'elle publiera ses nouvelles prévisions le 26 mars prochain. Le gouvernement se verra dans l'obligation de resserrer sa politique budgétaire afin d'être en ligne avec ses règles budgétaires où la marge de manœuvre, très faible à l'origine, est en passe d'être effacée par la forte hausse récente des taux.

La Chancelière de l'Échiquier devra soit faire marche arrière sur certaines promesses de hausses de dépenses publiques, soit augmenter davantage les impôts et les taxes. L'impasse dans laquelle se trouve l'économie nécessite un allègement de la pression sur les taux et la poursuite de la désinflation dans les mois à venir.

Les chiffres d'inflation du mois de décembre ont apporté un soulagement. L'inflation CPI a reculé légèrement en décembre (à 2,5% contre 2,6% en novembre, en ligne avec notre prévision, mais légèrement en dessous des anticipations du consensus) et l'inflation sous-jacente s'est repliée à 3,2%, contre 3,5% le mois précédent, avec une baisse plus forte qu'anticipé et bienvenue dans les services (à 4,4%, contre 5% en novembre). Nous anticipons une poursuite de la désinflation dans les prochains mois, permettant à la banque centrale de poursuivre son assouplissement monétaire de manière graduelle en février (de 25 points de base par trimestre).

Pays émergents

Asie

Corée du Sud : K-Drama à Séoul

Le feuilleton sud-coréen se poursuit. Après plusieurs tentatives, le président Yoon Suk-yeol a été arrêté ce mercredi 15 janvier, lors d'une opération spectaculaire ayant mobilisé plus de 4 000 policiers, dont certains d'unités spéciales. Le président est visé par plusieurs enquêtes (notamment pour trahison, insurrection, abus de pouvoir, corruption et rébellion, des accusations pour lesquelles il risque théoriquement jusqu'à la peine de mort) en plus de la procédure de destitution à laquelle il fait face.

En garde à vue pour 48 heures, une première dans l'histoire politique coréenne, le président a accepté de se rendre pour éviter « un bain de sang ». Il faut dire que la tension est montée d'un cran entre, d'un côté, un service de sécurité présidentiel déterminé à protéger Yoon à tout prix, la mobilisation de ses soutiens, qui voient en lui un héros victime d'une tentative de déstabilisation des « communistes » de Corée du Nord, et, de l'autre, les opposants du camp démocrate et de la société civile (notamment des femmes), effarés par le scénario de chaos imaginé par le président Yoon.

Un hiver sous haute tension

L'arrestation de Yoon vient clore un premier chapitre mouvementé, marqué par une cascade d'événements en chaîne engendrés par la promulgation surprise de la loi martiale le 3 décembre dernier. En un mois et demi, l'Assemblée nationale a donc engagé une procédure d'*impeachment* contre Yoon, nommé un premier président par intérim (Han Duck-soo), à son tour visé par une procédure d'*impeachment* en raison de sa participation à la tentative de coup d'État et son obstruction aux enquêtes, puis un deuxième (Choi Sang-mok, ancien ministre des Finances).

Tout cela dans un contexte social très tendu, marqué par de nombreuses manifestations des pro et anti-Yoon, qui ont bravé le froid hivernal pour soutenir le président ou demander son départ. Le mouvement pro-Yoon, dominé par les églises évangéliques, très puissantes en Corée du Sud, puise une partie de ses inspirations dans le camp trumpiste, allant jusqu'à reprendre le slogan utilisé après la défaite de 2020 « *Stop the steal* ». Yoon soutient en effet que le résultat des élections législatives de 2024, largement remportées par l'opposition démocrate, a été truqué, en raison de piratages informatiques pilotés depuis la Corée du Nord.

Le camp Trump prête pour l'instant une attention très limitée à ce qui se passe en Corée du Sud. Il n'empêche que la réélection de Trump, malgré toutes les poursuites judiciaires auxquelles il fait face, alimente la rhétorique des soutiens de Yoon et

les galvanise. Son refus de se rendre a également renforcé son image auprès de son clan, au point que sa cote de popularité a remonté ces dernières semaines, ses soutiens louant sa ténacité.

L'arrestation de Yoon devrait mettre fin aux manifestations quotidiennes, mais elle est loin de lever l'incertitude sur la suite des événements. La Cour constitutionnelle a jusqu'à juin pour confirmer la destitution du président. Cette dernière déclencherait alors des élections anticipées, qui devraient se tenir dans les deux mois suivant la décision. Dans tous les cas, l'instabilité politique devrait perdurer jusqu'en milieu d'année au moins.

La résistance du cadre institutionnel

Il faut souligner dans cette crise la solidité des institutions coréennes, et notamment le rôle de l'Assemblée nationale, qui a tenu bon malgré tout. De nombreux responsables, notamment dans l'armée et la police ont également refusé d'appliquer les ordres du président Yoon, qui les avait par exemple autorisés à tirer sur la foule et les députés qui tentaient de rentrer dans le Parlement le soir où la loi martiale avait été proclamée.

Les débats sur les pouvoirs du président par intérim (est-il autorisé à nommer un juge à la Cour constitutionnelle ?) ont beau retarder la prise de décisions, et parfois être utilisés par le camp présidentiel pour bloquer l'avancée des enquêtes, ils attestent de la vitalité du débat politique dans cette démocratie pourtant jeune. De même, la mobilisation massive de la société civile témoigne de son attachement à ce régime.

Cet épisode vient cependant rappeler que la classe politique coréenne reste très fragile : sur les huit présidents élus depuis 1987, quatre ont été condamnés et ont fait de la prison pour corruption et détournement de fonds. Les accusations portées à l'encontre de Yoon sont cependant inédites dans leur niveau de gravité.

Quel impact sur l'économie sud-coréenne ?

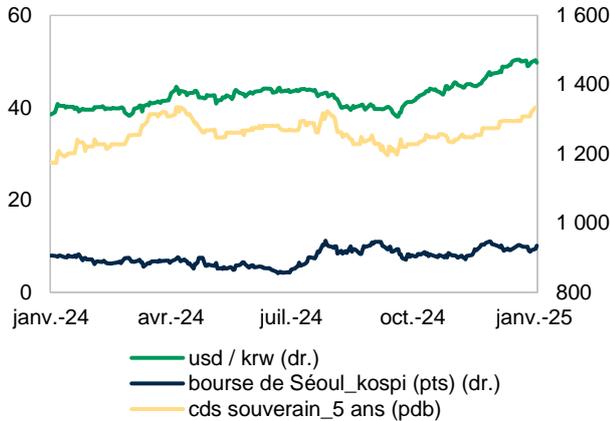
La fragilité politique n'est pas une bonne nouvelle pour la devise coréenne, déjà sous pression d'un dollar fort. Elle complique les arbitrages de la banque centrale, qui espérait pouvoir poursuivre son cycle d'assouplissement monétaire et redonner un peu d'air à une activité économique en ralentissement. Ce jeudi 16 janvier, la BoK (*Bank of Korea*) a décidé de maintenir le niveau de son taux directeur à 3%, lors d'un vote divisé.

Cette dernière doit en effet composer avec le ralentissement de l'activité, en particulier sur le plan

domestique (consommation et investissement), les pressions sur le taux de change exacerbées par l'instabilité politique, et ce dans un contexte où l'inflation est largement maîtrisée (sous les 2%), ce qui pourrait permettre une politique monétaire un peu plus expansionniste.

Le won, qui s'est rapproché des 1 500 wons pour un dollar cette semaine, un niveau historique, est connu pour sa tendance à la volatilité. La devise coréenne a cédé un peu plus de 10% face au dollar sur l'année écoulée, et plus de 30% sur trois ans, une des pires performances dans la région. Point positif, les sorties de capitaux ont pour l'instant été modérées, les investisseurs n'ayant pas fortement réagi à la dépréciation du won ou aux turbulences politiques.

Marchés financiers



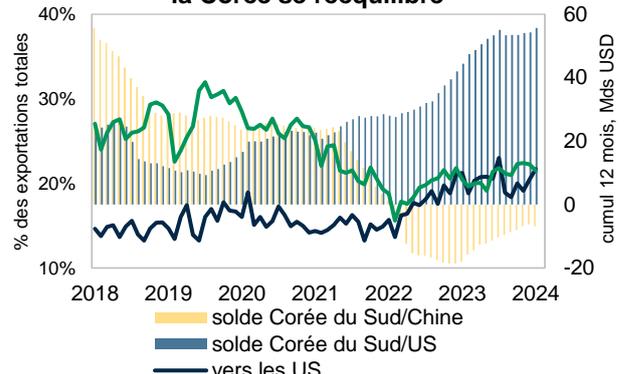
Sources : KOSPI, Crédit Agricole S.A./ECO

À cela s'ajoute aussi la perspective d'une hausse des droits de douane américains, alors que les États-Unis sont devenus le premier marché d'exportations pour la Corée du Sud, notamment en raison de la reprise du cycle des semi-conducteurs. Mais dans le même temps, l'excédent bilatéral de la Corée du Sud vis-à-vis des États-Unis a plus que doublé en trois ans, dépassant les 50 milliards de dollars, ce qui pourrait placer le pays dans le collimateur de la nouvelle administration Trump.

Et ce même si la Corée du Sud propose des biens à forte valeur ajoutée, ne fait pas partie des « pays de contournement » comme le Mexique ou le Vietnam qui exportent parfois des biens avec peu de contenu local et encore beaucoup de contenu chinois, et a largement augmenté ses investissements directs à l'étranger aux États-Unis, en particulier dans le domaine des semi-conducteurs. Soucieuse de montrer patte blanche, la Corée du Sud espère donc que ses efforts lui permettront de continuer de bénéficier d'un partenariat privilégié avec les États-

Unis, elle qui dispose pour l'instant d'un accord de libre-échange avec ce pays.

Entre Chine et États-Unis, la Corée se rééquilibre

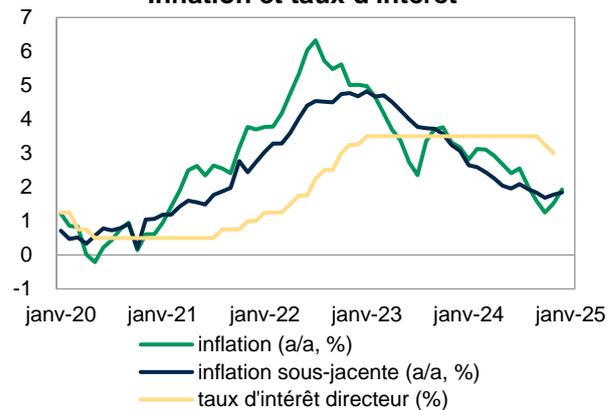


Sources : KStat, Crédit Agricole S.A./ECO

Maintenir un niveau élevé d'exportations est d'autant plus crucial que l'activité domestique ralentit. Les données d'activité du mois de décembre n'ont pas encore été publiées, mais l'indice de confiance des consommateurs montre déjà de sérieux signes de faiblesse (88,4, contre 100,7 en novembre), qui pourraient se traduire par un ralentissement des ventes au détail et donc de la consommation. La trajectoire de l'inflation, repassée sous les 2% depuis le milieu de l'année 2024, témoigne de cette baisse de la demande.

Elle pourrait toutefois connaître de nouveau des pressions en raison de l'évolution du won et de la hausse des prix des importations, notamment énergétiques, le pétrole et le gaz représentant environ 25% des importations coréennes totales. D'où un comportement conservateur de la BoK, qui souhaite sans doute attendre quelques mois pour voir si la devise se stabilise et ce qui se passe côté américain avant de s'engager dans un nouvel assouplissement monétaire.

Inflation et taux d'intérêt



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

☑ Notre opinion – Depuis le 3 décembre, la Corée du Sud est plongée dans une crise politique profonde dont on ignore encore le dénouement, et ce alors que le retour au pouvoir de Donald Trump risque de peser à la fois sur le cours de sa devise et le volume de ses exportations. Dans ce contexte, un front politique uni serait préférable car, on le sait, les négociations avec l'administration américaine seront difficiles, dans un monde où chaque pays souhaitera tirer son épingle du jeu et préserver au maximum ses acquis.

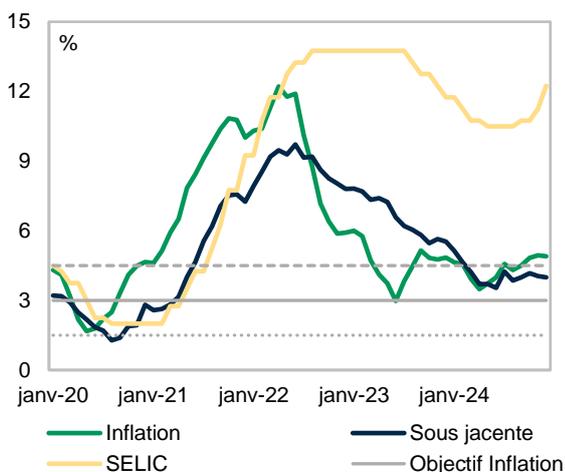
Amérique latine

Brésil : l'ombre du déséquilibre fiscal plane sur une économie en forte croissance

Si le Brésil affiche des performances de croissance assez remarquables, ses succès sont assombrés par des préoccupations fiscales persistantes. Alors que la devise est déjà fragilisée par un contexte international défavorable, l'incertitude budgétaire accentue la dépréciation du réal brésilien (BRL/USD), qui elle-même tend à renforcer les pressions inflationnistes observées depuis mai. Pour maintenir sa crédibilité dans la lutte contre l'inflation, la Banque Centrale du Brésil (BCB) a dû reprendre

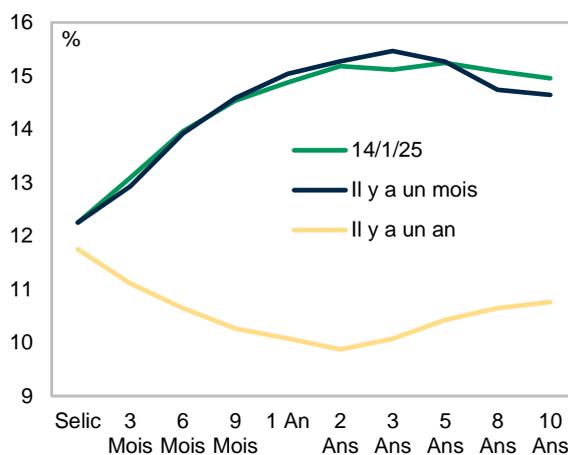
son resserrement monétaire ; le taux directeur (SELIC) est passé de 10,5% en août à 12,25% actuellement. Or, les anticipations de marchés (*Focus Market Readout*, BCB, 10 janvier) tablent désormais sur un taux SELIC à 15% fin 2025. Les hausses de l'inflation et du taux directeur occasionnent un renchérissement de la dette publique dont une large part est indexée sur le SELIC (54%) ou sur l'inflation (21%).

Brésil – Inflation et politique monétaire



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

Brésil – Courbe des taux d'intérêt souverains



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

La combinaison taux d'intérêt élevés, croissance des dépenses soulève des inquiétudes quant à la trajectoire de la dette publique, en dépit d'une croissance économique assez soutenue. Les évolutions récentes sont, en effet, assez « déroutantes » : la tendance à la réduction de la dette observée en

2021-2022 s'est inversée ; le nouvel ancrage fiscal semble inopérant ou voit sa crédibilité déjà ternie¹ ; bref, l'augmentation actuelle de la dette inquiète les investisseurs, malgré les assurances du gouvernement quant à l'atteinte des objectifs de déficit primaire.

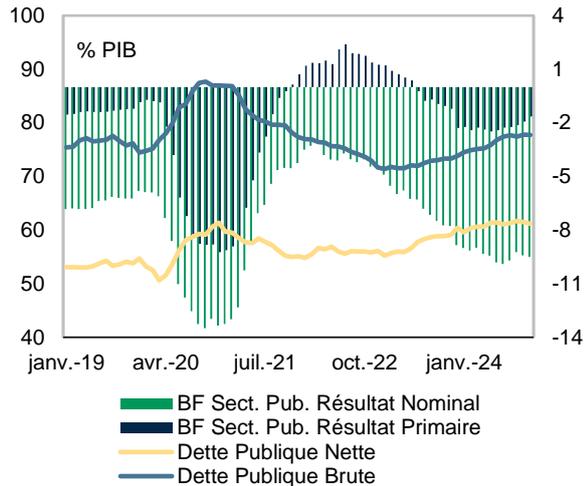
¹ Adopté par le Parlement en août 2023, le nouveau cadre fiscal se donnait tout d'abord des objectifs de soldes primaires (allant de -0,3% du PIB en 2023 à 1% du PIB en 2026 puis croissant de 0,5 point de pourcentage par an, une fourchette de tolérance comprise : [+0,25%, -0,25%] du PIB par rapport à l'objectif de l'année).

Par ailleurs, la croissance des dépenses était liée à celle des recettes : augmentation des dépenses limitée à 70% de celle

des revenus si l'objectif de déficit primaire est atteint (avec une marge de 0,25% du PIB) ou à 50% sinon.

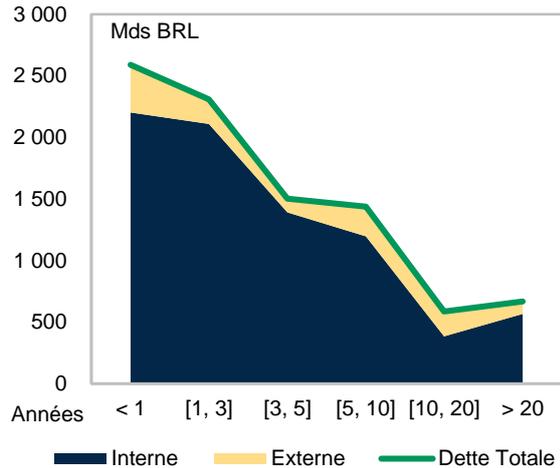
Dans tous les cas, la hausse des dépenses doit rester entre 0,6% et 2,5% en termes réels. Le Congrès avait durci les règles prévues (réduction du nombre d'exceptions à la nouvelle règle budgétaire, inclusion des mesures d'ajustement budgétaire obligatoires en cas de non-respect des objectifs, limite aux dépenses d'investissement permises en cas d'excédent extraordinaire).

Brésil – Besoins de financement et dette



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

Brésil – Amortissements de la dette publique



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

Les besoins de financement du secteur public atteignent 9,5% du PIB, leur niveau le plus élevé depuis la crise du Covid-19, même dans un contexte de bonnes recettes fiscales (99,3% des recettes prévues budget), de croissance du PIB encore soutenue et de faible chômage (historiquement bas). Si les dépenses (près de 36 milliards de reais) liées aux inondations en région *Rio Grande do Sul* sont exclues, le déficit primaire sera de moins de 0,3% rentrant de justesse dans la marge d'erreur de l'objectif fixé. Cependant, cette exclusion a été perçue comme une solution à court terme qui ne peut dissimuler que les problèmes structurels de déficit primaire et de taux élevés persistants.

En effet, au cours du second semestre de 2024, les dépenses liées aux inondations et l'augmentation des déficits, mais aussi la hausse de l'inflation et des taux dans un contexte international difficile, ont intensifié les pressions des investisseurs. Ceux-ci réclament le respect de la règle fiscale et des réformes pour accroître la flexibilité des dépenses², craignant que le Brésil ne bascule en « dominance fiscale ». Le surplus primaire est désormais reporté à 2027 et les investisseurs n'anticipent pas de changements majeurs avant un nouveau gouvernement.

Face à ces inquiétudes, fin novembre, le gouvernement a proposé des mesures d'économies, estimées à 72 milliards de reais sur deux ans (une estimation jugée un peu optimiste). Ces mesures incluent une limitation de l'indexation du salaire minimum (hausse réelle plafonnée à 2,5%) et un durcissement des conditions d'accès aux aides sociales. Mais, parallèlement, il a proposé une modification de l'impôt sur le revenu, relevant le seuil d'exemption pour les bas salaires. Malgré l'assurance du gouvernement, affirmant que cette baisse

des recettes serait compensée par une hausse de la taxation des hauts revenus, les investisseurs ont mal accueilli ces annonces, signalant le manque de volonté nécessaire pour s'attaquer à la rigidité des dépenses.

Fin décembre, après une longue séance parlementaire, parmi les propositions précitées, deux projets de loi importants ont été adoptés. Ils concernent le plafonnement de l'indexation du salaire minimum et les mécanismes en cas de déficit budgétaire. Le salaire minimum sera désormais ajusté selon les règles du cadre budgétaire pour les autres dépenses. En cas de déficit primaire, les exonérations fiscales seront interdites et la croissance des dépenses de personnel sera limitée à 0,6%. Le durcissement de l'accès aux aides a également été retenu. En revanche, certaines propositions ont été rejetées dont, notamment la limitation des « super salaires » des fonctionnaires et les modifications des pensions militaires. Le gouvernement estime que l'impact de ces rejets sur les économies prévues est minime (2,1 milliards de reais) au regard des économies attendues sur deux ans (près de 70 milliards de reais). La réforme de l'impôt sur le revenu sera discutée plus tard en 2025.

Enfin, le Congrès brésilien a récemment adopté la réglementation pour la réforme fiscale concernant la TVA, une mesure longtemps attendue qui sera mise en œuvre progressivement. Cette réforme vise à simplifier le système de taxation indirecte du Brésil, notoirement complexe, en réduisant le nombre de taxes de cinq à deux : une taxe étatique et une taxe fédérale. Bien que le taux exact reste à déterminer, les grandes lignes sont établies pour différentes catégories de produits. Actuellement, le taux moyen est estimé à 34%, mais le nouveau système pourrait le ramener à environ 28%. Cette simplification

² Le budget est extrêmement rigide, ce qui limite évidemment l'investissement public (moins de 1% PIB en 2024) ; 92% des

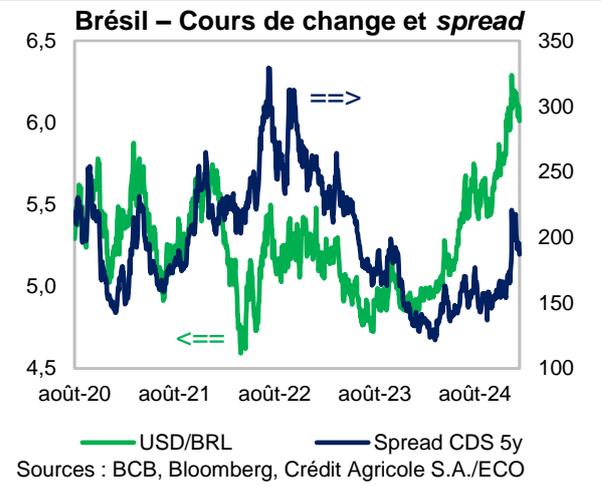
dépenses sont obligatoires et souvent indexées sur le salaire minimum lui-même répliquant l'inflation.

devrait considérablement améliorer la compétitivité des entreprises brésiliennes, longtemps entravée par la complexité du système fiscal. Elle devrait

également contribuer à réduire le « *dumping fiscal* » et la concurrence entre les États.

✓ Notre opinion – Le ministre de l'Économie, F. Haddad, assure que le gouvernement est prêt à faire plus de coupes si nécessaire et que certaines des réformes rejetées seront rediscutées. Le gouvernement n'est pas insensible aux attentes des marchés. Les inquiétudes de ces derniers semblent s'être très récemment atténuées grâce aux récentes annonces et à l'approbation des projets de loi. Par ailleurs, l'engagement en faveur de la réduction de l'inflation de G. Galipolo, proche de Lula et désormais à la tête de la BCB, est de nature à rassurer les investisseurs et pourrait contribuer à réduire les critiques de l'exécutif envers la banque centrale.

L'indexation d'une large part de la dette publique sur l'inflation ou sur le SELIC est évidemment pénalisante. Mais, malgré des besoins de financement élevés et une dette publique lourde pour un pays émergent, la structure de la dette brésilienne (à 95% en monnaie locale) est favorable. Enfin, les taux domestiques, le spread sur la dette externe et, surtout, le cours du real jugé largement sous-évalué, semblent indiquer que le pire a déjà été intégré par les marchés.



Europe centrale et orientale, Asie centrale

Pays baltes : une année 2025 sous le signe des tensions géopolitiques

La (sous-)performance de l'économie allemande demeure un élément de contexte « *macro-économique* » prépondérant pour les économies de la zone. Selon les toutes dernières estimations de l'office statistique fédéral, l'économie allemande s'est contractée pour la seconde année consécutive en 2024 (-0,2% après -0,3% en 2023). Un autre partenaire important pour les pays baltes est également à la peine, à savoir la Finlande : en 2023 son PIB s'était contracté de 1,2% et en 2024, si les chiffres ne sont pas encore connus, le pays pourrait être rien de moins que le pire performeur de la zone euro. En attendant les redémarrages allemand et finlandais, la contribution de la demande extérieure à la croissance des pays baltes continuera d'être poussive. Ces difficultés constituent un contexte macro-économique fort pour l'ensemble de la région, même s'il est évident qu'elles trouvent également leurs origines dans le contexte géopolitique européen, surtout par le biais énergétique pour l'Allemagne et par celui du commerce avec la Russie pour la Finlande.

Par-delà ce contexte, 2025 s'annonce comme une année pendant laquelle les économies

baltes seront fortement travaillées par leur environnement géopolitique immédiat.

Dans les pays baltes et en Pologne, la perception de la menace russe continue de se renforcer. Fin 2024, les pays baltes et nordiques semblent avoir subi un certain nombre d'actes de sabotage : en novembre, deux câbles télécoms ont été endommagés en mer Baltique (l'un reliant la Finlande à l'Allemagne et l'autre la Suède à la Lituanie). En décembre, c'est l'une des deux interconnexions électriques (*EstLink 2*) entre la Finlande et l'Estonie qui a été rompue. Selon les déclarations des autorités finlandaises³, d'autres infrastructures reliant les deux pays étaient visées par le même navire, à savoir la seconde interconnexion électrique (*EstLink 1*) et un gazoduc (*BalticConnector*). Ces actes sont interprétés par les pays de la région comme faisant partie d'une guerre hybride menée par la Russie dans le contexte de la guerre en Ukraine, mais également comme un signe de l'agressivité russe à leur égard, au-delà de ce seul conflit. C'est donc bien une menace existentielle à laquelle se sentent confrontées ces sociétés.

³ Sur la base des interrogatoires des membres d'équipages du navire saisi par les autorités finlandaise, le *Eagle S*.

Cette perception impose le thème sécuritaire comme priorité budgétaire et installe un modèle global de défense.

Pour commencer, l'ensemble des pays de la zone fournissent un effort budgétaire important pour leur défense : en tête, la Pologne devrait dépenser 4,12% de son PIB pour la défense en 2024⁴, suivent ensuite l'Estonie à 3,4%, et la Lettonie et la Lituanie, toutes deux à 3,2%. Tous entendent fournir des efforts supplémentaires en 2025. Les quatre pays ont entamé des travaux pour fortifier leurs frontières avec la Russie et la Biélorussie. Au budget de défense s'ajoute le soutien à l'Ukraine : les pays baltes visent un soutien équivalent à 0,25% de leur PIB chaque année.

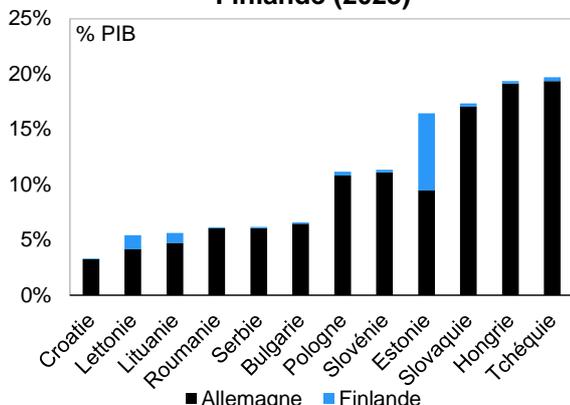
Si aujourd'hui la Pologne est prête à supporter un important déficit budgétaire pour financer cet effort, ce n'est pas le cas des pays baltes, malgré un endettement relativement faible. Ainsi, pour le financement de la défense en 2025, le nouveau gouvernement estonien prépare d'importantes coupes budgétaires et hausses de taxes, malgré la fragilité de la demande intérieure et l'absence de relais externes. La Lettonie devrait, quant à elle, mettre en place en 2025 une taxe sur les profits des banques dans l'espoir de récolter 263 millions d'euros sur trois ans. En Lituanie, l'impôt sur les sociétés et la taxe sur la vente d'alcool ont été relevés, la contribution des banques introduite en 2024 a été rendue permanente et une contribution prélevée sur les contrats d'assurance-vie a été introduite, tout ça dans le cadre du paquet législatif sur la défense. Les efforts devraient aller encore plus loin car si la Lituanie a formellement prévu de consacrer 3% de son PIB à la défense en 2025, les aspirations du nouveau gouvernement s'élèvent à 4%, voire 5,5% pour le président. Début janvier 2025, le ministre des Finances a donc déclaré qu'une refonte systématique de la structure des revenus du gouvernement serait nécessaire pour

financer la défense du pays. Vilnius prévoit par ailleurs d'emprunter plus pour financer ses objectifs sécuritaires.

Au-delà de l'effort financier strictement rattaché au budget de la défense, la posture sécuritaire de ces pays s'étend à de nombreux champs de décisions.

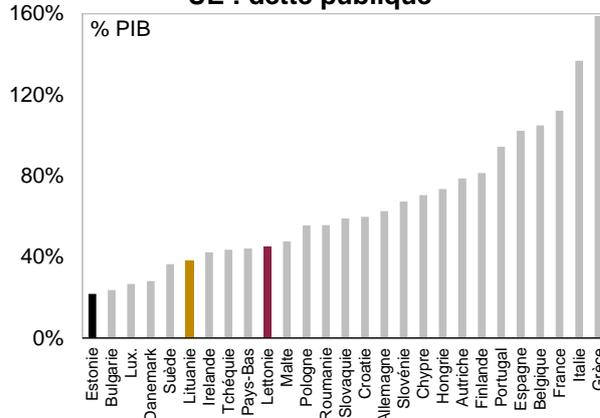
En Estonie, les actes de sabotage posent la question de la sécurité énergétique : celle-ci ne devrait pas être immédiatement menacée par la coupure d'*EstLink 2*⁵. Malgré tout, la diminution de la capacité d'échange avec la Finlande devrait avoir un impact en termes de coût de l'électricité même s'il demeure difficile à mesurer. Cela intervient dans le contexte où les pays baltes ont avancé d'un an leur départ du réseau électrique hérité de l'Union soviétique (BRELL, connectant Russie, Biélorussie et pays baltes), départ désormais prévu pour le 7 février 2025 et qui devrait entraîner une hausse modeste des prix de l'électricité⁶. Néanmoins, le risque de nouveaux sabotages impose également à l'Estonie le coût de l'incertitude et d'une posture favorisant la résilience : début 2025, le pays a donc mis de côté 100 millions d'euros pour la construction d'une centrale à gaz de secours. Enfin, alors que le pays tente par l'installation de capacités renouvelables⁷ de se défaire de son statut d'économie parmi les plus intensives en carbone d'Europe, la crainte pour la sécurité énergétique a rouvert le débat sur les capacités locales d'extraction de pétrole de schiste. En effet, Tallinn a longtemps assuré son indépendance énergétique grâce à l'extraction locale, ce qu'elle devait progressivement abandonner (à horizon 2029 grâce à la mise en ligne de centrales à gaz) pour répondre à ses objectifs climatiques. Le parti centriste d'opposition en appelle désormais au réinvestissement dans ces capacités d'extraction au nom de la sécurité

Exportations vers l'Allemagne et la Finlande (2023)



Source : Crédit Agricole S.A./ECO, Trademap, EIU

UE : dette publique



Source : Crédit Agricole S.A./ECO, FMI

⁴ Le gouvernement de Donald Tusk s'est d'ailleurs rallié à la position du président élu américain réclamant que les pays de l'OTAN convergent vers une valeur de 5% du PIB.

⁵ Notamment grâce au récent développement d'importantes capacités renouvelables, surtout dans l'éolien.

⁶ Entre 50 centimes et 1 euro par mois et par foyer.

⁷ Le pays envisage également à horizon 2040 l'installation de deux réacteurs nucléaires d'une capacité de 300 MW chacun.

énergétique pour pouvoir maintenir cette ressource pour au moins vingt ans.

En Lettonie et en Lituanie, le coût des tensions géopolitiques se compte également dans les choix de politique étrangère. En plus de l'application des sanctions décidées par l'UE, ces pays imposent leurs propres sanctions, d'autant qu'ils ont pu, au début de la guerre, servir de lieu de contournement en faveur de Moscou. Ainsi, la Lettonie a été le premier pays à interdire les importations de nourriture depuis la Russie. Le pays pourrait aller plus loin et sa banque centrale a chiffré le coût d'un arrêt total du commerce avec Moscou (il serait de 2% du PIB). En Lituanie, le gouvernement précédent avait mis en place une interdiction d'exporter des biens à double usage, Union européenne et quelques pays partenaires exceptés. Face à la perte potentielle pour son secteur *high tech* (estimée à 250 millions d'euros de chiffre d'affaires par an⁸) le nouveau gouvernement devrait alléger ces mesures. Il faut également noter que la Lituanie

a été ces dernières années le pays à prendre le plus de risques économiques dans son soutien à Taïwan, au prix de représailles chinoises à son encontre. Cette posture n'est pas sans liens avec la façon dont sa propre situation géopolitique travaille l'opinion publique et la classe politique lituanienne.

Enfin, pour des économies qui font face à un contexte démographique parmi les plus tendus au monde, ce modèle a également un coût humain : l'Estonie n'a jamais abandonné le service militaire obligatoire et redouble d'efforts pour atteindre son objectif annuel en termes d'effectifs (l'objectif fixé est d'enrôler chaque année 4 000 soldats sur une cohorte d'un peu plus de 9 000 jeunes hommes, soit environ 40% pour une durée de huit à onze mois). La Lituanie et la Lettonie ont rétabli une mobilisation partielle depuis 2015 et 2022 respectivement. Celles-ci montent toujours en puissance en termes de nombre de personnes mobilisées chaque année.

✓ Notre opinion – *Dans ce contexte de tension, les États baltes vont devoir naviguer entre deux grands courants de politique étrangère en 2025 : la question de la « paix » en Ukraine et leur relation avec les États-Unis, les deux étant bien-sûr liés.*

En ce qui concerne la « paix », celle-ci est entre guillemets car c'est bien le terme utilisé par Donald Trump (ou Viktor Orbán), mais tout l'enjeu sera de savoir s'il s'agit véritablement d'une paix, donc un accord comprenant une architecture de sécurité permettant aux États de la région de relaxer leur posture de défense⁹, ou bien d'une simple cessation des combats. Tout sera question d'interprétation, car la sensibilité des États baltes et de la Pologne sur la question de l'agressivité russe les rendra particulièrement regardants. En réalité, il existe une multitude de scénarii qui seront interprétés comme relevant du second type d'accord, et qui mèneront à un raidissement encore plus prononcé des postures défensives de ces pays. À l'inverse, très peu de combinaisons pourraient donner à ces capitales un sentiment véritable de sécurité.

Le plus difficile pour ces petits États sera de peser sur les choix américains qui compte pour beaucoup dans ces équations.

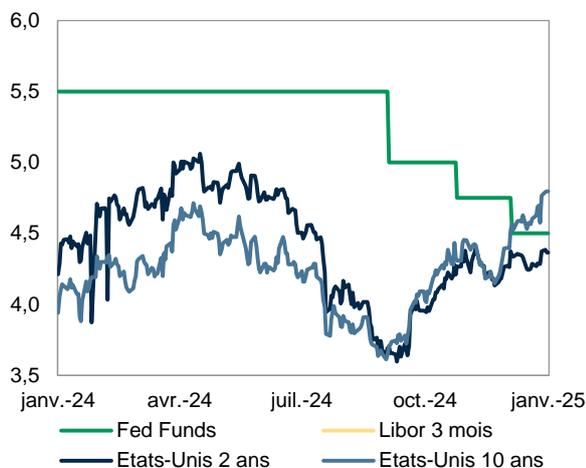
⁸ Équivalent à environ 0,3 % du PIB 2023.

⁹ Indépendamment de la question d'une hypothétique reprise des relations économiques ou diplomatiques avec la Russie.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

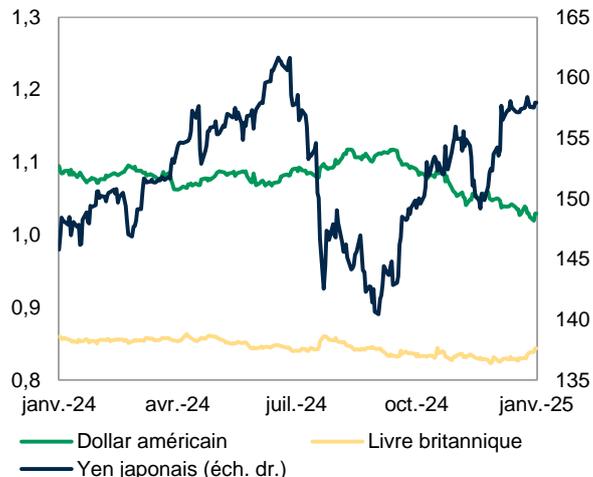
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

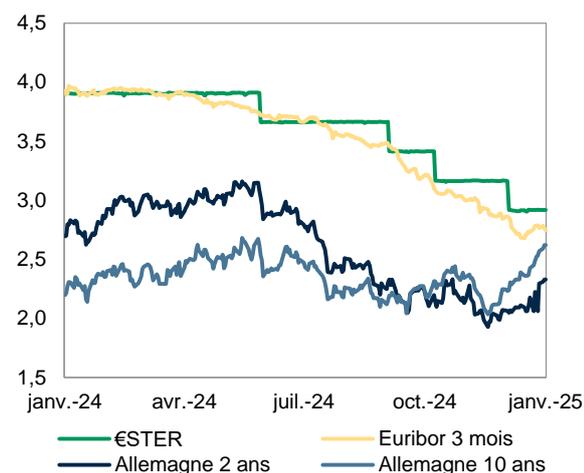
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

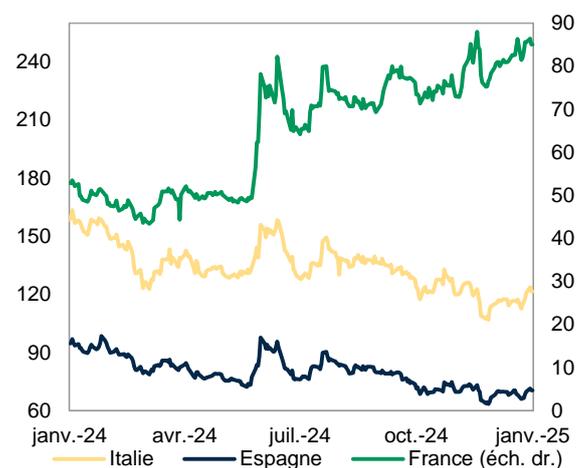
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

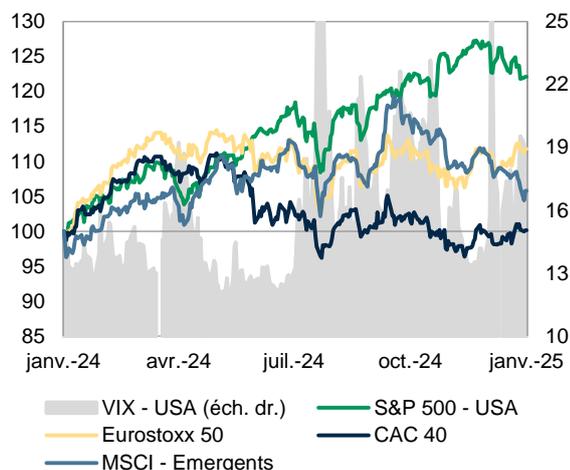
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

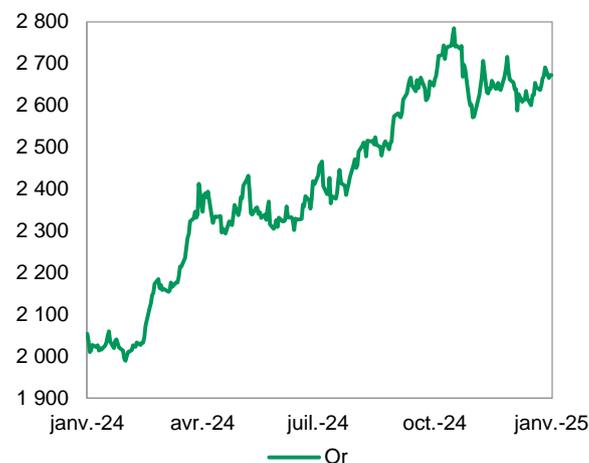
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

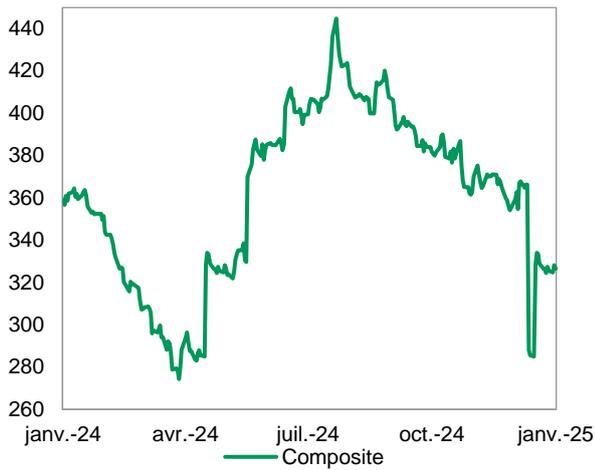
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

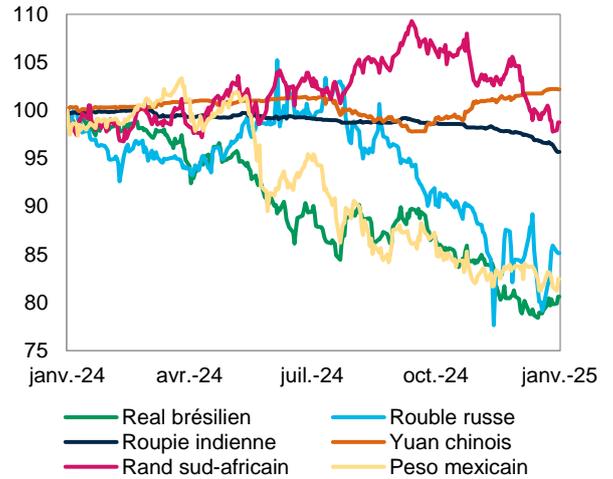
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

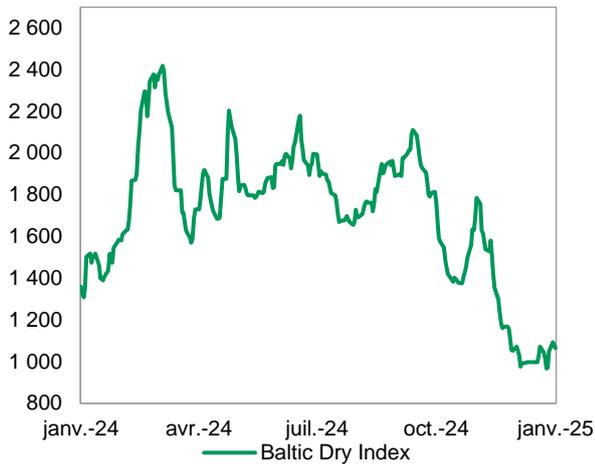
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

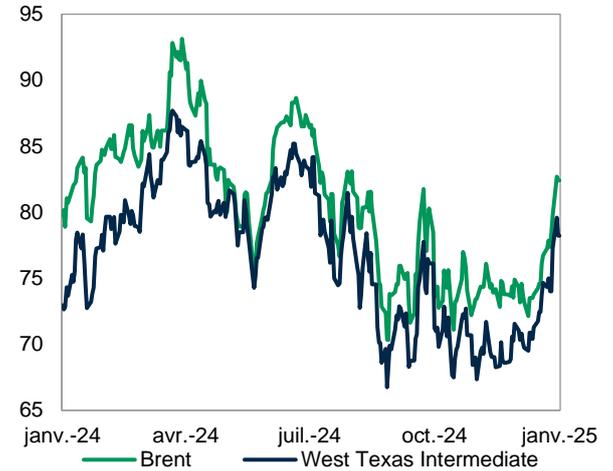
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

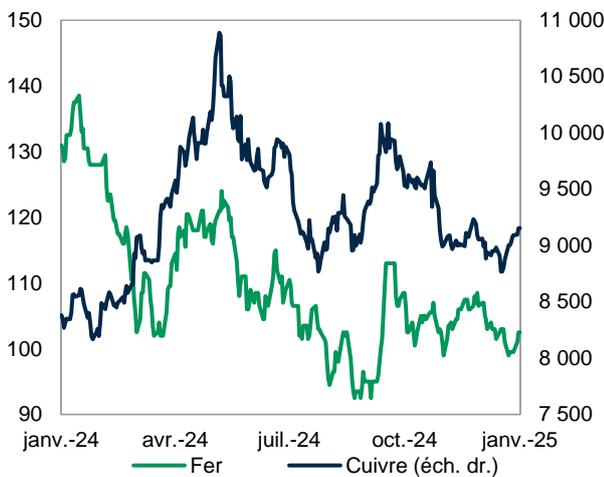
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

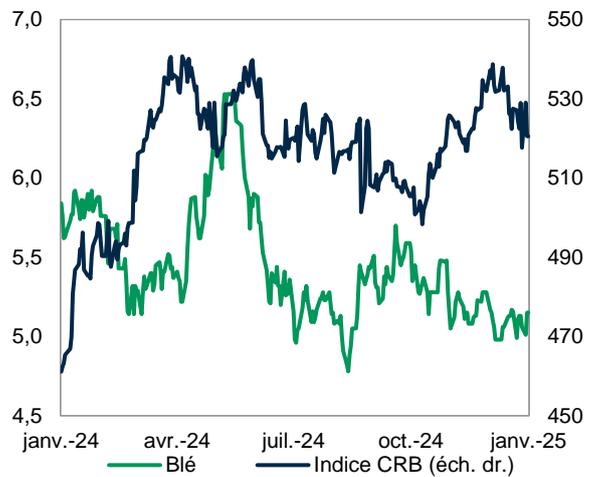
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 – Décembre 2024

[Un scénario conditionnel, plus que jamais](#)

Date	Titre	Thème
16/01/2025	Trump et la peur, ou la nouvelle alliance du mercantilisme et de la géopolitique	Géopolitique
16/01/2025	L'Arabie Saoudite face à sa démographie : défi ou aubaine?	Moyen-Orient
15/01/2024	Argentine – Des progrès mais il semble raisonnable d'attendre	Amérique latine
14/01/2024	France – Nouvel effritement de la confiance des ménages	France
14/01/2024	Fintech Outlook Bilan 2024 – La bonne année ?	Fintech
10/01/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
08/01/2025	Mexique – Budget 2025, « raisonnable » mais réaliste ?	Amérique latine
02/01/2025	Royaume-Uni – L'inflation remonte et les perspectives à court terme restent entourées de risques haussiers	Royaume-Uni
22/12/2024	France – Que doit-on retenir des dernières prévisions de la Banque de France et de l'Insee ?	France
20/12/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
19/12/2024	Indonésie – Prabowo Subianto débute son mandat dans un contexte économique favorable	Asie
17/12/2024	Roumanie – L'annulation de l'élection présidentielle laisse poindre la crise politique	PECO
17/12/2024	France – Quand l'incertitude politique pèse sur la croissance	France

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

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

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

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

Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QUENTRIC

Asie : Sophie WIEVIORKA

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

Afrique du Nord, Moyen-Orient, Afrique sub-saharienne : Laure DE NERVO

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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

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

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

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