

# Perspectives

Hebdomadaire – N°25/089 – 14 mars 2025

## MONDE – L'actualité de la semaine

|  |   |
|--|---|
| ☞ <i>Les politiques de Trump secouent le statut de valeur refuge du dollar.....</i>                          | 2 |
| ☞ <i>Union européenne : l'excédent commercial en biens vis-à-vis des États-Unis s'accroît en 2024.....</i>   | 4 |
| ☞ <i>France : un peu moins de croissance et d'inflation en 2025 et 2026, selon la Banque de France .....</i> | 5 |
| ☞ <i>Italie : reprise ou sursaut conjoncturel de la production industrielle ? .....</i>                      | 6 |
| ☞ <i>Portugal : l'instabilité politique de retour .....</i>  | 7 |
| ☞ <i>Brésil : inflation en hausse, croissance prête à décélérer .....</i>                                    | 8 |

## 👉 Les politiques de Trump secouent le statut de valeur refuge du dollar

Les annonces du président américain Donald Trump, notamment en termes de droits de douane, ont continué d'inquiéter les investisseurs, redoutant une guerre commerciale virulente entre les États-Unis et le reste du monde. L'hypothèse centrale qui consistait à croire que les menaces tarifaires étaient avant tout un outil de négociation et que la baisse des indices actions pourrait faire fléchir le président américain est désormais fortement remise en cause.

Au cours de la semaine, les indices actions, en particulier américains, ont continué de se replier fortement, le S&P perdant plus de 4%, tandis que les indices actions européens minimisent les pertes pariant sur une hausse des dépenses militaires et d'infrastructure en Allemagne et une possible trêve entre la Russie et l'Ukraine. L'euro s'apprécie face au dollar et dépasse 1,09. Le dollar voit son rôle de valeur refuge affaibli, au moins temporairement. En effet, les investisseurs ont revu brutalement leurs anticipations de l'impact économique de la politique de Trump, mélange de protectionnisme, de coupes budgétaires et de baisse de l'immigration. Les craintes liées à l'augmentation des signaux de ralentissement aux États-Unis éclipsent désormais celles issues d'un risque inflationniste lié aux tarifs douaniers : les anticipations d'assouplissement monétaire de la Fed ont progressé, quoique légèrement. Les marchés tablent sur près de 70 points de base de baisses des taux des *Fed funds* d'ici la fin de l'année, soit environ trois baisses de taux contre deux dans le « dot plot » de décembre.

Mercredi, les droits de douane de 25% sur l'acier et l'aluminium ont été mis en œuvre comme prévu. L'Union européenne a répondu immédiatement par des représailles portant sur des produits importés d'une valeur de 26 milliards d'euros (cosmétiques, vêtements, chaussures, produits agricoles tels qu'oranges et soja, etc.). Leur entrée en vigueur est prévue en avril pour laisser du temps à des négociations avec Washington. La politique commerciale de D. Trump demeure très incertaine ; on pourrait y voir plus clair le 2 avril prochain, date à laquelle l'administration américaine doit se prononcer sur la mise en place de tarifs réciproques.

Sur un autre registre, les marchés ont réagi positivement en cette fin de semaine à la diminution du risque d'une paralysie (« shutdown ») de l'administration fédérale, après que le chef des démocrates au Sénat, Chuck Schumer, a abandonné sa menace de blocage du projet de loi de dépenses républicain. Déjà adoptée par la Chambre des représentants à majorité républicaine, la proposition de budget prolongerait le financement de l'État fédéral jusqu'à la fin de l'année fiscale (30 septembre). Sans adoption d'un texte avant minuit ce vendredi soir, le "shutdown" serait

décrété, impliquant notamment la mise au chômage technique pour des centaines de milliers de fonctionnaires.

Sur le front conjoncturel, les dernières nouvelles américaines continuent de suggérer un renforcement des pressions inflationnistes et un ralentissement de l'activité (sans récession). Côté prix, la hausse des prix à la consommation (indice CPI) et celle des prix à la production (indices PPI) ont toutes deux surpris favorablement en février mais l'analyse détaillée des indices apporte quelques nuances. Pour le CPI, on observe une hausse de 0,2% sur le mois à la fois pour l'indice total et l'indice sous-jacent (0,5% et 0,4% respectivement en janvier et en février). L'inflation sur un an baisse à 2,8% (anticipation du consensus 2,9% ; 3% en janvier). L'inflation sous-jacente se replie de 3,3% en janvier à 3,1%. Néanmoins, le ralentissement des prix est largement le fait des composantes volatiles, notamment les tarifs des compagnies aériennes (-4% sur le mois), tandis que certains services (restauration par exemple) continuent d'afficher une inflation assez forte, de même que certains produits hors énergie (avant même que les droits de douane soient appliqués). Quant aux prix à la production (PPI), ils ont ralenti en février. Le PPI est stable sur le mois, tandis que le PPI sous-jacent recule légèrement (-0,1%). Leurs hausses respectives sur un an se replient à 3,2% (3,7% en janvier) et à 3,4% (3,8% en janvier).

Les implications pour les prévisions du PCE, le déflateur des dépenses de consommation qui est l'indicateur d'inflation privilégié par la Réserve fédérale, sont mitigées. Mais, les évolutions récentes conduisent à anticiper une hausse marginale de l'inflation PCE en février (à 2,7% contre 2,6%, selon les prévisions des stratégestes de CACIB), couplée à une légère accélération du PCE sous-jacent. Si ces prévisions s'avèrent correctes, elles ne devraient ni modifier la position attentiste de la Réserve fédérale, ni introduire de suspense pour le prochain FOMC de mars. La Fed devrait choisir le *statu quo* pour la deuxième fois consécutive après avoir opéré un assouplissement monétaire de 100 points de base au cours de la seconde moitié de 2024. Elle laisserait le taux des *Fed funds* dans la fourchette actuelle de 4,25%-4,50%, en ligne avec les anticipations des marchés.

Côté activité, les enquêtes récentes auprès des entreprises tendent à corroborer notre scénario central de ralentissement marqué de la croissance dans les prochains mois mais sans « vraie récession ». L'indice PMI composite (*composante output*) recule pour le second mois consécutif en février, tout en se maintenant en territoire d'expansion. Les commandes ralentissent dans les services et les entreprises s'inquiètent de plus en plus de l'impact des droits de douane sur la demande. Dans l'industrie, on observe une

accélération (sans doute temporaire) des nouvelles commandes (et de l'activité) en raison d'un renflouement des stocks avant la mise en place effective des tarifs douaniers. Une hausse des pressions sur coûts de production vient accentuer la détérioration du climat des affaires : les pressions sur les prix de vente augmentent sensiblement, en particulier dans l'industrie où l'indice des prix des *outputs* atteint un plus haut depuis deux ans.

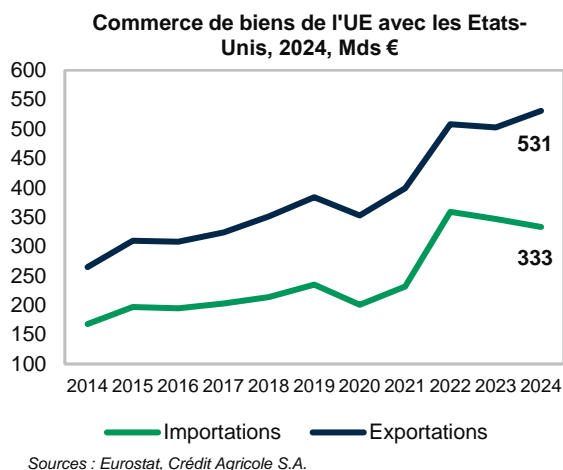
Après le rapport sur l'emploi de vendredi dernier, issu de l'enquête auprès des ménages, signalant une nette détérioration des chiffres d'emplois et une légère hausse du taux de chômage (à 4,1%), le

rapport JOLTS (*Job Openings and Labor Turnover Survey*) du *Bureau of Labor Statistics* publié cette semaine n'est pas susceptible de renforcer les inquiétudes de la Fed. Le chiffre des offres d'emploi a surpris à la hausse, le taux de démissions a augmenté tandis que le taux de licenciements a encore baissé. De plus, les demandes initiales d'allocations chômage restent très faibles, signalant le peu d'impact des mises à pied du DOGE, jusqu'à présent. Nous continuons d'anticiper un assouplissement relativement modeste du marché du travail.

## Zone euro

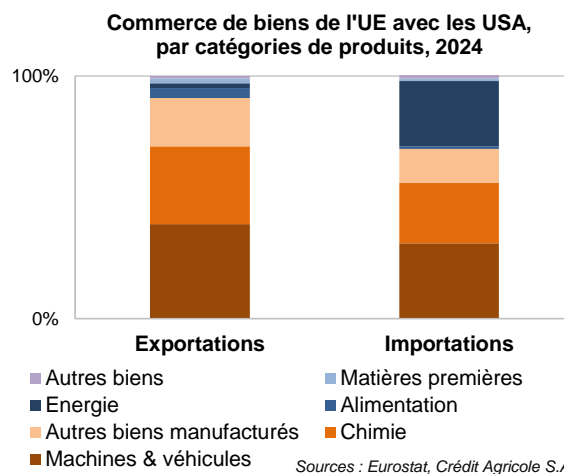
### Union européenne : l'excédent commercial en biens vis-à-vis des États-Unis s'accroît en 2024

Les données du commerce de biens entre l'Union européenne et les États-Unis sur l'année 2024 montrent une nouvelle hausse de l'excédent du Vieux Continent sur son partenaire américain. En effet, les exportations de l'UE vers les États-Unis ont augmenté de 5,5% en 2024 (531,6 milliards d'euros) tandis que les importations ont chuté de 4% (333,4 Mds €). L'excédent commercial européen sur les États-Unis s'établit donc à 198,2 Mds € en 2024, en hausse de 21,2%. On peut aussi observer que les exportations européennes vers les États-Unis sont en hausse depuis 2023 alors que les importations déclinent depuis la période post-Covid, ce qui participe fortement à l'accroissement de cet excédent commercial.



Les deux zones demeurent d'importants partenaires commerciaux en termes de marchandises échangées. En témoigne le fait que les États-Unis font office de première destination pour les exportations de biens européens (hors UE), 20,6% des biens y étant exportés en 2024. Ensuite, on trouve le Royaume-Uni (13,2% des exportations) et la Chine (8,3%). En outre, 13,7% des importations du Vieux Continent proviennent des États-Unis, ce qui en fait la deuxième source d'importations de biens de l'UE en 2024 derrière la Chine (21,3%). Plus précisément, ce sont l'Allemagne, les Pays-Bas

(68 Mds €) et la France (44 Mds €) qui importent le plus depuis les États-Unis (environ 15% de leurs importations totales). Par ailleurs, 20 pays sur 27 dégagent un surplus de leurs échanges en biens avec les États-Unis en 2024. L'Allemagne est en tête (92 milliards d'euros d'excédent) avec l'Italie (38 Mds). La France quant à elle s'en sort avec un léger surplus de 2 milliards d'euros. À l'inverse, parmi les sept pays ayant un déficit, les Pays-Bas ont le plus prononcé (24 Mds €) suivis par l'Espagne (6 Mds €).



Concernant la nature des marchandises échangées, ce sont les biens manufacturés (chimie, machines & automobiles et autres biens manufacturés) qui dominent les échanges. En effet, en 2024, ils représentaient 91% des exportations européennes sur le sol américain contre 8% pour les biens primaires (alimentation, matières premières et énergie). En détail, les machines & véhicules (102 Mds €) et la chimie (92 Mds €) dégagent de solides excédents. En termes d'importations, le débat est plus équilibré. Les produits manufacturés ne représentent plus que 69% tandis que les produits primaires pèsent 29%, notamment à cause de l'importation conséquente d'énergie américaine qui fait suite à la décision de se détourner du gaz russe (déficit européen de 65 Mds € sur l'énergie).

**Notre opinion** – L'Union européenne a fortement accru son excédent commercial en biens vis-à-vis des États-Unis en 2024 (+21,2%). Cette hausse est due au solde positif de machines & véhicules et de produits chimiques ainsi qu'au ralentissement des importations d'énergie américaine.

Les tarifs douaniers de 25% sur l'acier et l'aluminium brandis par Donald Trump viennent répondre à cet excédent européen dans des secteurs clés tels que l'automobile ou encore la chimie. En représailles, Ursula von der Leyen a promis des droits de douane, dès le 1<sup>er</sup> avril 2025, sur près de 26 milliards d'euros de marchandises en provenance des États-Unis. Par conséquent, en 2025, le commerce transatlantique pourrait faire les frais de cette guerre commerciale récemment déclenchée.

## France : un peu moins de croissance et d'inflation en 2025 et 2026, selon la Banque de France

La Banque de France a publié les résultats de son enquête mensuelle de conjoncture de début mars, ainsi que ses projections macroéconomiques intermédiaires. Comme le mois précédent, l'enquête suggère une croissance positive mais faible au premier trimestre, comprise entre 0,1% et 0,2%. Par rapport à ses dernières prévisions à moyen terme (décembre 2024), la Banque de France révisé à la baisse sa prévision de croissance pour cette année et la suivante, à respectivement 0,7% et 1,2%. La prévision d'inflation est également abaissée pour ces deux années, à respectivement 1,3% et 1,6% en moyenne annuelle au sens de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Les prévisions de taux de chômage restent inchangées, avec une hausse à 7,8% en 2025 et 2026, avant un reflux en 2027.

Les résultats de [l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France de début mars](#) révèlent que l'activité aurait de nouveau progressé en février dans l'industrie, contrairement à ce qui avait été anticipé le mois dernier. L'activité aurait en revanche peu augmenté dans les services marchands et le bâtiment. Les chefs d'entreprises anticipent une légère progression de l'activité en mars dans les services marchands, tandis qu'elle évoluerait peu dans l'industrie et le bâtiment. Bonne nouvelle, l'indicateur mensuel d'incertitude reflue dans les services marchands, et plus fortement encore dans le bâtiment, après avoir augmenté le mois précédent. L'institution attribue ce repli à l'adoption de la loi de finances. L'indicateur reste en revanche stable dans l'industrie, les industriels citant le contexte international comme principal facteur d'incertitude, avec en particulier des inquiétudes sur les droits de douane américains dans des secteurs comme la métallurgie, les produits métalliques et les biens d'équipement. Les réponses à l'enquête suggèrent aussi que la normalisation se poursuit en matière d'évolution des prix de vente, et de difficultés de recrutement.

Compte tenu des éléments tirés de son enquête, qu'elle complète traditionnellement par d'autres indicateurs conjoncturels, la Banque de France anticipe une croissance du PIB comprise entre 0,1% et 0,2% au premier trimestre, comme le mois dernier. La valeur ajoutée serait tirée par les services marchands (après le contrecoup des Jeux olympiques et paralympiques de Paris observé au quatrième trimestre 2024), l'agriculture et l'énergie, tandis qu'elle serait stable dans l'industrie manufacturière et la construction.

Dans ses [projections macroéconomiques intermédiaires de mars](#), la Banque de France révisé à la baisse ses prévisions de croissance et d'inflation pour les deux années à venir. La croissance du PIB est désormais attendue à 0,7% cette année (contre 0,9% dans les projections de décembre 2024), puis à 1,2% en 2026 (contre 1,3%). L'institution table

toujours sur une croissance de 1,3% en 2027. Dans le détail, la révision pour 2025 provient de la baisse de la contribution des variations de stocks à la croissance (-0,2 point), vraisemblablement par effet d'acquis. La révision pour 2026 s'explique par une progression moindre de l'investissement et de la consommation publique.

En termes d'inflation, la Banque de France revoit également ses prévisions en baisse en 2025 et 2026, à respectivement 1,3% (-0,3 point) et 1,6% (-0,1 point) en moyenne annuelle pour l'IPCH. Ces révisions sont liées à une inflation sous-jacente au sens de l'IPCH hors énergie et alimentation qui serait moins dynamique (révisée de -0,4 point en 2025, à 1,8%, et de -0,1 point en 2026, à 1,8%). En particulier, la progression des salaires s'est avérée moins forte que prévu en 2024 (-0,3 point à 2,5% pour le salaire moyen par tête, SMPT), et devrait également être moins soutenue qu'initialement prévu en 2025 (-0,4 point à 2,4%), avec donc une décélération des prix des services plus importante que précédemment anticipé. En 2027, l'inflation est toujours attendue en hausse à 1,9% au sens de l'IPCH, et l'inflation sous-jacente serait stable à 1,8%. Les salaires (SMPT) accélèreraient en 2026 (à 2,8%), et leur progression serait quasi stable en 2027 (à 2,7%).

Les destructions nettes d'emplois devraient être moins nombreuses en 2025 que ce qu'avait prévu la Banque de France en décembre, après une plus forte hausse de l'emploi en 2024. Ses prévisions de taux de chômage restent toutefois inchangées en moyenne annuelle, et celui-ci devrait ainsi augmenter à 7,8% pour la France entière en 2025, avant de se stabiliser à ce niveau en 2026, et de refluer à 7,4% en 2027.

La prévision de la Banque de France prend en compte la hausse de 10 points de pourcentage (pp) des droits de douane américains sur les importations chinoises, et les mesures de la Chine prises en représailles (avec un impact très réduit sur la France). En revanche, elle ne retient pas de hausse des droits de douane pour le Canada et le Mexique, ni pour l'Union européenne (UE). L'incertitude liée à ces mesures est toutefois prise en compte, avec un impact négatif sur l'activité en France (impact de -0,1 point sur le PIB en 2025). Les annonces de la Commission européenne pour augmenter les dépenses militaires, et celles débattues en Allemagne, ne sont pas non plus intégrées. Au niveau national, la Banque de France a bien pris en compte la loi de finances pour 2025 du 14 février. Les aléas autour de la prévision sont multiples. Les risques restent principalement orientés à la baisse sur la croissance (potentielles hausses de droits de douane américains et réponses européennes). Des dépenses militaires accrues constituent toutefois des risques haussiers sur la prévision de PIB en fin de période.

La Banque de France propose une quantification du risque « droits de douane ». Elle modélise ainsi une hausse de 25 points de pourcentage des droits de douane américains sur les importations en provenance de l'UE. Les estimations du modèle ECB-Global indiquent une baisse du PIB de la zone euro après quelques trimestres, et un effet maximal de l'ordre de -0,3% après 1 à 2 ans. Sont inclus les effets directs sur les exportations européennes, ainsi que les effets indirects induits par le ralentissement économique américain (avec en particulier une politique monétaire probablement plus restrictive), et

mondial. L'impact sur le PIB et l'inflation en Europe dépendrait toutefois de la réaction du taux de change, de la réponse de l'Union européenne, de l'éventuelle réorientation des exportations chinoises vers le marché européen... Avec donc encore beaucoup d'incertitudes. Les effets sur l'inflation européenne sont ambivalents, et seraient dans tous les cas limités. La France subirait un impact économique moindre que la zone euro en moyenne, du fait d'une plus faible exposition de ses exportations au marché américain.

**Notre opinion** – La prévision de croissance de la Banque de France pour 2025 et 2026 est assez proche de celle de notre scénario de décembre, avec une croissance un peu plus faible en 2025 (0,7% contre 0,8%) et un peu plus forte ensuite en 2026 (1,2% contre 1,1%). Ce qui nous paraît le plus étonnant dans la prévision de la Banque de France est l'accélération marquée des salaires anticipée pour 2026. Notre scénario pour la France sera révisé prochainement, avec une publication prévue début avril.

La forte incertitude sur le plan du commerce international (droits de douane américains et mesures de rétorsion), et les récentes annonces au niveau européen (éventuelles dépenses militaires supplémentaires, plan allemand d'investissement en infrastructures), rendent actuellement compliqué l'exercice de prévision. L'étude d'impact proposée par la Banque de France d'une hausse de 25 points de pourcentage des droits de douane américains sur les importations européennes illustre toutefois que l'effet sur l'économie française devrait rester assez limité au niveau macroéconomique, même si certains secteurs pourraient s'en tirer plus mal. Une chose est claire : dans le cas d'une guerre commerciale, nous serons tous perdants.

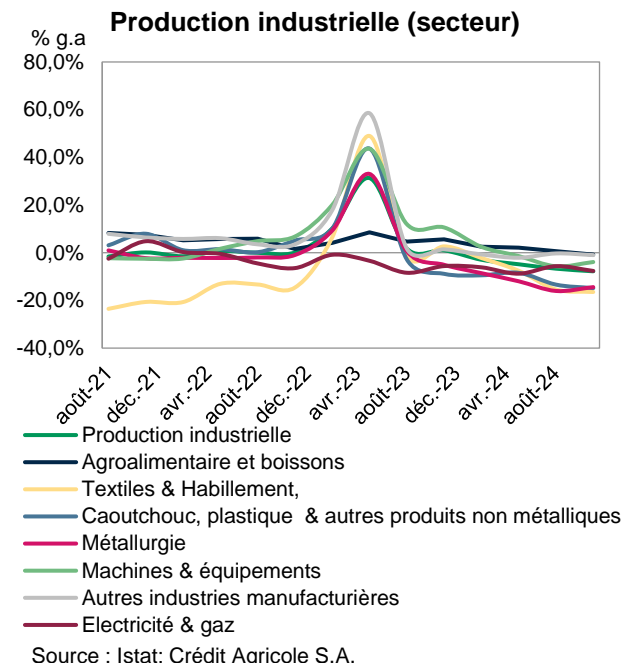
**Italie : reprise ou sursaut conjoncturel de la production industrielle ?**

La production industrielle en Italie a montré une légère reprise en janvier 2025, augmentant de 3,2% par rapport au mois précédent. La hausse de la production concerne l'ensemble des catégories de biens, à l'exception de l'énergie (-3,4%), avec +4,1% pour les biens d'équipement, +4% pour les biens intermédiaires et +2,6% pour les biens de consommation.

La reprise de janvier a certes permis de compenser plus que largement la forte baisse de décembre (-2,7%), mais ne semble pas marquer une réelle inversion de la tendance. En effet, sur les trois derniers mois (de novembre à janvier), l'indice de production est resté stable. De même, en glissement annuel, la production est plus contenue à +0,6%. Certains secteurs semblent néanmoins se démarquer, notamment la production de produits pharmaceutiques, qui augmente de +21,7% en glissement annuel, sortant d'un cycle de baisse de plusieurs mois, mais aussi l'industrie du bois, du papier et de l'imprimerie (+4,2%), ainsi que la fabrication de produits chimiques (+4,3%).

Les secteurs déjà en difficulté semblent continuer à souffrir du contexte conjoncturel, avec en janvier des contractions encore notables dans la fabrication de

matériel de transport (-13,1%), mais également dans l'industrie du textile (-12,3%).



**Notre opinion** – Il est difficile d'envisager pour le moment une franche reprise de la production dans l'industrie, même si certains signaux positifs commencent à se manifester. En effet, le contexte reste peu porteur avec un ralentissement de la demande intérieure et, notamment, de la consommation, confirmé par les comptes nationaux du 4<sup>e</sup> trimestre. Le contexte extérieur reste également difficile avec un recul des exportations en fin d'année, plombé par la demande des partenaires européens. Le risque d'un

*renforcement de la politique protectionniste américaine dans cette conjoncture constitue un nouveau défi, étant donné que les États-Unis sont le premier partenaire commercial hors Europe de l'Italie.*

*Les conditions de production sont aussi une source de difficultés supplémentaires. La hausse récente des prix de l'énergie vient peser davantage sur des secteurs industriels qui subissent déjà un désavantage comparatif en raison de leurs besoins en énergie. En effet, bien que l'inflation des prix à l'importation soit modérée en moyenne, les prix à la production des biens énergétiques s'accroissent en janvier, tant en termes conjoncturels (+1,6% après +0,6% en décembre) qu'en termes tendanciels (+4,4% ; +1,1% en janvier), interrompant la série de valeurs négatives qui durait depuis avril 2023.*

*Cependant, des nouvelles positives sont à signaler. Premièrement, la valeur ajoutée dans l'industrie a augmenté au cours du dernier trimestre de +0,9%, et s'est accompagnée d'une reprise de l'investissement en machines et équipements de +3,2%. De même, le chiffre d'affaires dans l'industrie a progressé au cours du dernier trimestre. Enfin, les enquêtes montrent des signes d'amélioration également. En février, la confiance des entreprises dans l'industrie manufacturière s'est améliorée grâce à des évaluations des commandes en hausse et le PMI s'est amélioré à 47,4 bien qu'il soit encore sous le seuil des 50.*

### Portugal : l'instabilité politique de retour

Le gouvernement de centre-droit de Luís Montenegro s'est effondré après avoir perdu une motion de confiance clé, déclenchant des élections anticipées. À peine un an après son investiture, L. Montenegro est contraint de quitter le pouvoir en raison d'un scandale de conflit d'intérêts impliquant son entreprise familiale. Le Parti socialiste et l'extrême droite de Chega ont saisi l'occasion pour rejeter la motion de confiance votée hier. Cette

nouvelle crise politique marque la troisième élection générale en trois ans. En 2022, le rejet du budget du gouvernement socialiste d'António Costa avait conduit à des élections anticipées, suivies par un nouveau scrutin en 2024 après un scandale de corruption. Ce climat d'instabilité a renforcé Chega, qui a obtenu 18,1% des voix et 50 sièges au Parlement, devenant un acteur clé du paysage politique portugais.

**☑ Notre opinion** – *La situation politique du pays contraste avec la bonne performance économique : il y a deux semaines, nous assistons à l'amélioration de la notation de crédit du Portugal par S&P, qui reflète l'effort continu de consolidation budgétaire et de désendettement externe, qui a conduit à une réduction significative de la dette publique, passant de 134% du PIB en 2020 à 96% en 2024. Cependant, le contexte économique est loin d'être stable : la convocation imminente d'élections anticipées et la montée des partis populistes génèrent une incertitude quant à la poursuite de ces politiques.*

*Malgré ces progrès, l'ajustement budgétaire n'est pas exempt de risques. La pression sur les dépenses liées aux retraites continue d'augmenter sans réponse concrète prévisible avant 2026, et l'engagement à porter le budget de la défense à 2% du PIB d'ici 2029 pourrait dégrader les finances publiques. Tout cela se produit dans un contexte de ralentissement de la croissance économique qui, bien qu'attendue au-dessus de la moyenne de la zone euro (2,4% contre 1,0% en 2025), dépend fortement de l'exécution efficace des fonds NextGen EU. Tout retard dans leur débloccage pourrait compromettre les perspectives de croissance et, à terme, l'actuel régime budgétaire. La fragmentation politique pourrait affaiblir la confiance des investisseurs si la continuité des réformes structurelles n'est pas garantie. En outre, la possibilité de nouveaux droits de douane imposés par les États-Unis à l'UE représente un risque pour les exportations portugaises, qui ont été un pilier de la reprise économique. En somme, le Portugal se trouve dans une position économique favorable, mais avec une stabilité politique fragile.*

## Pays émergents

### Amérique latine

#### Brésil : inflation en hausse, croissance prête à décélérer

L'économie brésilienne a enregistré une croissance supérieure à 3%, excédant les anticipations formulées au début de l'année 2024. Le Brésil a donc bénéficié d'une expansion soutenue au cours des quatre dernières années grâce notamment au soutien budgétaire, à la hausse des salaires, du pouvoir d'achat des ménages mais aussi grâce à la demande chinoise. Une croissance robuste mais excédant la croissance potentielle : un « surrégime » qui a généré hausse des prix, des taux d'intérêt et des importations sans se traduire par une baisse du niveau de la dette qui, dans un contexte de forte incertitude généralisée, a alimenté la dépréciation du réal, renforçant ainsi l'inflation. Bien que le taux d'investissement se soit redressé, il est prématuré de diagnostiquer une élévation du potentiel de croissance. Enfin, à la faveur de l'accélération de l'inflation et du resserrement monétaire, dans un contexte de fragilité du change et de contrainte fiscale forte, des signaux de décélération ont émergé.

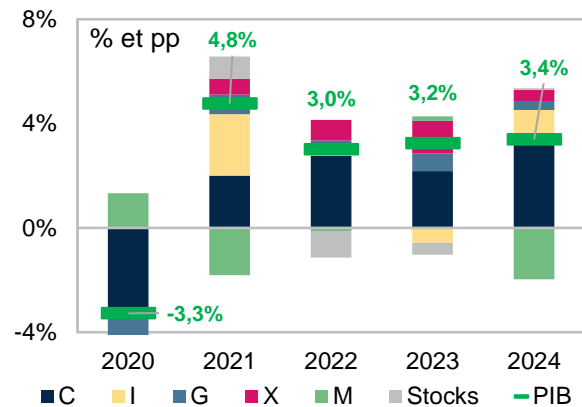
#### **Croissance, inflation, marché du travail : les premiers craquements**

Prévue à seulement 2% au début de l'année 2024, la croissance brésilienne n'a cessé de déjouer les prévisions et les chiffres récemment publiés ont confirmé son excellente tenue (3,4% en moyenne annuelle) : une performance qui excède celles de 2023 (3,2%) et de 2022 (3%), pourtant déjà substantielles. La seule consommation (contribution de 3,2 points de pourcentage, pp), qui a bénéficié d'une hausse des crédits à la suite de la baisse des taux d'intérêt en début d'année, explique très largement la croissance du PIB. L'investissement a bien résisté (progression de 7% en termes réels) tandis que la consommation publique a modestement contribué. Cette croissance s'est cependant accompagnée d'une forte augmentation des importations, se traduisant par une contribution nette négative à la croissance et une « évaporation » de l'excédent commercial passé de 2,4% du PIB en 2023 à 0,8% du PIB en 2024.

Des signes de décélération sont visibles. Les derniers chiffres de consommation ont été plus bas qu'attendu, reflétant une détérioration de la confiance des ménages, fortement impactés par l'inflation. Le marché du travail commence à fléchir et le taux du chômage, bien que toujours historiquement bas, enregistre en janvier une légère augmentation, la première après neuf mois consécutifs de baisse. La bonne performance de l'industrie, malgré quelques signes de faiblesse, a permis d'atténuer la décélération des services. D'autres indicateurs, comme les importations (notamment de biens intermédiaires) et les ventes

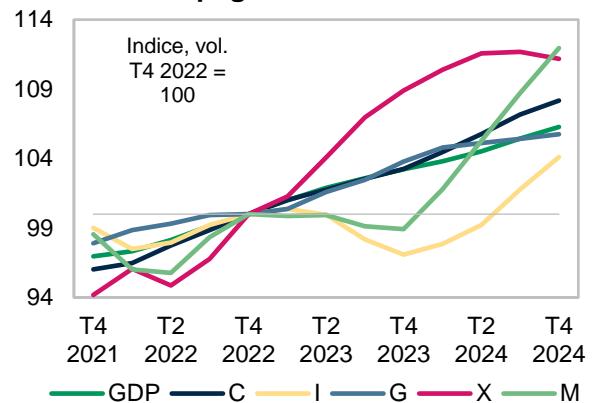
de détail, se montrent néanmoins résistants. Si la hausse des salaires a ralenti, leur progression cumulée au cours des derniers mois devrait continuer à soutenir la consommation.

#### Croissance et contributions



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

#### Rattrapage voire emballement



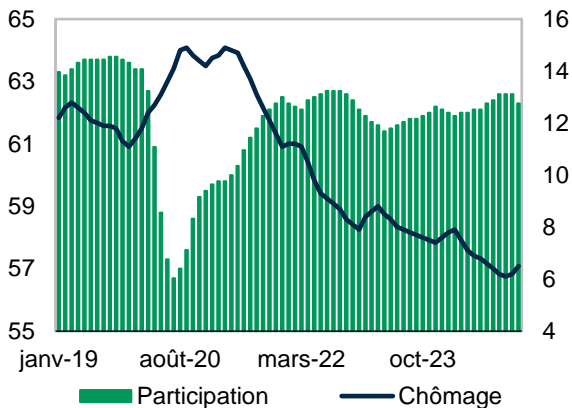
Sources : IBGE, Crédit Agricole S.A./ECO

L'inflation a atteint 4,8% en 2024, bien au-delà des 3,9% prévus en début d'année. Les prévisions pour fin 2025 restent élevées (à 5,1%, excédant la fourchette cible de 3% ± 1,5%) et la décélération économique prévue ne semble pas suffisante pour « terrasser » l'inflation. Cette dernière a été alimentée par la robustesse de l'activité économique, le dynamisme du marché du travail, la hausse des salaires et la dépréciation du Real en 2024. Du côté des composantes, depuis le second semestre 2024, la hausse de l'inflation est principalement due aux prix des services, notamment l'éducation et la santé. De plus, l'inflation alimentaire (part la plus importante de l'indice des prix IPCA, qui impacte sévèrement les ménages, notamment les plus modestes) a accéléré au point d'excéder 7% depuis novembre. Le dernier chiffre indique une inflation annuelle toujours élevée (5,1%



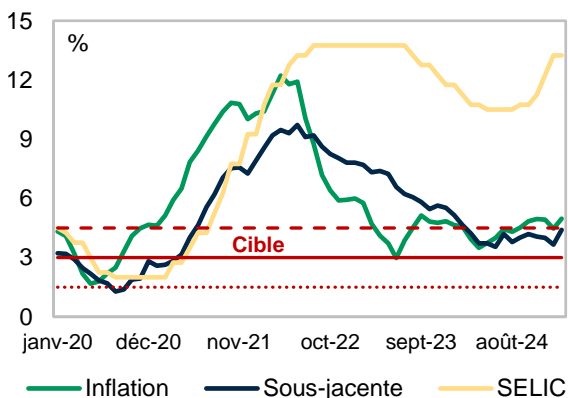
en février). Cette inflation forte prive Lula des bénéfices politiques d'une croissance soutenue et d'un chômage réduit.

**Marché du Travail (%)**



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

**Inflation et politique monétaire**



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

L'inflation courante et les anticipations d'inflation, qui ne sont toujours pas stabilisées, ont conduit la Banque centrale du Brésil (BCB) à augmenter fortement les taux. Les hausses consécutives de 100 points de base (pdb) en décembre et janvier, portant le taux à 13,25%, ainsi que les hausses prévues à 100 pdb en mars et mai, témoignent de l'urgence. Cette réponse « frontloadée » a renforcé la crédibilité de la BCB et contribué à l'aplatissement de la courbe des taux. Cette détermination monétaire est d'autant plus nécessaire qu'elle aide à oublier le bruit fiscal de fin 2024 (cf. *infra*) et contribue au soutien du BRL, qui s'était fortement déprécié avant de revenir sous la barre (psychologique) des 6 BRL pour 1 USD.

Un fléchissement de la croissance (à 1,9%) est attendu en 2025 ; il se prolongerait en 2026 (à 1,7%). Cette décélération ne sera pas linéaire : le premier semestre de 2025 devrait encore afficher une croissance robuste, portée par une consommation soutenue et un bon comportement du secteur primaire. Inflation persistante, taux d'intérêt élevés et diminution du soutien fiscal pèseront sur la

consommation et l'investissement et freineront l'activité au cours du second semestre.

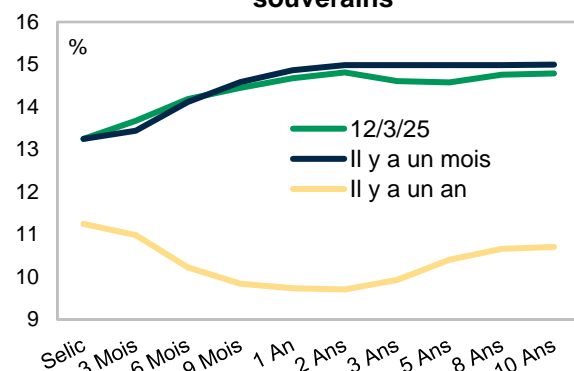
**Comptes publics : peu de marge face à la décélération de la croissance**

Bien que le gouvernement ait respecté la règle de déficit primaire avec un déficit de 0,4%, la contrainte reste forte. Les besoins de financement sur 12 mois cumulés en décembre atteignaient 8% du PIB. La dette publique brute a augmenté de plus de 2,5 points de PIB en un an, atteignant 76,1% du PIB. La hausse du SELIC (taux directeur) exerce une pression importante sur la dette, fortement indexée sur ce taux (54% de la dette) ou sur l'inflation (24%). La BCB estime qu'une hausse de 100 points de base augmente la dette brute de 0,45 point de PIB.

Les marchés ont retrouvé une relative stabilité après la « panique »<sup>1</sup> de fin d'année mais des inquiétudes persistent. Si les élections semblent encore un peu lointaines (fin 2026), le gouvernement ne peut ignorer la perte de popularité de Lula. Une action fiscale devrait être entreprise pour gérer la décélération attendue : l'espace fiscal étant limité, de nouvelles dépenses semblent exclues. D'éventuelles mesures fiscales pourraient être étudiées (comme la hausse de l'impôt sur les revenus des ménages les plus aisés) mais cela semble très lointain.

Les marchés manquent de visibilité (sur le Brésil certes mais sur la tournure de la politique américaine également). Bien qu'il semble peu probable qu'il y ait des changements budgétaires structurels à court terme, l'aplatissement de la courbe des taux indique une décélération attendue de la croissance et de l'inflation de la part des marchés qui paraissent désormais plus sereins. L'analyse bimensuelle du budget prévue pour mi-mars et la présentation des pré-critères pour le budget 2026 seront des dates clés à surveiller.

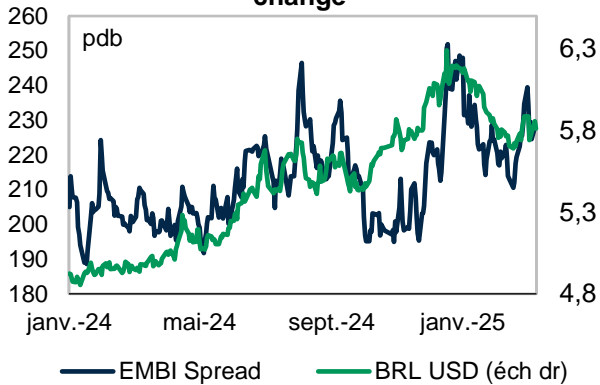
**Courbe des taux d'intérêt souverains**



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

<sup>1</sup> « [Brésil – L'ombre du déséquilibre fiscal plane sur une économie en forte croissance](#) », Perspectives N° 25/14 (21 janvier 2025)

**Spread (dette externe) et cours de change**



Sources : BCCh, LSEG, Crédit Agricole S.A./ECO

**Comptes externes : moins brillants mais toujours « sains »**

La croissance et l'écart croissant entre les taux d'épargne (stable et faible à 14,5% du PIB) et d'investissement (croissant mais encore médiocre à 17% du PIB) ont accru la pression sur les comptes externes, qui restent néanmoins « sains ». La détérioration du compte courant est principalement due à la forte hausse des importations, en augmentation de 14% en termes réels. Le déficit accru dans les services reflète une utilisation plus intense des services digitaux et de l'IA, ce qui pourrait stimuler la croissance potentielle du Brésil.

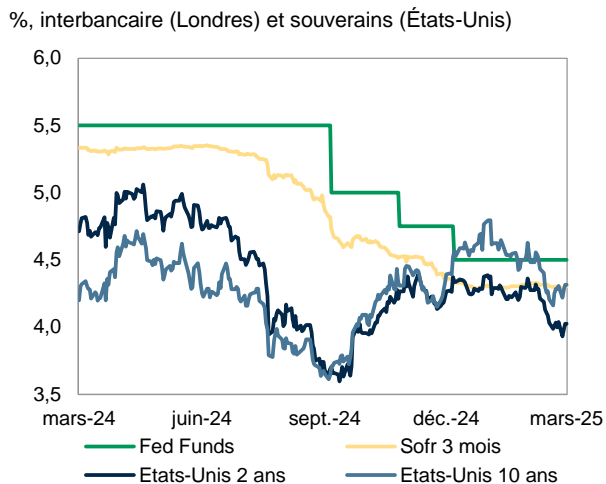
Les craintes de fuite de capitaux après le bruit fiscal de fin d'année n'ont pas eu d'impact majeur. Les entrées nettes de capitaux, à 2,5% du PIB en 2024, couvrent le déficit courant, qui s'est détérioré à 2,5% du PIB, contre 1,1% en 2023. Les investissements directs étrangers nets ont atteint 2,1% du PIB, en hausse par rapport à 2023.

Le Brésil est relativement épargné par la guerre commerciale de Trump mais son statut d'émergent de référence et son histoire le placent sous surveillance. La hausse des tarifs douaniers de 25% sur l'acier et l'aluminium (6 Mds USD en 2024)<sup>2</sup> représente un « surcoût » de 1,5 Md USD. La taxation devrait avoir un impact macro économiquement absorbable pour l'économie brésilienne. Les exportations d'acier et d'aluminium à destination des États-Unis (certes, principal marché d'exportation avec environ 35% des exportations d'acier et d'aluminium) représentent environ 1,5% des exportations totales soit *in fine* moins de 0,3% du PIB. Le gouvernement cherche à apaiser les tensions en soulignant que les États-Unis ont un déficit commercial avec le Brésil. En revanche, ce dernier pourrait être affecté par ricochet si la politique de Trump à l'encontre de la Chine affecte significativement les importations chinoises et/ou les cours des matières premières.

<sup>2</sup> Source FMI.

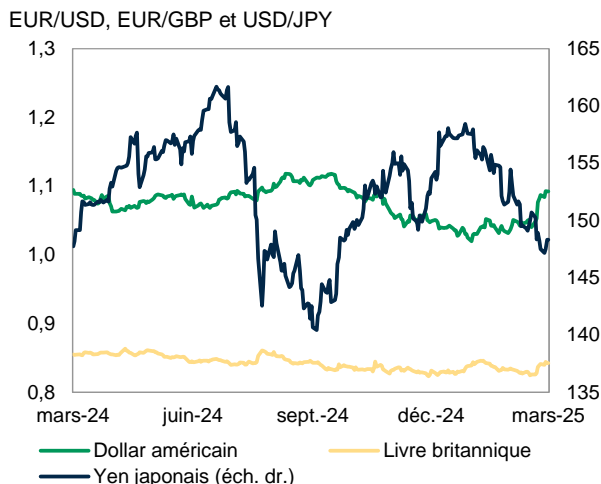
## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain



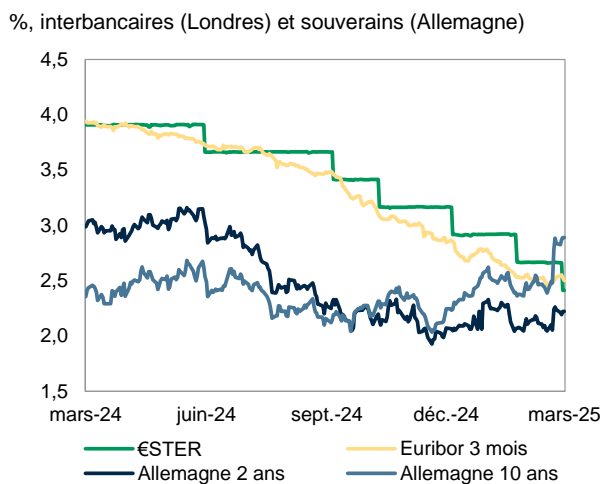
Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises



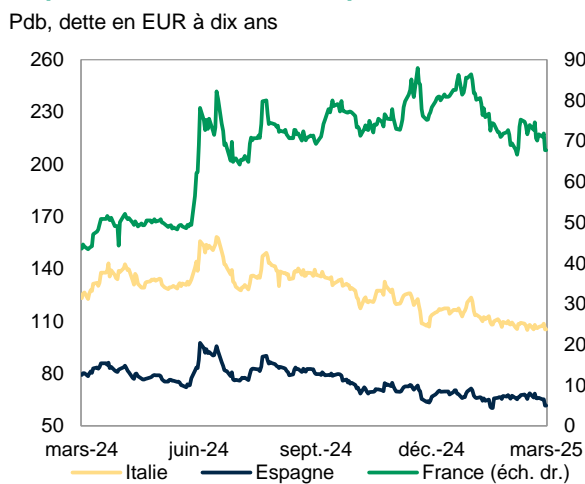
Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro



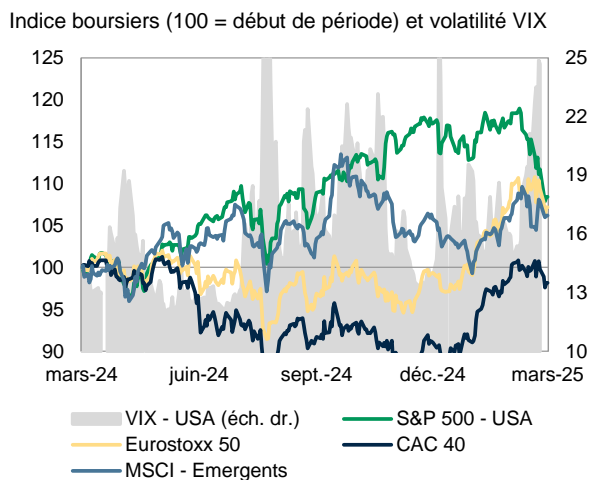
Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund



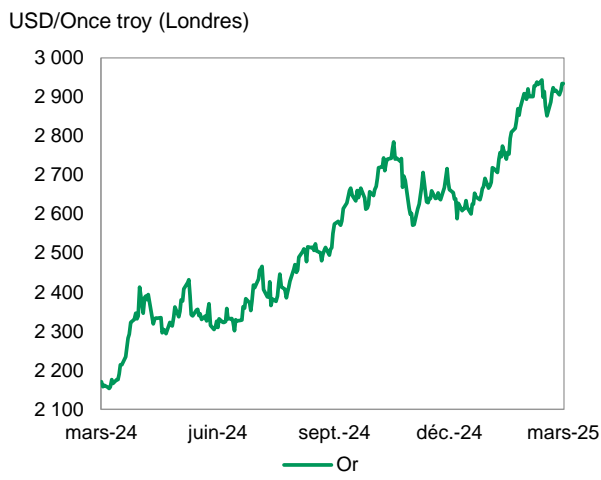
Source : Thomson Reuters

### Marché actions



Source : Thomson Reuters

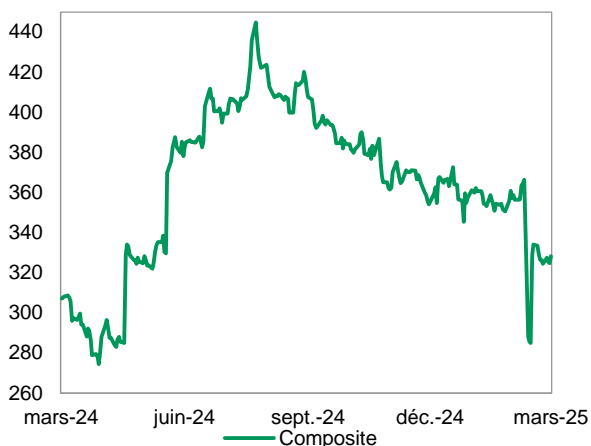
### Cours de l'once d'or



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

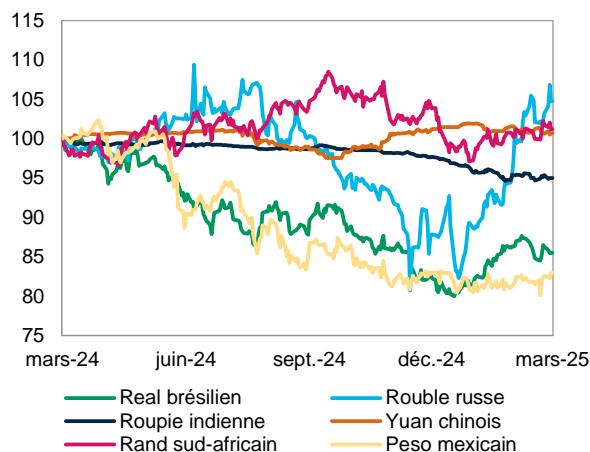
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

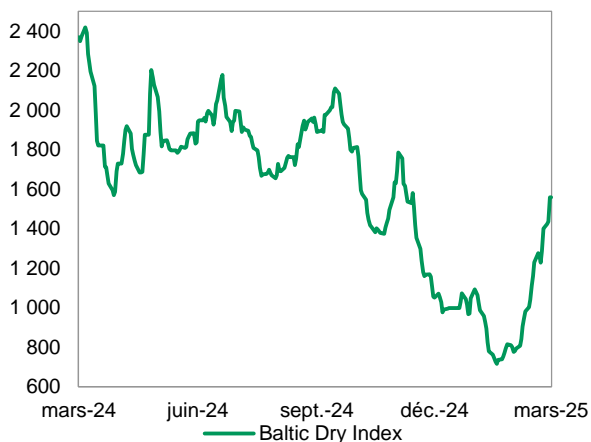
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

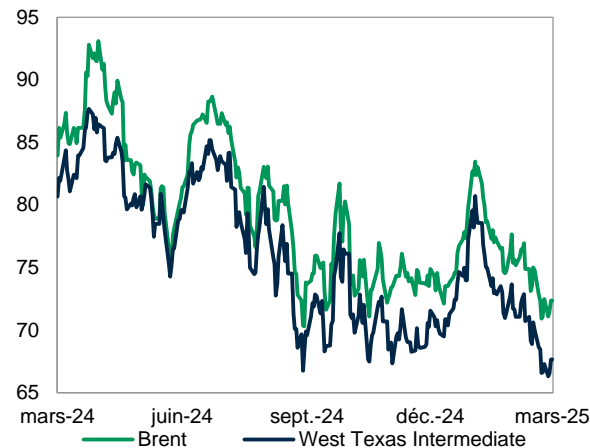
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

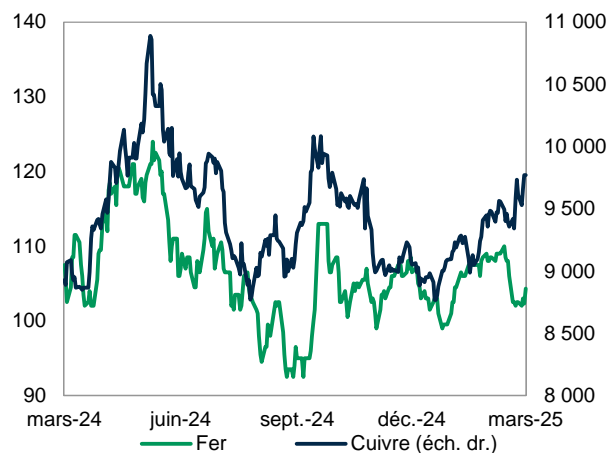
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

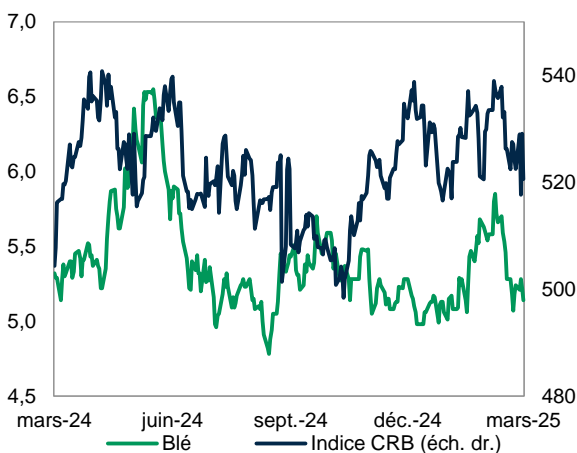
USD/tonne métrique



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              |
|------------|---|--------------------|
| 13/03/2025 | France – L'amélioration des conditions des femmes sur le marché du travail reste incomplète   | France             |
| 13/03/2025 | Mexique : l'économie en péril face aux tensions commerciales avec les États-Unis  | Mexique            |
| 11/03/2025 | Europe – Quid de l'autonomie européenne des paiements par carte ?   | Europe             |
| 07/03/2025 | Monde – L'actualité de la semaine   | Monde              |
| 06/03/2025 | Chine : DeepSeek, sauveur ou fossoyeur des marchés chinois ?  | Asie               |
| 05/03/2025 | Pays émergents et en développement – Dette : résilience et vulnérabilités   | Monde              |
| 04/03/2025 | France – De nombreux indicateurs sans véritable surprise, l'emploi en prend pour son grade  | France             |
| 04/03/2025 | Allemagne – Changement de chancelier  | Zone euro          |
| 03/03/2025 | Low-code et IA, la révolution du développement logiciel   | Informatique       |
| 28/02/2025 | Monde – L'actualité de la semaine   | Monde              |
| 27/02/2025 | Mexique – Survol de trois décennies de libre-échange  | Amérique latine    |
| 26/02/2025 | Bahreïn – 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          |

### Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la publication :** Isabelle JOB-BAZILLE

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

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

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

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

Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QUENTRIC

**Asie :** Sophie WIEVIORKA

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

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

**Documentation :** Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Datalab ECO

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Véronique CHAMPION

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

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

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

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

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