

Perspectives

Hebdomadaire – N°25/056 – 14 février 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Au bénéfice du doute, les marchés voient, enfin, la vie en rose.....</i>	2
☞ <i>Zone euro : la production industrielle recule de nouveau en 2024.....</i>	3
☞ <i>France : le taux de chômage diminue légèrement au quatrième trimestre 2024, à 7,3%.....</i>	4
☞ <i>Italie : le prix du gaz augmente de nouveau.....</i>	5
☞ <i>Le PIB britannique échappe de justesse à la contraction au T4-2024.....</i>	6
☞ <i>Chine : la Saint-Valentin rallumera-t-elle la flamme ?.....</i>	8
☞ <i>Chili : réforme décisive du système de retraites.....</i>	10
☞ <i>Koweït : le temps des arbitrages ?.....</i>	12

Au bénéfice du doute, les marchés voient, enfin, la vie en rose

Difficile de comprendre et d'interpréter l'avalanche de décisions et de déclarations de la part de D. Trump : cela explique peut-être que les investisseurs ont, cette semaine, préféré se concentrer sur les bonnes nouvelles. Les bourses terminent la semaine largement dans le vert (+3,3% pour l'Euro Stoxx 50, +2,7% pour le CAC 40), l'euro se redresse (à 1,05 contre le dollar) et, après avoir atteint un pic mercredi, les taux sans risque se replient en fin de semaine. Les marchés ont en effet voulu voir dans les annonces de négociations entre D. Trump et V. Poutine des espoirs de fin de la guerre en Ukraine. Par ailleurs, de bons résultats d'entreprises européennes au quatrième trimestre (notamment en France avec le bond des ventes du groupe de luxe français Hermès) ont également soutenu l'appétit pour le risque.

Pourtant, le début de la semaine n'a pas été très réjouissant, avec de nouvelles annonces lundi d'extension de la politique protectionniste de Donald Trump, à savoir l'instauration de droits de douane de 25% sur les importations américaines d'acier et d'aluminium. Le président a par ailleurs supprimé les exemptions dont bénéficiaient les principaux pays fournisseurs de ces produits – Canada, Mexique, Brésil. Dans le sillage de cette annonce, l'or a atteint mardi un record, à 2 942,70 dollars l'once, en hausse de près de 12% depuis le début de l'année, les investisseurs se ruant vers cet actif refuge en raison de leurs craintes d'inflation et d'aggravation de la guerre commerciale. Le Japon a demandé aux États-Unis d'exclure les entreprises japonaises des droits de douane sur l'acier et l'aluminium. Le Premier ministre japonais, Shigeru Ishida, avait rencontré le président américain Donald Trump à Washington la semaine précédente et avait annoncé un milliard de dollars d'investissements directs aux États-Unis. Le résultat de sa demande d'exemption sera important pour le sentiment de marché, qui semble faire le pari d'un président américain ouvert aux négociations, car il montrera dans quelle mesure les pays seront en capacité d'éviter les droits de douane américains.

Plus tard dans la semaine, jeudi, D. Trump a annoncé des droits de douane dits « réciproques » envers ses partenaires commerciaux. Le président américain souhaite imposer des taxes sur les importations équivalentes à celles qu'imposent ses partenaires aux produits américains. Il entend prendre en compte dans sa décision non seulement les droits de douane, mais également les taux de TVA et les barrières non tarifaires. Une enquête sur les taxes de chaque pays partenaire des États-Unis a été ouverte et devrait être terminée d'ici le 1^{er} avril. Aucune exemption ni dérogation ne sera par ailleurs possible, a prévenu le président. Les marchés ont réagi positivement au délai annoncé, y voyant probablement la possibilité pour certains pays de

réduire leurs tarifs douaniers d'ici avril afin de bénéficier d'une hausse de tarifs moindre de la part des États-Unis, et interprètent ces tarifs réciproques comme un moindre mal au regard des autres options annoncées par D. Trump par le passé. Ce dernier a également menacé d'imposer des tarifs sectoriels sur les automobiles, en plus des tarifs réciproques, de nouveau sans spécifier de délai.

Côté données économiques, l'inflation des prix à la consommation aux États-Unis pour le mois de janvier, publiée mercredi, a surpris les marchés, les principaux indices se révélant supérieurs aux anticipations. L'indice des prix à la consommation (IPC) total a accéléré, à +0,5% en variation mensuelle après +0,4% en décembre et +0,3% en novembre, ce qui a porté le glissement annuel à 3% (11 points de base au-dessus du consensus) contre 2,9% en décembre. Sa composante sous-jacente (hors énergie et alimentation) a également accéléré (+0,4% après +0,2% en novembre). Sur un an, l'inflation sous-jacente progresse à 3,3% (contre 3,2% en décembre et 3,1% pour le consensus). La hausse des prix de l'énergie s'établit à 1% et celle des prix alimentaires à 2,5%. L'inflation dans les services a été particulièrement élevée (+0,5% sur le mois, +4,3% sur un an) tirée vers le haut par la plupart de ses composantes, plus particulièrement par les tarifs d'assurance automobile et les loisirs. Cela étant dit, certaines des composantes les plus fortes ou volatiles de l'IPC (comme les voitures d'occasion, les billets d'avion et l'assurance automobile) n'entrent pas dans le calcul du déflateur des dépenses de consommation (PCE), véritable cible de la Fed, qui s'appuie sur leurs homologues des indices des prix à la production dont les taux d'inflation sont plus modérés. De plus, il est possible que les surprises fréquentes à la hausse dans les données de janvier reflètent une certaine saisonnalité résiduelle, qui introduit un biais haussier dans les données.

Pour l'instant, la Fed est parfaitement à l'aise dans une position de « *wait-and-see* » en attendant plus de clarté sur le front de la politique de D. Trump et en attendant de nouveaux progrès sur le front de l'inflation. Alors que les données de l'IPC de janvier ne sont pas idéales, le prochain rapport du PCE est susceptible d'être moins inquiétant. Dans tous les cas, la Fed ne devrait pas réagir à une seule donnée, qu'elle soit bonne ou mauvaise. Une hausse de taux n'est pas à l'ordre du jour, la Fed conservant un léger biais vers l'assouplissement, comme l'a clairement indiqué Jerome Powell lors de son audition devant le Congrès cette semaine. Les marchés anticipent un maintien des taux de *Fed funds* inchangés en mars et un assouplissement de 30 points de base d'ici la fin de l'année.

Zone euro

Zone euro : la production industrielle recule de nouveau en 2024

L'indice de production industrielle (IPI) de la zone euro a chuté de 1,7% en moyenne annuelle en 2024 par rapport à 2023.

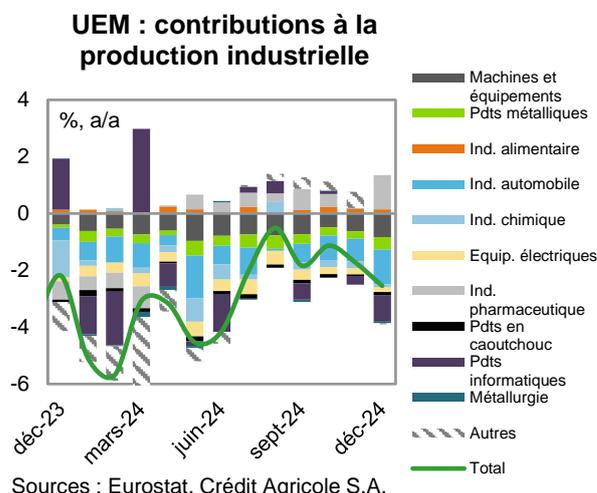
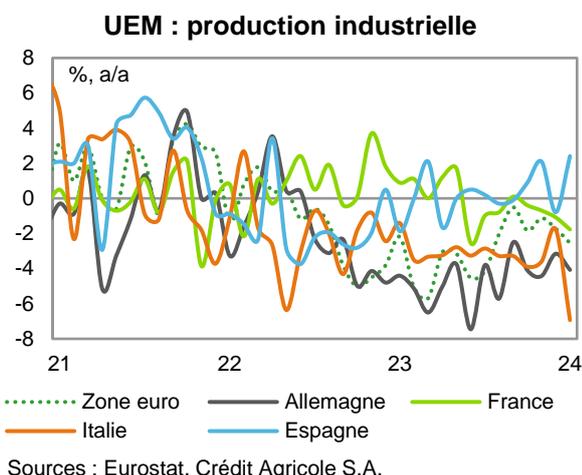
En glissement mensuel, cette baisse est de l'ordre de 1,1%. La Belgique (-6,8%) et le Portugal (-4,4%) subissent les revers les plus sévères. L'Italie et l'Allemagne ne sont pas en reste avec des baisses de l'ordre de 3 points sur le mois. La France (-0,4%) limite la casse, tandis que l'Espagne (+1,4%) conserve une croissance de sa production industrielle en cette fin d'année 2024.

En novembre, l'ensemble des secteurs avaient vu leur production s'accroître. Ce n'est pas le cas en décembre avec trois des cinq secteurs retenus dans l'étude en baisse. Ainsi, la production de biens intermédiaires, d'investissement et de consommation durables chute. À l'inverse, celle des biens de consommation non durables affiche une augmentation notable (+5,1%), alors que la production d'énergie se maintient (+0,5%).

En glissement annuel, la production industrielle au sein de la zone enregistre un déclin de 2% par rapport à décembre 2023. Cette chute est tirée par les déconvenues de toutes les typologies de biens produits hormis les biens de consommation non durables. En effet, la production de biens d'investissement (-8,1%), de biens intermédiaires (-2,4%) et de biens de consommation durables (-2,2%) est

en repli. *A contrario*, les biens de consommation non durables et l'énergie voient leur production augmenter. Dans le détail, on peut observer sur le graphique que l'ensemble des sous-secteurs ont vu leur production décroître en 2024 par rapport à son niveau de l'année passée. En effet, les industries automobiles et chimiques ont subi bon nombre de revers, tout comme l'industrie des machines et équipements. Seule l'industrie pharmaceutique a légèrement sorti la tête de l'eau en 2024. L'Allemagne (-4%) et l'Italie (-7,1%) affichent un recul important de leur production industrielle relativement à décembre 2023. La France subit quant à elle un plus léger recul de l'ordre de 1,3 point, alors que l'Espagne augmente sa production industrielle (+2,6%).

Au sein de la zone euro, dans une perspective de long terme, l'IPI a crû de façon assez régulière entre 2015 et 2018 (+2,1% en moyenne annuelle), avant de chuter fortement pendant la crise du Covid (-7,1% en 2020). Il a ensuite drastiquement augmenté en 2021, puis dans une moindre mesure en 2022 dans un effet de rattrapage, pour de nouveau diminuer ces deux dernières années dans ce qui pourrait être assimilable à un contrecoup de la reprise *post*-crise. En fait, en 2024, la production industrielle de la zone euro retrouve presque son niveau pré-pandémique. En décembre 2019, l'IPI affichait 96,8. Il est à 95,7 en décembre 2024.



Notre opinion – Si le taux de croissance du PIB a été révisé à la hausse de 0% à 0,1% au T4 2024, cette modeste progression n'est pas du fait du secteur industriel. Sur le trimestre, l'indice de la production industrielle s'est de nouveau replié de 0,5%, au même rythme qu'au cours de l'été 2024. La production industrielle de la zone euro chute aussi bien en glissement mensuel qu'en glissement annuel en fin d'année 2024. Les secteurs, historiquement porteurs au sein de la zone, sont en difficulté à l'image de l'automobile. Avec un acquis de croissance négatif et des défis de plus en plus importants à relever (compétitivité, coûts des intrants, hausse des barrières tarifaires, décarbonation, capacités excédentaires chinoise et demande domestique faible), le redressement de la croissance du secteur sur l'année 2025 s'annonce encore très compliqué.

 **France : le taux de chômage diminue légèrement au quatrième trimestre 2024, à 7,3%**

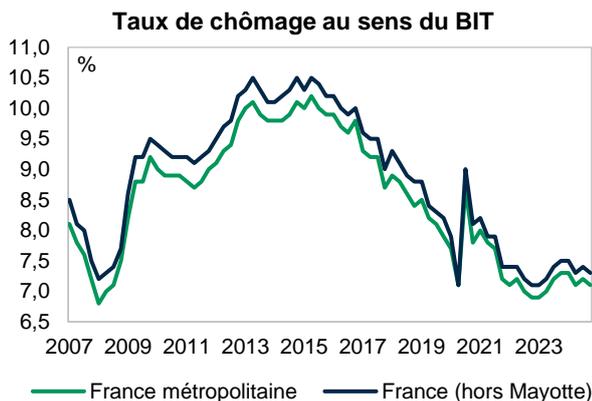
L'Insee a publié les données de chômage pour le dernier trimestre de l'année 2024. Le taux de chômage au sens du Bureau international du travail (BIT) diminue très légèrement, à 7,3% pour la France hors Mayotte (-0,1 point), soit proche du point bas de 7,1% qui avait été enregistré au quatrième trimestre 2022 et au premier trimestre 2023. Le nombre de chômeurs s'établit donc à 2,3 millions, soit 63 000 de moins qu'au trimestre précédent. Cette baisse vient à contre-courant de la forte hausse du nombre de demandeurs d'emploi inscrits en catégorie A recensés par la Dares ce trimestre (+3,9%). Cette différence s'explique en partie par une définition différente du chômage. Un chômeur au sens du BIT est une personne de quinze ans ou plus sans emploi au cours de la semaine de référence, disponible pour travailler dans les deux semaines, et surtout, qui a activement recherché un emploi au cours des quatre dernières semaines (ou trouvé un emploi qui commence dans les trois prochains mois). Il ne suffit donc pas d'être inscrit sur les listes de France Travail.

après -0,3 point). Enfin, la baisse est un peu moins marquée pour les femmes (-0,1 point, à 7,1%) que pour les hommes (-0,2 point, à 7,5%).

Le taux d'emploi¹ se replie également (-0,2 point, à 68,9%), et ce en particulier pour les jeunes (-0,7 point sur le trimestre, et -1,6 point sur un an, à 33,7%), après une période de hausse portée par celle de l'apprentissage. Le taux d'emploi des 15-24 ans reste toutefois nettement supérieur à son niveau pré-Covid (29,8%). Pour les autres tranches d'âge, le taux d'emploi se stabilise au quatrième trimestre 2024.

Certains indicateurs complémentaires viennent assombrir le tableau. En effet, si le taux de chômage a légèrement diminué par rapport au troisième trimestre, le « halo autour du chômage », qui désigne les personnes souhaitant trouver un emploi sans en rechercher activement un, ou pas disponibles rapidement, s'est quant à lui étendu. Ce dernier atteint ainsi la barre des 2 millions de personnes, en forte hausse à la fois sur le trimestre (+138 000), et sur un an (+93 000). En particulier, la part du halo augmente très fortement pour les plus jeunes (+1,2 point, après -0,7%), atteignant pour les 15-24 ans son plus haut niveau depuis que l'Insee le mesure (2003). Par ailleurs, le taux d'emploi en CDI se rétracte légèrement, à 50,8% (-0,3 point), mais reste à un niveau similaire à celui d'un an auparavant. En outre, la part des jeunes de 15 à 29 ans qui ne sont ni en emploi, ni en formation, ni en études (NEET) rebondit de 0,7 point (après -0,4 point). Cette dernière s'établit donc à 12,8%, soit au-dessus de son niveau de fin 2019 (+0,6 point).

A contrario, certains indicateurs affichent plutôt une bonne tenue. C'est le cas du sous-emploi, qui caractérise les personnes désireuses de travailler davantage : il reste quasi-stable et représente 4,4% des personnes en emploi, soit 1,5 point de moins qu'avant la pandémie. La part du temps partiel dans l'emploi est d'ailleurs stable, à 17,6%, en-deçà de son niveau du quatrième trimestre 2019 de 1,2 point. Par ailleurs, le taux de chômage de longue durée est stable et demeure inférieur de 0,5 point à son niveau pré-Covid, à 1,7%.



Derniers points : T4 2024
Sources : Insee, Crédit Agricole S.A./ECO

Dans le détail, le taux de chômage des 15-24 ans baisse plus sensiblement, de 0,8 point (après +2 points), mais il reste élevé (19%), supérieur de 1,4 point à son niveau d'un an auparavant. Quant à celui des 25-49 ans, il diminue timidement, à 6,5% (-0,1 point sur le trimestre, et -0,5 point sur un an), tandis que le taux de chômage des plus de 50 ans rebondit très légèrement à 4,8% (+0,1 point

Notre opinion – Nous avons prévu une légère hausse du taux de chômage en fin d'année 2024 dans notre [dernier scénario pour la France](#). Le taux de chômage a finalement légèrement diminué, même si cette baisse se fait un peu en trompe-l'œil, puisqu'elle s'accompagne d'une baisse du taux d'activité², et d'une hausse du halo autour du chômage, en particulier chez les jeunes, surtout ceux encore en études d'après l'Insee. Une partie de ces derniers, comptabilisés jusque-là comme chômeurs (au sens du BIT), pourrait donc avoir quitté la population active, notamment parce qu'ils n'effectuent plus de démarche active de

¹ Le taux d'emploi est la part des personnes en emploi dans la population, ici celle en âge de travailler (15-64 ans).
² Le taux d'activité est la part des actifs (personnes en emploi ou au chômage) dans la population (ici en âge de travailler). Il a eu

tendance à augmenter sur la période récente, sous l'impulsion notamment de celui des seniors.

recherche d'emploi, même si l'Insee précise que la hausse du halo « résulte surtout de transitions en provenance de l'inactivité hors halo ».

La légère baisse du taux de chômage au quatrième trimestre 2024 ne remet en tout cas pas en cause le diagnostic d'un marché du travail en ralentissement sensible (l'emploi salarié privé s'est légèrement replié sur les trois derniers mois de 2024, de -0,2% d'après l'estimation flash de l'Insee), et l'anticipation d'une hausse à venir du taux de chômage dans les prochains trimestres. Nous estimons en effet que le taux de chômage pour la France hors Mayotte devrait augmenter et pourrait s'établir à 7,7% en moyenne en 2025, et à 7,8% en fin d'année, avant de se stabiliser en 2026. Ce niveau resterait toutefois bien inférieur à celui de la décennie 2010 (9,6% en moyenne sur la période).

 **Italie : le prix du gaz augmente de nouveau**

Le prix du gaz repart à la hausse, et cela ne sera pas sans conséquences sur les factures énergétiques des Italiens. Ces derniers jours, le prix du gaz a ainsi dépassé les 50 €/MWh sur le marché européen, atteignant son plus haut niveau depuis deux ans.

Dans ce contexte, l'Italie reste tout aussi exposée que lors de l'épisode de 2022, avec un effet boule de neige sur les prix de l'électricité. En effet, le mécanisme de tarification marginale de l'électricité fait du gaz l'un des principaux facteurs de formation du prix de l'électricité. Dans le cas de l'Italie, où la moitié de l'électricité est produite par des centrales thermiques, le prix de l'électricité est lié aux fluctuations des prix du gaz durant près de 90% des heures d'utilisation de l'électricité, ce qui en fait l'un des niveaux les plus élevés d'Europe. En janvier, le prix moyen de gros de l'électricité en Italie était de 143 euros par MWh, soit une hausse de 44% par rapport à son niveau d'il y a un an.

La hausse des prix de l'énergie réglementée était déjà l'un des moteurs derrière la légère reprise de l'inflation ces deux derniers mois, avec une augmentation notable de 27% en glissement annuel en janvier (cf. article inflation du [7 février](#)). Cette nouvelle hausse des cours laisse craindre une nouvelle accélération de l'inflation.

À ces tensions inflationnistes s'ajoutent des incertitudes sur l'approvisionnement en gaz en Europe, qui pourraient accentuer la volatilité des prix dans les mois à venir. La consommation de gaz en Europe devrait bondir de 17% en février par rapport à

l'année dernière, tandis que la maintenance estivale des infrastructures norvégiennes pourrait réduire encore davantage les volumes disponibles. Par ailleurs, la perspective de sanctions commerciales entre l'Union européenne et les États-Unis, notamment sur le gaz naturel liquéfié américain, pourrait limiter les importations et aggraver les tensions sur le marché du méthane. Déjà, le 8 février, le stockage européen de gaz est passé sous la barre des 50%, contre 64,7% à la même période l'an dernier, ce qui réduit la marge de manœuvre pour affronter la fin de l'hiver. En Italie, le stockage reste supérieur à la moyenne des cinq dernières années (58% contre 55%), mais le gouvernement anticipe une possible pénurie et a avancé l'ouverture des enchères pour le stockage estival.

Prix du gaz en Europe



Source : Refinitiv Crédit Agricole

✓ Notre opinion – Sans pour autant retrouver les niveaux records de 2022, la hausse du prix de l'électricité devrait directement peser sur le pouvoir d'achat des ménages à travers l'augmentation des factures. Elle devrait également pénaliser les entreprises, notamment dans l'industrie déjà éprouvée par l'épisode passé, d'autant que ces dernières paient déjà plus cher que leurs voisins le coût de l'électricité. Dans un contexte de ralentissement de l'activité et de consolidation budgétaire, un nouvel épisode de tensions sur les prix risquerait de fragiliser davantage l'économie italienne.

Royaume-Uni

Le PIB britannique échappe de justesse à la contraction au T4-2024

La croissance trimestrielle du Royaume-Uni a surpris favorablement au quatrième trimestre 2024 (estimation préliminaire de l'ONS) par rapport aux anticipations du consensus et de la *Bank of England* qui tablaient sur une contraction (-0,1% en variation trimestrielle). L'activité a crû de 0,1% (en ligne avec notre prévision) après avoir été stable au T3, grâce à une accélération de l'activité au mois de décembre (hausse du PIB de 0,4% en variation mensuelle, après une hausse de 0,1% au mois de novembre et une baisse de 0,1% en octobre). En effet, le secteur des services a crû de 0,4% sur le mois ainsi que la production industrielle (+0,5% après trois mois consécutifs de baisse), tandis que la construction a reculé (-0,2% sur le mois).

La croissance annuelle de 2024 s'établit à 0,9%, après 0,4% en 2023, légèrement supérieure à notre prévision de 0,8%, en raison d'une révision à la hausse du T1-2024 (+0,8% en variation trimestrielle contre 0,7% estimé précédemment). Le Royaume-Uni fait ainsi moins bien que la France (1,1% en 2024) et que les États-Unis (2,8%), mais mieux que l'Italie (+0,5%) et l'Allemagne (-0,2%). La croissance britannique a été portée par la consommation des ménages (+0,7% après +0,4% en 2023) qui ont vu leur pouvoir d'achat s'améliorer avec la chute de l'inflation, la consommation publique (+2% après +1% en 2023), l'investissement productif (+0,8% après +4,6% en 2023), l'investissement public (+3,9% après 0% en 2023) et les variations de stocks (qui contribuent pour 0,2 point de pourcentage à la croissance annuelle après avoir soustrait 0,9 point de pourcentage en 2023). Le solde des échanges commerciaux a été un frein à la croissance annuelle de 2024 avec une contribution de -1,3 point de pourcentage en raison d'une baisse des exportations (-2,2%) et d'une hausse des importations (1,6%).

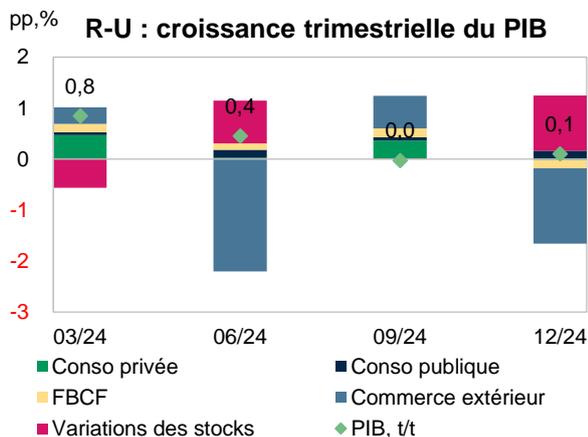
Mais revenons aux chiffres de croissance trimestrielle du quatrième trimestre. L'analyse par composantes en termes de dépenses montre que la forte

contribution négative du commerce extérieur (-1,5 point de pourcentage) est compensée par une contribution positive de la demande intérieure (+1,6 point de pourcentage), notamment des variations de stocks (+1,1 point de pourcentage) et des composantes « autres » de la formation de capital telles que l'ajustement de l'alignement des dépenses (0,5 point de pourcentage).

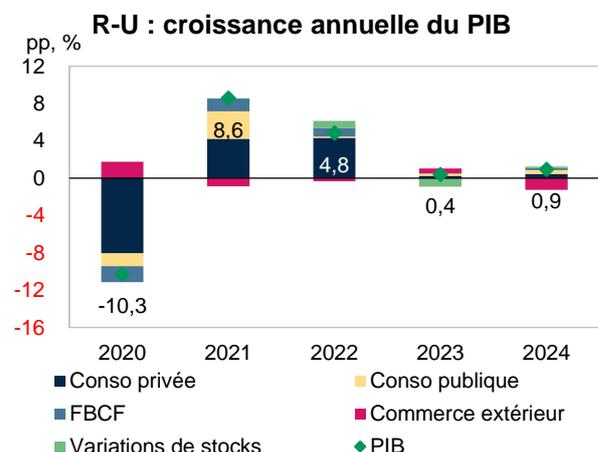
La demande sous-jacente s'est bel et bien affaiblie sur le trimestre. La consommation privée a été stable (après +0,6% au T3, chiffre révisé à la hausse de 0,1 pp). En effet, les annonces de hausses d'impôts et de taxes dans le budget de l'automne ont pesé sur la confiance du consommateur déjà aux prises avec des taux d'intérêt élevés et une réaccélération de l'inflation sur le dernier trimestre de l'année. Alors que les rémunérations salariales ont progressé de 2,2% sur le trimestre grâce notamment aux salaires (+2,3%), l'inflation, mesurée par l'IPC, a accéléré à 2,5% au T4, après 2% au T3. L'investissement productif a été particulièrement faible : il se replie de 3,2% sur le trimestre après +1,9% au T3, et de 0,7% sur un an. L'investissement résidentiel baisse pour le troisième trimestre consécutif (-0,8% après -1,1% au T3) sur fond d'une politique monétaire toujours restrictive et de taux d'intérêt sur les crédits immobiliers toujours élevés. Le secteur public continue d'afficher des taux de croissance solides à la fois en termes de consommation (+0,8% après +0,3% au T3) et d'investissement (+4% après 2,3% au T3).

Par ailleurs, les Britanniques ont continué de s'appauvrir sur le trimestre. L'ONS estime que le PIB par habitant a reculé au T4 (-0,1% en variation trimestrielle) pour le deuxième trimestre consécutif (-0,3% au T3) et de -0,1% sur l'ensemble de l'année 2024.

La répartition sectorielle montre sans surprise une poursuite de la contraction de l'activité dans le secteur industriel (-0,8% sur le trimestre) pour le cinquième trimestre consécutif, avec une baisse de



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

0,7% du secteur manufacturier. Le secteur des services demeure le moteur de la croissance avec une hausse de 0,2% sur le trimestre (après 0% au T3). L'activité dans la construction accélère à +0,5% après +0,4% au T3.

Les perspectives d'activité à court terme demeurent déprimées, alors que l'inflation accélère de nouveau, accentuant le caractère stagflationniste de l'économie. L'indice PMI composite auprès des directeurs d'achat du secteur privé ne s'est que très légèrement redressé en janvier (à 50,6 contre 50,4 en décembre) tout en restant inférieur à sa moyenne du T4. L'activité dans le secteur des services a toutefois continué de décélérer (PMI services à 50,8 contre 51,1 en décembre et 51,3 en moyenne au T4), les

nouvelles commandes se repliant pour la première fois depuis octobre 2023 et l'emploi se contractant à son rythme le plus élevé depuis quatre ans. Les composantes relatives aux pressions inflationnistes signalent une nette accélération des coûts de production et des prix des produits/services de vente. Le relèvement des contributions sociales patronales et du salaire horaire minimum à partir du 1^{er} avril se traduisent déjà par des baisses des effectifs des entreprises, notamment dans les secteurs des services, tels que l'hôtellerie, la restauration et les loisirs. Le PMI industriel demeure par ailleurs en territoire de contraction de l'activité, sur fond de faiblesse de la demande, en particulier dans les secteurs des produits de consommation.

☑ Notre opinion – *La légère accélération du PIB au quatrième trimestre masque un affaiblissement de la demande en provenance du secteur privé, comme l'avait suggéré la nette détérioration des enquêtes de confiance auprès des entreprises et des consommateurs sur les mois récents : une consommation des ménages à l'arrêt et un effondrement de l'investissement productif et immobilier sur le trimestre. Les perspectives à court terme demeurent déprimées sur fond de politiques monétaire et budgétaire restrictives et d'un environnement international incertain. Le mauvais état des comptes publics et la forte probabilité d'un dérapage par rapport aux règles budgétaires devraient conduire le gouvernement à faire marche arrière sur une partie du stimulus budgétaire annoncé en octobre dernier. Les Britanniques devront prochainement faire face à des baisses des dépenses publiques et/ou de nouvelles hausses d'impôts et de taxes.*

Pays émergents

Asie

Chine : la Saint-Valentin rallumera-t-elle la flamme ?

Cette semaine de Saint-Valentin va-t-elle déclencher chez les couples chinois une frénésie de demandes en mariage ? Leur nombre s'est effondré, passant de 7,7 millions à 6,6 millions entre 2023 et 2024. Des chiffres de mauvais augure pour la natalité, alors que les naissances hors mariage restent très rares : mal vues, elles n'offrent de surcroît pas le même niveau de protection sociale. Certaines municipalités ont décidé d'accorder une prime aux couples franchissant le pas, mais son montant (en moyenne autour de 200 euros), risque de ne pas être suffisant.

La chute du nombre de mariages est le révélateur d'un mal plus profond, celui d'une démographie déclinante, dont les autorités n'arrivent pour l'instant plus à reprendre le contrôle. En 2024, la population chinoise a diminué pour la troisième année consécutive : le pays a enregistré 9,5 millions de naissances pour 10,9 millions de décès, soit une baisse de 1,4 million d'habitants. Et ce alors que le nombre de naissances a augmenté pour la première fois depuis 2016, porté par l'année du dragon de bois, gage de réussite et de prospérité. Le nombre de décès avait également été plus élevé en 2023, sûrement en raison de la dernière vague de Covid de l'hiver 2022-2023, dont le bilan humain n'a jamais été véritablement dévoilé.

La politique de l'enfant unique, assouplie en 2016 (deux enfants par femme autorisés), puis en 2021 (trois enfants) et en 2022 (suppression des pénalités au-delà de trois enfants) n'ont pour l'instant pas eu d'impact sur la natalité, pas plus que les incitations financières (limitées) mises en place par certaines provinces ou municipalités. Le coût pour élever un enfant (éducation, logement, santé, garde) est souvent invoqué.

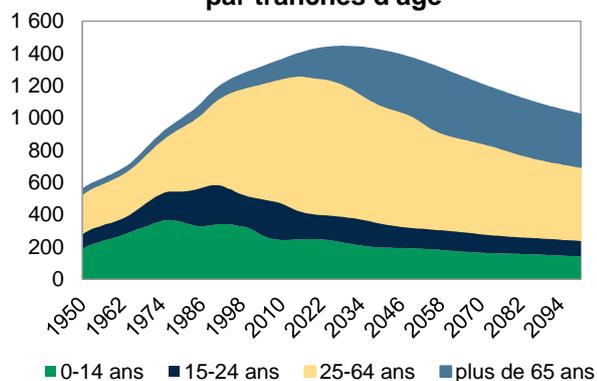
les projections des Nations-unies, qui prévoient que sa population soit divisée par deux à horizon 2100. La démographie n'est pas qu'un enjeu de puissance, elle pose aussi la question du vieillissement de la population, et donc de son financement (retraite, santé, infrastructures adaptées), ainsi que du cycle de demande, alors que la nécessité de rééquilibrer le modèle chinois entre consommation et investissement se pose de manière accrue.

En 2024, la Chine s'est engagée dans une timide réforme des retraites, visant à relever progressivement l'âge légal de départ à la retraite sur une période de quinze ans, de 60 à 63 ans pour les hommes et de 55 à 58 ans pour les femmes cadres (50 à 55 ans pour les autres). Les salariés devront aussi cotiser au système de retraite pendant vingt ans au lieu de quinze pour bénéficier d'une pension complète, ce qui pourrait pénaliser les travailleurs migrants, souvent éloignés de l'emploi formel.

Autre réforme envisagée, celle du *hukou*, le passeport intérieur régissant les phénomènes migratoires domestiques. Nécessaire pour accéder à l'emploi formel et à certains services publics, notamment l'école ou la santé, son assouplissement – voire son abandon – pourrait peut-être soutenir la natalité. De nombreux couples choisissent en effet de confier leur enfant aux grands-parents faute de pouvoir les emmener avec eux là où ils travaillent. L'abandon du *hukou* serait cependant une petite révolution en Chine : les travailleurs migrants jouent en effet le rôle de variable d'ajustement sur le marché du travail et constituent une main d'œuvre bon marché et flexible pour les entreprises, qui ne paient de surcroît pas de charge sociale sur leur salaire.

Lors du troisième plénum de juillet 2024, les autorités ont posé pour objectif de « favoriser l'intégration rapide des travailleurs migrants d'origine rurale dans les zones urbaines », en leur ouvrant l'accès aux services publics fondamentaux. Certaines villes moyennes ont déjà assoupli les critères pour demander un *hukou* local, notamment dans les régions les plus durement frappées par la crise immobilière, où les travailleurs migrants pourraient devenir les nouveaux propriétaires des millions de logements laissés vacants – l'accès à la propriété peut également être conditionné à la détention du *hukou*. Mais les plus gros centres urbains, les villes Tier-1 ou Tier-2 comme Pékin, Shanghai, Shenzhen ou Chengdu, dans lesquels la pression démographique continue de soutenir le marché immobilier refusent pour l'instant d'abandonner ce système, de peur de voir affluer de nouveaux travailleurs que leurs infrastructures de

Chine : répartition de la population par tranches d'âge

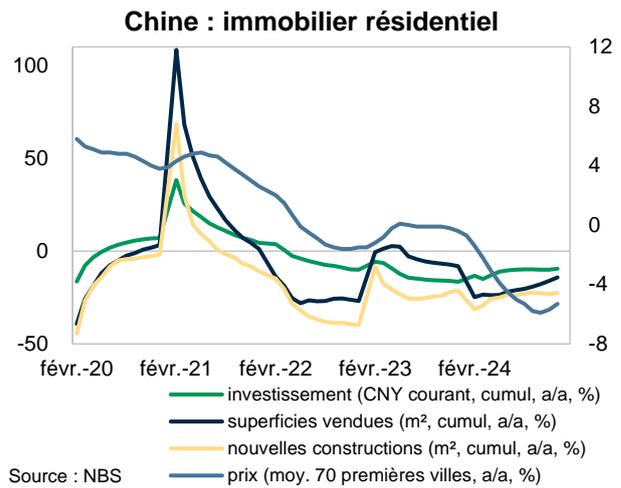


Sources : Our World in Data, Crédit Agricole S.A./ECO

La Chine est prise dans une course contre la montre si elle souhaite dévier de la trajectoire anticipée dans

santé, de transports ou d'éducation ne pourraient pas absorber.

Les arbitrages sont délicats, car tout est lié : la baisse du prix des logements pourrait être vue comme une bonne nouvelle, car le prix de l'immobilier est souvent évoqué comme un frein à la natalité. Mais les autorités doivent aussi faire attention à l'effet de richesse, alors que 70% de l'épargne des ménages a été investie dans la pierre, et que la propriété d'un appartement, souvent financé avec l'aide de l'épargne des parents, est souvent un prérequis au mariage. D'où un pilotage pour éviter une chute trop brutale des prix, surtout dans les villes moyennes, qui cherchent aujourd'hui à attirer de nouveaux habitants pour rééquilibrer offre et demande.



Amérique latine

Chili : réforme décisive du système de retraites

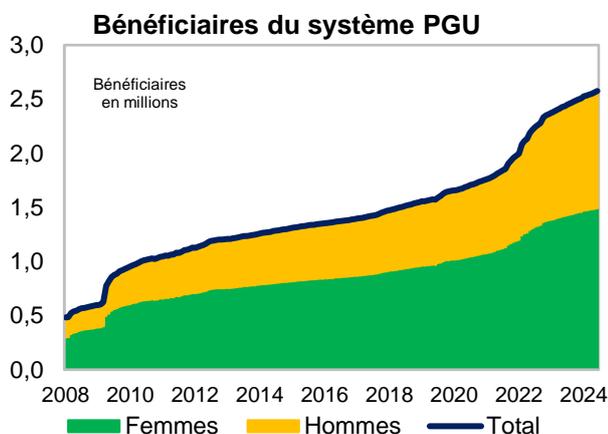
Fin janvier, le Chili a adopté une nouvelle réforme des retraites, la première d'une telle ampleur en quarante-trois ans, soit l'époque de Pinochet, et une promesse de longue date du président Gabriel Boric. Cette réforme transforme le système de capitalisation en un modèle mixte. Nécessaire pour garantir des pensions dignes aux personnes âgées, elle reflète un climat politique favorable et une collaboration entre partis accrue en dépit des élections présidentielle et législatives qui se tiendront en fin d'année. La réforme constitue également un levier important pour « renflouer » les fonds de pension, affectés par d'importants retraits exceptionnels pendant la crise du Covid-19, et pour redonner de la profondeur au marché chilien des capitaux.

La réforme des retraites : en quoi consiste-t-elle ?

Le système chilien des retraites repose sur un modèle de capitalisation individuelle dans lequel l'épargne des travailleurs est, d'une part, obligatoire et, d'autre part, gérée par des entités privées. Lors son arrivée au pouvoir en 2021, Gabriel Boric souhaitait réformer ce système en supprimant les *Administradoras de Fondos de Pensiones* (AFP). Confronté à la réalité parlementaire, son projet initial a été rejeté, instillant le doute sur la faisabilité de

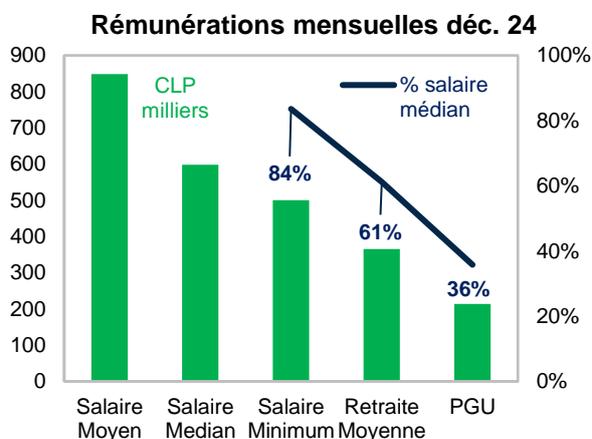
toute réforme. Trois ans plus tard, une version « adoucie » a finalement été adoptée.

Avant la réforme, les cotisations s'élevaient à 11,5% du salaire (10% à la charge de l'employé et 1,5% à celle de l'employeur). La contribution totale de l'employeur augmentera de 7 points de pourcentage (pp) à 8,5%. Cette hausse sera progressive, s'étalant sur une période de neuf à onze ans, avec une priorité donnée aux fonds destinés au prêt à l'État. Sur les 7 pp de nouvelles contributions, 1,5 point servira à un prêt à l'État pour financer les retraites actuelles (remboursé au travailleur au moment de sa retraite), 4,5 points iront directement au compte individuel du travailleur et 1 point, ajouté au 1,5 point existant, alimentera le « pilier solidaire ». Ce dernier vise à financer les pensions garanties universelles (PGU) et à augmenter les retraites versées aux femmes (en moyenne inférieures de 11% à celles des hommes). La réforme prévoit également une augmentation de la PGU à 250 000 pesos chiliens (contre 214 000 auparavant). Introduite en 2008 par Michelle Bachelet, cette pension est destinée aux plus démunis, soit actuellement 2,6 millions de personnes. Bien qu'essentielle dans la lutte contre la pauvreté, même revue à la hausse, elle resterait modeste puisqu'inférieure à 50% du salaire médian.



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

Les ressources destinées à l'État (soit 1,5 pp au titre du prêt déjà mentionné et 2,5 pp finançant les PGU) seront gérées par un Fonds Autonome de Protection de Prévoyance (FAPP), doté d'un modèle de gouvernance similaire à celui d'une banque centrale. La réforme ne supprime pas les AFP, mais ouvre la voie à une concurrence accrue en éliminant certaines barrières à l'entrée (minimum de liquidité) et en soumettant 10% des cotisants, choisis aléatoirement, à un appel d'offres tous les deux ans. Elle inclut des dispositions pour éviter les risques de



Source : Crédit Agricole S.A./ECO

liquidité lors des transferts de fonds et crée un système unifié pour la réclamation des impayés. Enfin, les types de fonds actuels (de A à E, du plus risqué au moins risqué) seront remplacés par dix fonds dits « générationnels »³.

Implications économiques : que peut-on attendre ?

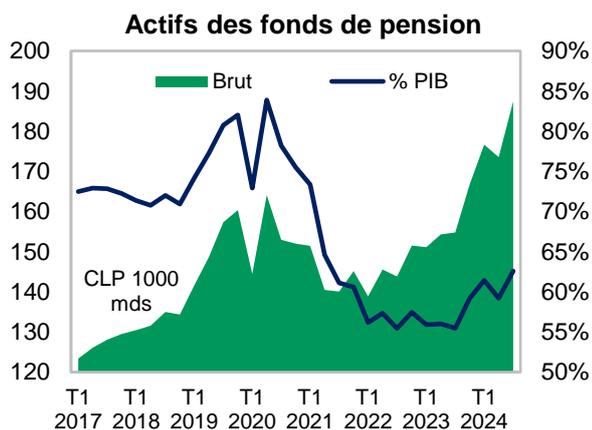
La réforme présente des avantages significatifs pour les retraités, qui bénéficieront de taux de remplacement plus élevés. Auparavant, les retraites étaient

³ Les cotisants ne pourront plus choisir le type de fonds selon le risque, ils seront affectés automatiquement selon leur tranche d'âge.

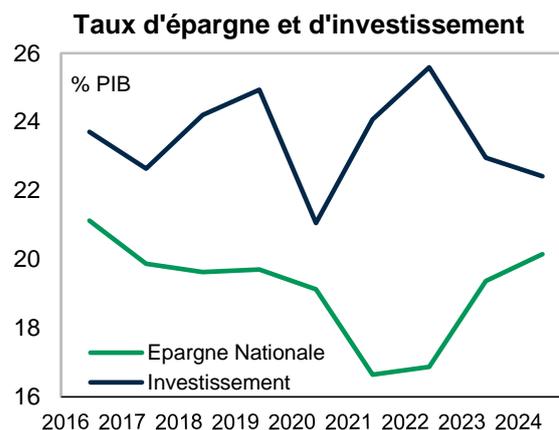
souvent très faibles en raison de problèmes structurels tels que des contributions insuffisantes et une forte informalité, mais aussi aggravés par l'autorisation de retraits exceptionnels des fonds pendant la crise du Covid-19. Cette mesure, bien que cruciale lors de la crise, a eu des effets mitigés. Elle a permis d'éviter un effondrement économique majeur et a apporté un soutien social important. Mais, cet outil de stimulation de la demande des ménages s'est traduit *in fine* par une surchauffe qui a fini par entraîner une inflation forte (également alimentée par une baisse du taux de participation), une détérioration des comptes extérieurs ; elle s'est aussi accompagnée de perturbations sur les marchés des capitaux. Enfin, ce sont principalement les travailleurs les plus pauvres qui y ont eu recours et sont confrontés à une forte diminution des fonds épargnés en vue de leur retraite.

Au titre des implications économiques, celles susceptibles d'affecter le marché du travail restent incertaines même s'il est probable que la réforme entraîne une augmentation du travail informel en raison de la hausse des coûts pour les employeurs.

Sur les marchés financiers, la réforme devrait augmenter la capacité à résister aux chocs externes. Les retraits *post-Covid* ont modifié la structure des marchés financiers domestiques, entraînant une dépréciation du peso et une baisse de la demande pour la dette locale. Ces retraits ont réduit les actifs des fonds de pension de près de 30 pp du PIB, diminuant ainsi la profondeur du marché chilien des capitaux, pourtant bien plus développé que ceux de ses voisins régionaux. L'augmentation des contributions pourrait générer un afflux d'épargne de 4,5 milliards de dollars par an vers le système, favorisant la réactivation du marché des capitaux à long terme (liquidité, maturité avec une épargne longue). De plus, les nouveaux fonds « générationnels », probablement moins risqués que les fonds actuels, devraient accroître la demande pour les actifs locaux à revenus fixes, similaires à ceux des fonds actuellement très sûrs (type E). Cela pourrait réduire la détention de dette par des acteurs étrangers, renforcée après les retraits, et contribuer à « lisser » les fluctuations du peso et des taux d'intérêt.



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



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

Sur les dépenses publiques, l'effet est encore incertain mais très probablement légèrement négatif. Les dépenses liées aux PGU exercent une pression constante sur le budget et la réforme n'éliminera pas ces pressions. Du côté des dépenses, l'augmentation de la PGU et les contributions remboursables vont les alourdir. Du côté des revenus, une hausse de l'informalité pourrait réduire les contributions, tandis qu'une augmentation des coûts pour les entreprises affecterait, « toutes choses égales par ailleurs », les recettes fiscales. Cela pourrait contrer les bénéfices de la réduction des taux d'intérêt mentionnée précédemment.

La situation budgétaire reste cependant confortable malgré sa détérioration récente. Le déficit a atteint 2,9% en 2024, soit 1 pp de plus que prévu. L'impact de la réforme pourrait compliquer la « combinaison » d'objectifs du gouvernement : réduction du déficit (à 1,1% en 2025 et 0,5% en 2026) mais aussi volonté de réduire d'autres taxes, comme l'impôt sur les sociétés (de 27% à 24-25%, encore en négociation).

Bien que la dette publique reste faible, elle pourrait excéder la limite prudente de 45% établie par le gouvernement.

Implications politiques : que peut-on discerner ?

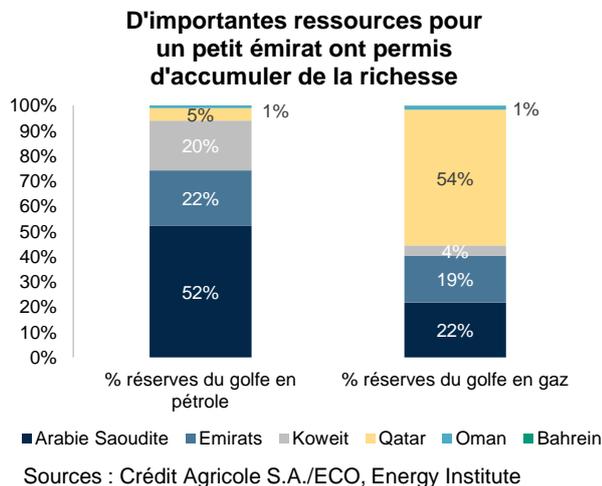
L'adoption de la réforme des retraites marque un tournant pour le gouvernement Boric, frustré par l'échec de ses réformes emblématiques, telles que la réforme fiscale ou la nouvelle Constitution. Ce succès s'ajoute à d'autres avancées (semaine de 40 heures et hausse historique du salaire minimum). Renforçant l'épargne nationale sans exagérer le coût fiscal, revendiquée par le gouvernement et l'opposition, cette réforme témoigne d'une capacité de collaboration, suscitant l'espoir d'une stabilité politique vertueuse. Cela suggère que les élections de novembre ne devraient pas emprunter un virage à 180°, les Chiliens récompensant la « bonne gestion » et sanctionnant les scandales et incompétences, comme lors des dernières élections régionales et municipales d'octobre.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Koweït : le temps des arbitrages ?

Cachée derrière la valeur colossale des actifs détenus par son fonds souverain, estimée à près de 500% de son PIB en 2024, la petite pétromonarchie koweïtienne n'est pas souvent la cause des maux de têtes des économistes et analystes du risque souverain. Aussi, elle semble assez largement échapper aux grandes réflexions qui traversent ses pairs du Golfe sur la transformation de leurs modèles de croissance et de leurs contrats sociaux rentiers.

En effet, s'il existe une inconnue forte (celle de l'horizon de « l'après pétrole »), il n'en reste pas moins que l'urgence n'est pas la même pour tous. Certains États semblent contraints par des ressources moins abondantes, qui menacent de s'épuiser plus rapidement – c'est le cas du Bahreïn ou d'Oman. L'Arabie saoudite fait face à une démographie plus dynamique qui complique la redistribution de la rente. Les Émirats sont une fédération d'États avec des répartitions de ressources inégales et ont une ambition de puissance dans la région. Mais, le Koweït, qui bénéficie de 20% des réserves en pétrole du Golfe, dispose encore théoriquement de plus de cent ans d'exploitation de ses réserves prouvées au rythme de production actuel. Des ressources, qui lui ont permis d'accumuler et d'investir pour le futur, depuis les années 60, des stocks d'actifs considérables. Le pays est même connu pour avoir créé le premier fonds souverain du monde.

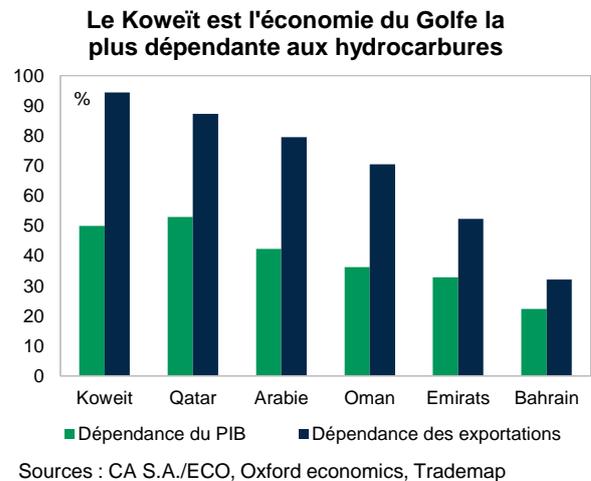


Mais si on s'éloigne des logiques de stocks pour s'intéresser à ce que nous révèle l'évolution des équilibres budgétaires, en flux, on peut entrevoir que le Koweït n'est pas si confortablement installé dans son modèle de rente non-diversifié. Le pays semble s'approcher d'un tournant qui vient intensifier le besoin de réformes, longtemps discutées, mais qui n'ont jusqu'ici jamais passé le processus

de consultation politique unique au Koweït. Justement, depuis mai 2024 et la suspension du Parlement par l'émir Mechaal, pour une période pouvant aller jusqu'à quatre ans, cette exception koweïtienne est remise en cause. Derrière la dissolution, on pouvait lire la promesse d'une sortie de l'immobilisme et une accélération du rythme de l'action politique. Cette promesse économique, payée par un choix politique radical, est-elle un pari gagnant ? Le Koweït arrive-t-il au temps des réformes ?

Un retard manifeste dans le processus de diversification

Le Koweït est l'économie du Golfe qui reste aujourd'hui la plus dépendante aux hydrocarbures. Encore environ 50% de son PIB dépend directement du pétrole et du gaz, mais en réalité, une large part de son industrie (dont le raffinage et la pétrochimie) – comptabilisée comme du PIB non-pétrolier – est aussi indirectement mais étroitement liée à la rente. Par ailleurs, le secteur pétro-gazier représente 90% des exportations et 85% des revenus du gouvernement.



Malgré la succession de plans de développement, plaçant la diversification économique au cœur de leurs programmes de réformes, les progrès dans ce sens restent limités. De plus, dans un rapport récent⁴, les autorités constatent, une nouvelle fois, un retard dans la mise en œuvre de la Vision 2035 par rapport à son calendrier. Celle-ci ambitionne de positionner le Koweït comme un *hub* financier (notamment pour la finance islamique) et commercial dans la région. Les autorités ont identifié un certain nombre de facteurs pour expliquer le manque de résultats : une forte segmentation du marché du travail – marqué par une préférence des Koweïtiens pour les emplois dans le secteur public,

⁴ Follow-up report, General Secretariat of the Supreme Council of Planning and Development, June 2024

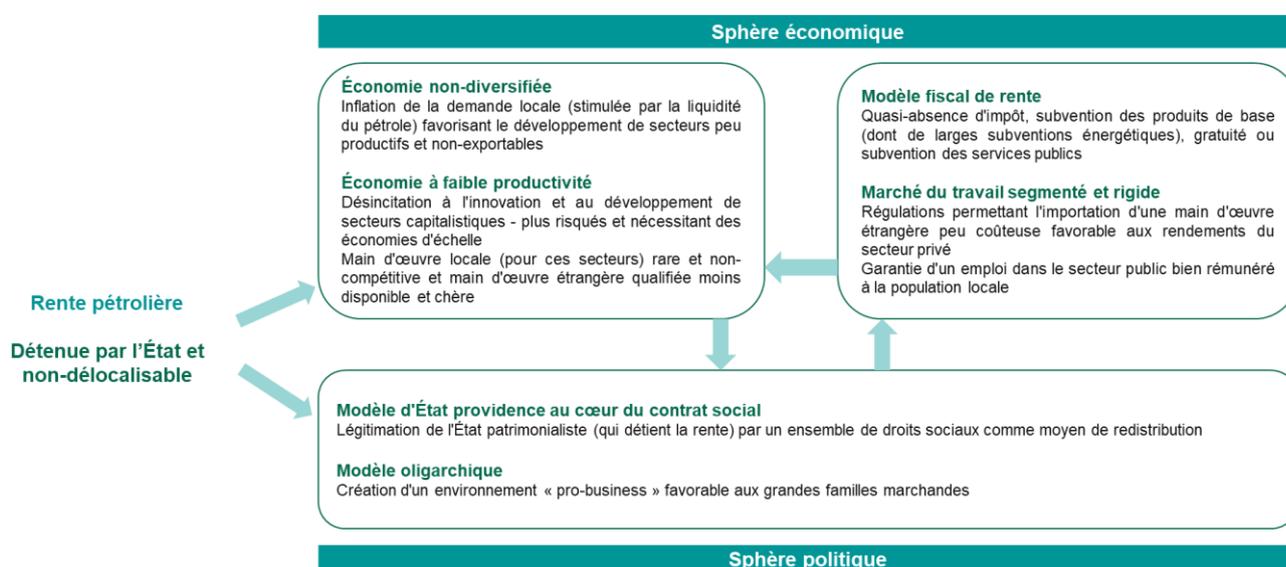
mieux rémunérés et offrant plus d'avantages que le secteur privé ; une productivité faible ; et une concentration des dépenses publiques dans les salaires et les subventions, laissant peu de place à l'investissement.

Or, l'ensemble de ces facteurs sont en fait étroitement liés au schéma de contrat social et d'économie rentière non-diversifiée, existant à des degrés différents dans les pétromonarchies du Golfe. L'économie souffre d'une « maladie hollandaise » autour des hydrocarbures qui ne favorise que le développement de secteurs peu productifs et non-exportables dans le secteur privé (commerce, construction, services locaux)⁵, en l'absence d'intervention de l'État pour réduire les

distorsions de marché. Mais cette intervention est contrainte par un espace fiscal largement monopolisé par le coût croissant de son contrat social (redistribution de la rente à travers les subventions, l'offre d'emplois publics bien rémunérés – avec *premium* moyen de 40% par rapport au secteur privé selon le FMI, et la gratuité ou la subvention de services publics). **C'est-à-dire, que se lancer dans la diversification économique demandera vraisemblablement au Koweït de faire le choix de sacrifier, en partie, son modèle de société rentière.**

Mais il reste une question légitime : pourquoi faire ce choix, s'il demande à la population de renoncer à ses avantages ?

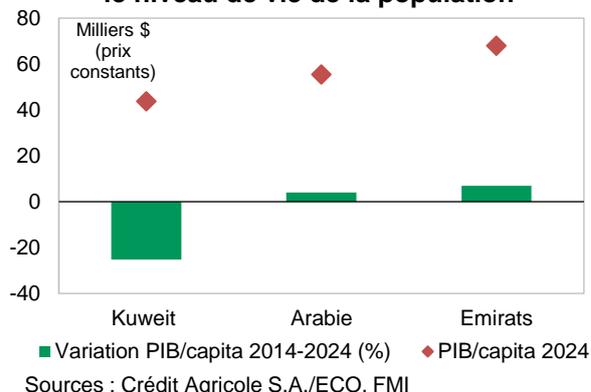
Le piège du schéma rentier



Le confort d'aujourd'hui érode celui de demain

Avant tout, un indicateur semble très parlant. C'est celui du PIB par habitant. Le retard de diversification a causé une baisse tendancielle de cet indicateur sur les dix dernières années, à l'inverse de l'Arabie saoudite ou des Émirats arabes unis notamment. Cela revient à dire que le maintien d'un modèle rentier non diversifié va, à terme, peser sur le niveau de vie de la population.

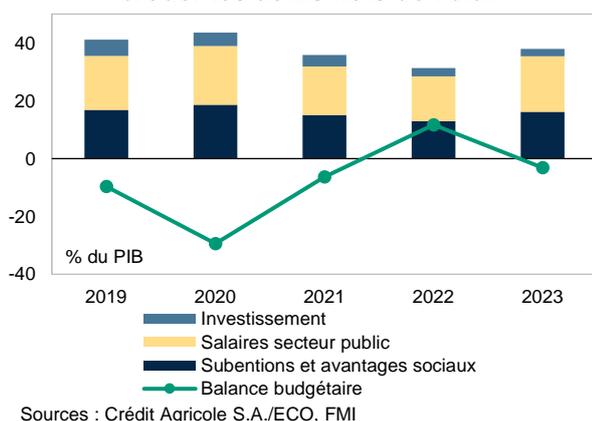
Le retard de diversification pèse sur le niveau de vie de la population



⁵ Consulter notre publication [Les États du Golfe ont-ils la bonne stratégie pour « l'après-pétrole » ?](#), novembre 2024

Par ailleurs, en observant l'évolution des équilibres budgétaires on se rend compte que les revenus de la rente ne couvrent plus le coût fiscal croissant de son modèle d'État providence, devenu le plus généreux du Golfe. En effet, sur le périmètre du budget⁶, le pays a enregistré des déficits sur huit des dix dernières années. Bien qu'on trouve des similitudes dans les structures budgétaires des différents États du Golfe, il semble que le Koweït détienne désormais un certain nombre de records dans les largesses de son modèle redistributif. Une quasi-absence d'impôts en fait le pays de la région le plus dépendant des hydrocarbures pour ses revenus fiscaux. À cela se combine une montée en flèche du coût des salaires et des compensations publics, au maximum des pays du CCG, et des subventions énergétiques qui distancent aussi celles de ses pairs. Enfin, il faut ajouter une spécificité koweïtienne, celle de son programme de logement subventionné, dont le FMI estime le coût total à près de 4% du PIB par an⁷.

Une structure fiscale rigide, vouée à éroder les actifs nets de l'état



Le gouvernement a récemment fait passer une réforme alignant la fiscalité des multinationales sur les règles de l'OCDE. D'autres mesures fiscales sont attendues en 2025, dont l'introduction de la

TVA, en ligne avec les accords du CCG et, éventuellement un projet de taxes désincitatives sur les produits nocifs. Malgré tout, depuis la dissolution de l'assemblée, le rythme des réformes reste lent. Et si les principales mesures attendues marquaient des avancées, leur ampleur serait toujours au minimum de ce qui se pratique dans la région. Cela semble indiquer que ce n'est donc pas un véritable moment de rupture ou de transformation. Par exemple, la taxe sur les multinationales devrait, selon le gouvernement, rapporter à l'État 0,5% du PIB en revenus supplémentaires : ce sera bien insuffisant pour compenser la modération des revenus du pétrole liée à la baisse attendue de leurs prix. Il reste à observer ce qui sera proposé du point de vue du système de subvention.

Toujours est-il qu'en l'absence de réelles réformes structurelles touchant à l'ensemble du système, les dépenses « rigides » – c'est-à-dire qui ne s'ajustent pas en cas de choc, car elles reposent sur des droits acquis (les salaires, les subventions, les intérêts, les transferts sociaux) – continueront d'être très élevées. Ainsi, sur la base des réformes jusqu'ici envisagées, le budget restera en déficit à moyen terme. Mais surtout, un scénario pétrolier moins favorable pourrait l'amener à sévèrement se creuser, compte tenu du manque de flexibilité du budget. Par ailleurs, cela contraint fortement l'espace fiscal disponible pour l'investissement public – nécessaire à la diversification et à la montée en gamme de l'économie non-pétrolière. Selon les dernières données disponibles, la part de l'investissement total dans le PIB serait tombée à 17% en 2022⁸, contre près de 30% pour ses pairs du Golfe.

Cela met en évidence une réalité importante : si le modèle économique et fiscal du Koweït est très loin de mettre en danger son risque souverain, même à long terme, le maintien des privilèges de la génération actuelle commence sensiblement à éroder ceux dont bénéficieront les générations futures.

☑ Notre opinion – *Le Koweït est entré dans un nouveau chapitre politique, annoncé comme temporaire, qui limite le processus de consultation – central à l'exception koweïtienne dans le Golfe. Celui-ci est largement plébiscité par les analystes, puisqu'il met fin à un cycle de quatre élections parlementaires et dix démissions de cabinets ministériels entre 2020 et 2024, un véritable blocage politique entravant tout processus de réformes. De plus, bien que le Koweït ne se trouve pas aujourd'hui au pied du mur, loin de là, ayant prudemment épargné et investi sa rente depuis des décennies, le pays se rapproche d'un tournant qui le met face à un choix : doit-il perpétuer son modèle économique et fiscal rentier, si cela implique d'éroder les réserves pour les générations futures, plutôt que d'y contribuer ? Génération qui ne bénéficieront plus du pétrole. Quoi qu'il en soit, cette décision ne menace pas la soutenabilité des finances publiques, ni le risque souverain, même à long terme. C'est donc avant tout un choix d'équité générationnelle qui se pose, et il revient au pays de trancher si c'est un principe qu'il érige au-dessus de la préservation de ses institutions de consultation politique, au centre de son modèle de monarchie parlementaire.*

⁶ Le périmètre du budget ne prend pas en compte les revenus d'investissement du fonds souverain – souvent intégrés dans la présentation de la balance fiscale, mais qui sont en théorie investis pour les générations futures.

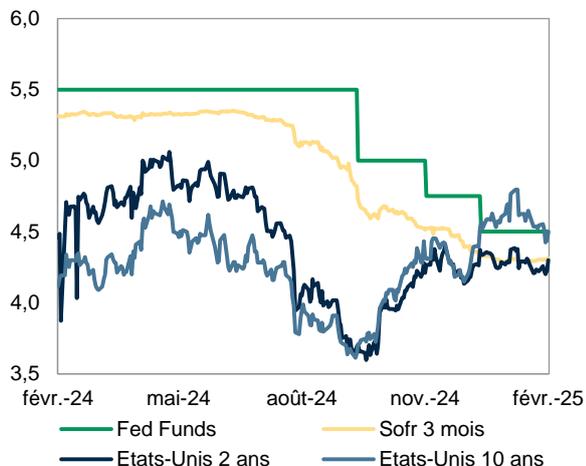
⁷ Coûts directs et revenus non perçus – 2024 Article IV consultation, FMI, décembre 2024.

⁸ *Economic Insight*, NBK, July 2024

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

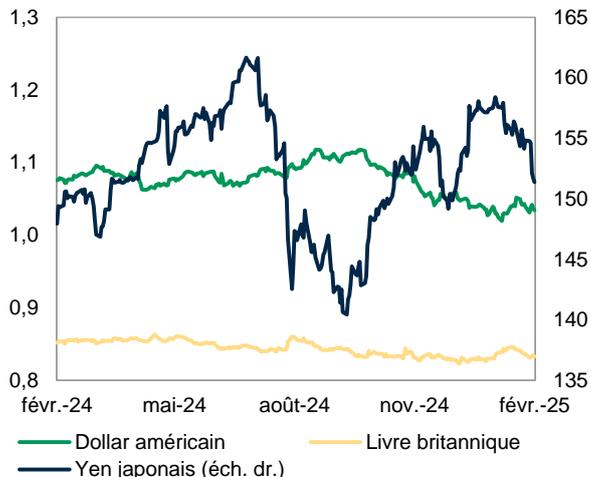
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

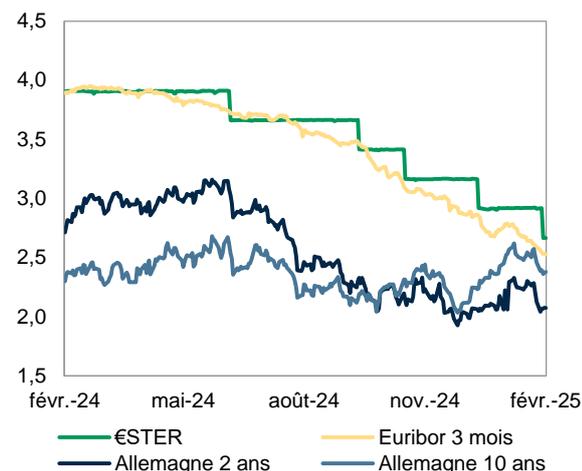
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

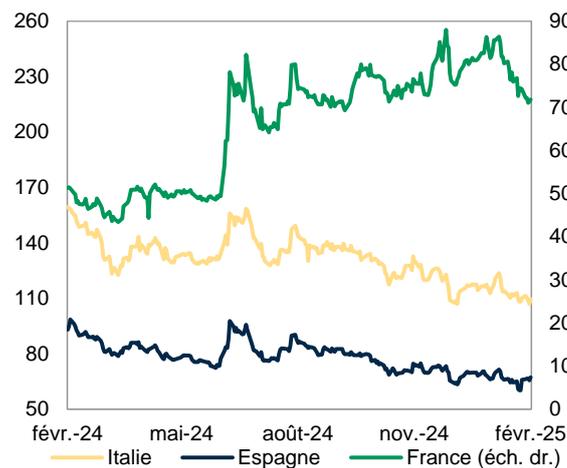
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

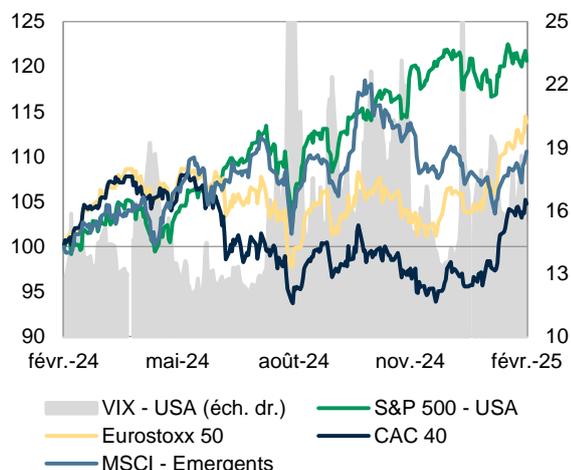
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

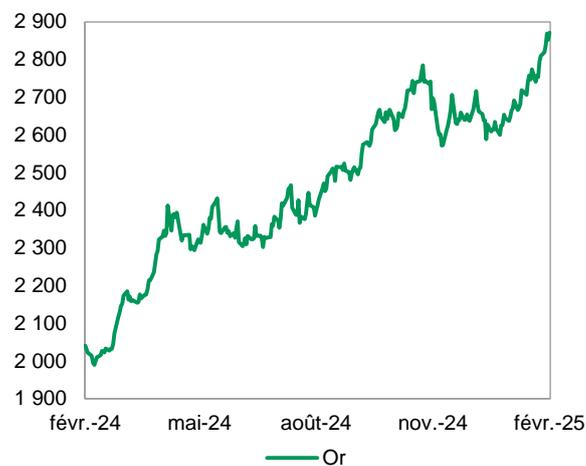
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

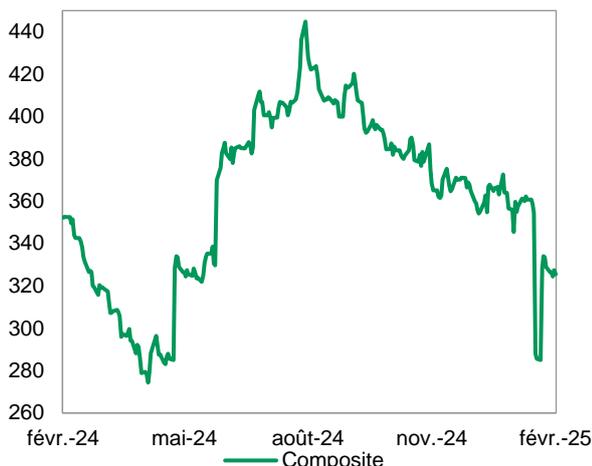
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

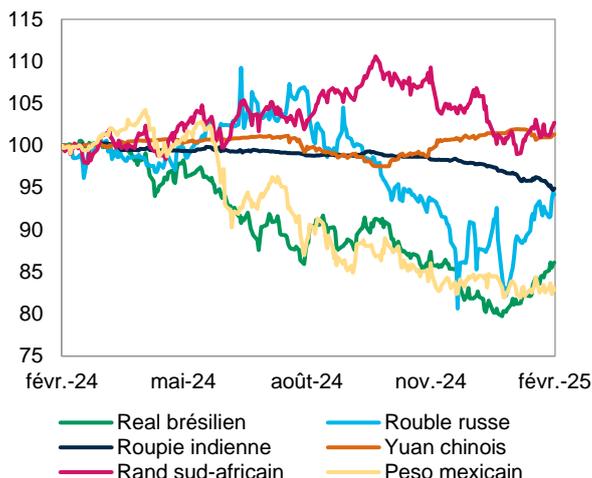
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

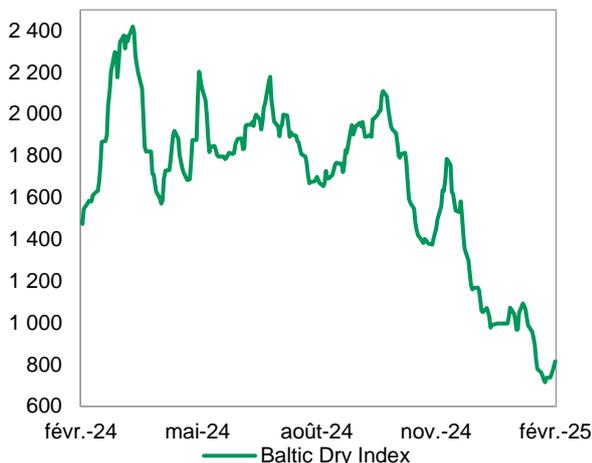
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

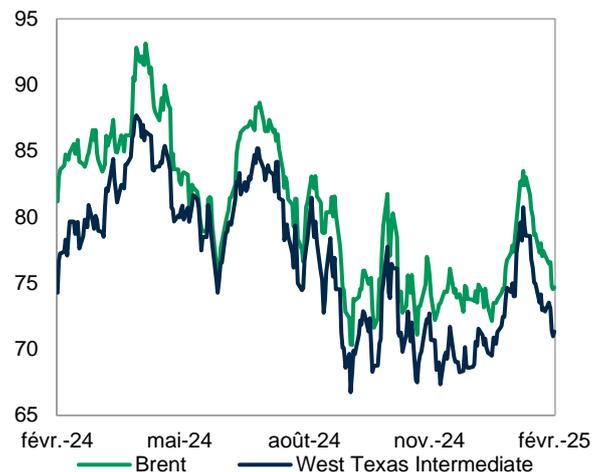
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

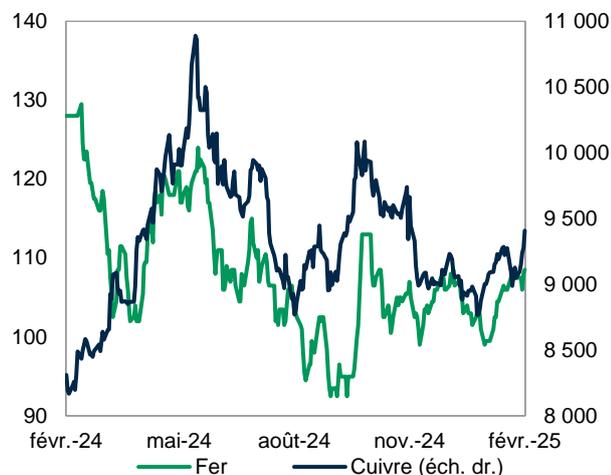
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

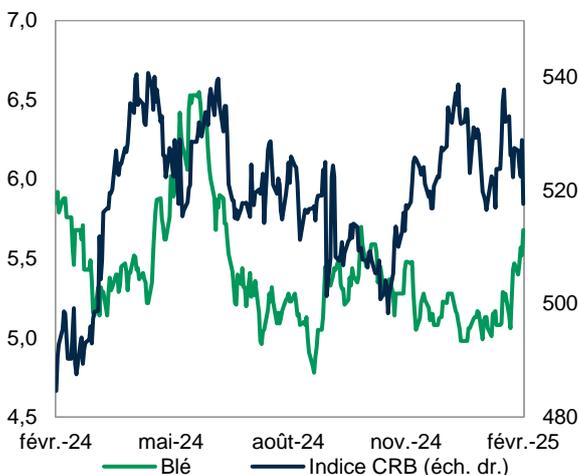
USD/tonne métrique



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
13/02/2025	Délestages et infrastructures vieillissantes : le piège énergétique sud-africain	Afrique
12/02/2025	Mexique : guerre commerciale, premières salves, cessez-le-feu fragile	Amérique latine
11/02/2025	France – 2024, année record à la fois pour les défaillances et pour les créations d'entreprises	France
10/02/2025	Parole de banques centrales – Taux d'intérêt d'équilibre, la BCE ne s'engage pas	Zone euro
07/02/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
06/02/2025	Hongrie – Slovaquie : radicalité à l'extérieur, fragilité à l'intérieur	PECO
06/02/2025	En Inde, le ralentissement de la croissance complique les arbitrages	Asie
06/02/2025	Royaume-Uni – Scénario 2025-2026 : le budget d'automne 2024 complique les perspectives économiques	Royaume-Uni
05/02/2025	Chine – "Le rôle démesuré de la Chine dans la dynamique économique mondiale"	Monde
04/02/2025	Zone euro : un ralentissement généralisé de la croissance au T4 2024	Zone euro
04/02/2025	Italie : le taux de chômage augmente en décembre	Italie
03/02/2025	Espagne – Secteur manufacturier : résilience et transformation	Zone euro

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 QUENTRICK

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 : 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.