

Perspectives

Hebdomadaire – N°25/076 – 28 février 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Les bombes tarifaires</i>	2
☞ <i>France : de nombreux indicateurs sans véritable surprise, l'emploi en prend pour son grade</i>	3
☞ <i>Allemagne : changement de chancelier</i>	5
☞ <i>Italie : l'inflation accélère tandis que la confiance baisse</i>	6
☞ <i>Chine : DeepSeek, sauveur ou fossoyeur des marchés chinois ?</i>	8
☞ <i>Dette des pays émergents et en développement – Résilience et vulnérabilités</i>	11

👉 Les bombes tarifaires

La semaine a encore été placée sous le sceau des menaces de droits de douane de D. Trump donnant lieu à des déclarations intempestives, parfois suivies de « rétropédalages » aussi étonnants qu'imprévisibles et entourées de flou quant aux produits, taux, dates de mise en œuvre.

Ainsi, la dernière annonce en date du 27 février : D. Trump a déclaré qu'il imposerait des droits de douane supplémentaires de 10% sur les importations chinoises dès le 4 mars. Cette hausse s'ajouterait à celle de 10% imposée début février et à laquelle la Chine a répondu avec, notamment, une hausse sélective des droits de douane de 10 à 15% sur les produits américains et un contrôle des exportations de certaines matières critiques. Le deuxième (et non le second...) relèvement à l'encontre de la Chine porterait les droits de douane américains sur les produits chinois à environ 33% en moyenne. Le ministère chinois du Commerce s'est engagé à « s'opposer fermement » à ces hausses et à « prendre toutes les contre-mesures nécessaires pour défendre les droits et intérêts légitimes de la Chine ».

D'autant que les mesures ne se limitent pas au commerce mais visent également les investissements. Ainsi, le 21 février, D. Trump a présenté le mémorandum « *America First Investment Policy* » qui bloquerait les investissements de la Chine dans les zones stratégiques américaines et étendrait les restrictions aux investissements américains en Chine dans les technologies sensibles. Enfin, il semblerait que les États-Unis aient demandé au Mexique d'augmenter ses propres droits de douane sur les importations en provenance de Chine de façon à ne pas s'exposer à des droits de douane sur ses exportations à destination des États-Unis. En effet, après avoir été différés d'un mois et à moins d'un virage inattendu ce week-end, des droits de 25% devraient être appliqués sur les produits mexicains et canadiens importés aux États-Unis dès le 4 mars.

Du côté des données américaines, l'indicateur d'inflation privilégié de la Fed (indice PCE, *Personal Consumption Expenditures*) a progressé de 0,3% en janvier soit une hausse sur 12 mois de 2,5% (2,6% en décembre). Les prix des biens et ceux des services croissent sur 12 mois de, respectivement, 0,6% et 3,4%. Hors prix de l'énergie et des denrées alimentaires, le *Core PCE* (0,3% sur janvier) augmente sur 12 mois de 2,6% (2,9% en décembre) : c'est la plus faible hausse depuis juin 2024 qui était elle-même la plus modeste depuis mars 2021. Des effets de base progressivement plus favorables permettent de tableer sur un léger repli supplémentaire de l'inflation en rythme annuel.

Si les progrès récemment réalisés confirment l'installation de l'inflation sur un rythme post-Covid plus « décent », il est cependant peu probable qu'ils soient suffisants pour inciter la Fed à baisser son taux directeur en mars. En revanche, le scénario d'un assouplissement différé dans l'année peut être maintenu.

Toujours du côté de l'inflation, celle-ci s'est, en Allemagne et en février, établie à 2,3% pour l'indice national (IPC) et 2,8% pour l'indice harmonisé (IPCH). L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) s'est repliée (de 2,9% en glissement annuel à 2,6%) pour atteindre son plus bas niveau depuis juin 2021. La modération allemande se conjugue à la baisse de l'inflation en France (en repli à 0,8% sur 12 mois) et à la stabilité en Italie et en Espagne (respectivement, 1,7% et 2,9%). Ces données confirment la poursuite de la désinflation dans la zone euro (inflation vers 2,3% pour une inflation sous-jacente aux environs de 2,6%). Elles devraient conforter le Conseil des gouverneurs de la BCE, plus confiant dans un scénario de retour proche et durable de l'inflation vers sa cible de 2% ; elles appuient un scénario de baisse des taux de 25 points de base par la BCE la semaine prochaine.

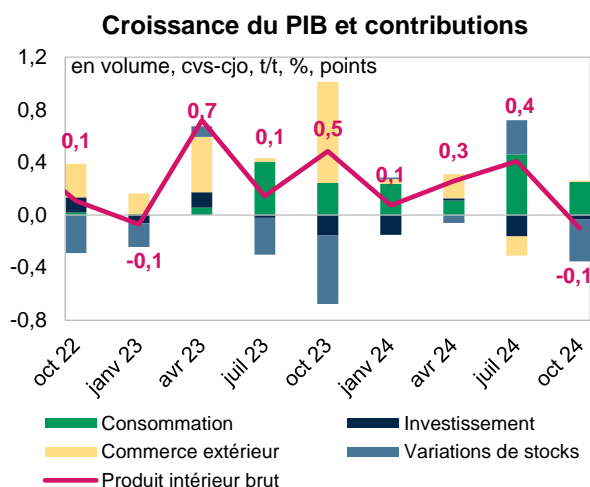
Toujours en Europe, le résultat des élections fédérales allemandes suggère la reconstitution de la grande coalition entre la CDU/CSU et le SPD (*cf. infra*). La prise de conscience de certaines exigences dont la nécessité d'accroître les investissements publics, et notamment les dépenses de défense, suggère une hausse du déficit budgétaire et de la dette publique allemands. Les taux allemands n'ont pas fortement réagi, les marchés étant certainement trop concentrés sur le décryptage la stratégie commerciale américaine.

Les annonces de droits de douane de D. Trump, porteurs de risques d'inflation et de mesures de rétorsion, ont continué de peser sur les actions américaines. Alors que l'indice S&P 500 est encore à la peine avec un recul de 2,5% sur la semaine (qui porte la baisse à 0,3% depuis le début de l'année), les indices européen (Euro Stoxx 50) et français (CAC 40) s'effritent légèrement mais leurs performances au cours des deux mois écoulés sont confortables. Les taux d'intérêt se tassent avec un repli plus particulièrement marqué aux États-Unis où le mouvement d'aplatissement de la courbe (encore faiblement ascendante) se poursuit : depuis le début du mois de janvier, les taux (US *Treasuries*) à 2 ans et à 10 ans ont respectivement perdu 18 et 30 points de base. À l'assouplissement anticipé de la BCE s'oppose celui désormais plus hypothétique et, de toutes façons, plus lointain de la Fed : le dollar s'apprécie.

Zone euro

France : de nombreux indicateurs sans véritable surprise, l'emploi en prend pour son grade

De nombreux indicateurs macroéconomiques ont été publiés cette semaine, en particulier les résultats détaillés des comptes nationaux du quatrième trimestre 2024 avec des éléments sur les comptes des ménages et des entreprises, et des données sur l'emploi. De premiers indicateurs nous donnent également un avant-goût du premier trimestre 2025, avec l'évolution de la consommation des ménages en biens en janvier, et celle de la confiance et de l'inflation en février. Tour d'horizon des principales informations à retenir.



Derniers points : T4 2024

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

L'Insee a confirmé ce vendredi 28 février que le PIB s'était bien replié de 0,1% en volume au quatrième trimestre 2024 par rapport au troisième (après +0,4% au troisième trimestre). Ce léger repli est notamment lié au contrecoup de l'effet des Jeux olympiques et paralympiques de Paris, qui avaient dopé la croissance au troisième trimestre. Par rapport à la première estimation publiée fin janvier¹, la contribution de la demande intérieure finale à la croissance est revue en baisse de 0,1 point, à +0,2 point. Cela s'explique par la révision à la baisse (-0,1 point) de l'évolution des dépenses de consommation des ménages (à +0,3%). L'évolution de l'investissement total (formation brute de capital fixe) n'est pour sa part pas révisée (à -0,1%), même si elle est révisée légèrement à la baisse pour les seules entreprises non financières (-0,1 point, à -0,2%). La contribution du commerce extérieur à la croissance est en revanche revue à la hausse de 0,2 point, à +0,0 point, en raison de la révision à la hausse de l'évolution des exportations (+0,6 point, à +0,4%) et à la baisse de l'évolution des importations (-0,1 point, à +0,4%). Enfin, la contribution des variations de stocks à la croissance est revue en

baisse de 0,2 point, à -0,3 point. La croissance annuelle pour 2024, corrigée des variations saisonnières et des effets des jours ouvrables, est donc confirmée à 1,1% (comme en 2023).

Les résultats détaillés des comptes nationaux trimestriels nous apportent également des éléments sur les comptes des ménages et des entreprises. Le revenu disponible brut (RDB) nominal des ménages patine au quatrième trimestre 2024, à +0,1% t/t (après +1,1% au troisième trimestre). En termes réels, c'est-à-dire une fois corrigé de l'inflation (via le déflateur de la consommation), celui-ci ralentit nettement, à +0,2% (après +1,0%). La consommation des ménages en volume progressant légèrement plus que le pouvoir d'achat, le taux d'épargne des ménages diminue très légèrement (-0,1 point), à 18,4%. Ce niveau reste très élevé, nettement supérieur à celui qui prévalait avant la crise sanitaire (14% en moyenne entre 2015 et 2019). Le taux de marge des sociétés non financières fléchit à peine, à 32,2% (après 32,4% au troisième trimestre). Ce léger repli est lié à la progression des salaires en termes réels, malgré une hausse du prix de la valeur ajoutée et une stabilité du prix de la consommation. Ce niveau reste sensiblement supérieur au taux de marge qui prévalait avant la crise sanitaire (environ 30% en 2018, et 31% en 2019).

D'après les comptes nationaux trimestriels, l'emploi total est resté stable au quatrième trimestre 2024 (après +0,1% au troisième trimestre), et l'emploi salarié se replie à peine (-0,1%, après +0,0%). Les heures travaillées par emploi diminuent quelque peu (-0,1%), et donc le nombre total d'heures travaillées aussi (-0,2%). L'Insee a également publié l'estimation trimestrielle détaillée de l'emploi salarié au quatrième trimestre 2024. La principale différence entre l'emploi dans les comptes nationaux et celui issu des estimations d'emploi est que le premier est mesuré en moyenne sur le trimestre, tandis que le second est mesuré en fin de trimestre. Les données issues des estimations d'emploi sont donc plus volatiles, mais peuvent aussi constituer des indicateurs avancés des évolutions sur le marché du travail. Selon ces dernières données, l'emploi salarié s'est replié de 0,3% au quatrième trimestre 2024 (après +0,1% le trimestre précédent), retrouvant ainsi son niveau d'un an plus tôt. Cette baisse résulte d'un repli de l'emploi salarié dans le secteur privé (-0,3% après +0,1%) ainsi que dans la fonction publique (-0,4% après +0,3%). Par rapport à l'estimation *flash* de début février, l'évolution de l'emploi salarié dans le secteur privé est donc révisée à la baisse de 0,1 point. Dans le privé hors intérim², l'emploi salarié diminue en particulier dans

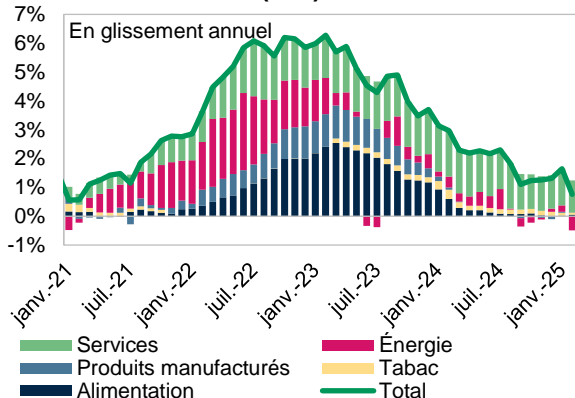
¹ Voir notre publication réalisée à l'occasion « [Conjoncture – Flash PIB : légère baisse de l'activité au T4 \(-0,1%\), la croissance annuelle stable à 1,1% en 2024](#) ».

² Les intérimaires sont comptabilisés dans le secteur tertiaire, indépendamment du secteur dans lequel ils effectuent leur mission.

la construction (-0,6%), et le secteur tertiaire à la fois sur les champs marchand (-0,2%) et non marchand, alors qu'il est quasi stable dans l'agriculture (+0,1%) et dans l'industrie (-0,1%). En outre, la baisse de l'emploi intérimaire se renforce ce trimestre (-2,3% après -0,8%). L'emploi salarié total reste toutefois supérieur de 4,9% à son niveau d'avant la crise sanitaire (fin 2019), soit +1,3 million d'emplois (pour le seul secteur privé, la hausse est de 5,5%, soit 1,1 million d'emplois). Par tranche d'âge, l'emploi salarié n'augmente que pour les seniors ce trimestre (+0,2% pour les 55 ans ou plus), tandis qu'il baisse pour les autres (-0,4% pour les 15-29 ans, et -0,5% pour les 30-54 ans). Par type de contrat, les emplois à durée indéterminée (-0,2%) subissent une baisse moins marquée que les CDD (-1,5%), tandis que les contrats en alternance se redressent un peu (+0,4% après -2,5%).

Les données sur les dépenses de consommation mensuelles des ménages en biens viennent d'être publiées par l'Insee pour janvier 2024. Celles-ci se replient de 0,5% en volume, mais cette baisse ne compense pas totalement la hausse qui avait été enregistrée le mois précédent (+0,7%). Dans le détail, la consommation en biens fabriqués se replie sensiblement (-2,4% après +1,9%), tandis que la consommation alimentaire rebondit (+1,4% après -1,6%) et que celle en énergie décélère (+0,2% après +2,4%). La baisse de la consommation en biens fabriqués s'explique par le recul des achats de biens durables (-3,9% après +2,9%), avec en particulier un repli pour les matériels de transport et plus précisément les motos et voitures neuves, après la forte hausse constatée en décembre en lien avec des évolutions réglementaires, et également le repli des dépenses en habillement-textile (-1,7% après +1,6%). Rappelons que les biens ne représentent qu'environ 40% de la consommation des ménages (contre 60% pour les services).

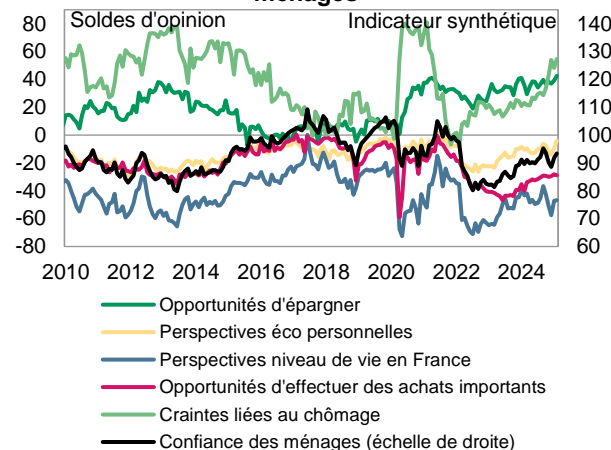
Inflation totale (IPC) et contributions



L'inflation au sens de l'indice des prix à la consommation (IPC) a diminué à 0,8% en glissement annuel en février, après 1,7% en janvier, d'après les résultats provisoires de l'Insee. Cette baisse de 0,9 point en glissement annuel, largement liée à la baisse des prix de l'électricité, ne nous surprend pas puisque cela correspond sensiblement à ce que nous avons estimé dans [notre article de la semaine dernière](#). L'inflation sur un an s'établit ainsi en-deçà de 1% pour la première fois depuis février 2021.

En février, la confiance des ménages regagne un point, à 93, d'après la publication récente de l'Insee. L'indicateur reste certes en-deçà de sa moyenne historique (100), mais il est en hausse depuis décembre, où il s'établissait à 89. Dans le détail, les soldes d'opinion³ relatifs à la situation financière passée et future des ménages augmentent (respectivement +2 points et +5 points), à leur plus haut niveau depuis début 2022. Le solde d'opinion sur l'opportunité d'épargner augmente de nouveau (+4 points après +2 points), et s'établit à son plus haut niveau depuis l'existence de l'enquête mensuelle en 1987 (!). À l'inverse, celui relatif à l'opportunité d'effectuer des achats importants se replie (-1 point après +1 point) et retrouve son niveau de décembre, soit nettement en-deçà de son niveau moyen de longue période, mais tout de même en forte hausse sur un an.

Soldes d'opinion et confiance des ménages

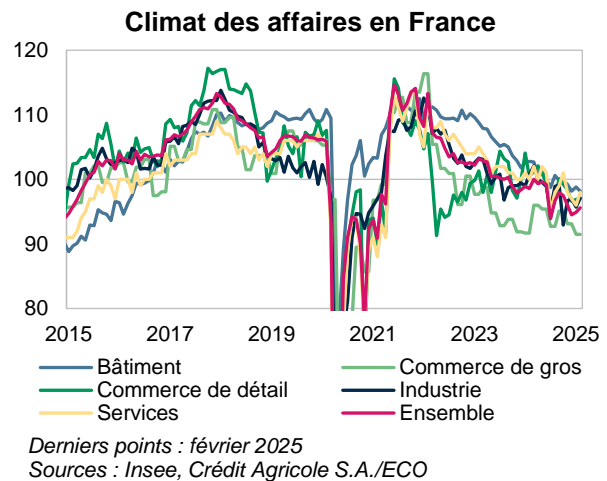


Rappelons que du côté des entreprises, le climat des affaires, publié précédemment par l'Insee, a de nouveau gagné un point en février, à 96. Il reste certes en-deçà de sa moyenne de long terme (100), mais il est toutefois au-dessus du seuil de retournement empirique de l'activité, qui se situe autour de 80⁴. En février, le climat des affaires a augmenté à la fois dans les services (+2 points à 98, après +0 point) et dans l'industrie (+1 point à 97, après -1 point). Il se replie en revanche légèrement

³ Un solde d'opinion est la différence entre le pourcentage de réponses positives (ou « en hausse ») et le pourcentage de réponses négatives (ou « en baisse »).

⁴ Voir notamment le [Document de travail n°2023/2 de la Direction générale du Trésor](#) (octobre 2023).

dans le bâtiment (-1 point à 98, après +1 point), et reste stable dans le commerce de détail (à 97). Le climat de l'emploi a pour sa part décroché (-4 points après +1 point), à 94, soit son plus bas niveau depuis mars 2015, excepté pendant la crise sanitaire. Cette baisse est liée à celle du solde sur les effectifs prévus dans les services (hors intérim).



✓ Notre opinion – Les indicateurs publiés récemment ne remettent pas fondamentalement en cause [nos prévisions pour 2025](#) (notre scénario sera mis à jour et publié début avril). Ceux relatifs au premier trimestre sont compatibles avec nos prévisions d'une croissance modeste (+0,2%) et d'une légère hausse de la consommation des ménages en volume (+0,2%). En effet, les enquêtes confirment que le taux d'épargne devrait rester très élevé, mais le redressement du pouvoir d'achat du RDB devrait tout de même permettre cette hausse de la consommation. Le décrochage des indicateurs avancés d'emploi attire notre attention, et leur évolution restera évidemment à surveiller. Néanmoins, nous avons effectivement prévu un ralentissement très marqué de l'emploi en 2025 et une hausse sensible du taux de chômage, ces prévisions restent donc d'actualité.

Allemagne : changement de chancelier

La semaine a débuté avec l'annonce des résultats des élections fédérales anticipées en Allemagne, confirmant globalement les sondages.

C'est le Parti social-démocrate (SPD) qui a recueilli le plus de votes dans les cités-États de Brême et de Hambourg, ainsi que dans une grande partie de la région métropolitaine du Rhin-Ruhr et de Hanovre. Le parti a remporté 16,4% des voix (9,3 points de moins que lors des élections fédérales de 2021) et a obtenu 20,1% des circonscriptions. L'écart de 3,7 points entre les circonscriptions et les listes électorales suggère que le recul du parti est dû à la mauvaise performance de la coalition et à la faible popularité du chancelier fédéral Olaf Scholz, tandis que l'érosion au niveau local et régional est plus limitée. Scholz a annoncé qu'il ne participerait pas aux négociations pour la formation d'un nouveau gouvernement, laissant la place à Lars Klingbeil, le chef du parti à l'Assemblée fédérale.

Les Verts (*Bündnis 90/Die Grünen*) ont remporté 11,6% des voix (3,1 points de moins qu'en 2021), principalement auprès des populations urbaines des États de l'ancienne RFA. Les mauvais résultats du partenaire de coalition ont conduit à la démission de la tête du parti, vice-chancelier et ministre fédéral de l'Économie, Robert Habeck. Annalena Baerbock ou Ricarda Lang devraient prendre les rênes du parti à l'Assemblée fédérale.

Le Parti libéral-démocrate (FDP) a remporté 4,3% des voix, soit moins que les 5% nécessaires pour obtenir une représentation à l'Assemblée fédérale.

Le parti est la deuxième formation de la coalition à avoir perdu le plus de voix (7,1 points de moins). Les mauvais résultats ont conduit Christian Lindner, chef du parti et ancien ministre fédéral des Finances, à annoncer sa retraite politique.

La Gauche (*Die Linke*) a poursuivi sa rapide et récente ascension, anticipée par les sondages, remportant 8,8% des voix (3,9 points de plus qu'en 2021). Le soutien à la formation anticapitaliste progressiste vient principalement de Berlin et, dans une moindre mesure, des cités-États de Brême et de Hambourg, ainsi que de l'État de Thuringe. Par ailleurs, la gauche nationaliste BSW, issue d'une scission de la Gauche, dirigée par Sahra Wagenknecht, n'a pas franchi le seuil de 5% des votes. Les deux formations, héritières du parti au pouvoir de 1949 à 1989 en RDA, obtiennent ensemble le meilleur résultat depuis l'époque d'Erich Honecker.

L'Alternative pour l'Allemagne (AfD) d'Alice Weidel a obtenu le deuxième meilleur résultat, remportant 20,8% des voix, doublant ainsi son score par rapport aux précédentes élections fédérales. La droite nationale-conservatrice a consolidé sa position dans les États de l'Est et a réalisé des progrès notables dans les États du Sud et de l'Ouest.

Mais c'est l'Union des chrétiens-démocrates (CDU/CSU) de Friedrich Merz qui a gagné les élections fédérales, remportant 28,5% des voix (+4,4 points). Le soutien à l'Union a été notable dans le bastion de Bavière et s'étend au reste des États

de l'ancienne RFA. Comme le SPD, la CDU/CSU a obtenu un pourcentage de voix plus élevé dans les circonscriptions que pour les listes électorales

(2,9 points d'écart), ce qui reflète la faible popularité du probable prochain chancelier fédéral

Notre opinion – L'issue la plus probable des élections fédérales est la reconstitution de la grande coalition entre la CDU/CSU et le SPD, une configuration qui conviendrait aux deux partis. Cependant, la formation d'un nouveau gouvernement ne devrait pas être immédiate. Pour plus d'informations, vous pouvez consulter notre récent [état des lieux pré-électoral](#).

Dimanche 2 mars se tiendront les élections au parlement de la cité-État de Hambourg, où le SPD gouverne en coalition avec les Verts. Bien que les sondages anticipent un recul de la coalition en faveur de la CDU et de l'AfD, le SPD devrait toutefois remporter à nouveau clairement le scrutin, avec probablement 10 points de plus que lors des élections fédérales.

Italie : l'inflation accélère tandis que la confiance baisse

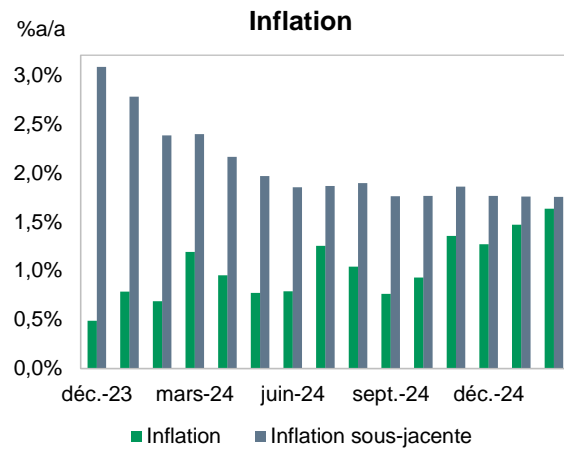
L'inflation a légèrement accéléré en février, atteignant 1,7% sur un an, après 1,5% en janvier. Cette hausse s'explique principalement par la flambée des prix de l'énergie, notamment des énergies réglementées, qui bondissent de 31,5% en un an, contre +27,5% en janvier. Parallèlement, la baisse des prix des énergies non réglementées s'atténue, passant de -3,0% à -1,9%, tandis que les produits alimentaires continuent de se renchérir : +2,9% pour les aliments non transformés et +2,2% pour les produits transformés.

À l'inverse, certains postes de dépenses connaissent un ralentissement. Les prix des transports augmentent de 1,9%, après 2,5% en janvier, tandis que ceux des services culturels et récréatifs passent de +3,3% à +3,0% et que les communications n'affichent plus qu'une hausse de 0,5% sur un an. L'inflation sous-jacente, qui exclut l'énergie et les produits alimentaires frais, reste stable à +1,8%, traduisant une dynamique plus modérée sur l'ensemble des prix à la consommation.

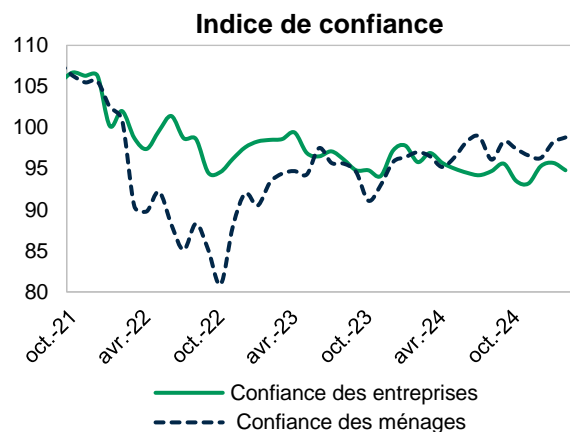
Parallèlement, la confiance des ménages, en hausse depuis plusieurs mois, poursuit sa progression en février, gagnant 0,6 point, à 98,8. Cette amélioration repose sur une meilleure perception de la situation personnelle, avec une progression de 1,2 point du climat personnel, à 98,3. Le climat économique, en revanche, se détériore légèrement, reculant de 1,1 point, à 100,2.

Du côté des entreprises, la tendance est inverse : après plusieurs mois de stabilité, la confiance recule d'un point, à 94,8, son niveau le plus bas depuis début 2024. Seule l'industrie manufacturière résiste, avec un indice en légère hausse à 87,0 (+0,2 point). Dans les autres secteurs, la tendance est au repli :

le commerce de détail recule de 2,3 points, à 104,0, tandis que les services de marché enregistrent une baisse de 1,5 point, à 97,5.



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



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

Notre opinion – La récente augmentation des prix du gaz ravive les souvenirs de 2022, suscitant de nouvelles craintes quant à une reprise de l'inflation. Pour le moment, elle se traduit par une légère accélération de l'inflation, qui reste néanmoins contenue. Toutefois, la hausse des coûts supportés directement par les ménages et les entreprises est bien réelle. À ce titre, les entreprises, particulièrement celles du secteur industriel, commencent à donner de la voix en soulignant qu'elles supportent les coûts de l'énergie les plus élevés, notamment de l'électricité, par rapport à leurs homologues européennes. Face à cette situation, le gouvernement a annoncé un plan d'aide de 3 milliards d'euros pour soutenir les ménages

et les petites et moyennes entreprises (PME). Ce programme prévoit d'allouer 2 milliards d'euros aux ménages et 1 milliard aux PME et sera effectif pendant trois mois. En outre, afin de sécuriser l'approvisionnement énergétique et d'anticiper de nouvelles hausses de prix, l'Italie a également annoncé un renforcement de ses capacités de stockage de gaz, initiant dès février un programme de remplissage accéléré pour stabiliser les coûts dans les mois à venir. Reste à savoir si ces mesures suffiront à contenir l'inflation et à rassurer les acteurs économiques dans un contexte toujours incertain.

Pays émergents

Asie

👉 Chine : DeepSeek, sauveur ou fossoyeur des marchés chinois ?

Ces dernières semaines, l'actualité sur les marchés chinois a été dense, et a souligné certaines mutations en cours. Trois tendances, plus ou moins lourdes et durables se dégagent.

Le phénomène DeepSeek

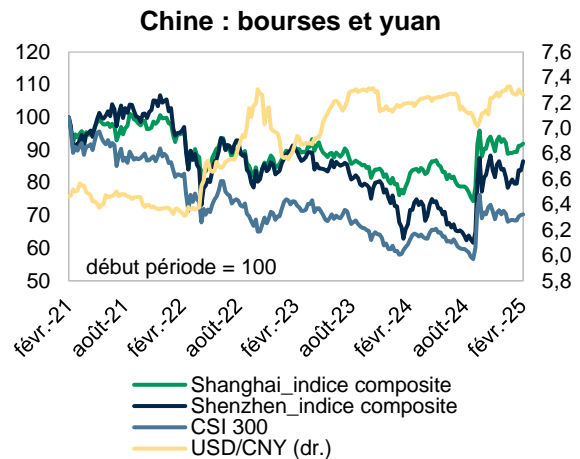
Première tendance, à confirmer, celle d'un « effet DeepSeek ». Présentée le 20 janvier, cette intelligence artificielle, officiellement développée avec un budget minime par rapport aux capitaux investis par les Américains dans ChatGPT ou Perplexity, a fait décoller le cours des actions de la tech chinoise, malmenée ces dernières années.

Il y avait d'abord eu, fin 2020, la descente aux enfers de Jack Ma, patron emblématique d'Alibaba, devenu encombrant, car bien trop « vocal » dans ses critiques – publiques – du système financier chinois après l'annulation de l'introduction en bourse d'Ant, filiale de services financiers de son groupe. Puis le tour de vis réglementaire de l'été 2021, qui avait mis à terre certains sous-secteurs (notamment celui de l'éducation en ligne). Sans compter les enquêtes pour abus de position dominante, mauvaise gestion des données personnelles ou pratiques monopolistiques dirigées à l'encontre d'autres grands noms comme Tencent ou Didi. Les entreprises de la tech chinoise, qui souhaitaient également conquérir des marchés internationaux, et cherchaient à se faire valoriser en bourse, notamment aux États-Unis, avaient également dû renoncer.

Une époque où il ne faisait plus bon afficher sa richesse et sa réussite, surtout quand elles paraissaient avoir été gagnées trop vite, et au détriment des consommateurs. La domination affichée des États-Unis dans l'intelligence artificielle, ainsi que la dépendance de la Chine aux puces et circuits intégrés taiwanais ou coréens laissaient croire que la Chine avait pris du retard, et qu'en mettant au pas le secteur des nouvelles technologies et ses dirigeants, ce retard aurait du mal à être rattrapé.

Mais Jack Ma était bien là, le 17 février dernier. Réintégré au cercle des dirigeants des entreprises des secteurs d'avenir, réunis dans le Palais du Peuple pour un symposium présidé par Xi Jinping lui-même. Une grande messe orchestrée pour afficher le soutien de l'État au secteur privé et aux dernières innovations chinoises, que les entreprises, publiques ou privées, sont invitées à intégrer le plus rapidement possible. Depuis, pas une semaine ne passe sans annonce d'une nouvelle utilisation de DeepSeek par une grande entreprise (Huawei, Tencent, Baidu) ou une grande municipalité

(Changsha, Zhengzhou, Shenzhen). Ce qui donne des ailes aux marchés.



Il semblerait que ces derniers aient envie d'y croire. En septembre dernier, l'annonce d'un soutien plus massif de l'État à l'économie avait également fait souffler un vent d'euphorie sur les bourses chinoises. L'effet était ensuite légèrement retombé, traduisant la déception devant le manque de mesures concrètes, notamment sur le soutien à la consommation. Les conclusions des sessions des deux Assemblées, qui se tiendront à Pékin à partir du 5 mars prochain, seront un nouveau test pour voir à quel point les investisseurs adhèrent ou non aux nouvelles orientations stratégiques de l'économie, et si « l'effet DeepSeek » s'ancre durablement.

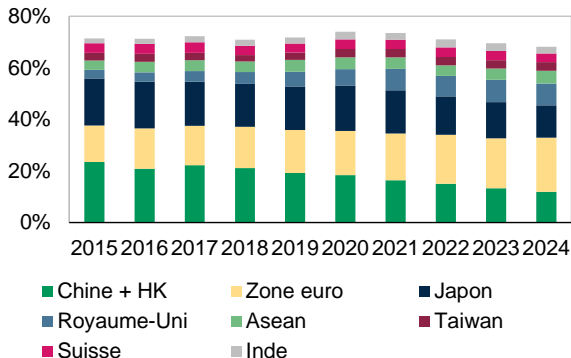
Chine-États-Unis, le découplage passe aussi par les marchés

Deuxième tendance, cette fois de fond, celle de la baisse de la détention de dette américaine. La part de la Chine (et de Hong Kong) parmi les détenteurs étrangers de titres américains est tombée au plus bas depuis 2009, à 11,9%, soit un chiffre divisé par deux depuis 2015. Cela signifie que la valeur des titres souverains détenus par les investisseurs chinois a baissé de 57 milliards de dollars entre 2023 et 2024, et de 500 milliards de dollars depuis 2015 pour atteindre 759 milliards de dollars. Ce chiffre reflète la volonté de la Chine de diversifier les actifs qu'elle détient, notamment dans ses réserves de change. Le pays a par exemple considérablement accru son stock d'or, qui s'élève maintenant à 6% de ses réserves totales.

Il faut toutefois nuancer ces chiffres, qui ne reflètent que partiellement la réalité : s'il est à peu près certain que la Chine s'est engagée depuis 2010 dans une trajectoire de limitation de son exposition à la dette américaine, elle continue également de

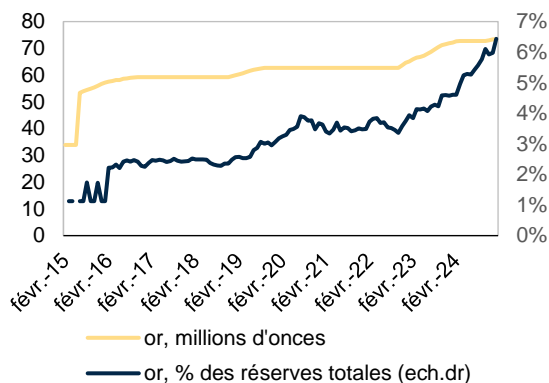
détenir des obligations américaines par le biais de comptes à l'étranger (notamment en Belgique et au Luxembourg, via les dépositaires Euroclear et Clearstream) qui ne sont pas comptabilisées, et investit aussi dans des actions américaines. Impossible donc de connaître le montant véritablement détenu par la Chine. Une certitude en revanche, celle que le pays veut officiellement afficher une moindre dépendance vis-à-vis des États-Unis.

Qui détient les obligations américaines à l'étranger ?



Source : US Treasury, Crédit Agricole S.A./ECO

Chine: stocks d'or



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

Diversification et ancrage

Cette volonté de diversification se traduit également par la réforme annoncée en début d'année, qui vise à faire entrer plus de capitaux de moyen et long terme sur les marchés.

Sont concernés par cette réforme les assureurs, les fonds de pension et les fonds communs de placement. Trois mesures principales :

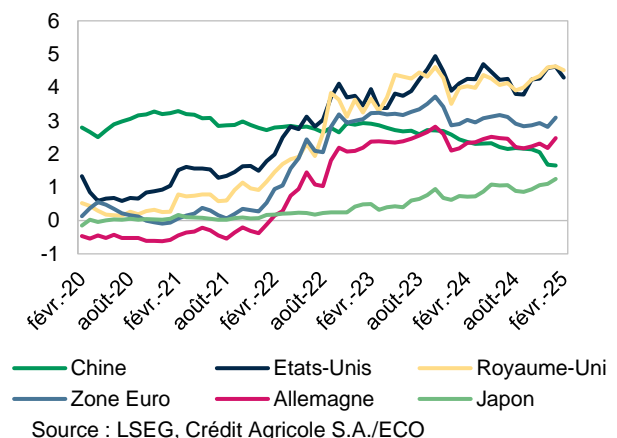
- ✓ hausse de la part des investissements en capitaux des compagnies d'assurance d'État dans les actions de catégorie A (30% des nouvelles primes au minimum) ;

- ✓ hausse des fonds placés dans les marchés de capitaux par le Fonds national de Sécurité sociale ;
- ✓ mobilisation des fonds communs de placement (+10%/an dans les marchés actions sur les trois prochaines années).

Encore peu financiarisée, l'épargne des ménages chinois était jusqu'ici principalement captée par le secteur immobilier. Tout l'enjeu est donc de proposer des produits répondant à un objectif de placement à moyen ou long terme, avec l'idée sous-jacente que le secteur immobilier ne retrouvera probablement jamais son niveau (en termes de dynamisme et de poids dans la croissance et le PIB) de 2021. S'ajoute à cela un enjeu démographique, dans un pays où la population va vieillir et décroître, et où le financement des retraites et de la santé des aînés, deux défis de long terme, va demander de mobiliser beaucoup d'épargne.

Ces derniers mois, la Chine a aussi vu ses taux longs diminuer fortement. Entraînés par une politique monétaire accommodante et par un environnement déflationniste, provoqué par la crise immobilière et la faiblesse de la consommation, les taux longs ont servi de valeur refuge. La PBoC cherche donc à redresser sa courbe des taux, notamment dans un contexte international où les obligations des pays avancés offrent un meilleur profil de risque/rendement que celles de la Chine. Même si le pays est relativement protégé de la volatilité en raison du maintien d'un contrôle des changes et des capitaux, la Chine a connu ces derniers mois des sorties de flux de portefeuille, traduisant un changement d'arbitrage des investisseurs domestiques ou étrangers. Proposer de nouveaux produits, autres que des obligations d'État, proposant de meilleurs rendements répond aussi à un besoin d'attractivité pour conserver l'épargne chinoise.

Taux à 10 ans



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

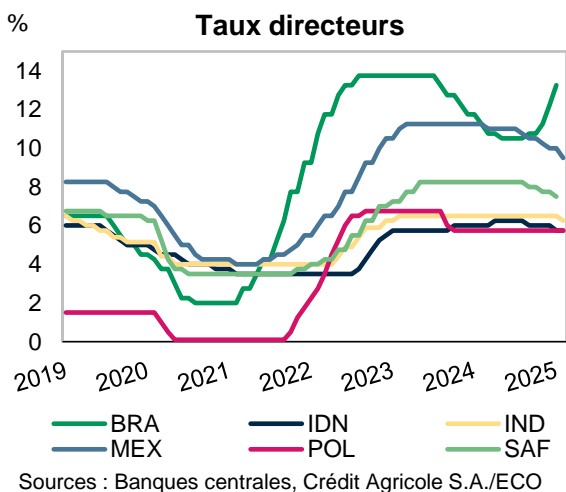
☑ **Notre opinion** – La réforme des marchés chinois fait partie des grands défis structurels généralement cités comme nécessaires pour faire évoluer la Chine vers une économie avancée. Avec des performances en demi-teinte, souvent assez décorrélées de celles de l'économie réelle, les marchés chinois ont connu depuis 2021 de nombreuses turbulences, liées aux valeurs technologiques ou immobilières en particulier. L'arrivée de DeepSeek, ainsi que les efforts engagés par les autorités pour montrer plus de soutien au secteur privé seront-ils suffisants pour attirer de nouveaux investisseurs, qui avaient eu tendance à délaisser les marchés chinois ? Autre point favorable : dans un contexte de marchés baissiers, les titres chinois sont peu chers, notamment comparés aux actions américaines. Alors que la Chine est traversée par une crise de confiance, qui se manifeste surtout chez les ménages par une accumulation d'épargne de précaution, tout l'enjeu serait de convertir cette épargne en investissements dans les secteurs d'avenir. Un pari qui ne résoudra peut-être pas à court terme le problème de la demande intérieure, mais qui correspondrait néanmoins à la vision d'une Chine moderne et à la frontière technologique défendue par Xi Jinping.

Amérique latine

👉 Dette des pays émergents et en développement – Résilience et vulnérabilités

Dans le sillage de l'élection de D. Trump à la Maison Blanche, le dollar s'est apprécié et, alors que les perspectives de baisse rapide du taux des *Fed funds* par la Fed se sont éloignées, les taux d'intérêt longs (*US Treasuries* 10 ans) sont restés élevés. Ils tendent à renforcer l'attractivité américaine aux dépens des pays émergents dont ils fragilisent les cours de change, compliquent l'assouplissement monétaire et alourdissent les coûts de financement en monnaie locale et en devises. Or, ce contexte défavorable prolonge une période post-pandémique elle-même déjà marquée par une hausse sensible des taux « sans risque », des coûts de financement et du niveau de dette. C'est dans cet environnement qu'une nouvelle étude du FMI⁵ évalue les vulnérabilités et défis des économies émergentes en analysant des données clés. Cette étude livre une cartographie générale des risques en insistant sur leurs spécificités selon le niveau de développement (LICs, pays à faible revenu, et EMs, marchés émergents)⁶.

Tout en occasionnant peu de défauts sur la dette souveraine, **la hausse violente des taux d'intérêt liée à la sortie de la crise pandémique a été coûteuse** : une « résilience » coûteuse en termes de recours à des financements plus chers mais aussi d'ajustements fiscaux.



Avec un accès réduit (voire impossible) ou trop onéreux aux marchés extérieurs des capitaux, les pays ont dû augmenter le recours à l'endettement domestique, réduire les dépenses publiques (notamment santé, éducation, investissement) tout

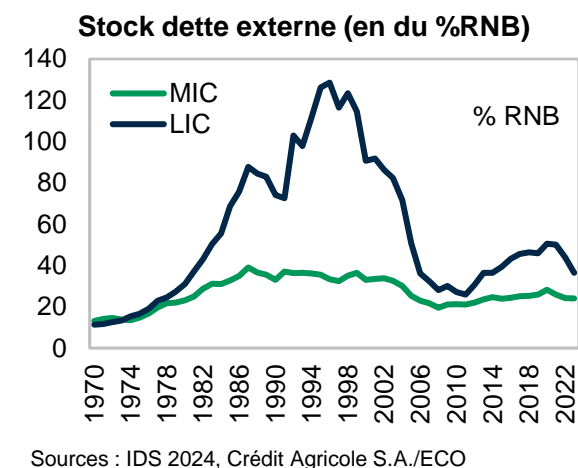
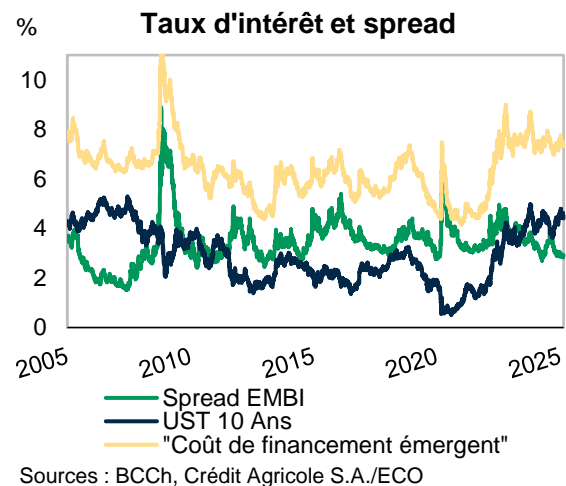
⁵ "Debt Vulnerabilities and Financing Challenges in Emerging Markets and Developing Economies—An Overview of Key Data", FMI, January 2025.

⁶ LIC (selon Banque mondiale) : pays à Revenu National Brut per capita inférieur à 1 145 USD, exemples : grande partie de l'Afrique sub-saharienne (Mali, Togo, Ethiopie...), Syrie, Afghanistan, Yémen et Corée du Nord. MIC : entre 1 146 et 14 005, exemples : Tunisie, Kenya, Nigeria, Argentine, Brésil, Mexique, Turquie, Indonésie...

en accroissant le risque du duo « souverain-banque ».

Malgré le Covid-19, la plupart des pays ont réussi à « survivre » aux difficultés, avec des **risques à court terme limités**. Les analyses de la dette indiquent, en effet, peu de risques de défaut immédiat (14 sur 136 pays en difficulté)⁷ mais signalent des **risques importants à moyen terme**.

Après le choc massif lié au Covid, les marchés ont retrouvé un peu de « sérénité » : le *spread* moyen offert par rapport aux États-Unis est revenu à son niveau d'avant-Covid mais les taux d'intérêt américains sont élevés. Cela se traduit par **un alourdissement des coûts de financement** qui vont, de plus, continuer d'augmenter lors du refinancement de la dette pré-pandémique.



EM (selon FMI) : Autres que les 39 économies avancées, avec un niveau de population, PIB par tête, PIB, et part des échanges « élevée », ce sont des pays comme : Pologne, Hongrie, Argentine, Mexique, BRICS...

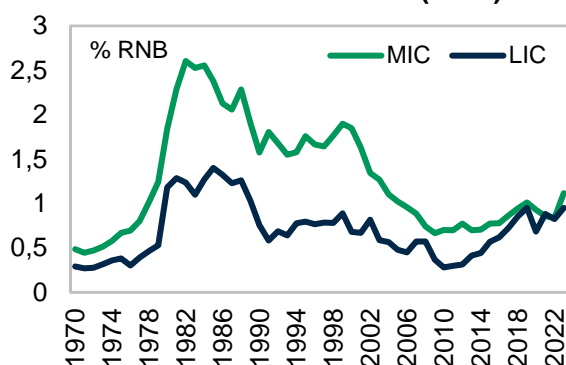
⁷ Les pays ne sont pas cités dans l'article. Il s'agirait de 12 LIC, entre autres : la République du Congo, Djibouti, Éthiopie, Ghana, Zambie, Zimbabwe ; et 2 EM actuellement en procès de restructuration.

Par ailleurs, les niveaux de dette sur PIB sont plus élevés qu'avant la pandémie même s'ils sont faibles au regard de ceux qui prévalaient avant l'initiative HIPC (*Highly Indebted Poor Countries*) de la fin des années 90.

Enfin, **la capacité à faire face aux chocs de liquidité est limitée**. Si les niveaux de réserves sont proches de la moyenne pré-pandémique pour les EMs, ils ont chuté pour les LICs depuis 2020. Les flux de financement externes stagnent ou baissent ; les flux des investisseurs privés sont négatifs et rarement compensés par les multilatéraux.

En termes de vulnérabilité sur l'ensemble de la dette (interne et externe), **le FMI distingue trois types de risques** : *roll-over*, besoins de financement ou coûts élevés. Les petits pays sont souvent face à des problèmes de volumes plutôt que de coût (les amortissements sont élevés et les intérêts sont contenus) tandis que les pays plus grands, avec une dette domestique importante, affrontent un risque accru de lien « pernicieux » souverain-banque.

Paiements intérêts dette externe sur revenu national brut (en %)



Source : IDS 2024. Crédit Agricole S.A./ECO

En ce qui concerne la dette externe, pour les LICs, la pression sur les paiements externes (définie comme le ratio service de la dette/revenus gouvernementaux) a plus que doublé depuis 2010 et

devrait continuer d'augmenter. Or, la capacité des LICs à générer des recettes fiscales domestiques et des devises est faible avec, fréquemment, un ratio de recettes publiques sur PIB inférieur à 15%. La pression exercée par la dette externe est généralement plus faible pour les EMs qui, bénéficiant de marchés financiers plus développés, peuvent recourir davantage à la dette domestique. Mais, le coût de celle-ci a également fortement augmenté.

De nombreux pays disposent cependant de **marges pour élargir leur espace fiscal** : plus de la moitié d'entre eux (dont 60% des LICs et 40% des EMs) ont des recettes publiques inférieures à 15% du PIB. Il est crucial d'améliorer les fondamentaux économiques, surtout pour les pays avec des risques de *roll-over* imminents, qui doivent entreprendre des réformes structurelles pour stimuler la croissance (donc améliorer les recettes fiscales) et les exportations. Ces efforts nécessitent du temps donc le soutien financier des créanciers et partenaires internationaux.

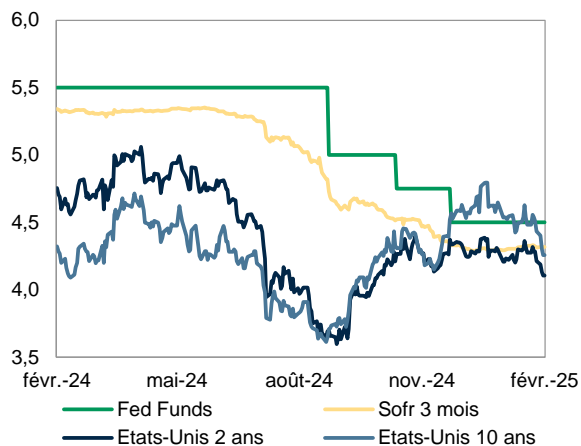
La composition des créanciers détenteurs de dette externe émergente a évolué ces deux dernières décennies : au sein de la dette souveraine des LICs et EMs, la part des membres du Club de Paris a diminué au profit de celle du secteur privé. De plus, la part des créanciers multilatéraux est stable tandis que la dette domestique augmente surtout depuis la pandémie. « L'isolationnisme » se ressent sur le marché de la dette, avec une hausse de la détention par les investisseurs domestiques et les banques centrales (hausse justifiée par leur implication durant le Covid). Les pays innovent en utilisant de nouveaux instruments de dette, comme les contrats publics-privés ou les entreprises publiques avec garantie de l'État : **cela complique l'analyse de la dette et augmentant les risques en cas de restructuration**. Il est essentiel de progresser dans les mécanismes de restructuration de la dette pour un accès plus adapté, prévisible et fiable en cas de besoin. Dans ce contexte, **le rôle des créanciers multilatéraux reste crucial**.

Notre opinion – Globalement, le FMI ne signale pas de périls immédiats mais insiste sur l'augmentation des risques à moyen terme, la complexité croissante de l'analyse de la dette, le rôle décisif des créanciers multilatéraux. L'incertitude liée à la nouvelle administration américaine pourrait ajouter des pressions. Les sources d'alourdissement significatif du coût de la dette sont nombreuses : protectionnisme accru, mouvements de change, chocs potentiels, ralentissement de la croissance, demandes sociales. Par ailleurs, dans le sillage de l'arrêt de programmes d'aide (USAID), les menaces formulées par l'administration américaine de retrait des banques de développement risquent de peser sur les moyens financiers des multilatéraux. Une telle sortie bien que non (encore) actée pourrait se révéler contraire aux intérêts géoéconomiques américains et laisser plus de place à des créanciers déjà très actifs tels la Chine.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

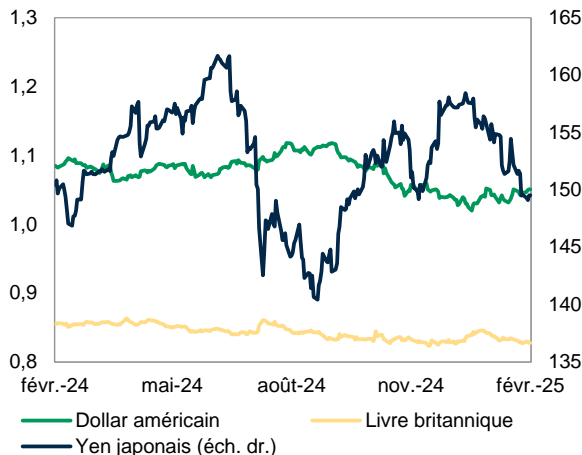
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

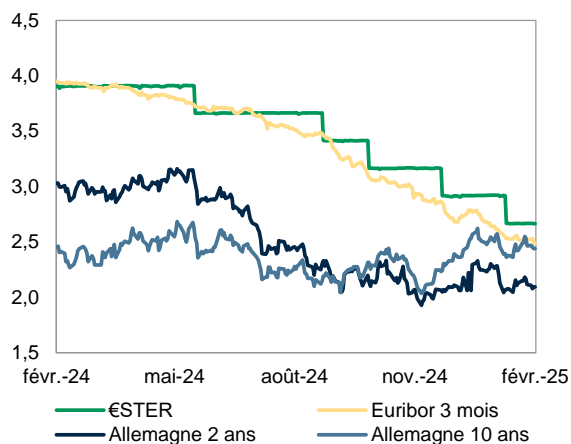
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

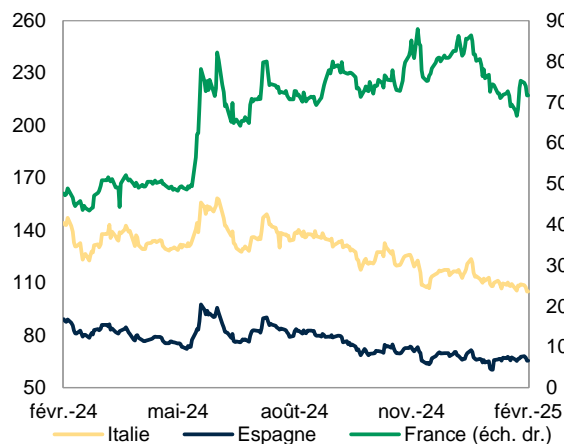
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

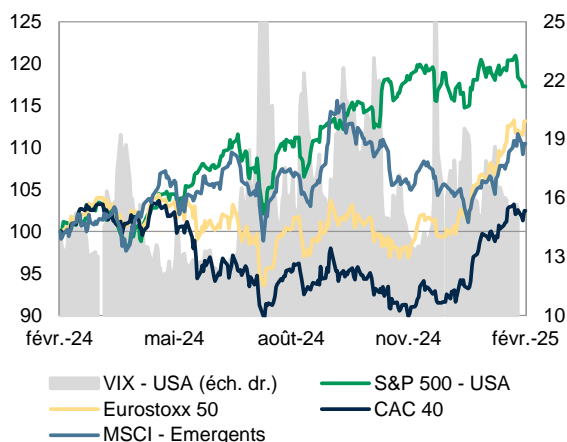
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

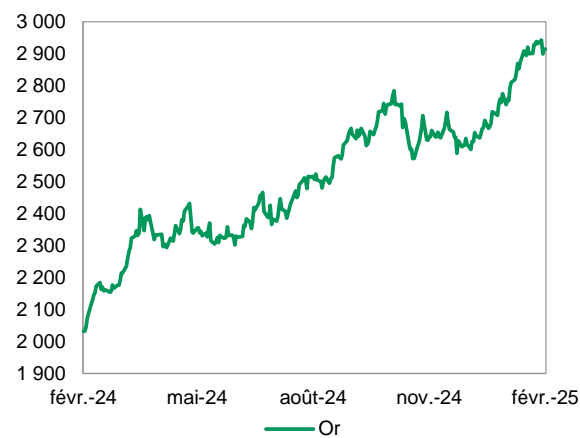
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

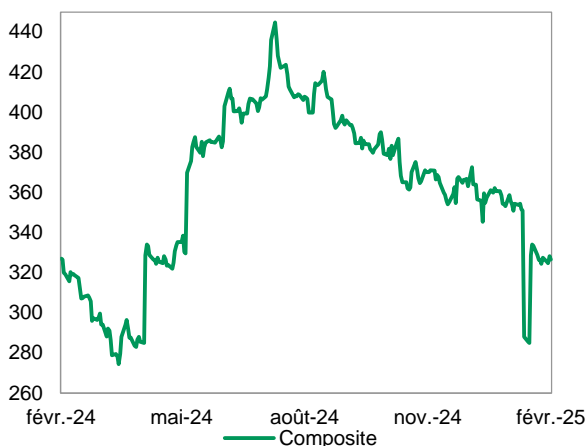
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

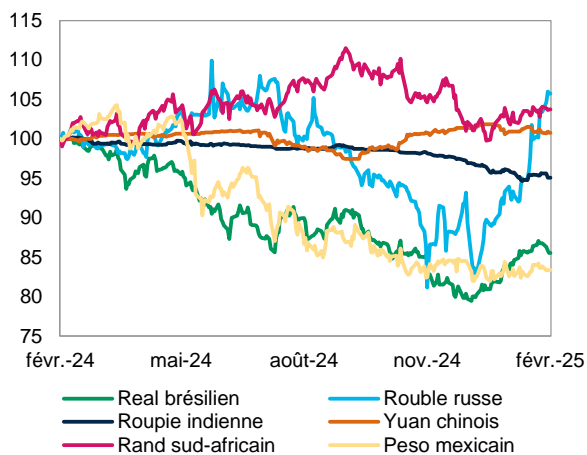
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

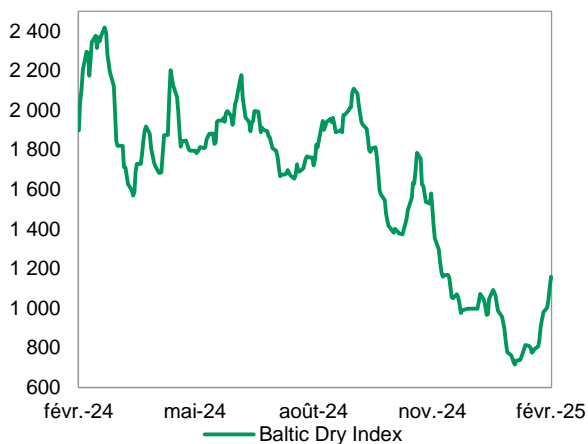
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

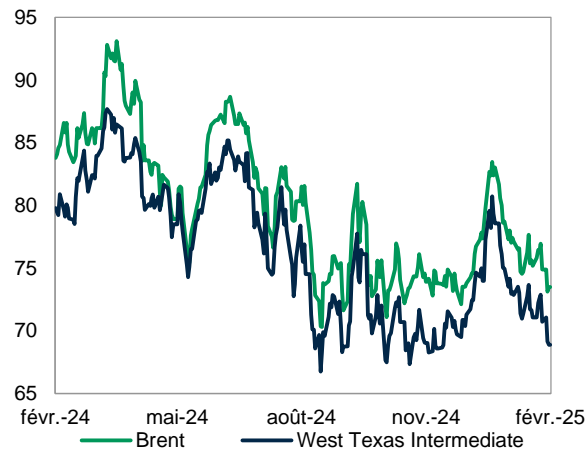
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

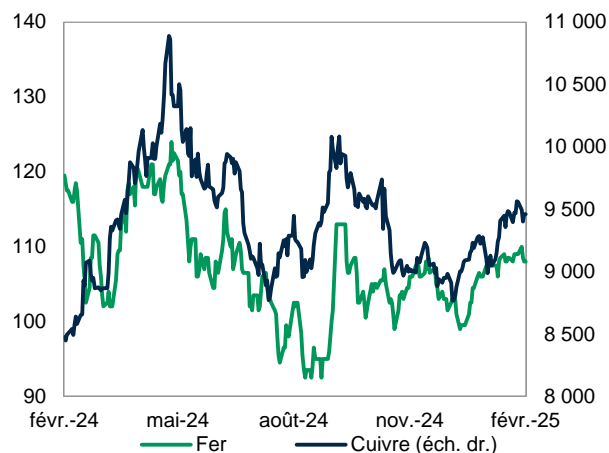
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

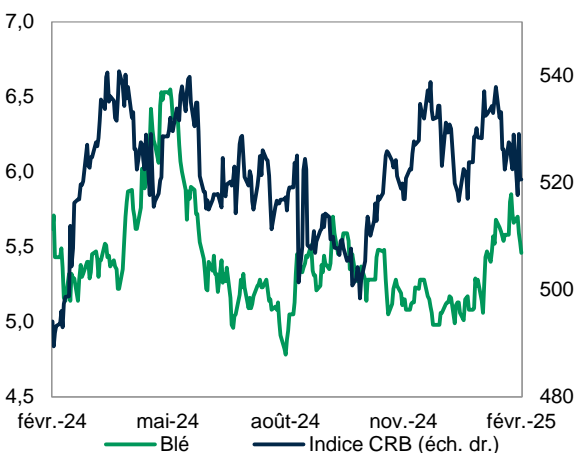
USD/tonne métrique



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
27/02/2025	Mexique – Survol de trois décennies de libre-échange	Amérique latine
26/02/2025	Bahrein – Peut-on vivre la rente par procuration ?	Moyen-Orient
26/02/2025	Immobilier commercial en France – Situation et perspectives : taux de vacance en hausse et amélioration fragile des valeurs vénales prime en 2024	Immobilier, France
25/02/2025	France – L'inflation augmente finalement à 1,7% en glissement annuel en janvier	France
24/02/2025	Zone euro – L'UE responsable de 9% des émissions mondiales de GES en 2022	Zone euro
21/02/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
21/02/2025	Allemagne – Élections fédérales : état des lieux pré-électoral	Zone euro
20/02/2025	Koweït – Le temps des arbitrages ?	Moyen-Orient
19/02/2025	Chili – Réforme décisive du système de retraites	Amérique latine
18/02/2025	Le PIB britannique échappe de justesse à la contraction au T4-2024	Royaume-Uni
18/02/2025	Webconférence Avenir de l'Europe – Nouvelles règles budgétaires : quelles trajectoires pour les dettes publiques ?	Union européenne
18/02/2025	France – Le taux de chômage diminue légèrement au quatrième trimestre 2024, à 7,3%	France
17/02/2025	ECO Tour 2025 : état de l'économie française secteur par secteur	Secteurs, 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

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.