

# Perspectives

Hebdomadaire – N°25/039 – 31 janvier 2025

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Des marchés financiers ébranlés dans leurs certitudes .....	2
☞ Zone euro : un ralentissement généralisé de la croissance au T4 2024 .....	3
☞ France : léger repli de l'activité au T4, une première estimation qui ne change pas la face du monde .....	4
☞ Italie : le taux de chômage augmente en décembre .....	5
☞ Inde : le ralentissement de la croissance complique les arbitrages .....	6
☞ « Le rôle démesuré de la Chine dans la dynamique économique mondiale » .....	8
☞ Hongrie – Slovaquie : radicalité à l'extérieur, fragilité à l'intérieur .....	10

## 👉 Des marchés financiers ébranlés dans leurs certitudes

La semaine a été riche avec la publication des estimations de croissance du dernier trimestre 2024 et les réunions de la Réserve fédérale américaine et de la Banque centrale européenne.

Aux États-Unis, les résultats préliminaires de la croissance du PIB au dernier trimestre ont signalé un léger ralentissement de l'activité à 2,3% en variation trimestrielle annualisée (+0,6% non annualisée) après 3,1% en septembre (+0,8%). Ce tassement résulte essentiellement d'une contribution négative de la variation des stocks et de l'investissement tandis que les dépenses de consommation ont contribué très favorablement à la croissance. En dépit de ce petit refroidissement, l'économie américaine aurait donc crû en 2024 en moyenne à 2,8% (après 2,9% en 2023), bien au-dessus de 1,8%, nouvelle estimation du rythme de croissance potentielle. Par ailleurs, les dernières données sur le commerce ont révélé un creusement du déficit commercial en biens sans précédent, à 122,1 milliards de dollars en décembre après 103,5 milliards en novembre. Les importations ont grimpé de 12% (les industriels anticipant de nouvelles taxes à l'importation susceptibles de perturber prochainement leur activité) tandis que les exportations ont baissé de 1,6%. Sur l'année 2024, le déficit atteint environ 1 200 milliards de dollars (après 1 062 milliards de dollars en 2023).

À l'unanimité et sans surprise, les membres de la Fed ont voté en faveur du statu quo, maintenant ainsi la fourchette des *Fed Funds* à 4,25%-4,50%. Cette décision s'est fondée sur le constat d'une activité économique solide, accompagnée d'un taux de chômage faible et stable et d'une inflation encore quelque peu élevée. Le président de la Fed a déclaré que l'institution « n'était pas pressée de réduire ses taux d'intérêt » mais restait confiante quant à la convergence de l'inflation vers sa cible, les derniers chiffres allant dans « la bonne direction ». L'impact des nouvelles orientations de politique économique initiées par le président Trump, dont les décrets signés dès son investiture, est toujours aussi incertain et incite, en outre, à davantage de prudence.

En zone euro, l'activité a stagné au dernier trimestre après +0,4% en variation trimestrielle au troisième trimestre. Ce résultat est conforme à nos attentes et porte la croissance moyenne annuelle à +0,7% pour 2024. Si le détail des composantes n'est pas encore communiqué, l'analyse descriptive semble indiquer que la consommation a contribué positivement à la croissance tandis que l'investissement et les exportations nettes ont pesé sur l'activité. De son côté, la BCE a réduit de nouveau ses taux directeurs de 25 points de base (pdb), conformément aux attentes des marchés. Le taux de dépôt est ainsi abaissé à 2,75%. Les inquiétudes

sur une croissance économique durablement en berne dominant : les craintes de guerre commerciale planent toujours tandis que la récession industrielle continue de pénaliser l'activité.

Loin des chiffres de croissance confirmant la bonne tenue de l'économie américaine, les marchés financiers américains ont été secoués par la chute du cours des valeurs technologiques, notamment des semiconducteurs après le lancement fulgurant de la startup chinoise en intelligence artificielle et de son chatbot *DeepSeek*. Cette dernière a réussi à semer le doute sur la supériorité américaine, en dévoilant sa capacité à concurrencer son rival américain *ChatGPT* à moindre coût et sans les supercalculateurs dont les États-Unis privent la Chine par le biais de leur politique protectionniste. Ce « séisme » a marqué les esprits. La suprématie technologique américaine dans le domaine de l'IA, censée prendre le relais sur notre industrie « d'arrière-garde », est contre toute attente remise en cause par ce nouveau venu. Cette rivalité économique résonne comme une « menace » pour de nombreux secteurs mis en concurrence par des entreprises chinoises toujours plus performantes. La multinationale technologique américaine, *Nvidia*, a vu son cours chuter de plus de 16% dans la journée de lundi avant de récupérer une partie de ses pertes en milieu de semaine sans pour autant retrouver son niveau passé.

L'indice *S&P500* a perdu 0,5% sur la semaine, lesté en partie par les résultats mitigés des « sept magnifiques » (*Apple, Meta, Alphabet, Amazon, Nvidia, Tesla, Microsoft*) et la crainte d'une concurrence technologique plus âpre qu'anticipé. L'*Euro Stoxx 50* a en revanche été préservé de ces turbulences, enregistrant un gain de 1,7% sur la semaine.

De façon assez naturelle, dans un contexte de croissance poussive, d'incertitude forte et de poursuite de l'assouplissement monétaire, les taux européens (taux de *swap* et souverains allemands) se sont repliés, surtout sur la partie courte, et l'euro s'est déprécié de 1,2% face au dollar. Les primes de risque française, espagnole et italienne ont assez peu évolué au cours de la semaine : celle-ci s'achève sur une prime espagnole par rapport au Bund inférieure de 15 pdb à celle de la France (75 pdb), elle-même inférieure d'à peine 35 pdb au *spread* italien. En revanche, la baisse des rendements obligataires américains est moins claire : elle pourrait s'apparenter à une correction après une phase d'hyper enthousiasme, ouvrant la porte aux doutes sur les mesures effectivement prises par l'administration américaine ainsi que sur leurs effets.

## Zone euro

### Zone euro : un ralentissement généralisé de la croissance au T4 2024

La première estimation de la croissance du PIB au quatrième trimestre signale une stagnation de l'activité. Comme nous l'avons prévu dans notre exercice de scénario de décembre 2024, le taux de croissance s'est établi à 0% sur le trimestre et à 0,7% en moyenne sur l'année 2024. L'accélération observée au troisième trimestre (+0,4% après +0,2%) s'est donc interrompue. Cette estimation n'est que préliminaire, la disponibilité des données étant limitée à certains pays.

Dans la plupart des pays où l'estimation est disponible, la croissance a été à peine plus faible que prévu. C'est le cas de l'Allemagne (-0,2% contre -0,1% prévu), de la France (-0,1% contre 0% prévu), de l'Italie (0% contre 0,1%) et de la Belgique (0,2% contre 0,3%), pour ne citer que les principales économies. En revanche la croissance a dépassé nos prévisions en Espagne (0,8% contre 0,6%) et au Portugal (1,5% contre 0,2%).

La contribution des différentes composantes de la demande n'est pas disponible pour la zone euro dans son ensemble, elle est publiée uniquement pour la France (*cf. article ci-dessous*) et l'Espagne, mais la reprise de la consommation des ménages observée au cours de l'été semble se poursuivre. Sa croissance est en effet positive en France, en Allemagne et en Espagne. L'investissement était encore en léger repli en France, mais en net redressement en Espagne.

En moyenne sur l'année 2024 la croissance de la zone euro s'est inscrite en légère accélération par rapport à 2023 (+0,7% après +0,5%). Cette accélération a été portée principalement par la performance de l'économie espagnole dont la croissance s'est établie à 3,2% après 2,7% en 2023. Le taux de croissance de l'économie française est resté stable à +1,1%, tandis que la croissance italienne a subi un coup de frein (à +0,5% après

+0,8% en 2023). Le repli du PIB allemand s'est poursuivi et même accentué (-0,2% après -0,1%).

À la fin de 2024, le PIB de la zone euro dépassait de 4,6% son niveau de fin 2019, avant la pandémie, celui de la France de 4%, celui de l'Italie de 5,6% et celui de l'Espagne de 7,6%. Quant au PIB allemand, il est encore inférieur au niveau de fin 2019 de 0,1%.

Concernant l'économie espagnole, la forte croissance au quatrième trimestre 2024, a été soutenue principalement par la demande domestique, qui a contribué à hauteur de 1,2 pp à l'évolution trimestrielle du PIB, grâce à la consommation privée (+1,0%) et surtout à l'investissement (+3,4%). La consommation privée dépasse désormais de 3,6% son niveau d'avant la pandémie, dans un contexte où la population a augmenté de 3,4% depuis 2019. L'investissement en équipement s'est distingué par un bond de 7,8%, porté par le secteur du transport (+15,1%), bien qu'il reste inférieur de 13,3% à son niveau pré-pandémie. La construction a progressé plus modérément (+1,6%), avec une reprise de la construction résidentielle (+0,9%). En revanche, la consommation publique a ralenti (+0,4%) après une forte hausse au troisième trimestre (+2,5%). La demande extérieure a eu un impact négatif sur la croissance du PIB au quatrième trimestre (-0,4 point), en raison de la baisse des exportations de biens (-1,1%) dans un contexte de faible dynamisme économique en Allemagne et en France. Les exportations de services ont, en revanche, affiché une croissance toujours solide (+2,3%), soutenue par le secteur touristique (+4,5%). Les importations ont progressé plus rapidement que les exportations (+1,3% contre +0,1%), avec une hausse notable des importations de services (+3,6%), en particulier celles liées au tourisme (+5,9%).

**✓ Notre opinion** – *Le coup de frein à la croissance de la zone euro était prévu et ne remet pas en question notre narration d'une reprise fondée sur l'accélération de la consommation des ménages. Celle-ci semble confirmée par les évolutions constatées dans les principales économies de la zone. La surperformance des économies ibériques se confirme aussi avec une forte croissance de la demande des ménages et de la demande extérieure, tandis qu'en Italie, la croissance est ralentie par la fin des subventions à la construction et par la fragilité de l'industrie. Cette fragilité affecte particulièrement l'activité en Allemagne qui n'a pas progressé en moyenne au cours des cinq dernières années. Avec des risques baissiers sur la croissance et des risques plus équilibrés sur l'inflation, la BCE n'a pas hésité à poursuivre la baisse de ses taux directeurs de 25 point de base, portant le taux des opérations principales de refinancement à 2,90% et le taux de dépôt à 2,75%.*

 **France : léger repli de l'activité au T4, une première estimation qui ne change pas la face du monde**

L'Insee a publié ce jeudi 30 janvier la première estimation des comptes nationaux trimestriels du quatrième trimestre 2024. Le PIB en volume diminue ainsi légèrement, à -0,1% en variation trimestrielle, après +0,4% le trimestre précédent. Cette légère baisse de l'activité est liée au contrecoup de l'effet des Jeux olympiques et paralympiques de Paris (JOP) qui avaient dopé l'activité d'environ 0,2 point au troisième trimestre, avec un ralentissement des dépenses de consommation des ménages en services et une baisse des exportations de services au quatrième trimestre. La croissance sous-jacente de l'activité, hors effet des JOP, serait donc de l'ordre de +0,1 %.

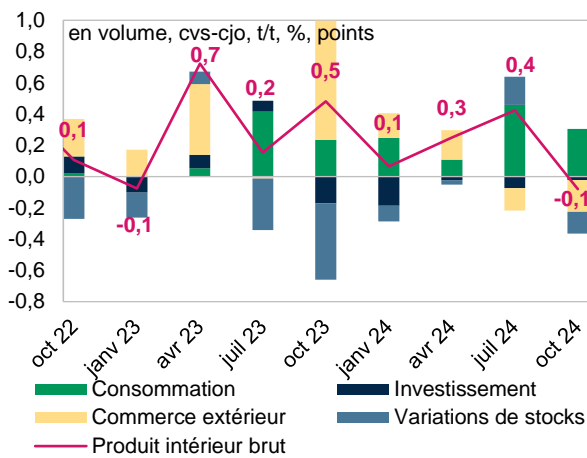
légèrement (-0,1% après -0,3%), avec une nouvelle contraction de l'investissement des ménages (-0,3%, après -0,7%) et de celui des APU (-0,1% après -0,1%), tandis que celui des entreprises non financières est stable (-0,0%, après -0,3%). Le commerce extérieur continue de peser sur l'activité au quatrième trimestre (à hauteur de -0,2 point, après -0,1 point), en raison du léger repli des exportations (-0,2%, après -0,8%) et d'une hausse des importations (+0,4%, après -0,4%). Les variations de stocks pèsent aussi quelque peu sur l'activité ce trimestre (à hauteur de -0,1 point, après +0,2 point le trimestre précédent).

Le chiffre de croissance trimestrielle du troisième trimestre 2024 n'est pas révisé par l'Insee (à 0,4%), tandis que celui du deuxième trimestre est révisé légèrement à la hausse (à 0,3%), et celui du premier trimestre un peu à la baisse (à 0,1%).

Sur l'année 2024, la croissance s'établit donc à 1,1%, soit une stabilité par rapport à 2023. En 2024, les dépenses de consommation des ménages ont donc progressé de 0,9%, comme l'année précédente. Celles des APU ont accéléré, à +2,1%, après +0,8% en 2023. L'investissement total s'est finalement replié de 1,5% (après +0,7%), avec un repli de 1,6% pour les entreprises non financières (après +3,1%), et de 6% pour les ménages (après -8,2%). La contribution de la demande intérieure hors stocks à la croissance annuelle est donc de 0,7 point, tandis que celle du commerce extérieur atteint 0,9 point. Les variations de stocks pèsent pour leur part sur la croissance à hauteur de -0,5 point.

Comme d'habitude, des révisions pourraient intervenir à l'occasion des prochaines publications des comptes nationaux par l'Insee (la publication des résultats détaillés pour le quatrième trimestre aura lieu le 28 février).

**Croissance du PIB et contributions**



Derniers points : T4 2024

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

Les dépenses de consommation restent dynamiques, malgré le contrecoup des JOP : la consommation des ménages décélère légèrement, à +0,4% (après +0,6% au troisième trimestre), tout comme celle des administrations publiques (APU), à 0,4% (après +0,5%). L'investissement se replie

**Notre opinion** – Le chiffre de croissance du quatrième trimestre est très légèrement inférieur à la prévision de notre scénario récemment publié (-0,1% contre -0,0%, mais la différence est en fait de « seulement » 0,06 point). Cela cache en réalité une surprise positive sur la demande intérieure hors stocks (plutôt une bonne nouvelle), et une surprise négative sur le commerce extérieur et les variations de stocks.

La croissance annuelle pour 2024, de 1,1%, correspond à celle que nous avons prévue, tout comme l'acquis de croissance<sup>1</sup> pour l'année 2025 à l'issue de l'année 2024, qui s'établit comme prévu à 0,2%. Cette première estimation de l'Insee ne change donc pas la face du monde, et ne remet en particulier pas en cause notre scénario macroéconomique 2025-2026 récemment publié pour la France : « [En quête de stabilité politique, la croissance fragilisée par l'incertitude](#) ».

Pour plus d'informations, retrouvez notre publication plus complète : « [Conjoncture – Flash PIB : Légère baisse de l'activité au T4 \(-0,1%\), la croissance annuelle stable à 1,1% en 2024](#) ».

<sup>1</sup> L'acquis de croissance correspond à la croissance qui se réaliserait sur l'année si la croissance était nulle sur les trimestres restants.

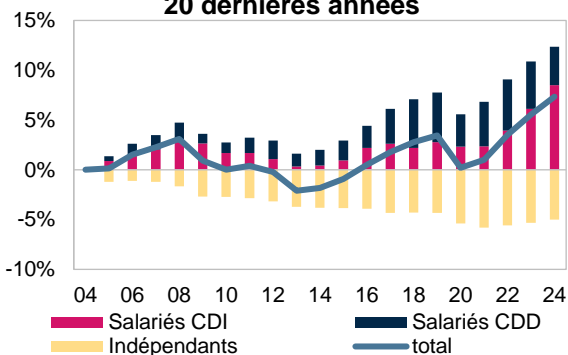
 **Italie : le taux de chômage augmente en décembre**

Après une baisse continue sur l'année, le chômage a augmenté en décembre, repassant au-dessus de 6%. Le nombre d'actifs inoccupés a ainsi augmenté de 88 000 personnes, soit une hausse de 5,8% sur le mois. Cette hausse touche l'ensemble des catégories, à l'exception des jeunes de 15-24 ans, dont le taux de chômage a baissé de 0,1 point, à 19,4%. Parallèlement, l'emploi est resté stable sur le mois après un recul le mois précédent. En valeur absolue, le nombre de personnes occupées a tout de même baissé, mais de seulement 4 000 personnes, ce qui a suffi pour entraîner une légère diminution du taux d'emploi, qui passe de 66,4% à 66,3%.

s'est situé en moyenne à 6,5% sur l'année, retombe également en dessous de son niveau d'avant 2008. Cette expansion du marché du travail se traduit aussi par un recul significatif du taux de chômage des jeunes, qui passe de 29% en 2019 à 20,2% en 2024.

La qualité de l'emploi s'est également améliorée en 2024, avec une contribution des salariés en CDI en hausse de 2,3%, tandis que les CDD ont baissé de 0,9%, expliquant plus des trois quarts de l'emploi.

**Evolution de l'emploi par types de contrat en cumulé sur les 20 dernières années**

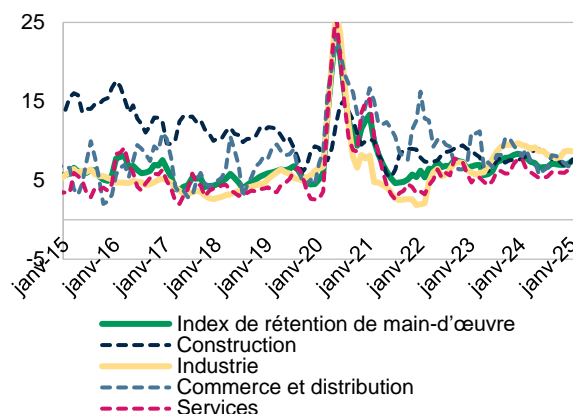


Sources : Istat, Crédit Agricole S.A./ECO

La hausse des actifs inoccupés est donc davantage imputable au retour des actifs sur le marché du travail, avec une baisse du nombre d'inactifs de 0,5%. La stabilité de l'emploi s'explique en outre par des mouvements qui se compensent et qui, en soi, restent encourageants. En effet, la hausse de l'emploi est portée par les salariés en contrat longue durée, qui augmentent de 0,6% d'un mois sur l'autre, tandis que les contrats courts reculent pour le troisième mois consécutif.

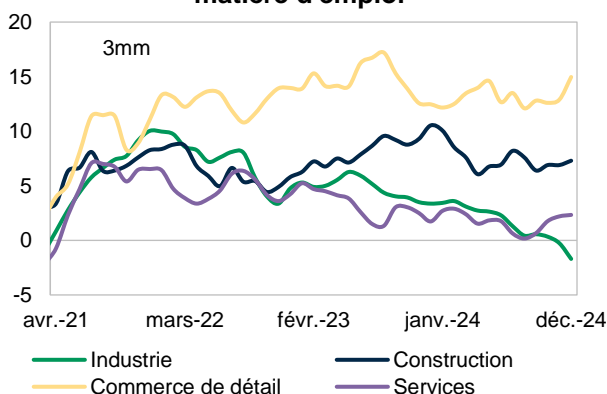
Sur l'année 2024, le marché du travail aura atteint des records, avec un taux d'emploi moyen de 62,2%, supérieur de 3,2 points à celui de 2019 et de 4,2 points à celui de 2004. Le taux de chômage, qui

**Indice de rétention de main-d'oeuvre**



Sources : Commission UE, Crédit Agricole S.A./ECO

**Solde d'opinion des attentes en matière d'emploi**



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

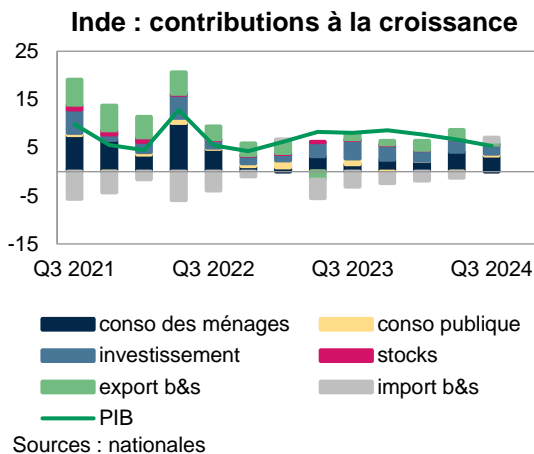
**Notre opinion** – La hausse du taux de chômage était certes attendue, mais il est difficile de dire si elle s'inscrit dans un mouvement de contraction du marché du travail. L'emploi stagne sur le dernier trimestre avec une hausse de 0,1%, au même titre que l'activité, dont la progression est nulle pour le deuxième trimestre consécutif. Cette stagnation ne semble pour le moment pas se traduire par une destruction de main-d'oeuvre, bien que des disparités sectorielles commencent à se profiler. En effet, les enquêtes indiquent que les attentes en termes d'emploi restent pour le moment assez fortes dans les secteurs du commerce de détail, mais aussi dans les services, tandis qu'une tendance baissière se manifeste dans l'industrie. Outre les effets structurels, le désalignement entre l'évolution de l'emploi et celle de l'activité, qui se traduit par un ratio élevé de l'emploi sur le marché du travail, s'explique également par un comportement de rétention de la main-d'oeuvre de la part des entreprises.

## Pays émergents

### Asie

#### Inde : le ralentissement de la croissance complique les arbitrages

La décélération rapide de la croissance indienne, qui devrait passer de 8,2% à 6,4% – au mieux – pour l'année fiscale 2024/2025 (contre un objectif initial de 7%) complique les arbitrages du gouvernement. Certes, l'Inde fait toujours figure de champion régional de la croissance, et peut se targuer de faire la course en tête face à une Chine en perte de vitesse. Mais le rythme affiché par le pays, non content d'être inférieur aux anticipations des autorités, reste très insuffisant pour créer les douze millions d'emplois nécessaires pour absorber les nouveaux entrants sur le marché du travail, talon d'Achille structurel de l'économie indienne. Après 7,8% au premier trimestre, puis 6,7% au deuxième, la croissance a encore ralenti à 5,4% au troisième trimestre, son rythme le plus bas depuis trois ans, alors que les effets de base hérités du Covid jouaient encore à plein.

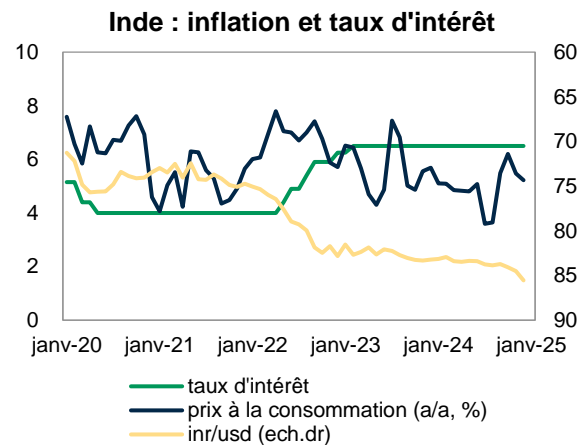


#### Pourquoi ce ralentissement ?

La réponse est à aller chercher du côté de l'inflation, extrêmement volatile en Inde. Portée par les prix alimentaires, elle oscille entre 5% et 6% depuis plusieurs mois. Le niveau des prix pèse sur celui des salaires, qui stagnent, voire reculent légèrement, et donc sur la consommation des ménages, moteur traditionnel de la croissance indienne. Dans ce contexte, le manque de dynamisme du marché du travail n'aide pas non plus, car les salariés ne sont pas en position de force pour négocier des augmentations, dans un environnement de surcroît toujours très informel.

La baisse de la consommation, en biens durables notamment (automobile, deux roues et équipements de la maison), pèse directement sur les grands groupes indiens. Encore peu compétitifs à l'exportation, dans un pays qui demeure très protectionniste et qui n'a pas signé beaucoup d'accords de libre-échange, ces derniers comptent

avant tout sur le vaste marché intérieur pour absorber leur production. La contribution des importations nettes à la croissance est redevenue positive, signalant un net ralentissement des importations alors même que les prix ont nettement augmenté en raison de la faiblesse de la roupie. Tous ces éléments sont le reflet d'une demande interne en berne.



En réalité, des interrogations profondes traversent l'économie indienne, notamment sur sa capacité à faire émerger une véritable classe moyenne, qui puisse être le moteur d'une croissance endogène, reposant sur la convergence, sinon lente mais du moins linéaire, des revenus annuels de la population. Ces questionnements, associés à l'inflation persistante et des anticipations peu optimistes expliquent aussi le ralentissement de l'investissement privé et des investissements directs étrangers, à un niveau historiquement bas (28 milliards de dollars en 2023).

#### Quel *policy-mix* ?

La hausse des prix est également alimentée par la chute de la roupie, qui connaît actuellement une phase de dépréciation d'une ampleur inhabituelle. Avec un compte courant structurellement déficitaire, les pressions à la baisse sur la devise indienne ne sont pas nouvelles, et ont tendance à compliquer les arbitrages de la politique monétaire, qui doit toujours trouver l'équilibre entre maîtrise de l'inflation, du taux de change et soutien à l'activité.

La tâche du nouveau gouverneur, Sanjay Malhotra, nommé en décembre s'annonce complexe. Ce dernier, ancien secrétaire d'État au revenu, a été choisi pour la ligne qu'il défend : celle d'un soutien à la croissance plus clair, passant par une politique monétaire plus accommodante, en compensation d'une plus grande rigueur budgétaire.

Alors que la RBI a pour l'instant maintenu inchangé son taux directeur, à 6,5%, une première baisse pourrait être décidée lors du prochain comité monétaire de février. Quitte à sacrifier la roupie en utilisant les réserves de change accumulées pour la défendre si nécessaire, comme cela a déjà été fait ces derniers mois – les réserves sont d'ailleurs passées de 616 milliards de dollars en septembre à 534 milliards en janvier. Il est donc probable de voir le cours de la devise indienne passer sous les 90 inr/usd dans les prochains mois, ce qui représenterait une dépréciation d'environ 30% par rapport au niveau d'avant la pandémie.

C'est du reste également la ligne défendue par Narendra Modi et ses équipes, qui militent auprès de la RBI pour plus de soutien à l'activité domestique. Avant même le comité, la RBI a déjà annoncé de nouvelles injections de liquidités sur le marché interbancaire.

Autre discussion à prévoir, celle du budget, dont l'examen débutera en février. Après une hausse des dépenses durant l'année électorale, la consommation publique a nettement décéléré, car le gouvernement poursuit toujours un objectif de consolidation fiscale. La ministre des Finances, Nirmala Sithamaram devrait annoncer de nouvelles baisses d'impôt (l'impôt sur les sociétés a déjà baissé lors du deuxième mandat de Narendra Modi) ainsi que de nouvelles dépenses en infrastructures.

Le déficit budgétaire de l'État central devrait repasser sous les 5% du PIB d'ici la fin de l'année fiscale (le déficit consolidé dépasse quant à lui toujours les 8% du PIB), mais cette consolidation s'explique aussi par la difficulté d'exécution du budget : certains projets prennent du retard, et la qualité des infrastructures déjà construites laisse à désirer, ce qui ralentit la mise en route des autres chantiers.

L'image de Narendra Modi, qui s'érige en Premier ministre bâtisseur, déjà écornée depuis sa contre-performance électorale de juin 2024 et la perte de la majorité à l'Assemblée continue de s'éroder, alors que le BJP doit affronter de nouvelles échéances électorales cette année, notamment à Delhi et dans l'État du Bihar.

### **L'imprévisible Trump**

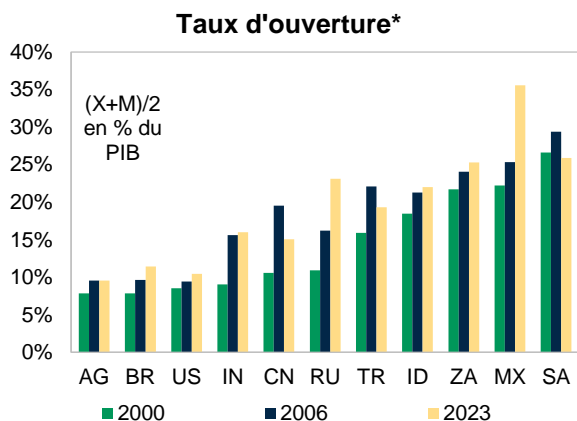
Enfin, comme le reste du monde, l'Inde regarde avec crainte du côté des États-Unis. Le pays est – de loin – son premier client et absorbe environ 18% de ses exportations totales. Sur les dix premiers mois de l'année, l'Inde dégagait un excédent vis-à-vis des États-Unis d'environ 35 milliards de dollars. Pas de quoi placer le pays en tête des cibles de Donald Trump – il y a d'abord la Chine bien sûr, mais aussi le Canada, le Mexique, la Corée du Sud ou le Vietnam – mais suffisamment pour s'inquiéter de potentielles restrictions sur le commerce international.

Donald Trump et Narendra Modi se sont déjà appelés, et le Premier ministre indien pourrait effectuer une visite officielle à Washington dès le mois de février. De quoi échanger sur ses inquiétudes et ses priorités : les droits de douane bien sûr, mais aussi les visas accordés aux travailleurs indiens, dans un contexte de durcissement sévère de la politique migratoire américaine. Le président américain a quant à lui suggéré à son homologue indien d'acheter plus d'armes américaines. Un « conseil » aux allures de menaces, qui laisse présager de futures négociations dans lesquelles l'Inde, qui espère toujours se positionner comme alternative industrielle à la Chine, aura beaucoup à jouer.

## La Chine et le reste du monde

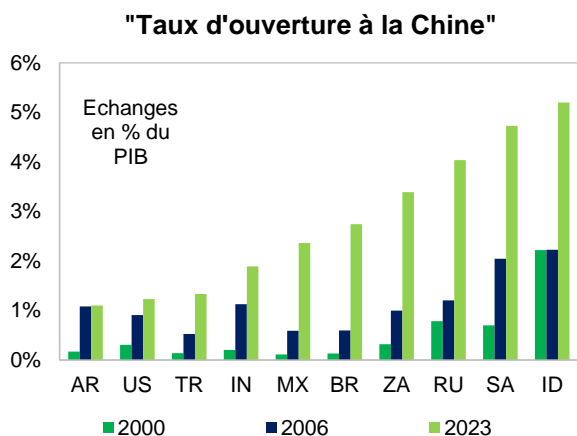
### « Le rôle démesuré de la Chine dans la dynamique économique mondiale »<sup>2</sup>

Un article récent du FMI<sup>3</sup> analyse l'influence économique de quelques très grandes économies émergentes et poursuit principalement deux objectifs : étudier à quel point la Chine influe sur l'économie mondiale mais aussi dans quelle mesure d'autres pays émergents du G20 exercent (ou non) une influence (Argentine, Brésil, Mexique, Inde, Indonésie, Russie, Arabie Saoudite, Afrique du Sud et Turquie)<sup>4</sup>.



Sources : Oxford Eco., Crédit Agricole SA/ECO

\*Codes ISO pays : Argentine AR, Brésil BR, US, Inde IN, Chine CN, Russie RU, Turquie TR, Indonésie ID, Afrique du Sud ZA, Mexique MX, Arabie Saoudite SA



Sources : Oxford Eco., Crédit Agricole SA/ECO

Sans surprise, les conséquences économiques des chocs chinois sont beaucoup plus sensibles que celles émanant des autres pays émergents du G20. À titre d'illustration, un choc de 1% sur le PIB chinois impacte à hauteur de 0,65% celui des pays avancés et de 0,88% celui des pays émergents. Loin devant les autres pays, seul le Mexique impacte les pays

avancés et émergents (avec cependant un effet modeste, excédant très légèrement 0,1% et reflétant son impact sur l'économie américaine). Puis suivent le Brésil et l'Inde, avec un impact mineur et limité aux économies émergentes, et enfin les autres pays (notamment Indonésie, Russie et Arabie Saoudite) dont l'influence est mineure.

L'influence chinoise est globale : si aucune zone géographique n'est épargnée, les pays producteurs de pétrole, mais aussi d'autres matières premières, ainsi que ceux les plus intégrés dans ses propres chaînes de valeur sont de loin les plus affectés. Le choc que peut subir le Moyen-Orient (1,6%), qui excède même celui de l'Asie (0,9%), en témoigne. Par ailleurs, les effets provenant de Chine sur une région spécifique excèdent ceux du pays le plus influent au sein de ladite région. Globalement, l'influence des autres pays émergents se limite à leurs propres zones géographiques ; elle y est néanmoins faible (inférieure à 0,1%) à l'exception du Mexique au sein de l'hémisphère occidental (0,18%) et de l'Indonésie en Asie (0,12%).

En Asie, après l'Indonésie, les effets les plus notables sont ceux provoqués par l'Inde. Symptôme de sa relative fermeture, ils sont plutôt concentrés sur les pays exportateurs de matières premières ; ils se font, en outre, plus sentir en Europe et en Amérique latine qu'en Asie. En Amérique latine, le pays le plus influent est le Mexique qui affecte ses voisins du Nord mais aussi du Sud ; il est suivi par le Brésil (impact assez général en raison de ses exportations en matières premières). Les effets de l'Argentine sont négligeables, même sur le Chili. En Europe, la Russie est le pays le plus influent (les données datent d'avant la guerre en Ukraine) suivi par la Turquie, avec une influence mineure sur la Grèce et les pays de l'Europe orientale. Les effets produits par l'Arabie Saoudite et l'Afrique du Sud sont minimes.

La hiérarchie entre une Chine très largement dominante et le rôle mineur des pays émergents du G20 persiste quand on observe les effets selon qu'il s'agisse d'un choc d'offre ou de demande. Les conséquences pour le reste du monde d'un choc de demande excèdent ceux d'un choc d'offre. L'ampleur des effets d'un choc chinois approche ceux des États-Unis. Enfin, les effets persistent dans le temps, sur un horizon de 3 ans.

<sup>2</sup> Extrait du résumé de l'étude mentionnée ci-dessous.

<sup>3</sup> IMF Working Papers, "Spillovers from Large Emerging Economies: How Dominant Is China?", Hany Abdel-Latif, Adina Popescu, January 24, 2025.

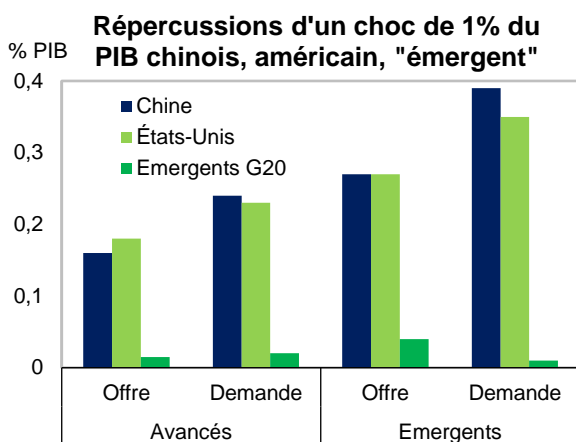
<sup>4</sup> Quelques éléments de méthode : modèle GVAR (Global Vector Autorregression) ; période 2001-2023 ; variables économiques : PIB, inflation, taux d'intérêt et taux de change de chacun des pays ; application de chocs sur un pays spécifique puis observation des impacts sur un an sur les autres zones/pays selon la taille de leurs échanges ; étude des résultats selon que ce sont des chocs d'offre ou des chocs de demande.



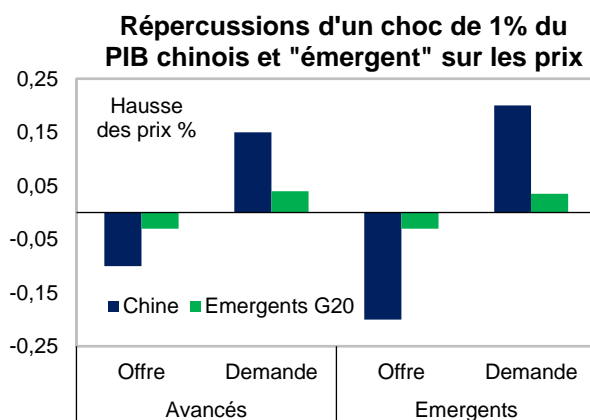
Les conséquences des chocs émanant de Chine sur les niveaux de prix du reste du monde sont notables : accroissement (baisse) en cas de choc de demande (de choc d'offre) de 0,15% (-0,1%) et 0,2% (-0,2%) des niveaux de prix respectifs des économies avancées et émergentes. C'est sur les prix des matières premières que l'influence chinoise est la plus significative. Par exemple, un choc sur la demande chinoise de 1% provoque une hausse sur un an de 2,2% des prix du pétrole et de 1,6% en cas de choc d'offre. Seule l'influence exercée par les États-Unis excède celle de la Chine (impact de 2,5%).

L'article ne révèle rien de très surprenant (et notamment pas d'influence « contre-intuitive ») mais présente le grand intérêt de quantifier l'impact décisif

de l'économie chinoise tout comme la capacité limitée des autres pays émergents à « mitiger » les effets négatifs d'une Chine en décélération. Il affine la hiérarchie des chocs subis et met clairement en lumière l'influence de la Chine sur les prix des matières premières. Il signale également qu'au cours des deux dernières décennies, l'ampleur des soubresauts initiés par la Chine a évidemment considérablement augmenté : elle a doublé sur les économies avancées (pour l'offre comme pour la demande) et plus que doublé sur les pays émergents (en particulier, la demande). Hors Chine, on peut noter l'influence de la Turquie et de l'Arabie saoudite (côté offre) et celle du Mexique et du Brésil (côté demande). Enfin, la Russie a perdu en influence.



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



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

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### Hongrie – Slovaquie : radicalité à l'extérieur, fragilité à l'intérieur

**Si ce début d'année annonce une séquence économique dominée par la question sécuritaire dans les pays Baltes<sup>5</sup>, la géopolitique sera également centrale pour les économies hongroises et slovaques.**

**Dans ces deux pays, le pari énergétique russe est de plus en plus difficile à tenir.**

Depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie en 2022, aucun ne s'est sevré de sa dépendance énergétique à Moscou. Les exemptions au régime de sanctions réclamées par V. Orban et R. Fico ont été utilisées pour maintenir ce flux d'énergie bon marché. Encore en 2024, Viktor Orban puis son ministre des Affaires étrangères se rendaient à Moscou pour négocier le renforcement des liens énergétiques entre les deux pays.

**Seulement, le 1<sup>er</sup> janvier 2025, l'Ukraine a appliqué sa décision de ne pas renouveler l'accord permettant au gaz russe de transiter par pipeline via l'Ukraine<sup>6</sup>, ce qu'essayaient à tout prix d'empêcher depuis plusieurs mois Budapest et Bratislava.** Fin décembre, Robert Fico, le Premier ministre slovaque, disait craindre une crise énergétique. Finalement, le ministre de l'Économie a reconnu que le pays ne faisait pas face à un risque de pénurie en 2025 en raison de ses capacités de stockage et de sources alternatives d'approvisionnement (le pays dispose de connexions gazières avec tous ses voisins et devrait être approvisionné depuis l'Allemagne). Le Premier ministre slovaque s'est malgré tout rendu à Moscou, faisant de lui l'un des rares dirigeants européens (avec V. Orban) ayant rencontré Vladimir Poutine depuis le début de la guerre. La Hongrie a quant à elle fait le choix de continuer de recevoir du gaz russe grâce à sa connexion à *Turkstream* (via sa branche européenne *Balkan Stream*). Le dirigeant hongrois s'est donc rendu en Turquie, pour rencontrer R. T. Erdoğan qui souhaite depuis le début du conflit faire de son pays un *hub* gazier pour les pays européens<sup>7</sup>, que le gaz redistribué provienne d'Azerbaïdjan ou de Russie.

**Depuis, Viktor Orban et Robert Fico sont entrés dans une escalade rhétorique avec le président ukrainien.**

En plus d'échanges particulièrement acrimonieux sur les réseaux sociaux avec le président Zelensky, le Premier ministre slovaque a menacé d'interrompre les exportations d'électricité vers le pays en guerre. Bratislava et Budapest ont menacé de poser leur veto à l'intégration de l'Ukraine à l'UE. Lors du récent sommet européen, V. Orban a également

menacé de bloquer le renouvellement des sanctions contre la Russie (ces sanctions doivent être renouvelées tous les six mois) qui permettent notamment de geler environ 200 milliards d'euros d'avoirs russes. Il a finalement cédé sur la question en échange d'une promesse de la Commission de s'associer aux discussions menées par Bratislava et Budapest avec Kiev et d'une déclaration sur un soutien à la sécurité énergétique de la Hongrie.

**À Bruxelles, l'indignation hongroise et slovaque ne génère que très peu de sentiments de solidarité.**

En effet, les exemptions accordées devaient permettre à ces pays de diversifier leurs approvisionnements, ce qu'ont fait la plupart des pays européens<sup>8</sup>. L'Ukraine avait par ailleurs annoncé neuf mois à l'avance qu'elle n'entendait pas renouveler l'accord de transit. La Commission européenne considère que la fin des livraisons par l'Ukraine n'entraîne aucun risque de pénurie ou de fluctuation majeure des prix. De plus, l'Allemagne a consenti à suspendre une taxe instituée en 2022, qui renchérisait le transit gazier vers l'Europe centrale.

La rhétorique est avant tout perçue comme un outil de négociation. Au sujet du pétrole par exemple, MOL, l'entreprise hongroise d'hydrocarbures réclame un financement européen de 500 millions d'euros pour lui permettre d'adapter ses raffineries à recevoir du pétrole non-russe. Budapest et Bratislava s'étaient également disputés avec Zagreb, dénonçant le partenaire croate comme « non-fiable » pour remplacer l'oléoduc de Druzhba qui livre du pétrole russe, par l'Adria, afin de permettre l'acheminement du pétrole d'autres pays jusqu'en Hongrie et en Slovaquie à partir des ports croates. Selon Zagreb, la dispute portait essentiellement sur les frais de transit.

Pour la Slovaquie, la fin de ces livraisons signifie également la perte du revenu associé au transit vers ses voisins. Une perte significative pour le pays selon R. Fico, estimée à 500 millions d'euros par an, auxquels s'ajoute un coût de 177 millions d'euros, selon le ministère de l'Économie, rien que pour les frais de transit dont la Slovaquie devrait désormais s'acquitter pour importer son gaz.

**La nouvelle radicalité avec laquelle les dirigeants de ces pays dénoncent Kiev est à mettre dans le contexte de l'affaiblissement politique auquel ils font face.**

En Hongrie, le nouveau parti d'opposition Tisza, mené par Péter Magyar, ne cesse d'améliorer son

<sup>5</sup> Voir l'article issu du *Perspective Monde* du 17/01/2025

<sup>6</sup> L'accord de 5 ans avec la Russie arrivait à expiration.

<sup>7</sup> En janvier 2025, la diplomatie turque a fait part de son intention de reprendre des négociations avec l'UE pour un partenariat

énergétique, négociations qui avaient été interrompues en 2019 en raison des tensions avec la Grèce et Chypre.

<sup>8</sup> Le gaz russe représentait 40 % des importations de l'UE en 2021 contre seulement 10 % en 2023.

score dans les sondages, si bien qu'il est désormais placé en tête devant le Fidesz, le parti du Premier ministre. Les prochaines élections législatives sont seulement prévues en 2026 mais cette situation, inédite en dix ans de pouvoir de Viktor Orban, exerce une pression politique importante sur le gouvernement alors que l'économie hongroise a déçu en 2024 et que les objectifs de croissance que le gouvernement se fixe semblent très difficilement atteignables en 2025. Notamment, la persistance de l'inflation dans le pays empêche la Banque centrale de réduire ses taux rapidement, ce qui serait un soutien non négligeable à la relance de l'économie.

En Slovaquie, c'est la majorité parlementaire du Premier ministre qui se rétrécit, elle est désormais incertaine malgré sa victoire récente aux élections

législatives (septembre 2023), cela en raison de querelles internes aux partis avec lesquels le SMER a formé une coalition. Le Premier ministre envisage désormais la possibilité d'élections anticipées si sa majorité ne parvenait pas à se reconstituer. Parallèlement, des manifestations d'ampleur ont eu lieu dans tout le pays contre le gouvernement et notamment sa politique étrangère de proximité avec la Russie. La réaction de R. Fico a été de dénoncer un risque de coup d'État « à la Maïdan » en référence aux manifestations qui ont chassé le président Ukrainien Ianoukovitch en 2014. La référence à Maïdan servait aussi à sous-entendre une participation extérieure : R. Fico a d'ailleurs dit vouloir expulser des « instructeurs étrangers » qui auraient été impliqués dans les manifestations.

**☑ Notre opinion – –** *L'élection de Donald Trump en novembre dernier accélère le calendrier d'un potentiel accord de paix. Viktor Orban y voit une aubaine avec la possibilité d'un retour à la normal des relations économiques avec la Russie : selon un récent article du Financial Times<sup>9</sup>, les diplomates hongrois s'activeraient à Bruxelles pour que la reprise des livraisons de gaz russe fasse partie d'un accord de paix.*

*Seulement, la Hongrie n'est pas le seul acteur à se préparer à ces négociations :*

- *Kiev pour commencer tente de retirer à Moscou sa manne énergétique pour réduire sa capacité à faire la guerre, avec le résultat décrit plus tôt pour la Hongrie et la Slovaquie<sup>10</sup>. La campagne de frappes sur les infrastructures énergétiques russes, notamment les raffineries de pétrole, tient de la même volonté. L'interruption du flux gazier par l'Ukraine était annoncée et anticipable. Dépendre des flux restants (oléoduc de Druzhba et gazoduc Turkstream) représente donc un risque de rupture d'approvisionnement plus soudain.*
- *Les pays Baltés et la Pologne, qui perçoivent la Russie comme une menace existentielle, craignent par-dessus tout une cessation des hostilités qui permettrait à la Russie de se renforcer sans qu'aucune garantie de sécurité ne leur soit apportée.*
- *Enfin, l'Union européenne cherche des voies de collaboration avec le nouveau président américain. La première a été proposée par Ursula von der Leyen au lendemain de son élection : l'augmentation des achats de gaz naturel liquéfié américain par les Européens. Dans un monde où le gaz russe bon marché est de retour, ce deal avec D. Trump risquerait de périliter. Pour rappel, la Commission européenne s'est également fixé l'objectif de se passer totalement des énergies fossiles russes à horizon 2027 grâce au plan RePower Europe.*

*Le pari géopolitique hongrois pour son économie, suivi par la Slovaquie de R. Fico, repose donc sur l'obtention d'une paix prochaine en Ukraine bien spécifique et qui ne tient pas compte des dynamiques politiques et diplomatiques qui s'y opposent dans les pays voisins. Il n'est certes pas impossible que V. Orban et R. Fico obtiennent ce qu'ils veulent, mais en attendant leurs économies déjà affaiblis doivent subir les conséquences de ce pari, que ce soit la dégradation de la relation avec Bruxelles ou encore la hausse de la perception du risque politique et réputationnel chez les investisseurs.*

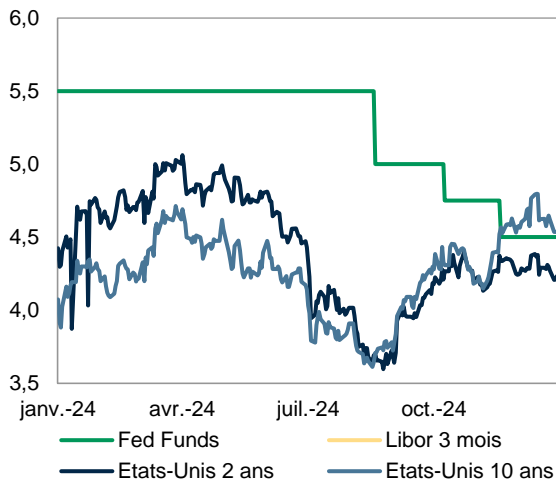
<sup>9</sup> [EU debates return to Russian gas as part of Ukraine peace deal, Financial Times](#)

<sup>10</sup> Le gazoduc traversant l'Ukraine permettait à la Russie d'engranger des revenus annuels estimés à 5 Md EUR.

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

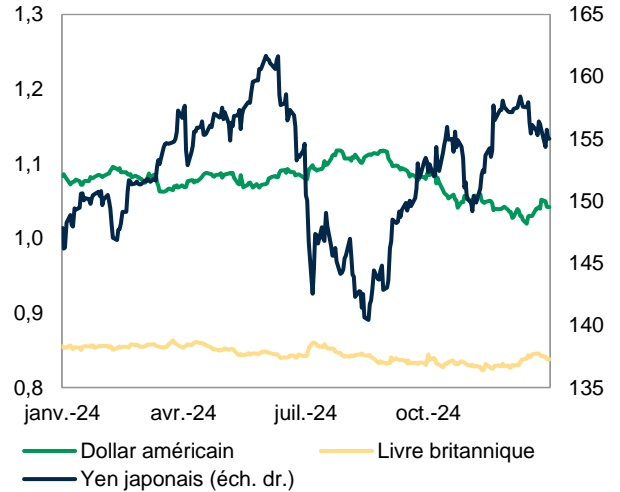
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

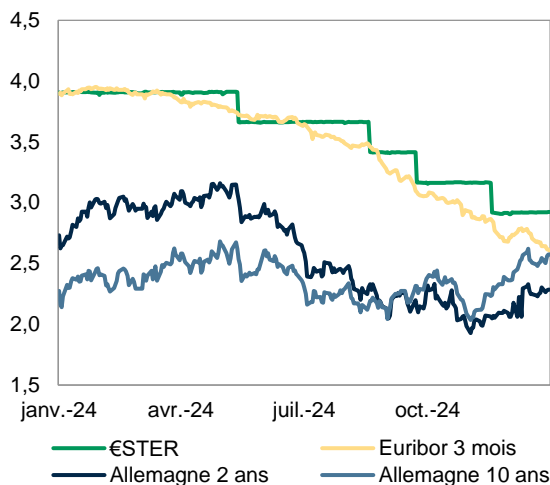
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

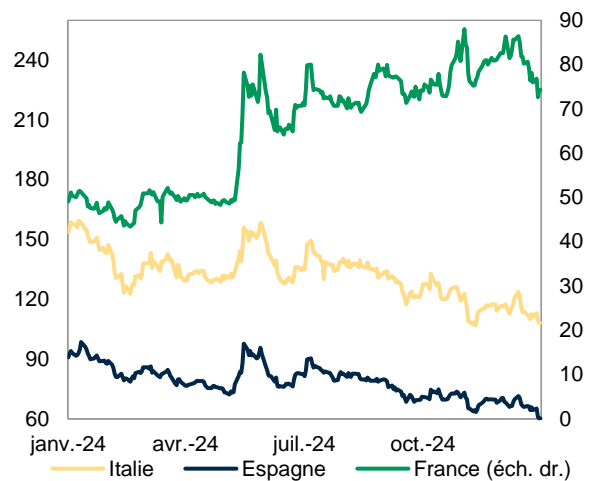
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

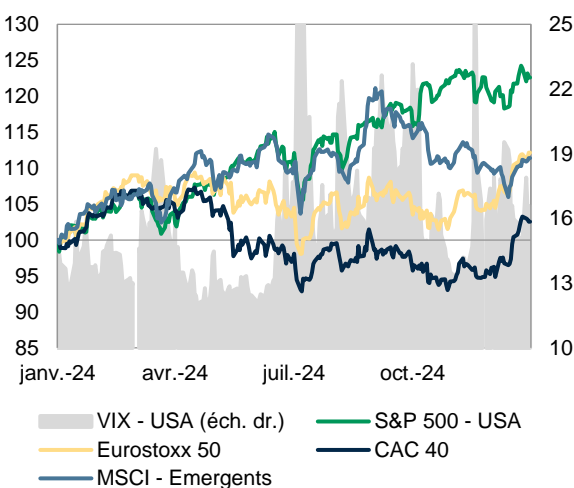
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

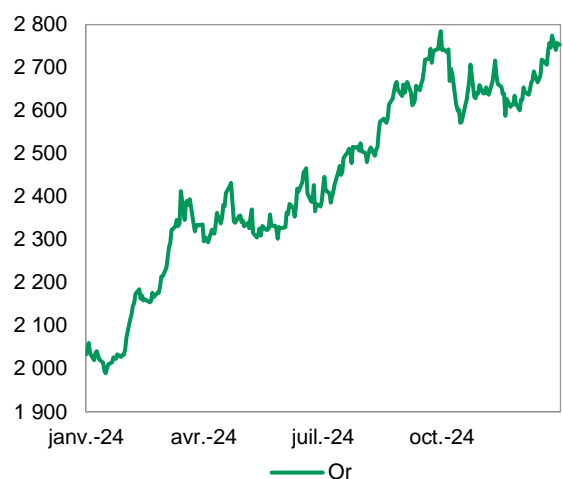
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

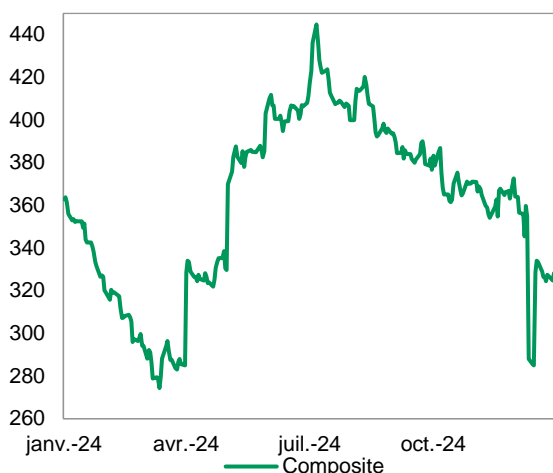
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

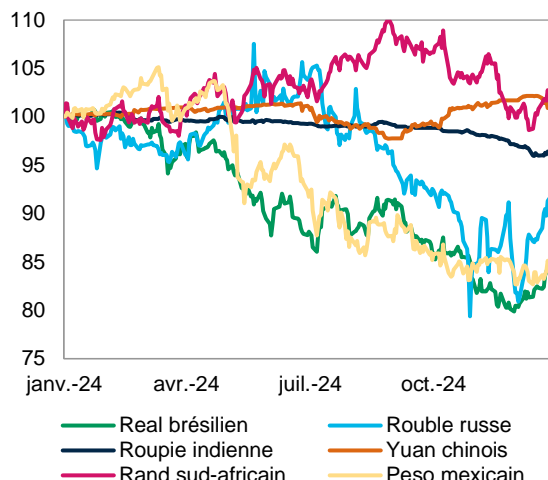
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

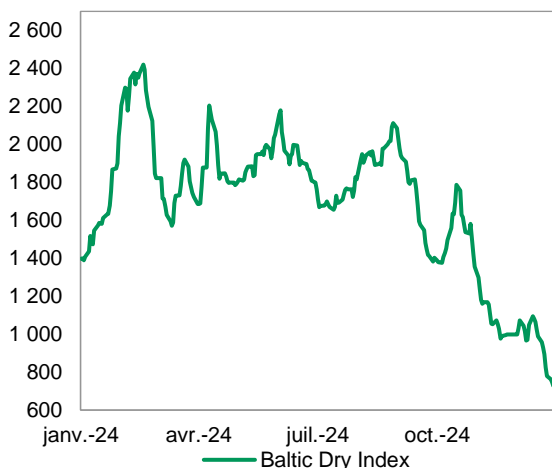
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

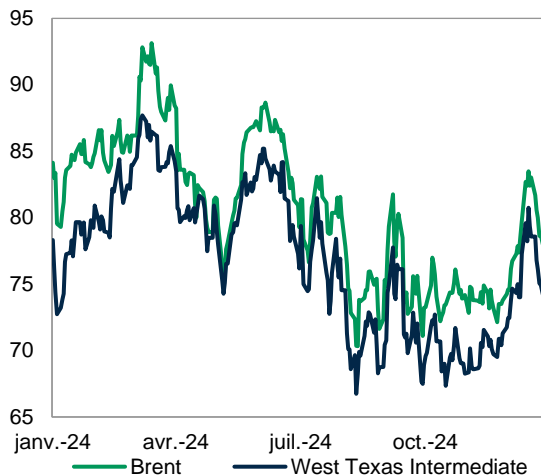
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

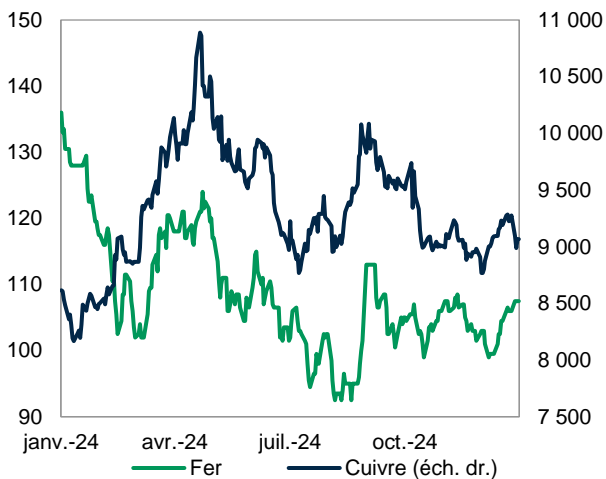
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

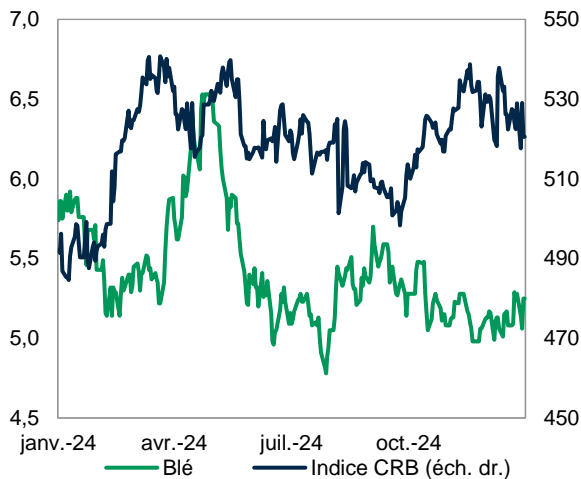
USD/tonne métrique



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
30/01/2025	<a href="#">Allemagne – Scénario 2025-2026 : la locomotive de l'Europe à l'arrêt</a>	Allemagne
30/01/2025	<a href="#">France – Conjoncture – Flash PIB : légère baisse de l'activité au T4, la croissance annuelle stable</a>	France
30/01/2025	<a href="#">Égypte – Un état des lieux de la liquidité extérieure</a>	Égypte
30/01/2025	<a href="#">Italie – Scénario 2025-2026 : la malédiction de la croissance faible dans un monde incertain</a>	Italie
30/01/2025	<a href="#">Actifs numériques, un champ de bataille pour la souveraineté européenne</a>	Banque, fintech
29/01/2025	<a href="#">Colombie – La Telenovela du budget 2025</a>	Amérique latine
29/01/2025	<a href="#">Zone euro – Scénario 2025-2026 : une reprise poussive à un rythme inférieur au potentiel</a>	Zone euro
28/01/2025	<a href="#">Union européenne – L'investissement visant à atténuer le changement climatique à 0,55% du PIB</a>	Union européenne
28/01/2025	<a href="#">France : en janvier, le climat des affaires se stabilise à un niveau relativement bas</a>	France
24/01/2025	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
24/01/2025	<a href="#">France – Scénario 2025-2026 : en quête de stabilité politique, la croissance fragilisée par l'incertitude</a>	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 LEBOUGRE (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 :** Véronique CHAMPION

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

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

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

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

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