

MONDE

SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE 2025-2026

Trimestriel – Avril 2025

Le temps des paris

État de sidération, c'est ce qu'ont produit les annonces de droits de douane par D. Trump à l'occasion du « *Liberation Day* ». Tout d'abord, parce que les tarifs douaniers censés, selon D. Trump, vampiriser l'économie américaine laissent perplexes. Ensuite, parce que les droits de douane annoncés (dont les droits réciproques étrangement calculés) excèdent ce qui avait été anticipé et sont susceptibles d'être encore durcis. Enfin, parce que nous venions d'achever notre scénario trimestriel... Le chiffrage du scénario pourra être amendé quand les dispositions commerciales définitives (mesures américaines et rétorsions des autres grands pays) seront arrêtées mais son *credo* demeure : la facture du protectionnisme est déjà élevée et pourrait encore s'alourdir.

Les contours du « nouveau monde » se dessinent clairement : domination par la force aux dépens des règles de droit et des institutions multilatérales, guerres commerciales se substituant à la défunte mondialisation réputée heureuse, fragmentation/régionalisation des flux commerciaux. Les chemins qui mènent vers ce nouveau territoire, les chemins qui habituellement permettent d'élaborer des scénarios économiques sur un horizon plus court, sont chaotiques. Ils se déforment, notamment, au rythme des obsessions commerciales américaines : droits de douane, si élevés qu'il est tentant de les assimiler à des menaces, dates de mises en œuvre de sanctions annoncées puis différées, espoirs de négociations, rétorsion attendue de la part des pays visés, etc. Les menaces américaines sont empreintes d'une versatilité et d'une démesure telles que leurs victimes passent **de l'incertitude, déjà très pénalisante, à la sidération qui obère la capacité à réfléchir, à prévoir et à répondre.**

État de sidération, c'est précisément ce qu'ont produit les annonces de droits de douane par D. Trump à l'occasion du « *Liberation Day* ». Tout d'abord, parce que les tarifs douaniers censés, selon D. Trump, vampiriser l'économie américaine laissent perplexes au regard de ceux qui sont effectivement appliqués. Ensuite, parce que les droits de douane annoncés (dont les droits réciproques étrangement calculés) excèdent ce qui avait été anticipé et sont susceptibles d'être encore durcis. Enfin, parce que nous venions d'achever notre scénario trimestriel¹...

Le chiffrage du scénario pourra être amendé quand les dispositions commerciales définitives (mesures américaines et rétorsions des autres grands pays) seront arrêtées, mais son *credo* demeure : la facture du protectionnisme est déjà élevée et pourrait encore s'alourdir. Ce surcoût, sous forme d'inflation supplémentaire, justifie la baisse de la croissance américaine prévue en 2025.

Aux **États-Unis**, depuis le début de l'année, le marché a en effet radicalement modifié son discours, la forte croyance en « l'exception américaine » laissant place à des craintes accrues concernant la croissance. Pour sa

part, notre scénario tablait déjà en décembre sur une chronologie des politiques propice à un ralentissement américain mi-2025. Il suppose toujours que les politiques pénalisantes (droits de douane et restrictions à l'immigration, mis en œuvre par décret) seront appliquées avant les dispositions favorables à la croissance comme les réductions d'impôts, nécessitant l'approbation du Congrès. En substance, le *policy-mix* global penche légèrement *in fine* en faveur de la croissance. Plus précisément, en l'état, avant donc la pleine application des annonces du 2 avril, notre scénario envisage une croissance de 1,7% en 2025, un net ralentissement au regard des 2,8% affichés en 2024 et une légère révision à la baisse de notre prévision (1,9%) de décembre 2024. Ce fléchissement est assorti d'une inflation proche de 3% fin 2025.

Le durcissement de la confrontation commerciale avec les États-Unis fait évidemment peser un risque baissier des deux côtés de l'Atlantique.

En réponse aux attaques américaines, l'**Europe** n'a pas désarmé. Une faille transatlantique s'est, en effet, ouverte. Cette fêlure avait déjà été intégrée sous la forme d'un double impact négatif : hausse des droits de douane² et montée de l'incertitude soutirant au total 0,3 point de pourcentage (pp) au taux de croissance de la zone euro. La dernière salve de droits de douane intégrée dans le scénario (taxation des véhicules à 25%) opère une ponction supplémentaire de 0,1 pp. Mais la réponse européenne, prometteuse à terme, sous forme d'investissements en infrastructures et de dépenses militaires, et surtout le « *package* » fiscal allemand, apporterait un surplus de croissance pour la zone euro, croissance que l'on attend pour le moment à 1% en 2025 puis à 1,5% en 2026 (contre 1,2% précédemment). Le durcissement de la confrontation commerciale avec les États-Unis, non inclus dans notre scénario central, fait évidemment peser un risque baissier des deux côtés de l'Atlantique.

La **politique monétaire** devient le lieu d'arbitrages délicats suggérant que la fin des assouplissements est proche : après le « *Liberation Day* », la **Fed** sera confrontée à un exercice d'équilibriste encore plus

¹ Les principales hypothèses du scénario et le chiffrage associé, notamment sur la croissance et l'inflation, ont été arrêtés le 31 mars.

² Principales hypothèses déjà intégrées en décembre : hausse à 25% des droits de douane sur l'acier et l'aluminium, alignement du droit de douane moyen des États-Unis sur celui de l'UE.

périlleux. Elle devra conjuguer le soutien à une croissance fragilisée alors que la remontée de l'inflation est le premier risque auquel les tarifs douaniers exposent l'économie américaine. La *Fed* pourrait finir par relancer son processus de baisse des taux, mais en opérant un assouplissement limité, avec deux nouvelles baisses de 25 points de base (pdb) en juin et en septembre, avant d'entamer une pause prolongée avec une borne haute des *Fed Funds* à 4%. Les risques sont cependant orientés à la hausse : voir la *Fed* réduire moins de deux fois ses taux d'ici la fin de l'année ne constituerait pas une surprise.

Quant à la **BCE**, à l'impact dépressif des droits de douane américains s'opposent les perspectives de croissance plus solide en raison du « *package* » allemand. Dans un contexte d'immense incertitude, la BCE se doit d'être prudente : avec une certaine audace, le scénario ne retient aujourd'hui qu'une baisse de 25 pdb en juin suivie d'une longue pause, avec un taux de dépôt à 2,25%, et le maintien du resserrement quantitatif. À la différence des États-Unis, le risque est plutôt baissier avec, notamment, la possibilité d'une baisse en avril : il conserve ce biais.

Les **taux d'intérêt** sont supposés faire le pari précoce des promesses de croissance : une hypothèse qui devrait être maintenue. Alors que les assouplissements monétaires semblent proches de leur terme, le second volet de la politique économique de D. Trump présumé favorable à la croissance et les espoirs de dynamique

européenne dopée par les dépenses publiques allemandes restent propices à une remontée progressive des taux d'intérêt.

Aux **États-Unis**, en l'absence de risque d'atterrissage brutal, il est peu probable de voir le taux à dix ans passer durablement sous la barre des 4%. En calant les prévisions de taux d'intérêt sur le scénario monétaire et le *tempo* des mesures de politique économique, le taux à dix ans (UST) se replierait jusqu'à la mi-année avant de se raffermir au second semestre 2025 (4,45% fin 2025) et en 2026 (4,75% fin 2026). Dans la **zone euro**, le changement de politique budgétaire de l'Allemagne conduit à tabler sur un rendement allemand à dix ans (Bund) à 3% fin 2025 (soit près de 20 pdb au-dessus du *swap* de même maturité) et sur un resserrement des *spreads* des grands pays à l'égard du Bund. France, Italie, Espagne offriraient des *spreads* de respectivement 60, 105 et 55 pdb au-dessus du Bund fin 2025.

Enfin du côté du **dollar**, les « *Trump Trades* » n'ont pas fait long feu. Si l'élection de D. Trump a été favorable à l'appréciation du dollar, son investiture ne l'a pas aidée : la rapidité de sa dépréciation depuis le début de l'année a surpris. La devise américaine devrait rester sous pression, en particulier si se raniment les inquiétudes liées à « l'accord de Mar-a-Lago » : l'euro pourrait ainsi s'apprécier et culminer à 1,12 dollar fin 2025.

Catherine LEBOUGRE

Achévé de rédiger le 3 avril 2025

Les principales hypothèses du scénario et le chiffrage associé, notamment sur la croissance et l'inflation, ont été arrêtés le 31 mars 2025.

Focus Géopolitique – Les sept lignes de fond

Le scénario géopolitique prend, depuis l'arrivée de D. Trump, des allures de bouleversement stratégique. Ce scénario est traversé par sept grandes tendances de fond, qui créent une énorme incertitude. Cela rend les prévisions fragiles et augmente les risques de retournement brutal des anticipations.

Pour l'instant, la situation politique américaine a un impact dont le « chiffrage » sur le scénario macro-économique signale qu'il est encore limité : d'une part, l'impact n'apparaît pas encore pleinement et, d'autre part, il y a un écart croissant entre l'importance historique des événements politiques américains et leur impact réel sur l'économie. La réduction de cet écart n'est sans doute qu'une question de temps. De plus, ces événements sont aussi « *too big to be priced* »... par les marchés financiers, certes. Mais aussi par les agences de notation qui, en particulier, ne notent plus le risque politique américain à sa véritable mesure.

1 – Le risque politique américain

La politique intérieure de D. Trump menace désormais les équilibres de pouvoir entre l'exécutif et le judiciaire. De plus, le président mène une révolution culturelle en s'attaquant aux piliers institutionnels de son pays (éducation, musées, instituts de recherche...). Tout cela finira par impacter le scénario économique car le risque américain n'est plus seulement un risque politique mais un risque institutionnel : la différence est de taille pour la confiance des investisseurs. À plus large échelle, l'arrêt des aides internationales, les images de Gaza, ou celles des déportations de migrants, font perdre aux États-Unis ce qui restait de leur *soft power*. De plus, la désorganisation liée à la purge de l'appareil d'État affaiblit la coordination nécessaire pour la gestion des crises internationales, sanitaires ou financières. Or, la communication entre banques centrales et grands bailleurs internationaux a été l'un des acquis des cinquante dernières années, limitant les effets de contagion, en particulier lors des crises financières de liquidité.

Les règles des grandes puissances peuvent aussi se heurter aux peuples, qui incarnent toujours le « grain de sel » dans le rouage de la grande histoire.

Il est peu probable qu'un tel choc politique, institutionnel et culturel puisse être effacé par les prochaines élections, quel qu'en soit le résultat. La date des *midterm* ne doit pas être perçue comme un horizon de « normalisation » possible de la situation américaine. La crise politique est ancienne, nourrie par des clivages qui s'accroissent chaque jour entre républicains et démocrates. Trump n'est que le symptôme d'un risque politique qui ne s'arrête pas à sa personne, quelle que soit la saturation médiatique qu'il affectionne. En fait, c'est une période caractéristique de fin de cycle hégémonique mondial.

2 – Le bouleversement historique du « grand jeu »

La tentative de rapprochement de Trump avec la Russie fait bouger l'équilibre de fond de ce qu'on appelle le « grand jeu », c'est-à-dire les rapports entre grandes puissances – États-Unis, Chine et Russie. Cette évolution est déterminante pour tous les équilibres sécuritaires, macro-économiques, financiers et sectoriels globaux. Cette nouvelle donne est particulièrement impactante pour l'Europe (Allemagne en tête) mais, partout, les alliés de l'Amérique sont dans l'inquiétude d'un protecteur perçu comme instable. Surtout, cette situation est en rupture avec les principes de l'après-guerre qui posaient la Russie en ennemi principal. Le virage vers l'ennemi chinois est acté depuis Obama et le caractère bi partisan de l'hostilité à la Chine va rester une constante. Lors d'un récent voyage en Asie, le secrétaire de la défense américain a d'ailleurs réaffirmé l'importance de la dissuasion américaine contre « l'ennemi communiste » et cherché à rassurer sur la solidité des alliances bilatérales en Asie. L'hypothèse d'une stratégie Nixon à l'envers – se rapprocher de la Russie avant de reprendre les hostilités face à la Chine – est donc possible. Mais les États-Unis sous-estiment la profondeur du lien économique, politique et stratégique qui existe entre Moscou et Pékin. Quant à « l'alliance mongole » (incluant l'Iran et la Corée du Nord), elle semble pour l'instant plus solide que l'alliance occidentale. À terme, la recherche par Trump d'un « grand deal » peut peut-être favoriser une stabilisation globale, fondée sur un équilibre entre grandes puissances – une carte mentale qui correspondrait à celle de la Russie et de la Chine. Dans l'immédiat, la Chine reste néanmoins, pour les Américains, un rival hégémonique existentiel.

3 – La loi du plus fort et le non-respect de la souveraineté des « petits »

Une « géopolitique des grandes puissances » consiste aussi à définir des zones d'influence (Groenland ou Panama, mais en miroir Ukraine et Taïwan...) et cela se fait au détriment de la souveraineté des plus petits : les espaces sont réexaminés, renommés (le golfe du Mexique), en fonction de leur caractère utile, ou non, mais seulement pour les « grands ». De plus, à Taïwan, il n'existe pas de solution négociable : la façon d'éviter le conflit reste le non-passage à l'acte de la Chine, soit (vu de Pékin) une « digestion » de l'île par des voies politiques, à la Hongkongaise – cela explique l'intense guerre cognitive et les manœuvres militaires permanentes, qui entretiennent la peur – tout en augmentant l'interopérabilité des armées chinoises. La limite entre les exercices militaires et l'entraînement à un futur conflit devient donc parfois très floue. Et bien sûr, cela accroît le risque d'incident militaire (provoqué ou non), dans une mer de Chine où Pékin affirme de plus en plus sa puissance.

Enfin, les règles des grandes puissances peuvent aussi se heurter aux peuples, qui incarnent toujours le « grain de sel » dans le rouage de la grande histoire : Maidan était un mouvement d'inspiration populaire, porté par toutes les générations qui refusaient de perdre le lien à l'Europe. En Turquie aujourd'hui, le mouvement de défense de la démocratie prend de l'ampleur, comme il l'a fait récemment en Serbie. Et rappelons que l'évolution politique de la Turquie a toujours des implications géopolitiques majeures, car on parle de l'un des principaux pays pivot du monde, maître des détroits de la mer Noire...

Le scénario du « grand jeu » est donc instable et cela impacte toutes les anticipations en profondeur, économiques et géopolitiques. On peut seulement être certain que les tentatives de contrôle de tout ce qui va être considéré comme secteur stratégique – en particulier dans la tech, la pharmacie ou les ressources rares – vont se poursuivre. Quoi qu'il en soit, l'incertitude globale doit inciter les investisseurs à diversifier leurs risques.

4 – Les incertitudes de la nouvelle relation russo-américaine

Le rapprochement États-Unis - Russie ne vise pas seulement à régler le conflit en Ukraine, mais à normaliser les relations économiques entre New York et Moscou. Néanmoins, les attentes des deux partis sont différentes et les sujets de tension nombreux. C'est donc un bras de fer et un processus qui risque de ne pas être linéaire : il peut encore y avoir des retournements. Côté américain, il va falloir à Trump des victoires rapides d'autant que les résultats économiques se dégradent – cela participe à la pression sur les Houthis, paradoxe d'un président si pressé d'être « faiseur de paix » qu'il fait la guerre. Côté russe, la guerre ne doit pas avoir été faite pour rien et cela renforce la posture révisionniste de Moscou : la Russie n'est pas passée à l'acte « seulement » pour des territoires, mais pour changer les équilibres de puissance qui ne lui convenaient plus. Moscou joue le *long-game* stratégique, quand les États-Unis cherchent des gains politiques à court terme. Or, un joueur de poker a tendance à perdre face à un joueur d'échec : c'est une histoire qui se racontait déjà à Yalta. Enfin, les difficultés de la relation russo-américaine peuvent avoir des implications sur le dossier iranien, où il est de plus en plus difficile, là aussi, de distinguer la différence, dans la rhétorique américaine, entre dissuasion et préparation à la guerre³. Et la stratégie visiblement jusqu'au-boutiste d'Israël est aussi un facteur de montée aux extrêmes.

³ À noter des déplacements de systèmes de défense anti-aérienne de Corée à Bahreïn, et une concentration de bombardiers dans la base de Diego Garcia, au milieu de l'Océan Indien.

5 – Un clivage idéologique puissant au sein de l'alliance Atlantique

Les propos de JD. Vance révélés lors du « *Signalgate* » ont jeté un nouveau coup de projecteur sur une réelle détestation de l'Europe outre-Atlantique. En fait, la dimension idéologique devient extrêmement puissante face à un vieux continent perçu comme refuge du wokisme. Tout cela renvoie aux déclarations de Trump à propos d'un ennemi intérieur plus important que l'ennemi extérieur, déclaration reprise par Vance à Munich. On peut y voir une explication de la situation actuelle, où la nouvelle administration semble surtout préoccupée par sa révolution culturelle intérieure. À court terme, cette rupture idéologique dans le clan occidental peut mettre des investisseurs en situation délicate, coincés entre une Amérique qui exige un abandon des principes de diversité et une Europe qui vit dans un autre univers normatif. À moyen terme, la posture des États-Unis est la base d'une nouvelle diagonale d'alliances, qui va de l'Italie de G. Meloni à la Russie orthodoxe d'un A. Douguine, qui multiplie les interventions sur les blogs américains. Cette dimension politique des conflits traverse l'Allemagne et la France et elle accélère l'interpénétration du politique et du géopolitique. Elle souligne aussi les dimensions religieuse et identitaire à l'œuvre dans la recomposition géopolitique globale. Plus généralement, l'idéologie « *Make America Great Again* » (MAGA) rencontre un écho dans le monde entier.

6 – Le débat sur le caractère existentiel de la menace russe

Ce terme « existentiel » joue désormais un rôle central dans les arbitrages de politique publique de l'Europe. En réalité, la notion de risque existentiel ne renvoie pas aux intentionnalités du président russe, que même le meilleur expert au monde ne peut pas connaître. Cette notion exprime, quoi qu'il en soit, certaines réalités. En particulier, les asymétries de puissance (incluant la question nucléaire) et les asymétries de proximité (la Pologne, les pays baltes et les pays nordiques se sentent plus exposés, soit tous les pays de la ligne de front de contact avec la Russie, derrière l'Ukraine). Le risque existentiel exprime donc une réalité politique. Enfin, il reflète la posture révisionniste de la Russie, qu'elle-même revendique. Tant qu'une paix acceptable pour Moscou ne sera pas obtenue, et même si rien ne préjuge objectivement des intentions de la Russie au-delà de l'Ukraine, l'hypothèse d'un nouveau passage à l'acte russe au-delà du périmètre du conflit actuel n'est pas une hypothèse impossible (mais sa probabilité est incalculable), surtout dans les zones avec des populations russophones (pays Baltes et Moldavie). Sur le territoire ukrainien, Odessa serait aussi un point critique d'extension des hostilités.

En Europe, les effets sur la politique intérieure du discours adopté autour du réarmement seront différents, selon qu'il s'agit d'un narratif de dissuasion ou d'un narratif de préparation à la guerre, car une partie de la population européenne n'adhère pas à l'idée d'une menace belliciste russe. L'un des enjeux du réarmement réussi de l'Europe consistera donc à construire le discours le plus fédérateur politiquement, au risque, sinon, d'augmenter les clivages de politiques intérieurs et les divergences de position entre pays. C'est un point de connexion essentiel du scénario géopolitique global et du scénario politique européen.

7 – Le mercantilisme va avoir des effets stratégiques puissants et contraires aux résultats attendus

La nouvelle approche américaine du commerce, fondée à la fois sur des droits de douane et sur une obsession des ressources critiques (en lien avec le thème omniprésent de la sécurité nationale), ouvre des fronts de guerre économique. Mais elle ouvre aussi des fronts de tensions militaires potentielles (Panama, Groenland, Arctique). Enfin, elle augmente l'importance de tous les détroits stratégiques, des ports et de tous les points de contrôle de la chaîne de valeur des métaux critiques. Cela peut conduire les grandes puissances à des stratégies de coercition (le chantage aux métaux critiques sur l'Ukraine) mais aussi faire apparaître de nouvelles alliances.

Cette politique ouvre surtout une opportunité stratégique pour la Chine, qui cherche à être perçue comme championne du libre-échange et prône un rééquilibrage institutionnel mondial vers plus de multilatéralisme.

La relance d'une négociation de libre-échange entre Chine, Corée et Japon est donc un signal géopolitique important : la menace mercantiliste pour les économies ouvertes d'Asie est-elle si dangereuse qu'elle pourrait être un antidote partiel au risque militaire ? Ainsi, le Japon augmente ses dépenses de défense, multiplie les exercices de préparation au conflit, mais essaie aussi de stabiliser la relation économique avec la Chine.

Ce serait une sacrée ruse de l'histoire que Montesquieu et son doux commerce réapparaissent ainsi, soudain, en réponse aux gesticulations de l'hégémon américain essoufflé.

Mais la méfiance vis-à-vis de la Chine est grande. En réalité, les comportements du Japon, de l'Australie et de l'Inde vont donner le ton du scénario asiatique des mois à venir. Surtout, tout cela va certainement relancer de nouveaux accords stratégiques dans l'Asean ; sur l'axe Inde-pays du Golfe, et de façon plus générale, entre les pays du Sud.

Tania SOLLOGOUB



PAYS DÉVELOPPÉS

La facture du protectionnisme

États-Unis – Ralentissement en 2025 lié à la politique, avant un léger rebond en 2026

Zone euro – Entre nouvelles fractures et nouvelles convergences

Royaume-Uni – La hausse des coûts des entreprises et les incertitudes mondiales accrues pèsent sur les perspectives économiques

Japon – L'économie est sur le point de sortir de la stagnation structurelle

La facture du protectionnisme

La facture du protectionnisme est élevée et encore susceptible de s'alourdir. Ce surcoût justifie la légère révision à la baisse de la croissance américaine prévue en 2025. En réponse aux attaques américaines, l'Europe ne désarme pas : sa réponse et, en tout premier lieu, le « package » fiscal allemand conduisent à une révision à la hausse des prévisions de croissance de la zone euro. Le durcissement de la confrontation commerciale avec les États-Unis fait néanmoins peser un risque baissier.

ÉTATS-UNIS : RALENTISSEMENT EN 2025 LIÉ À LA POLITIQUE, AVANT UN LÉGER REBOND EN 2026

Depuis le début de l'année, le marché a radicalement modifié son discours, la forte croyance en « l'exception américaine » laissant place à des craintes accrues concernant la croissance. En revanche, sur cette même période, nos propres perspectives n'ont fait l'objet que d'un léger ajustement : la chronologie des politiques mises en œuvre nous avait déjà conduits à anticiper un ralentissement de l'économie américaine mi-2025.

Plus précisément, notre scénario table désormais sur une croissance annuelle moyenne du PIB de 1,7% en 2025, avant un rebond à 2,2% en 2026. La projection pour 2025 représente un net ralentissement au regard des 2,8% affichés en 2024 et une légère révision à la baisse de notre prévision (1,9%) de décembre 2024. Toutefois, ce fléchissement est limité par rapport à d'autres révisions baissières ; l'ajustement est insuffisant pour suggérer une récession. Cette forte décélération, conjuguée à notre scénario de relative stabilité de l'inflation, pourrait néanmoins être assimilée à une légère stagflation.

À l'amorce de l'année, nous avons mis l'accent sur la chronologie des politiques, c'est-à-dire l'ordre dans lequel les changements politiques seraient mis en œuvre par le gouvernement Trump. En substance, le *policy-mix* global penchait légèrement *in fine* en faveur de la croissance. Mais, notre scénario supposait que les politiques défavorables à la croissance telles que les droits de douane et les restrictions à l'immigration, pouvant être mises en œuvre par décret, seraient appliquées avant celles

favorables à la croissance comme les réductions d'impôts, nécessitant une législation.

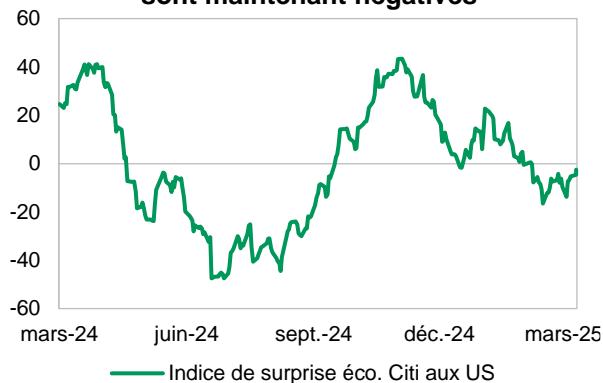
Jusqu'à présent, les mesures se sont enchaînées comme prévu, le gouvernement Trump mettant d'emblée l'accent sur les droits de douane et la politique d'immigration, tout en tentant de réduire les effectifs de l'administration fédérale. Les allègements fiscaux et la déréglementation sont toujours d'actualité ; mais le processus de réduction d'impôts pourrait être lent étant donné que le Congrès devra recourir à la procédure dite de « réconciliation » et que les deux chambres examinent toujours les détails de la législation qu'elles espèrent adopter.

Même si le policy-mix global penche légèrement in fine en faveur de la croissance, les politiques défavorables à la croissance sont mises en œuvre avant celles favorables à la croissance.

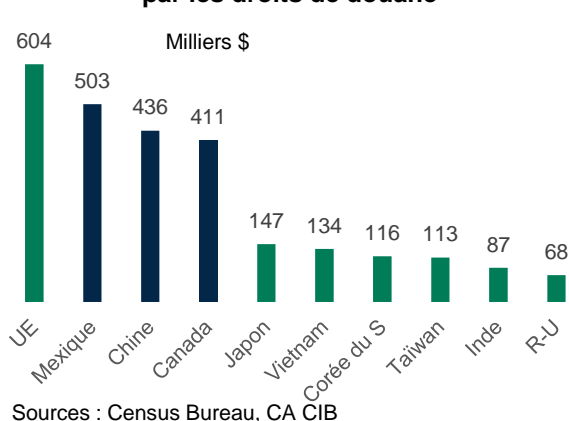
La violence des menaces de droits de douane de Donald Trump suggère que les hausses des tarifs seront probablement plus importantes que prévu initialement, à savoir une « facture théorique » d'environ 170 milliards de dollars. L'augmentation désormais attendue de ce surcoût a été le principal facteur de légère révision à la baisse de nos perspectives pour 2025.

Toutefois, l'incertitude politique reste extrêmement élevée, en particulier sur le front des droits de douane et les détails exacts restent à déterminer. Pour l'heure, les droits de douane

US : les surprises économiques sont maintenant négatives



US: des importations menacées par les droits de douane



imposés à la Chine et une certaine forme de droits de douane réciproques resteront en place, sans doute accompagnés de tarifs supplémentaires sur certains secteurs-clés. En revanche, d'autres menaces, telles que les droits de douane généralisés imposés au Canada et au Mexique, devraient faire l'objet de négociations et sont donc susceptibles d'être levées à terme, même si elles sont appliquées à titre provisoire. La situation devra être suivie attentivement et les perspectives pourraient donc être ajustées si nécessaire.

Tandis que le gouvernement continue de régler les détails de son offensive commerciale, l'incertitude politique a déjà commencé à peser sur les données économiques. C'est ce qui ressort clairement d'une série de surprises baissières récentes, l'indice de surprise économique Citi étant passé en territoire négatif à la mi-février, pour s'y maintenir fin mars.

Certes, il y a une certaine divergence entre les données « subjectives » et les données « objectives ». Les impressions telles que la confiance des consommateurs et le sentiment des consommateurs ont été particulièrement faibles, tandis que les données « dures » ont été plus mitigées. Les données objectives ont, en outre, été dégradées en janvier, avant de se révéler plus solides en février, tout au moins pour un certain nombre d'indicateurs : cette dégradation pourrait n'être liée qu'aux conditions météorologiques hivernales difficiles et/ou au contrecoup d'une fin d'année 2024 très vigoureuse.

Jusqu'à présent, les chiffres de l'emploi figurent parmi les données objectives qui ont bien résisté. Bien que le marché de l'emploi se soit clairement essoufflé après sa surchauffe d'il y a deux ans, il s'agit davantage d'une normalisation ayant permis de rééquilibrer l'offre et la demande que d'une dégradation manifeste. L'un des indicateurs-clés, le ratio postes vacants/chômeurs, se maintient autour de 1,1 et suggère que le ralentissement observé jusqu'à présent résulte principalement d'une diminution des offres d'emploi plutôt que de licenciements massifs, en accord avec un environnement marqué par un faible taux d'embauche, mais aussi de licenciement. Notre

scénario table sur un essoufflement supplémentaire mais d'une ampleur, de nouveau, relativement modeste avec un taux de chômage atteignant un pic d'environ 4,4%.

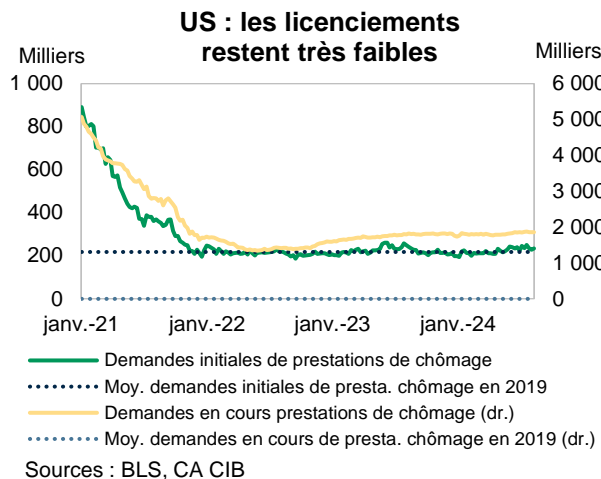
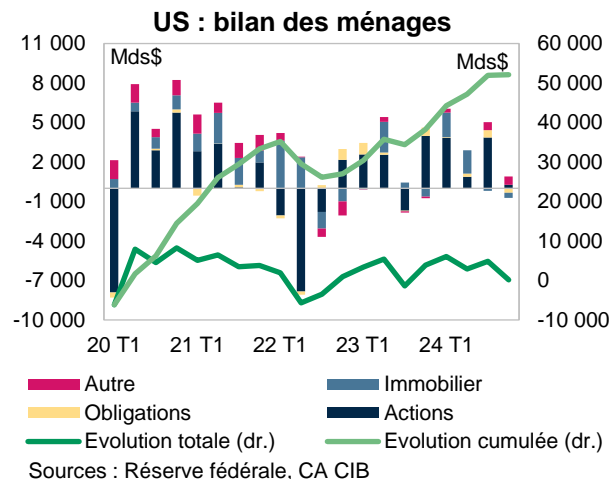
Compte tenu du maintien d'autres facteurs de soutien, notamment les bilans des ménages qui restent extrêmement sains même si l'on tient compte de la récente baisse des actions, les données restent cohérentes avec un net ralentissement, mais sans récession. Toutefois, l'incertitude politique, toujours élevée, laisse subsister une série d'issues alternatives plausibles.

Malgré le ralentissement attendu de la croissance, le *policy-mix* tend également à favoriser l'inflation : nous avons encore légèrement relevé nos prévisions d'inflation. Au total, nos prévisions relatives à l'indice des prix à la consommation (IPC) en glissement annuel ont été réévaluées d'environ 50 points de base (pdb) en raison des changements politiques induits par les droits de douane, au point d'impact maximal, bien qu'il faille un certain temps pour que ces effets se fassent pleinement sentir.

	2024	2025
Moyenne annuelle		
PIB	2,8%	1,7%
Inflation	2,9%	2,7%

Concrètement, nous tablons sur une baisse de l'inflation globale autour de 2,5% dans les prochains mois, avant un rebond autour de 2,9% d'ici fin 2025, suivi d'un léger ralentissement début 2026 puis d'une stabilisation autour de 2,6% d'ici fin 2026. **L'inflation sous-jacente devrait osciller autour de 3% pour le reste de l'année 2025 avant de redescendre légèrement pour se stabiliser autour de 2,8% d'ici fin 2026.**

Nicholas VAN NESS



ZONE EURO : ENTRE NOUVELLES FRACTURES ET NOUVELLES CONVERGENCES

Une faille transatlantique s'est ouverte. Elle avait été intégrée dans notre prévision de décembre dernier sous la forme d'une révision à la baisse de la croissance de la zone euro pour prendre en compte un double impact négatif : celui de la hausse des droits de douane, mais aussi celui de l'incertitude entourant les politiques de l'administration Trump. Cette faille se traduisait par des trajectoires de croissance et d'inflation différentes des deux côtés de l'Atlantique avec, pour corollaire, un niveau de taux d'intérêt plus élevé aux États-Unis.

Mais, en réaction, l'Europe joue la défense et entend déployer des politiques économiques visant à stimuler la demande et l'offre, libérant des ressources pour l'investissement en infrastructures et pour les dépenses militaires. **La réponse européenne conduit à une révision à la hausse de nos prévisions de croissance pour la zone euro** : l'impact de ces mesures compense l'effet négatif des politiques américaines, réduisant ainsi le différentiel de croissance, d'inflation et de taux d'intérêt. La croissance de la zone euro est attendue à 1% en 2025 puis à 1,5% en 2026. **Le durcissement de la confrontation commerciale avec les États-Unis, non inclus dans notre scénario central, fait néanmoins peser un risque baissier des deux côtés de l'Atlantique.**

Droits de douane : nos hypothèses

Notre scénario de décembre dernier avait déjà intégré l'impact négatif de la hausse à 25% des droits de douane sur l'acier et l'aluminium, ainsi qu'un alignement du droit de douane moyen des États-Unis sur celui de l'UE. Cela se traduisait par une révision à la baisse de la croissance de 0,2 point de pourcentage (pp) par l'effet direct de la baisse des exportations et de 0,1 pp supplémentaire du fait de l'incertitude croissante pesant sur les décisions d'investissement.

Les dernières annonces de hausse des droits de douane sur les véhicules à 25% se traduiraient par une baisse de 8% de la production automobile en Europe

occidentale avec un impact différencié sur les grandes économies de la zone en fonction de la part de cette production dans l'activité totale. En Allemagne, dans l'œil du cyclone, l'impact sur la croissance serait de -0,2 pp en 2025 et 2026. La ponction sur la croissance de la zone euro serait de -0,1 pp en 2025.

Cette baisse serait le résultat d'un **repli des importations américaines de véhicules européens, le consommateur américain ne pouvant plus absorber une telle hausse de prix et les producteurs européens ne pouvant plus ronger leurs marges**. Elle résulterait également d'une relocalisation rapide de la production dans les usines des producteurs européens sur le territoire américain, qui tournent actuellement avec de faibles taux d'utilisation des capacités. Cependant, les constructeurs automobiles, ne pouvant pas créer *ex-nihilo* une *supply chain* automobile locale en moins de deux-trois ans, devront continuer d'importer des composants en grande quantité.

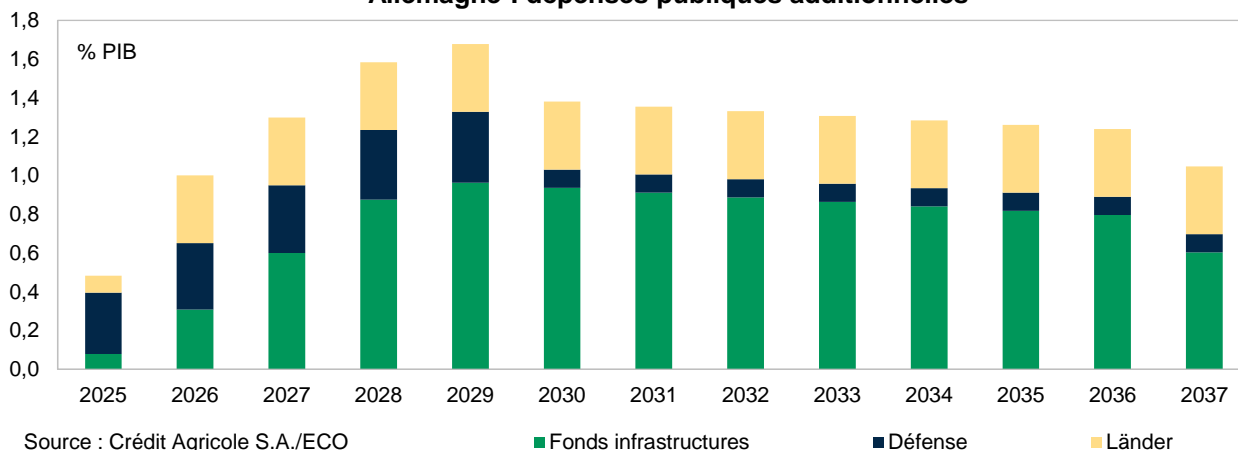
Une nouvelle ère budgétaire : nos hypothèses

Le tournant budgétaire allemand déclenché par le leader de la nouvelle coalition allemande et déjà voté par les deux chambres est le principal facteur de révision à la hausse de nos prévisions de croissance.

Ces mesures consistent en un nouveau fonds d'investissement en infrastructure de 500 milliards d'euros à dépenser sur douze ans (2025-2037), que complète une réforme du frein à l'endettement permettant d'exclure du calcul du déficit les dépenses de défense supérieures à 1% du PIB et autorisant les *Länder* à afficher un déficit structurel de 0,35% du PIB.

En raison des contraintes d'offre et des délais administratifs, nous anticipons une hausse progressive de la dépense allemande, notamment dans le volet infrastructures. La dépense additionnelle (courante et d'investissement) serait de 0,5% du PIB en 2025, de 1% en 2026, puis atteindrait un pic à 1,6% en 2028 et

Allemagne : dépenses publiques additionnelles



Source : Crédit Agricole S.A./ECO

■ Fonds infrastructures

■ Défense

■ Länder

2029. La croissance allemande gagnerait ainsi +0,4 pp en 2025, puis +1,2 pp en 2026⁴. La contagion à l'ensemble de la zone euro est positive mais limitée : avec des effets d'entraînement moyens de 0,2, l'ensemble de la zone euro profiterait d'une croissance additionnelle de 0,3 pp en 2026.

ReArm Europe : nos hypothèses

Les efforts de réarmement anticipés par le plan *Rearm EU* de la Commission européenne auront un impact limité à l'horizon de notre scénario. Conjugués à l'effort allemand de dépenses, ils contribuent néanmoins à la révision à la hausse de notre scénario sur l'investissement. Nous anticipons que seuls les pays faiblement endettés profiteront des marges budgétaires supplémentaires permises par l'activation de la clause de sauvegarde du Pacte de stabilité, qui exclut les dépenses de défense du calcul du déficit aux fins de la supervision budgétaire. Des dépenses additionnelles à hauteur de 1,5% du PIB à l'horizon de quatre ans (soit 0,4% supplémentaire par an) en moyenne dans l'Union européenne correspondent au chiffrage de 650 milliards d'euros avancé par la Commission. D'autre part, les 150 milliards d'euros supplémentaires disponibles auprès du fonds SAFE ne profiteraient qu'aux pays se finançant à des conditions moins favorables que l'UE. Ces pays étant aussi les plus endettés, nous anticipons un tirage limité de ces prêts qui contribuent à augmenter le stock de dette.

Le tournant budgétaire allemand déclenché par le leader de la nouvelle coalition allemande est le principal facteur de révision à la hausse de nos prévisions de croissance.

Les évolutions récentes confirment notre narration passée

Le PIB de la zone euro a crû de 0,2% au cours du quatrième trimestre 2024 ; la croissance s'est établie à 0,9% en moyenne annuelle en 2024. Parmi les grandes économies de la zone, seule l'Espagne a connu une croissance soutenue en fin d'année (0,8%), alors que l'Italie (+0,1%), la France (-0,1%) et, plus encore, l'Allemagne (-0,2%) faisaient quasiment du surplace. La demande intérieure a contribué favorablement à la croissance du quatrième trimestre grâce à la consommation privée dont la progression (+0,4% sur le trimestre) a confirmé notre scénario de reprise modérée de la dépense des ménages. Si la consommation a encore augmenté fortement dans la péninsule ibérique (Espagne +1% et Portugal +2,9%), elle a été plus timide mais positive en Allemagne (+0,1%), en Italie (+0,2%) ou en France (0,3%).

Après les différents chocs subis, la consommation des ménages retrouve une composition plus

alignée avec sa moyenne historique : la croissance de la consommation de services se normalise et permet à la consommation de biens durables et non durables de, respectivement, accélérer et se reprendre sans toutefois retrouver son niveau d'avant la pandémie. Cette normalisation est guidée par des prix relatifs services-biens qui convergent vers leur tendance historique. Notre scénario continue de tabler sur la **poursuite de la reprise modérée de la consommation des ménages** (+1,2% en 2025 et 2026). La progression du revenu disponible serait certes freinée par la décélération des salaires (4% sur un an pour le salaire par tête au T4 après 4,5%). Mais ces derniers maintiennent une dynamique supérieure à l'inflation en prévision (+3,4% en 2025 et +2,8% en 2026) ; les ménages bénéficient donc de gains de pouvoir d'achat qui excèdent notre prévision de croissance de la consommation et impliquent un taux d'épargne toujours en hausse modérée. Si les enquêtes (Commission et BCE) concordent sur l'amélioration des anticipations du revenu net et de la situation financière des ménages, elles envoient un signal contrasté sur les anticipations de consommation : la première signale des anticipations d'achats en voie de redressement, la seconde des anticipations de dépenses en baisse. Après s'être améliorée au cours des trois premiers trimestres de 2024, la confiance des ménages s'est de nouveau dégradée fin 2024 et, en début d'année, demeure bien inférieure à sa moyenne historique.

Le facteur-clé, susceptible d'agir sur la volonté et sur la capacité des ménages à consommer davantage, est la poursuite des créations d'emploi. Ces dernières ont perdu en vigueur (0,7% sur un an au quatrième trimestre, après 0,9%) mais restent positives malgré la pause que marque le taux d'emploi après sa hausse continue au cours des dernières années. Le taux de postes vacants (2,5% au T4) s'est stabilisé après un déclin plus marqué au cours de l'année 2024. Malgré ce ralentissement de l'emploi, la baisse du nombre de chômeurs a accéléré et dépassé celle de la population active facilitant le repli du taux de chômage (6,1% en février). Selon les enquêtes, les consommateurs continuent d'anticiper une hausse du chômage et une baisse de la probabilité de trouver un emploi, mais la probabilité de perdre son emploi est aussi perçue en baisse. Les enquêtes signalent encore la volonté des entreprises de retenir les salariés dans l'emploi même si leurs anticipations d'emploi se sont dégradées depuis l'automne. Nous prévoyons une légère remontée du taux de chômage en 2025 et une modeste baisse en 2026, à peine visibles sur la moyenne annuelle (6,4% en 2025 et 6,3% en 2026).

Notre scénario de stabilisation de l'investissement logement a aussi été confirmé au quatrième trimestre 2024 (-0,3%) et il est prolongé dans notre prévision. La

⁴ Le multiplicateur est de 0,8 pour l'investissement et de 0,2 pour la dépense courante (d'autant plus élevé que l'écart de production est négatif en début de la période de prévision).

baisse des prix des logements compense la décélération du revenu disponible et maintient l'achat accessible. Les charges d'intérêts baissent avec la poursuite du repli des taux sur les nouveaux prêts (3,3% en janvier).

Les nouveautés qui changent notre scénario


Les fondamentaux de l'investissement productif ne se sont pas radicalement améliorés. L'investissement en machines et équipements s'est encore inscrit en repli (-1,5% sur le trimestre) en fin d'année ; les nouveaux prêts aux sociétés non financières progressent mais à un rythme historiquement faible. Si les enquêtes auprès des entreprises signalent une faiblesse persistante de la demande de prêts, elles indiquent aussi une détérioration de la disponibilité de crédit, associée à des conditions de financement que les entreprises anticipent plus restrictives. Nous prévoyons un redressement modeste de la productivité et des marges, mais une incertitude sur l'évolution des politiques commerciales continuant de freiner les décisions d'investissement.

Si ces facteurs négatifs demeurent, ils méritent néanmoins d'être pondérés par les ambitions européennes et les décisions allemandes. Cet ensemble soutient le profil de l'investissement et justifie une révision à la hausse de notre prévision d'investissement dans le BTP, les machines et équipements, les biens de transport. Les nouvelles mesures de dépense de l'Allemagne en infrastructures

et en défense, ainsi que la hausse généralisée des dépenses de défense des pays européens, vont profiter particulièrement à la production des trois grandes économies de la zone. La croissance de l'investissement passe ainsi de 1,5% à 1,8% en 2025 et de 2% à 3,2% en 2026.

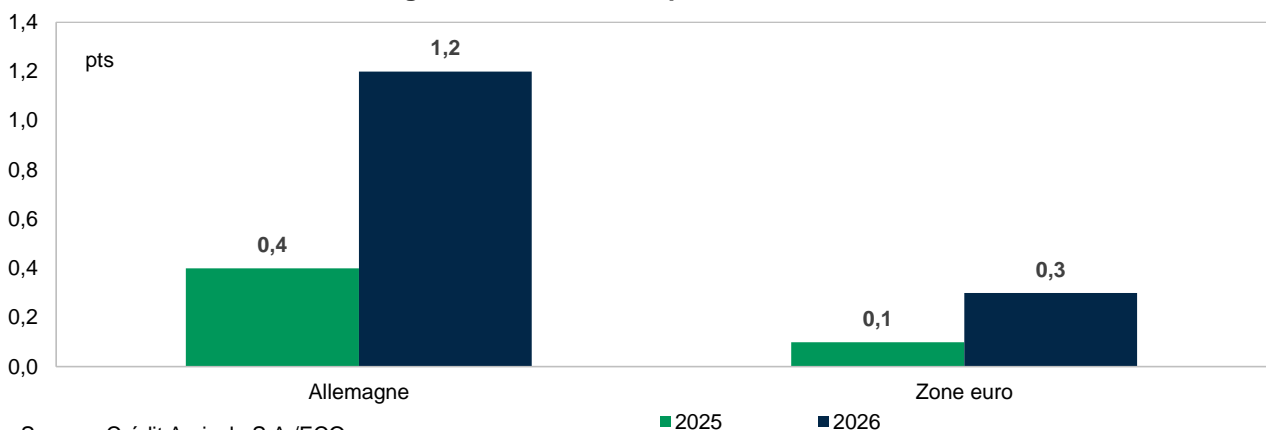
Finances publiques : pas de dérive

La progression plus rapide des dépenses publiques de défense et d'investissement, principalement concentrée dans les pays à faible endettement, se traduirait par un simple ralentissement de la trajectoire de réduction du déficit en 2025, par une légère dégradation en 2026 (de 2,9% en 2024 à 2,6% du PIB en 2025 et 2,7% en 2026) et par une remontée du ratio dette/PIB (de 88,2% en 2024 à 88,9% en 2025 et à 89,5% en 2026), déjà inscrite avant l'introduction de ces mesures. Par leur capacité à augmenter la croissance du PIB, ces dernières ont un impact positif sur le dénominateur, limitant ainsi la hausse du ratio de la dette.

 Moyenne annuelle	2024	2025
PIB	0,9%	1,0%
Inflation	2,4%	2,1%

Paola MONPERRUS-VERONI

Tournant budgétaire allemand : impact sur la croissance du PIB



Source : Crédit Agricole S.A./ECO

ROYAUME-UNI : LA HAUSSE DES COÛTS DES ENTREPRISES ET LES INCERTITUDES MONDIALES ACCRUES PÈSENT SUR LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES


L'économie britannique a stagné au second semestre 2024, après un solide premier semestre, portant le taux de croissance annuel en 2024 à 0,9% après 0,4% en 2023. Le PIB a progressé de 0,1% en glissement trimestriel au quatrième trimestre 2024, conformément à nos attentes, mais contrairement aux prévisions du consensus et aux anticipations de la BoE qui tablaient sur une contraction de 0,1%. Les fortes variations de stocks expliquent en grande partie cette bonne surprise, tandis que la consommation des ménages est restée stable et que l'investissement des entreprises a reculé de 3,2% en glissement trimestriel. Les exportations nettes ont également été faibles, apportant une contribution négative à la croissance (-1,5 point de pourcentage – pp), les exportations s'étant contractées (-2,5% en glissement trimestriel), tandis que les importations augmentaient (+2,1% en glissement trimestriel).

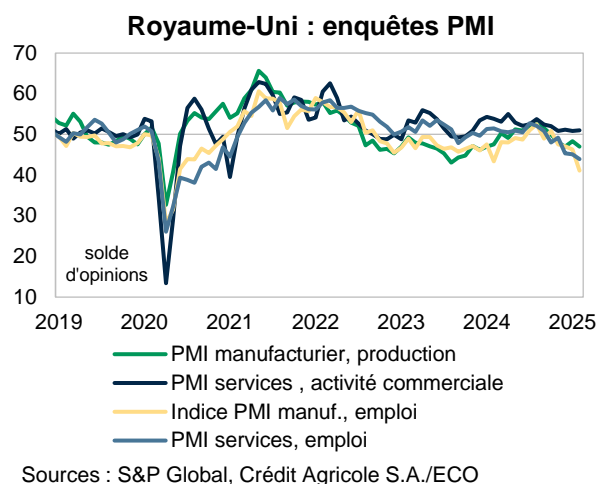
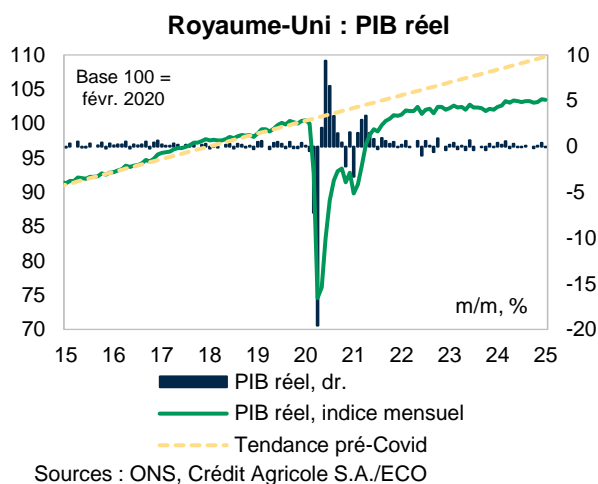
La dégradation des perspectives du marché de l'emploi implique des risques baissiers pour la croissance de la consommation des ménages.

Les données disponibles suggèrent une croissance du PIB d'environ 0,3% en glissement trimestriel au premier trimestre 2025 (un niveau inchangé par rapport à nos prévisions précédentes), la production ayant augmenté de 0,4% en variation mensuelle en décembre et de 0,1% en janvier. Nous maintenons notre prévision de croissance de +0,3% au premier trimestre en variation trimestrielle, mais la révision à la baisse à 0,2% au deuxième trimestre 2025 en raison de l'incertitude accrue à l'échelle mondiale, du resserrement des conditions sur les marchés financiers et des changements apportés à la fiscalité et aux prix de l'énergie à partir du 1^{er} avril. Le PIB devrait accélérer légèrement au second semestre 2025. Compte tenu de ces changements, la croissance annuelle du PIB est révisée à la baisse à 0,9%, contre 1,1% attendu précédemment et à 1,4% en 2026 (contre 1,6% il y a trois mois).

Le 1^{er} avril, les hausses des cotisations patronales d'assurance nationale (NIC), +1,2 pp, et du salaire minimum vital (NLW), de 6,7% à 12,21 livres sterling, annoncées dans le budget d'automne, sont entrées en vigueur. Les entreprises essaieront sans doute de répercuter une partie des coûts supplémentaires sur les prix, mais les marges bénéficiaires devraient être globalement comprimées. Les enquêtes menées auprès des entreprises suggèrent en effet une pression accrue sur les prix ainsi qu'une baisse des intentions d'embauche. Les emplois moins bien rémunérés sont particulièrement vulnérables en raison de la baisse du seuil (de 9 000 £ à 5 000 £) à partir duquel les entreprises paient des NIC. Les entreprises risquent également de baisser les salaires lorsqu'elles le pourront, afin de compenser la hausse du NLW. L'impact économique devrait se traduire par une hausse de l'inflation et des baisses des investissements des entreprises, de l'emploi et de la croissance des salaires.

Bien que nous ayons déjà intégré ces effets négatifs dans notre scénario il y a trois mois, **les enquêtes suggèrent que l'impact sur l'emploi sera probablement plus immédiat que prévu.** Nous avons révisé à la hausse nos prévisions de taux de chômage à 4,7% au second semestre 2025 et en 2026, contre 4,4% au quatrième trimestre 2024. La dégradation des perspectives du marché de l'emploi implique des risques baissiers pour la croissance de la consommation des ménages.

	2024	2025
 Moyenne annuelle		
PIB	0,9%	0,9%
Inflation	2,5%	3,2%



En outre, le gouvernement a annoncé un léger resserrement budgétaire le 26 mars, via une baisse des dépenses sociales et des coupes dans les budgets des différents ministères. Les dépenses de défense augmenteront pour atteindre 2,5% du PIB d'ici à 2027 (contre 2,3% actuellement), mais cet effort de réarmement devrait être financé par une réduction équivalente de 0,2% du PIB des dépenses liées à l'aide

internationale. Les finances publiques britanniques restent vulnérables en raison de la marge de manœuvre toujours faible (0,3% du PIB ou 9,9 milliards de livres sterling) par rapport à la règle budgétaire qui exige un équilibre du solde budgétaire courant d'ici 2029-2030.

Slavena NAZAROVA

JAPON : L'ÉCONOMIE EST SUR LE POINT DE SORTIR DE LA STAGNATION STRUCTURELLE

Les mesures économiques soutiennent la croissance

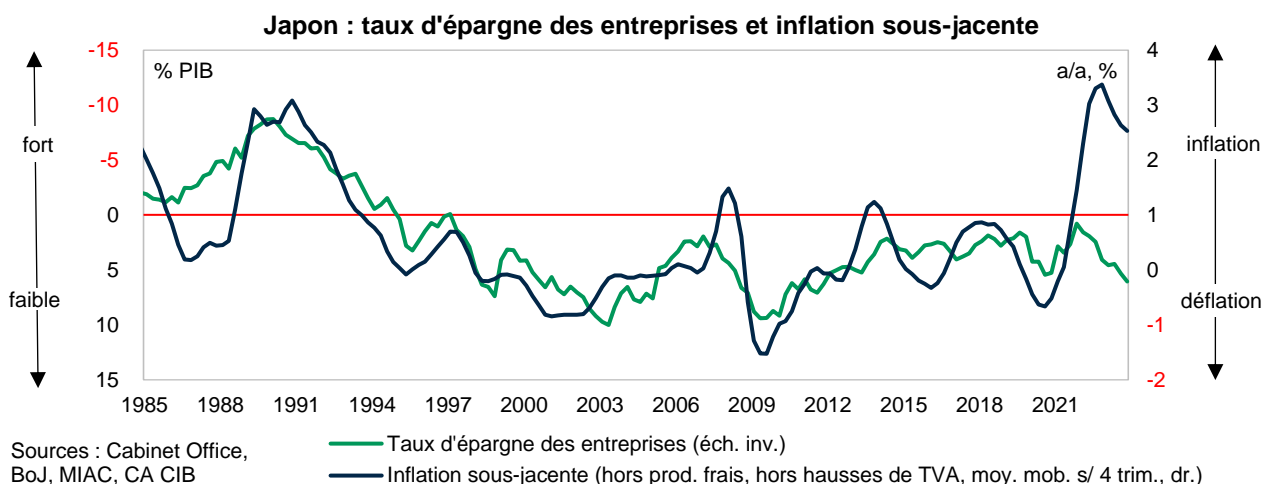
En 2024, malgré la stagnation de la demande intérieure, la Banque du Japon (BoJ) a décidé de mettre un terme à sa politique de taux d'intérêt négatifs et d'entreprendre, dans la foulée, de nouvelles hausses de taux qui ont exercé des pressions baissières sur le cycle de crédit. Avec le ralentissement de l'économie mondiale, la croissance du PIB réel a stagné, en s'établissant en dessous du taux de croissance potentiel d'environ 0,5%. Le retournement à la hausse des prix sur les importations et le taux élevé d'inflation ont exercé des pressions baissières sur les salaires réels et la reprise de la demande intérieure a également stagné. À court terme, les taux d'intérêt devraient augmenter compte tenu de la posture de la BoJ qui entend poursuivre ses hausses de taux directeurs. La remontée des taux d'intérêt devrait néanmoins être freinée par la faiblesse de la demande intérieure, la baisse des anticipations d'inflation et le reflux prévu des taux à l'étranger.


La hausse des salaires réels reste faible et la reprise de la consommation a toujours du mal à décoller.

En 2025, face aux pressions baissières engendrées par le ralentissement de l'économie mondiale et l'incertitude liée à l'administration Trump, les mesures économiques devraient soutenir la demande intérieure, en contribuant à maintenir un taux de croissance du PIB réel d'environ 1% et en

s'inscrivant dans le droit fil des efforts visant à lutter contre la stagnation structurelle et ses effets déflationnistes. Or, la hausse des salaires réels reste faible et la consommation a toujours du mal à décoller. Autre effet des hausses de taux prématurément décidées par la BoJ dans un contexte de stagnation de la demande intérieure, l'inflation s'est fortement contractée, à environ 1%. L'évolution du paysage politique pourrait mettre un terme aux hausses de taux de la BoJ. L'administration Ishiba va probablement démissionner après l'approbation du budget par le gouvernement en mars. Le nouveau Premier ministre devrait à nouveau dissoudre la Chambre basse et organiser des élections le jour même pour remplacer la Chambre basse et, d'ici l'été, pour la Chambre haute. Avant les élections et à l'automne, la nouvelle administration devrait mettre en œuvre des mesures économiques de grande ampleur pour accompagner la sortie définitive de l'économie de la déflation.

La croissance nominale du PIB pourrait temporairement tomber sous la barre des 2%, ce qui menacerait les actifs risqués. Les anticipations d'inflation ne remonteraient pas et l'aplatissement de la courbe des taux devrait se poursuivre. À mesure que l'économie mondiale se redresserait et que les effets des mesures de relance économique commenceraient à porter leurs fruits, dans la perspective de la prochaine hausse des taux, les rendements d'intérêt à long terme augmenteraient progressivement au second semestre.



 Moyenne annuelle	2024	2025
PIB	0,1%	0,9%
Inflation (hors prod. Frais & énergie)	2,4%	2,1%

L'inflation de base attendue sous la barre des 2% d'ici fin 2025

L'inflation devrait à nouveau ressortir très en deçà de l'objectif de 2% et la déflation ne devrait pas totalement disparaître. Tant que les entreprises n'auront pas renforcé leurs investissements, que le taux d'épargne des entreprises n'aura pas retrouvé son niveau normal, c'est-à-dire en territoire négatif, les pressions déflationnistes structurelles ne seront pas éliminées. Même avec la bouffée d'oxygène apportée par les baisses d'impôts à montant fixe du gouvernement, les ménages s'inquiètent de l'alourdissement des charges engendré par la hausse prématurée des taux de la BoJ ; la consommation réelle est tombée en territoire négatif en 2024.

En glissement annuel, l'inflation (hors produits alimentaires frais et énergie) devrait baisser vers environ 1% entre 2025 et le premier semestre 2026. Cette contraction serait due à une pause dans la répercussion des hausses des prix à l'importation et à une détérioration de l'équilibre entre l'offre et la demande, résultant de la faible croissance économique en 2024, inférieure au taux de croissance potentiel. **Grâce à la reprise cyclique mondiale et à la hausse de la demande intérieure, les dépenses des entreprises, notamment les investissements en capital et les salaires, devraient augmenter.** Par conséquent, le taux d'épargne positif des entreprises, qui a contribué à la stagnation structurelle déflationniste en raison de l'excès d'épargne, devrait diminuer. **Le taux d'inflation devrait remonter aux alentours de 2%** sur fond de reprise de la consommation, portée par la hausse des salaires réels, **à partir du second semestre 2026.** Seule condition préalable, le yen ne doit pas trop s'apprécier en raison des hausses de taux prématurées de la BoJ.

Takuji AIDA – Ken MATSUMOTO



PAYS ÉMERGENTS

Le « grand bazar » de Trump

Panorama – Le « grand bazar » de Trump

Chine – Stabilisation en point de mire

Brésil – De l'avantage d'être grand, peu ouvert (et habitué à la gestion de crise...)

Russie – Le prix de l'économie de guerre

Inde – À l'heure de Trump

Pays émergents – Le « grand bazar » de Trump

Le scénario de croissance sur les pays émergents reste solide mais les canaux de transmission du choc Trump sont multiples ; ils vont révéler les fragilités structurelles de certains pays, confrontés à des investisseurs plus méfiants.

Le scénario macro-économique des pays émergents semble en apesanteur, dans l'attente du choc des droits de douane sur le commerce mondial, qui reste l'un des piliers de la croissance de nombreux pays moins avancés. Pour l'instant, nos prévisions de PIB pour 2025 n'ont donc pas beaucoup évolué par rapport à notre dernier scénario, passant de 3,8 à 3,9% pour la catégorie dans son ensemble, soit un léger ralentissement par rapport aux 4,2% de 2024. Fin 2024, la photographie globale des pays émergents montrait aussi, qu'après les anomalies du Covid, ils avaient renoué avec deux tendances lourdes : le différentiel de croissance est redevenu positif vis-à-vis des pays développés et les grands émergents enregistrent un excédent commercial (même si l'on retire l'excédent chinois). Cela leur a donc permis de reconstituer des réserves de change : un amortisseur important si la guerre des tarifs secoue les monnaies.

L'Asie est toujours pourvoyeuse de croissance

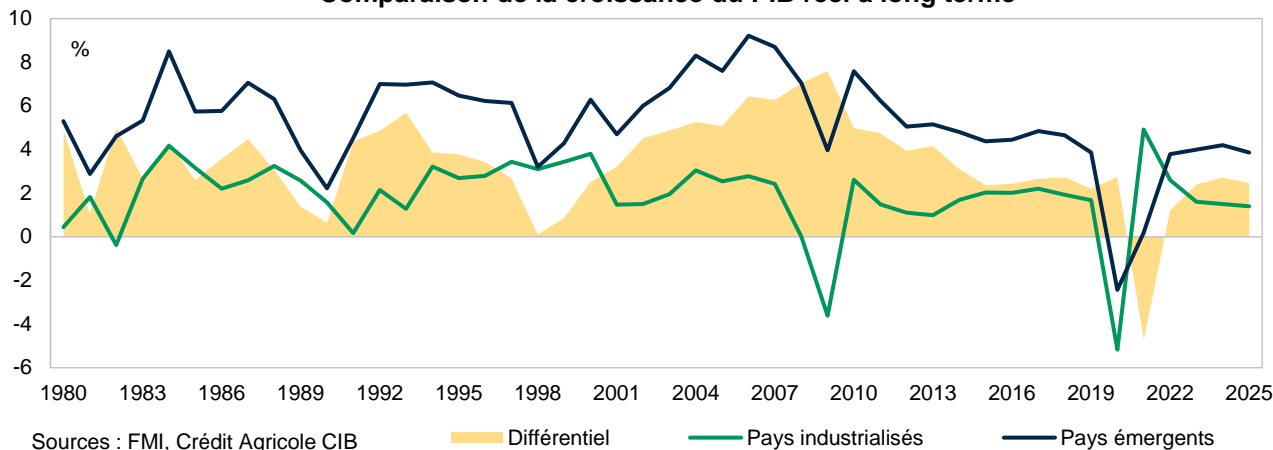
L'Asie (hors Chine) reste caractérisée par une faible inflation et les banques centrales devraient globalement baisser leurs taux directeurs en 2025, hormis Taïwan. Cependant, cela ne sera pas suffisant pour maintenir la demande intérieure de la zone. Même si la région enregistre toujours la croissance la plus élevée, celle-ci devrait donc ralentir de 5,2% à 4,7%, entre 2024 et 2025. L'Inde, l'Indonésie et les Philippines font la course en tête mais, derrière ces bonnes performances, les difficultés s'accumulent : remous politiques aux Philippines et surtout crise financière en Indonésie. Tous les marchés de la région sont fragilisés par la méfiance des investisseurs qui redoutent le choc des droits de douane sur des secteurs industriels exportateurs et excédentaires vis-à-vis des États-Unis. De surcroît, l'effet DeepSeek

aspire les capitaux vers la Chine. La devise indonésienne a donc chuté, révélant les problèmes structurels (difficultés de gestion publique et mauvaise répartition des fruits de la croissance). En Inde, la croissance devrait ralentir à 6,4% sur l'exercice fiscal 2024/25, ce qui n'est pas assez pour absorber les nouveaux entrants sur le marché du travail. L'inflation est encore élevée, tout comme les déficits courants et budgétaires structurels.

En Europe de l'Est, la désinflation est plus lente qu'en Asie, freinée par des augmentations de prix administrés, d'impôts ou surtout de salaires réels (avec des marchés du travail contraints). Les banques centrales sont donc prudentes. Depuis l'automne, les perspectives de croissance des pays Visegrad⁵ pour 2025 se sont dégradées et les résultats pour 2024 sont en deçà des attentes en Slovaquie, Hongrie et Roumanie. En revanche, la Pologne se distingue par sa résilience et la croissance est attendue à 3,5 % en 2025. À brève échéance, une partie de la zone pâtira de son exposition au secteur automobile allemand. En revanche, la croissance pourra s'appuyer en 2026 sur une utilisation accrue des fonds de l'UE, en soutien de l'investissement public. Cela devrait compenser la faible demande extérieure. Enfin, la Pologne et, dans une moindre mesure, la Hongrie et la Slovaquie, pourraient retrouver de l'espace fiscal grâce à l'exemption de leurs dépenses militaires des plafonds de dette.

En Amérique latine, le Mexique a été l'une des premières cibles de Trump, considéré comme le cheval de Troie permettant à la Chine d'entrer sur les marchés américains. Le Mexique a effectivement bénéficié de la première guerre commerciale sino-

Comparaison de la croissance du PIB réel à long terme



⁵ Pologne, Hongrie, République tchèque, Slovaquie

américaine, qui a gonflé son excédent commercial avec les États-Unis, concentré sur l'automobile, les machines et l'électronique. Le Mexique est donc clairement dans la ligne de mire alors que sa croissance est déjà en perte de vitesse et dépendante de la demande externe. Le Brésil a également bénéficié de la première guerre commerciale sino-américaine, se substituant aux États-Unis en tant qu'exportateur de soja vers Pékin. Aujourd'hui, son premier partenaire commercial est la Chine et le choc des tarifs sera limité. En revanche, la forte croissance de 2024 a généré de l'inflation et alimenté la dépréciation du réal. La banque centrale a donc entamé un resserrement monétaire qui pèse désormais sur la demande et les signaux du ralentissement se confirment.

Il est difficile de prévoir quels seront les pays les plus exposés aux mesures de Trump, car plusieurs critères se croisent dans les déclarations américaines, y compris politiques.

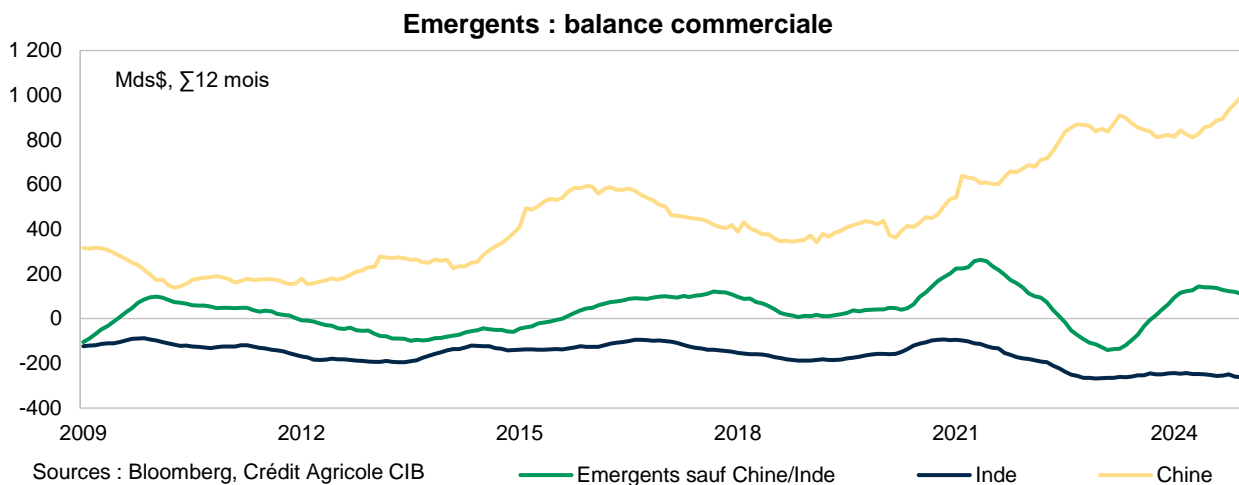
Dans les pays du Golfe, la croissance de la plupart des économies bénéficiera d'une augmentation de la production de pétrole, consécutive à la réduction graduelle des restrictions à partir d'avril, confirmées par l'OPEP⁶. De plus, la croissance non pétrolière de l'Arabie saoudite et des Émirats arabes unis est stimulée par un vaste portefeuille de projets, qui reflète les efforts de diversification de leurs économies. Cependant, des prix du pétrole qui baisseraient plus que prévu auraient un impact très négatif sur les positions budgétaire et extérieure d'Oman, de Bahreïn et de l'Arabie saoudite. Les perspectives saoudiennes sont donc bonnes à court terme (une croissance attendue supérieure à 4% en 2026) mais restent conditionnées, à long terme, à un difficile pari de transformation globale de l'économie et de la société. Surtout, le financement des projets pharaoniques de la Vision 2030 interroge, dans un contexte de moindre liquidité et de chute de 32% des dividendes d'Aramco en 2025 (mais les réserves du pays représentent 40% du PIB). En parlant de

pharaon, l'Égypte a réussi à émerger d'une longue crise de liquidité en 2024, mais la part des capitaux volatils dans le financement redevient trop élevée. De plus, la stabilisation de la dette va nécessiter de nouvelles coupes dans les subventions, alors que la classe moyenne est déjà appauvrie. Dans un contexte géopolitique régional catastrophique, le risque égyptien doit donc être surveillé. De même, de l'autre côté de la Méditerranée, le scénario turc, qui se normalisait progressivement sur le plan monétaire, s'est obscurci sur le plan politique. Cela ne doit pas être considéré comme un incident : la brutalité des événements rappelle l'instabilité chronique turque.

Les économies les moins avancées : pas forcément les premières cibles de Trump mais certainement les premières victimes

Même quand ils ne sont pas directement dans le viseur, les pays émergents sont très vulnérables au choc Trump : pour eux, les canaux de transmission auxquels ils sont particulièrement sensibles se conjuguent : impact des droits de douane ; de la politique de la Fed ; du dollar ; et surtout de l'incertitude, plus dommageable pour les pays les moins avancés. Ce « cocktail » est susceptible de créer de l'inflation, des dérapages fiscaux et des chocs de croissance. En ce qui concerne les droits de douane, il est difficile de prévoir quels seront les pays les plus exposés car les menaces américaines croisent plusieurs critères, y compris politiques (voir le Venezuela, par exemple). L'analyse est en outre brouillée par les négociations bilatérales tout comme le sont les repères de compétitivité entre pays-concurrents à mesure que se développent des traitements différenciés en termes de droits de douane. On mesure là l'énorme bouleversement concurrentiel que les tarifs peuvent provoquer. Globalement, on peut distinguer trois types de « victimes » :

- ✓ **Les pays avec un gros excédent vis-à-vis des États-Unis** (outre la Chine, évidemment, figurent en particulier le Vietnam, Taïwan, la Corée, l'Inde,



⁶ Pour plus d'information, consulter l'article [pétrole](#) de ce scénario.

la Thaïlande, la Malaisie et l'Indonésie) même si certains sont des fournisseurs cruciaux.

- ✓ **Les pays sensibles à certains secteurs**⁷. En Asie, la Malaisie est le pays où les exportations de puces électroniques vers les États-Unis représentent le pourcentage du PIB le plus élevé, suivie par le Vietnam et la Thaïlande. La Corée du Sud est fragile face aux droits sur les semi-conducteurs et l'automobile (47,9% des exportations de voitures sont destinées aux États-Unis), tout comme la Slovaquie (11,7%). Bahreïn est touché par les droits sur l'aluminium (36% des exportations, dont 15% vers les États-Unis) et 35% des exportations brésiliennes d'acier et d'aluminium vont vers les États-Unis.
- ✓ **Les pays qui ont une forte asymétrie de droits de douane au détriment des États-Unis** – à savoir la plupart des pays émergents, notamment les moins avancés, mais avec des différentiels plus ou moins larges.

À court terme, l'introduction de droits de douane réciproques serait donc un choc asymétrique particulièrement violent pour les pays émergents, mesurable à l'aune de deux critères : leur exposition commerciale aux États-Unis et l'importance du différentiel de droits. Ainsi la Thaïlande, économie très ouverte, est très exposée aux droits de douane réciproques, avec des exportations vers les États-Unis qui représentent 11,6% de son PIB, et un différentiel de tarifs de 5,5 points de pourcentage. Mais l'impact du choc va également dépendre de la substituabilité des produits et de la capacité à réorienter les exportations.

L'Inde bénéficie également d'un différentiel de droits de douane avec les États-Unis – son premier client, avec 18% de ses exportations totales. Mais elle reste un pays peu ouvert, ce qui limite le choc. Néanmoins, l'impact sera sectoriel : les États-Unis achètent 35% des ventes indiennes de produits pharmaceutiques – lesquelles représentent 13% du total des exportations du pays (Singapour serait également fragilisé par des droits sur les produits pharmaceutiques). Comme l'Inde, le Nigeria a un gros différentiel de droits de douane, mais ses exportations vers les États-Unis ne représentent que 2% de son PIB. En fait, beaucoup de pays sont dans cette situation. Le Vietnam, en revanche, en tête de liste des pays à gros déficit, est dépendant de ses ventes aux Américains (près de 23% de son PIB). C'est même le pays « tremplin » qui a le plus bénéficié des reports de flux commerciaux et d'investissements de la Chine lors de la guerre commerciale de Trump 1.0. Néanmoins, le Vietnam peut mettre en avant dans la négociation une différence tarifaire globale au profit des États-Unis.

Trump accélère la recomposition commerciale

Beaucoup de pays émergents sont donc fragiles face à cette guerre commerciale. Non seulement à cause du choc de conjoncture mais aussi parce que de nombreux pays moins avancés ont basé leurs modèles de développement sur le commerce, voire parfois sur un accès préférentiel au marché américain. Les asymétries tarifaires ont modelé le profil sectoriel de certaines économies. De plus, les pays émergents risquent d'être exposés au déferlement des produits chinois pénalisés sur les marchés américains. L'Indonésie redoute de perdre 200 000 emplois dans le textile. Le Vietnam et la Corée ont pris des mesures anti-*dumping* contre l'acier chinois. Enfin, la plupart de ces pays ont peu de marge de manœuvre pour des mesures de rétorsion. Beaucoup n'ont pas d'autre choix que de s'engager à acheter plus de produits américains : des avions ou de l'éthane pour la Thaïlande, des produits agricoles ou du gaz liquéfié pour le Vietnam. Boeing devrait récupérer des marchés et on peut s'attendre à de nouveaux accords de coopération militaire américaine avec les pays sous pression commerciale.

Ne nous trompons pas. **Malgré ces rapports de force asymétriques à court terme, il est probable, à plus long terme, que la guerre commerciale accélère la diversification des échanges car tous les pays essaient de se protéger de l'instabilité américaine.** L'Inde, en particulier, serait favorable à la négociation de rapprochements avec la Chine – facilitation d'échanges, d'investissements (rendus difficiles depuis les affrontements de 2020 dans le nord du pays) ou des facilités réglementaires dans les ports. En Asie, tout particulièrement, la brutalité de la stratégie américaine face à des économies très ouvertes risque d'aboutir à l'effet inverse de celui recherché. Cela va renforcer le commerce intrarégional déjà élevé, notamment dans l'Asean, et rompre, au passage, la tentative américaine d'isolement de la Chine. **La guerre commerciale va tout simplement accélérer la recomposition d'un monde dont les États-Unis sont de moins en moins le centre.**

Moyenne annuelle	2024	2025
PIB	4,3%	4,0%
Inflation	5,8%	4,5%

Tania SOLLOGOUB

⁷ Pour plus d'information, consulter les articles sur les secteurs [automobile](#), [métaux](#) et [semi-conducteurs](#) de ce scénario.

CHINE : STABILISATION EN POINT DE MIRE

Répondre aux défis que pose la croissance

Nous prévoyons une poursuite du ralentissement de la croissance en Chine en 2025. Les exportations sont susceptibles d'être fortement freinées par le relèvement des droits de douane américains, tandis que la reprise de la demande intérieure risque de rester progressive. Malgré l'évolution positive de la situation en Chine, notamment la bonne tenue des données, l'assouplissement des politiques dans les bonnes conditions et les percées en matière d'IA, de lourdes incertitudes subsistent. Elles concernent notamment les défis extérieurs, dans la mesure où les États-Unis de Trump continueront probablement de durcir leurs mesures de restriction à l'égard de la Chine sur de multiples fronts au-delà du commerce.

La croissance du PIB en volume devrait ralentir à 4,6% en 2025 et 4,3% en 2026, contre 5,0% en 2024. La croissance du PIB nominal devrait se hisser à 4,3% en 2025, contre 4,2% en 2024, et accélérer à 5,3% en 2026.

Objectif de croissance ambitieux et nouvelles mesures d'assouplissement

Conformément aux attentes, le Congrès national du peuple (CNP) de 2025 a fixé un objectif de croissance ambitieux d'environ 5% (inchangé par rapport à 2024), abaissé son objectif d'inflation (IPC) de 3% à 2% et maintenu ses objectifs d'emploi inchangés.

Sur le plan budgétaire, la Chine a relevé son ratio de déficit budgétaire général à un niveau record de 4,0% du PIB en 2025 (contre 3,0% en 2024), le montant du déficit budgétaire passant de 4 060 milliards de renminbi à 5 660 milliards de renminbi (financé par les emprunts d'État émis par le gouvernement central – CGB – et les collectivités locales – LGB). **Les dépenses budgétaires générales augmenteront à 4,4% en glissement annuel**, contre 3,6% en 2024, tandis que **les recettes budgétaires générales devraient diminuer de 0,1% en glissement annuel**, après une légère hausse réelle

de 1,3% en 2024. Sur le front de la politique monétaire, la Chine s'est engagée à réduire ses taux d'intérêt et son taux de réserves obligatoires au moment opportun et à poursuivre les mesures de soutien au crédit dans des domaines ciblés ; elle a réaffirmé que le yuan resterait globalement stable.

Par rapport à Trump 1.0, la Chine est désormais mieux préparée et dispose cette fois-ci de sa propre stratégie de contre-mesures.

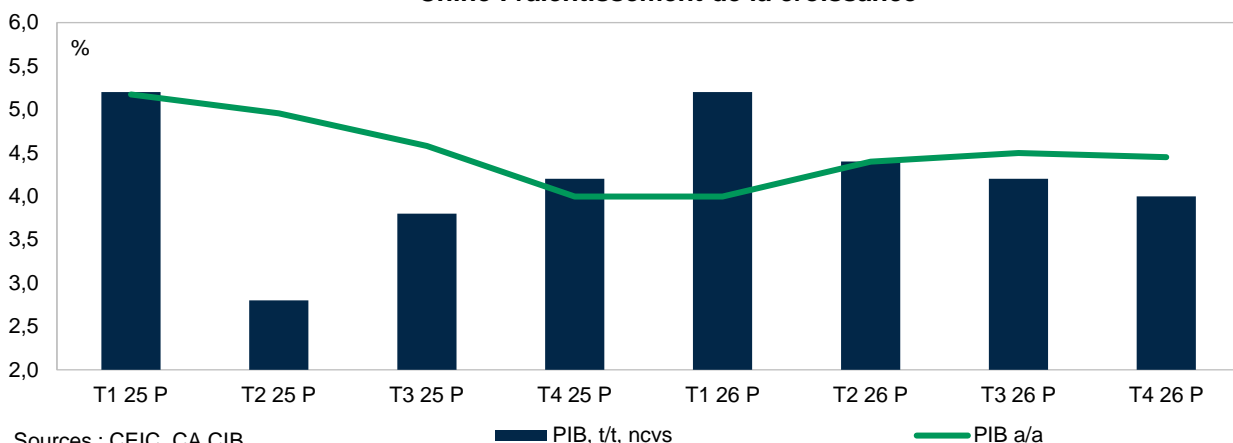
De grandes orientations politiques ont été définies sur différents fronts. La relance de la demande intérieure, en particulier de la consommation, a été placée au rang de politique gouvernementale prioritaire, confirmant la ferme volonté de la Chine de stabiliser l'économie et les marchés dans un contexte de faiblesse persistante de la demande intérieure et de fortes turbulences du côté de la demande extérieure.

Les droits de douane restent un obstacle majeur pour la Chine

Les tensions commerciales mondiales se sont intensifiées, le président américain Donald Trump ayant multiplié les annonces et les menaces de droits de douane. Les hausses réciproques de droits de douane entre les États-Unis et la Chine ont été relativement plus modérées qu'on ne le craignait, avec une hausse cumulée de 20% des droits de douane américains sur les produits chinois et une réaction limitée de la Chine sur plusieurs fronts. Toutefois, il est peu probable que Trump en reste là et, au-delà des droits de douane, les États-Unis continueront probablement d'exercer des pressions sur la Chine par le biais d'autres restrictions commerciales et financières.

Malgré des signes encourageants quant à la volonté de la Chine et des États-Unis de conclure un accord commercial, la barre à franchir pour parvenir à un accord risque d'être assez élevée. Par rapport à Trump 1.0, la Chine est désormais mieux préparée et dispose cette fois-ci de sa propre stratégie de contre-mesures, avec des mesures ciblées,

Chine : ralentissement de la croissance



Sources : CEIC, CA CIB


notamment des hausses de droits de douane spécifiques, des contrôles à l'exportation sur des marchandises essentielles, ainsi qu'un renforcement des pressions sur certaines entreprises américaines fortement exposées à la Chine afin qu'elles gèrent les tensions.

Réduction de la dynamique baissière du yuan

L'évolution des échanges commerciaux sino-américains reste un risque majeur pour le yuan, la mise en place d'importantes hausses des droits de douane américains sur les exportations chinoises étant favorable à une hausse de la paire dollar/yuan, même si la banque centrale (PBoC) continue d'atténuer la volatilité de la monnaie et n'utilise pas la dépréciation du yuan de manière proactive en guise de contre-mesure. Les fondamentaux « onshore » restent favorables à la paire dollar/yuan. Les établissements onshore chinois ont maintenu un niveau de demande élevé pour le dollar ces derniers mois. De plus, la demande nette de change pour le début 2025 a atteint un niveau record, exerçant une pression sur le yuan. Simultanément, l'écart de taux entre les États-Unis et la Chine a montré des signes de resserrement en 2025, mais la marge de resserrement supplémentaire devrait être limitée et continuer à peser sur le yuan. Par conséquent, nous tablons sur une hausse de la paire dollar/yuan par rapport aux niveaux actuels en raison des risques de guerre commerciale et des fondamentaux, tandis que le cours au comptant pourrait se replier vers la fin 2025 à mesure que le dollar s'affaiblit et que la saisonnalité devient plus favorable.

Réancrer les taux chinois

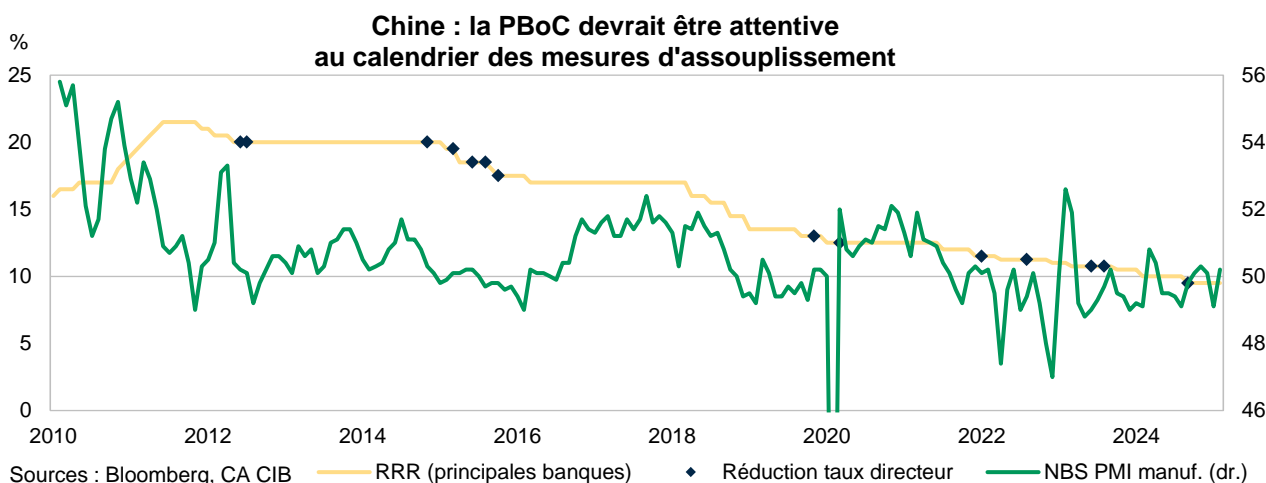
Nous restons optimistes à l'égard des obligations d'États (Chinese Government Bond, CGB) en raison de la poursuite de la politique d'assouplissement de la PBoC, mais sommes conscients des incertitudes entourant le rythme de l'offre d'obligations et l'évolution des marchés actions. L'équilibre tendu des conditions de liquidité a pesé sur la partie courte de la courbe, mais nous privilégions une stratégie d'achat sur repli. Le CGB à un an semble attrayant à 1,6-1,7%, et nous tablons sur un recul vers 1,5%. Le rendement des CGB à dix ans devrait se situer dans une fourchette comprise entre 1,5 et 2,0% et se négocier vers 1,7% en fin d'année.

 Moyenne annuelle	2024	2025
PIB	5,0%	4,6%
Inflation	0,2%	0,5%

Risques à surveiller

Sur le plan intérieur, il est essentiel de surveiller la mise en œuvre et l'efficacité des mesures qui seront prises par la suite en la matière, même si la Chine a montré son engagement à stimuler la consommation et à stabiliser le marché de l'immobilier pour renforcer la demande intérieure. À l'extérieur, l'incertitude concernant la politique de D. Trump en matière de droits de douane reste un facteur évidemment décisif.

Xiaoja ZHI



BRÉSIL : DE L'AVANTAGE D'ÊTRE GRAND, PEU OUVERT (ET HABITUÉ À LA GESTION DE CRISE...)

Le Brésil a été porté par quatre années consécutives de croissance forte au point d'atteindre un rythme très (trop) élevé : un « excès » de dynamisme signalé par l'accélération rapide de l'inflation, la hausse des importations, l'érosion de l'excédent commercial ; un excès qui, sans toutefois se traduire par une baisse du niveau de la dette publique, a fini par susciter une dépréciation du réal et un resserrement monétaire puissant à partir de septembre 2024. Dans un contexte d'incertitude généralisée et de contrainte fiscale forte, **des signes de décélération ont émergé et ils se confirment** : tassement du taux de croissance du crédit (qui reste positif), remontée du taux de chômage (qui reste modéré), détérioration de la confiance des ménages.

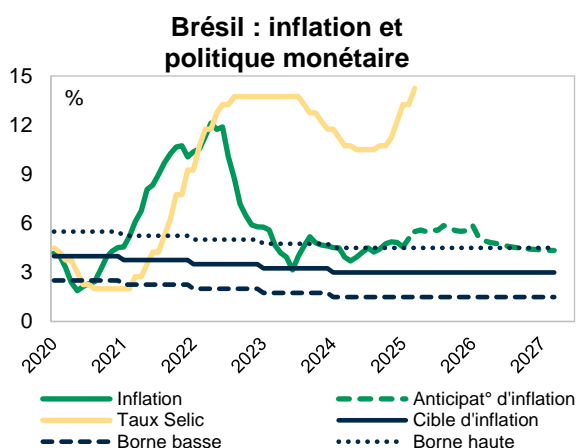
Du côté de la demande externe, si le Brésil n'est pas une cible prioritaire de la guerre commerciale menée par Trump, il n'est pas immunisé. La hausse des tarifs douaniers de 25% sur l'acier et l'aluminium (6 milliards de dollars en 2024) représente une facture de 1,5 milliard de dollars. La taxation devrait avoir un impact macro économiquement absorbable. Les exportations d'acier et d'aluminium à destination des États-Unis (certes, principal marché d'exportation avec environ 35% des exportations) représentent environ 1,5% des exportations totales, soit *in fine* moins de 0,3% du PIB. En revanche, ce dernier pourrait être affecté par ricochet si la politique de Trump à l'encontre de la Chine déprime significativement les importations chinoises et/ou les cours des matières premières et incite la Chine à trouver d'autres débouchés pour ses exportations.

Un fléchissement de la croissance (à 2,0%) est donc attendu en 2025 ; il se prolongerait en 2026 (à 1,7%). **La décélération économique prévue ne semble pas suffisante pour « terrasser » l'inflation qui résiste** (hausse mensuelle de plus de 1% en février portant le

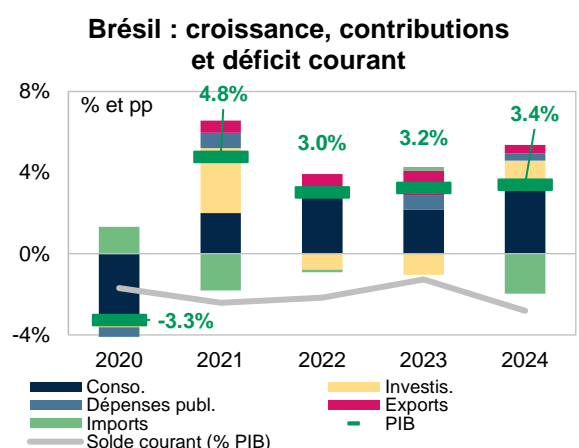
rythme sur douze mois à 5,1%) ; les anticipations d'inflation ne sont toujours pas stabilisées et les prévisions pour fin 2025 restent élevées (à 5,1%, excédant la fourchette cible de 3% ± 1,5%). Malgré la hausse du taux Selic par la banque centrale (BCB) de 375 points de base (pdb), **le resserrement monétaire reste sur l'agenda** : notre scénario retient une hausse de 75 pdb en mai, puis un dernier mouvement de 50 pdb portant le Selic à 15,50% en juin.

L'exposition commerciale directe relativement limitée du Brésil aux États-Unis et la détermination de la banque centrale ont contribué à réancrer le réal au début de 2025.

La détermination monétaire s'est révélée cruciale : elle a permis de consolider (encore) la crédibilité de la BCB et d'apaiser le bruit fiscal de fin 2024 en contribuant au soutien de la devise, qui s'était fortement dépréciée franchissant la barre (psychologique) des 6 réais pour un dollar (le dollar a culminé à près de 6,30 réais en décembre 2024). Cependant, les inquiétudes budgétaires qui ont promu la dépréciation n'ont pas disparu. En fait, la réforme fiscale qui avait été présentée en même temps que les mesures d'assainissement budgétaire en décembre et avait alors déconcerté les investisseurs, précipitant la chute du réal, a été officiellement annoncée le 18 mars⁸. Par ailleurs, le Congrès a enfin approuvé le budget 2025 (avec trois mois de retard). Le budget prévoit un excédent primaire de 15 milliards de réais en 2025, supérieur à l'excédent de 3,7 milliards de réais initialement estimé par le gouvernement, et qui permet de respecter l'objectif de déficit zéro en 2025. Les efforts apparents pour atteindre les objectifs budgétaires (équilibre en 2025, excédent de 0,25% du PIB en 2026) et l'amélioration de la communication ont apaisé les inquiétudes des investisseurs.




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



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

⁸ La réforme apporte des changements importants à l'impôt sur le revenu des particuliers. Les allègements sur les revenus modestes/moyens (exonération de l'impôt sur le revenu jusqu'à 5 000 réais par mois, allègement fiscal jusqu'à 7 000 réais de revenus par mois) sont financés par une hausse de la taxation sur

les revenus élevés et les dividendes (taux d'imposition effectif minimum au-delà de 50 000 réais par mois). La réforme entrerait en vigueur en 2026. Elle contribuerait à renforcer la popularité du président Lula à l'approche des élections générales de 2026.

 Moyenne annuelle	2024	2025
PIB	3,4%	2,0%
Inflation	4,4%	5,2%

Les intentions budgétaires et le ton « belliciste » adopté par le COPOM lors de la dernière réunion de politique monétaire du 19 mars devraient soutenir la devise à court terme : notre scénario table sur un cours dollar/réal vers 5,70 d'ici la fin du mois de juin. Cependant, l'exécution du budget reste décisive : nous resterons à l'affût avant de voter la confiance et retenons une légère dépréciation du réal (à 5,80 fin 2025).

Catherine LBOUGRE – Olga YANGOL

RUSSIE : LE PRIX DE L'ÉCONOMIE DE GUERRE

L'économie russe, de plus en plus structurée autour des principes de l'économie de guerre, a conservé une croissance forte.

Forte croissance du PIB

La croissance du PIB est en effet restée soutenue fin 2024 et n'a que légèrement ralenti début 2025.

La consommation privée y a largement contribué : les tensions induites par la guerre sur le marché du travail ont conduit à une poursuite de la forte progression des salaires (+11,3% en glissement annuel en décembre), ce qui a significativement contribué à la croissance. L'investissement a également été particulièrement soutenu, en raison de l'effort militaire.

Les conditions monétaires restrictives devraient contribuer à ralentir l'économie en 2025.

Sur le plan extérieur, les exportations ont plutôt bien résisté, en raison du succès de la réorientation des exportations d'hydrocarbures opérée par la Russie au cours des trois dernières années. Grâce à des excédents extérieurs encore confortables, les réserves internationales ont retrouvé le niveau record qu'elles avaient atteint fin 2021.

L'inflation nécessite un resserrement monétaire

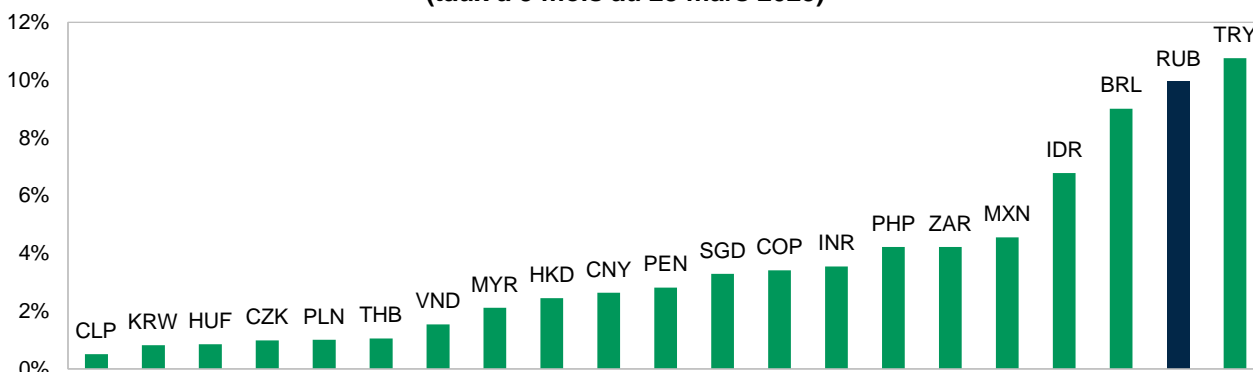
Le principal déséquilibre généré par cette croissance soutenue est l'inflation. Elle a atteint 10% en février, pour la première fois depuis deux ans. Le taux de chômage est très faible (2,4% en février) : la pression sur les prix est directement alimentée par le manque de main-d'œuvre.

En conséquence, **la Banque centrale de Russie, qui est structurellement hawkish, a conservé une politique monétaire particulièrement restrictive** : elle a maintenu son taux directeur inchangé, à 21% depuis octobre 2024, ce qui fait de la Russie l'un des grands pays où les taux d'intérêt réels sont les plus élevés au monde.

Ralentissement à venir

Ces conditions monétaires strictes (taux réel à court terme de 10%) devraient conduire à un ralentissement de l'économie : le prix à payer pour lutter contre l'inflation. Sans prévoir de récession, car l'effort de guerre continuera de soutenir la croissance, **notre scénario retient un ralentissement marqué en 2025.**

Taux d'intérêt réels des marchés émergents : comparaison entre pays (taux à 3 mois au 28 mars 2025)



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB


Appréciation du rouble

Un portage aussi élevé tend à soutenir la devise. La forte appréciation récente du rouble est, cependant, avant tout liée aux attentes d'une possible normalisation (au moins partielle) des relations entre les États-Unis et la Russie, initiée par l'administration américaine.

Des incertitudes qui restent fortes en raison des différences entre les stratégies américaines et russes

L'évolution de l'économie russe et du rouble dépendra largement des négociations de cessez-le-feu, puis d'une possible réouverture partielle de l'économie russe, notamment avec les États-Unis. Le président Trump entend progresser mais la différence entre son

approche transactionnelle et celle plus globale et systémique de Vladimir Poutine rendra probablement l'ensemble du processus, notamment la conclusion d'un véritable accord de paix durable, difficile et potentiellement long.

	2024	2025
 Moyenne annuelle		
PIB	4,1%	1,5%
Inflation	8,4%	6,8%

Sébastien BARBÉ

INDE : À L'HEURE DE TRUMP

L'Inde a connu ces derniers mois quelques turbulences, qui pourraient s'aggraver, si Donald Trump met son programme de « tarifs réciproques » à exécution.

Dissiper les inquiétudes autour de la croissance

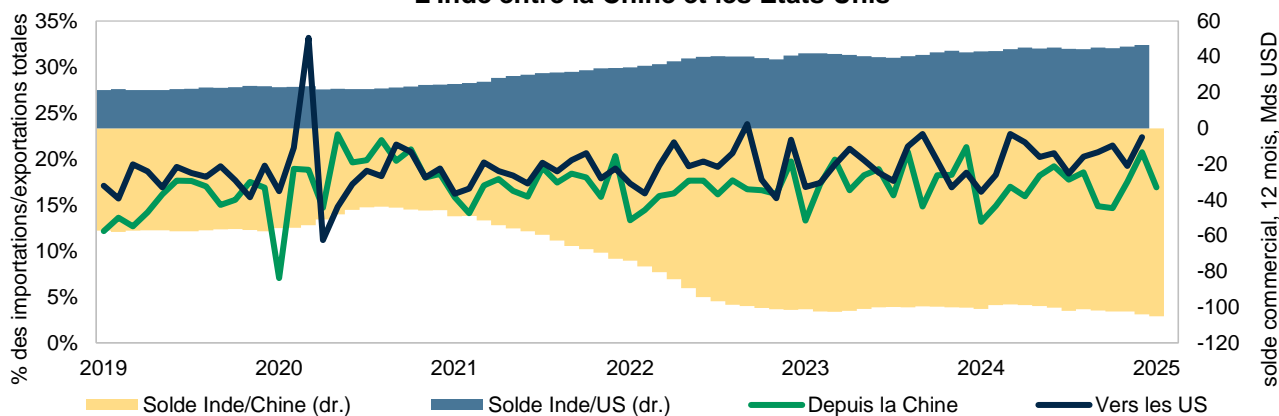
La fin d'année 2024 a vu se dégrader les fondamentaux indiens sur fond de ralentissement de la croissance. La hausse de l'inflation alimentaire a provoqué une baisse de la consommation domestique, alors que le *policy-mix* se faisait plus restrictif. La hausse des taux d'intérêt réels découlant d'une politique monétaire plutôt restrictive a pesé sur l'investissement privé quand les dépenses publiques, notamment en termes d'infrastructures, diminuaient une fois les élections passées afin d'atteindre les objectifs de consolidation budgétaire.

Si les perspectives de croissance pour 2025 sont toujours élevées (autour de 6,3%), elles témoignent d'un ralentissement par rapport aux 7% annuels – minimum – enregistrés sur la période précédente. Surtout, ce rythme demeure insuffisant pour créer les

emplois nécessaires à l'absorption des nouveaux entrants sur le marché du travail.

Les données les plus récentes signalent quelques améliorations sur le plan de la consommation. Elles sont visibles dans la collecte de TVA et le ralentissement de l'inflation alimentaire, qui compose près de la moitié de l'indice des prix. En février, le nouveau gouverneur de la banque centrale (RBI) a également annoncé une première baisse du taux directeur (-25 points de base – pdb –, de 6,5% à 6,25%), accompagnée par des injections de liquidités, signalant l'ouverture d'un cycle d'assouplissement qui était très attendu, et d'une préférence pour le soutien à l'activité plutôt qu'au taux de change. La roupie a ainsi continué à se déprécier en fin d'année, avant de se stabiliser passant le seuil symbolique des 85 roupies pour un dollar, sans que cela n'ait trop d'impact sur les prix pour le moment. Nous anticipons deux nouvelles baisses de taux de 25 pdb d'ici la fin de l'année, à condition que l'inflation demeure maîtrisée et que la roupie se stabilise.

L'Inde entre la Chine et les Etats-Unis



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

Sur le plan budgétaire, **la ministre des Finances a présenté une nouvelle réforme fiscale visant à baisser l'impôt des classes moyennes et populaires** afin de soutenir la consommation. L'objectif de consolidation budgétaire se poursuit néanmoins, avec un déficit attendu autour de 4,4% du PIB, contre 4,8% sur l'année fiscale 2024/2025.

Conclure un « super-deal »


Narendra Modi sait que dans cette nouvelle ère Trump, son pays a autant à gagner qu'à perdre, d'où sa détermination à conclure un accord avec le président américain au plus vite. L'Inde est particulièrement visée par de potentiels « tarifs réciproques ». Très protectionniste, notamment sur certains produits exportés par les États-Unis (deux-roues, produits agricoles, pharmaceutique), l'Inde a de surcroît vu son excédent commercial vis-à-vis des États-Unis s'accroître ces dernières années (de 24 à 49 milliards de dollars entre 2016 et 2024). Enfin, l'Inde est un des seuls pays à présenter un excédent non seulement sur les biens, mais aussi sur les services.

L'OMC a beau avoir perdu beaucoup de pouvoir de sanction, l'Inde ne peut théoriquement pas s'affranchir de la clause de la nation la plus favorisée pour proposer des droits de douane plus favorables aux États-Unis. Restent donc deux options : baisser les droits pour tout le monde et mettre fin à des décennies de protectionnisme, ou bien conclure un accord de libre-échange, l'option la plus probable mais également la plus longue, car elle

suppose de nombreuses négociations. Un *deal* de cette nature, et même l'ouverture de négociations, permettraient à l'Inde de se positionner dans la réorganisation des chaînes de valeur, alors que le pays a répété qu'il souhaitait attirer de nouveaux investisseurs, notamment dans le secteur de l'électronique et des semi-conducteurs.

L'Inde a vu son excédent commercial vis-à-vis des États-Unis s'accroître ces dernières années.

En attendant, la moindre exposition de l'Inde au commerce mondial (le taux d'ouverture indien demeure largement inférieur à celui d'autres pays asiatiques comme la Malaisie, les Philippines, la Thaïlande ou le Vietnam) et son modèle tourné vers sa propre consommation domestique seront un atout, même si l'Inde, qui poursuit encore une stratégie de « multi-alignement » se serait passée de tant de désordres mondiaux.

 Moyenne annuelle	2024	2025
PIB	6,8%	6,3%
Inflation	4,9%	4,0%

Sophie WIEVIORKA



SECTEURS D'ACTIVITÉ

Pétrole – L'OPEP+ offre une baisse du prix du pétrole aux États-Unis

Gaz – Après un hiver plus rigoureux que les précédents, les difficultés se confirment pour 2025

Automobile – Pilotage à vue

Métaux – L'acier européen à l'heure du retour des *Trump's tariffs*

Semi-conducteurs – Forte poussée de la demande pour les *data centers* à court terme

Conteneurs – Les prémices du « *Big Bang* »

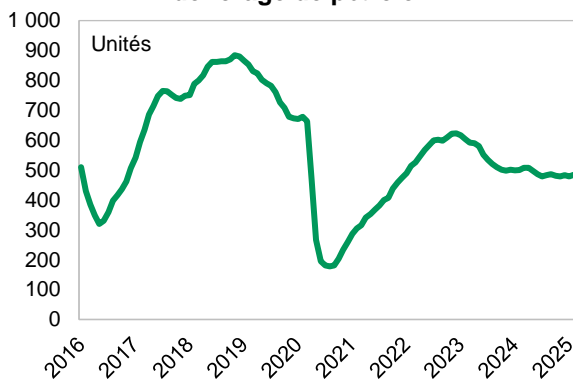
Pétrole – L'OPEP+ offre une baisse du prix du pétrole aux États-Unis

La récente annonce de l'OPEP+ d'augmenter sa production de 2,2 millions de barils par jour était inattendue. Dans un marché incertain et menacé de guerre commerciale, cette augmentation de l'offre en pétrole devrait provoquer une baisse modérée des prix.

L'impact de Trump sur les marchés pétroliers ne se limite pas à la menace de droits de douane sur les importations de pétrole canadien. Pendant la campagne présidentielle, Trump a promis de réduire le prix de l'essence. La reprise des forages aux États-Unis, voulue par l'administration américaine pour garantir aux Américains des carburants bon marché, prendra du temps. À court terme, seule une augmentation rapide de la production de pétrole à laquelle l'OPEP+ est en mesure de procéder, pourra infléchir le prix de l'essence. Trump a vraisemblablement pu compter sur ses relations privilégiées avec les dirigeants de l'Arabie saoudite et de la Russie, pour convaincre l'OPEP+ d'augmenter sa production.

L'augmentation de 2,2 millions de barils par jour, correspondant aux coupes décidées unilatéralement par certains producteurs (dont l'Arabie saoudite) en 2023, **a de quoi surprendre.** Les perspectives de guerre commerciale entre les États-Unis et leurs principaux partenaires devraient peser sur la croissance de la demande pétrolière déjà relativement atone. Ces perspectives paraissent éloignées de l'analyse optimiste d'un marché en essor par l'OPEP+ dans sa déclaration du 3 mars dernier. Toutefois, l'effet de cette augmentation sur l'équilibre du marché pourrait être légèrement atténué par les ajustements de production imposés aux pays ayant dépassé leurs quotas de production respectifs.

Etats-Unis : plateformes de forage de pétrole



Sources : Baker Hughes, Crédit Agricole S.A./ ECO

Dans un contexte marqué par une croissance annuelle de la demande autour de 0,9 million de barils par jour en 2025 et 2026, **l'augmentation de la production de l'OPEP+ devrait contenir les prix de pétrole sous les 75 dollars par baril.** Cette baisse des prix pourrait constituer un frein à la reprise des forages et à une augmentation de la production de pétrole américaine.

L'augmentation de la production de l'OPEP+ devrait contenir les prix de pétrole sous les 75 dollars par baril.

Si ces pays respectaient leurs engagements, la correction pourrait alors atteindre en moyenne 260 000 barils par jour jusqu'au mois de juin 2026.

La moitié des ajustements seront supportés par l'Irak. Toutefois, nous estimons que, comme souvent, les ajustements de production ne seront pas forcément bien respectés par les pays concernés, plus concentrés à maximiser leurs revenus. Nous estimons également qu'un effondrement de la production iranienne est peu probable dans l'éventualité de sanctions renforcées sur l'Iran par les États-Unis.

	Prix moyen du pétrole par baril
T1 2025	76 \$
2025	71 \$

Cependant, il ne faut pas sous-estimer la capacité de Trump à déstabiliser davantage le marché pétrolier. En effet, la mise en place d'importants droits de douane sur les biens de pays s'approvisionnant en pétrole produit par des pays hostiles aux États-Unis, comme le Venezuela aujourd'hui et peut être aussi l'Iran à l'avenir, pourrait réduire l'offre mondiale et donc soutenir les prix du pétrole. Si la levée des sanctions américaines contre la Russie devait aboutir à une légère augmentation de la production russe, cette dernière pourrait ne pas compenser en totalité les pertes de production vénézuélienne, iranienne et même canadienne en cas de guerre commerciale fanatique menée par les États-Unis.

Stéphane FERDRIN

Gaz – Après un hiver plus rigoureux que les précédents, les difficultés se confirment pour 2025

L'utilisation des stocks de gaz naturel pendant cet hiver plus froid que les précédents devrait tendre le marché du gaz naturel liquéfié (GNL) pendant les prochains mois.

Les premiers mois d'hiver en Europe ont été plus rigoureux que les précédents, provoquant une augmentation de la demande en gaz naturel par le secteur résidentiel (chauffage), mais aussi par le secteur énergétique. Face à une production plus faible des énergies renouvelables cet hiver, les centrales à gaz naturel ont été davantage sollicitées que l'hiver dernier pour équilibrer les systèmes électriques.

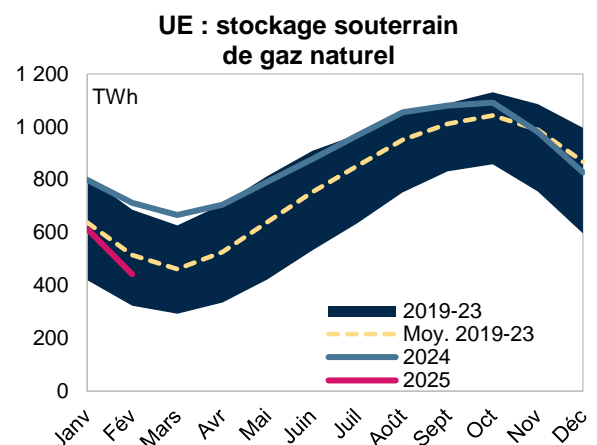
La stratégie européenne a privilégié les soutirages sur les stocks à l'augmentation des importations de GNL. Cette stratégie a limité l'augmentation du prix du gaz en Europe à 46 euros par mégawattheure (MWh) en moyenne entre novembre et mars, contre 32 euros par MWh l'année dernière. Considérant que l'Europe a baissé ses importations de GNL de 15% entre les deux hivers, cette augmentation du prix du gaz naturel confirme que le marché se tend, avec notamment une reprise de la demande en gaz de l'Asie et une faible croissance de l'offre.

Les importations de GNL de l'Europe devraient augmenter de 37% et atteindre près de 150 milliards de m³ en 2025.

Logiquement, les stocks vont terminer l'hiver à un niveau nettement inférieur à celui des deux dernières années. À mi-mars, le déficit des stocks par rapport à l'année dernière est de 25 milliards de m³, que l'Union européenne devra importer pour reconstituer ses stocks à 90% au 1^{er} novembre. Dans l'hypothèse où les flux de gaz russe *via* l'Ukraine ne reprendraient pas, l'UE devra aussi importer 14 milliards de m³ supplémentaires de GNL. Globalement, les importations de GNL de l'Europe devraient alors augmenter de 37% et atteindre près de 150 milliards de m³ en 2025. L'Europe sera vraisemblablement en concurrence avec l'Asie pour attirer les volumes de GNL dont elle a besoin. Plusieurs acteurs réclament une plus grande flexibilité sur les objectifs de remplissage des stocks imposés par l'UE. Un objectif de 80% au lieu de 90% au 1^{er} novembre permettrait de détendre le marché du gaz naturel entre avril et octobre.

Importations de GNL de l'UE	
T4 2024	26,8 milliards de m ³

Depuis cet hiver, les États-Unis sont aussi confrontés à une augmentation du prix du gaz naturel. Un hiver globalement plus rude et une demande grandissante des terminaux de liquéfaction ont provoqué une augmentation de 50% des prix du gaz naturel entre les deux derniers hivers. L'un des défis à court et moyen termes des États-Unis sera de relancer le forage de nouveaux puits de pétrole et de gaz naturel pour subvenir à la fois aux besoins des ménages, de l'industrie, du secteur énergétique et des nouvelles capacités de liquéfaction de gaz naturel qui se trouvent majoritairement dans le sud des États-Unis. La relance des puits de pétrole dans le sud sera cruciale pour éviter toute envolée des prix du gaz naturel, car une part importante de la production de gaz naturel du sud des États-Unis qui alimente les terminaux de liquéfaction, est constitué de gaz naturel associé à la production de pétrole. Une possible baisse des prix du pétrole provoquée par la récente décision de l'OPEP+ d'augmenter sa production, pourrait alors retarder la reprise des activités de forage aux États-Unis.



Sources : GIE, Crédit Agricole SA / ECO

Stéphane FERDRIN

Automobile – Pilotage à vue

Dans le maelstrom géopolitique, tarifaire et réglementaire...

Le climat de confiance en Europe est marqué par la crise ukrainienne et la demande automobile atteint un niveau plancher d'un million d'unités par mois en Europe ce trimestre. Les ventes combinées de février sur les cinq plus grands marchés européens ont reculé de 2,3% sur les deux premiers mois, Seule l'Espagne fait exception avec une hausse de 8,4%.

La production européenne du premier trimestre est désormais estimée en baisse de 9,2%. Pour l'ensemble de l'année 2025, la production devrait baisser de 3,1% sur un an, dans un marché mondial stable dans l'ensemble à 89,4 millions d'unités.

L'environnement de marché en Europe ne s'est cependant pas davantage détérioré et **les perspectives de production pourraient graduellement redevenir plus favorables en fin d'année.**

Les risques de hausse des droits de douanes nord-américains

L'augmentation de 25% des droits de douane américains a pris effet le 3 avril 2025 – sur les voitures fabriquées au Mexique, au Canada et éventuellement dans l'UE et exportées – **exacerbera les difficultés structurelles du secteur**, ce qui devrait impacter la demande dans la région. Les constructeurs automobiles, ne pouvant pas créer *ex-nihilo* une *supply chain* automobile locale en moins de deux-trois ans, devront continuer d'importer des composants en grande quantité.

La capacité des constructeurs automobiles à répercuter les hausses de coûts supplémentaires sur le consommateur devrait être limitée. En effet, le consommateur américain est déjà confronté à des mensualités automobiles moyennes proches de sommets historiques. Au total, l'augmentation des

tarifs de 25% représenterait une facture supplémentaire de 41 milliards de dollars et potentiellement une hausse des prix de vente d'environ 7%.

Une partie de la rhétorique tarifaire de Trump a pour objectif de négocier d'autres sujets avec divers pays. Cette hypothèse est renforcée par le fait que General Motors, Ford et Stellantis figurent parmi les constructeurs les plus impactés. Si les hausses de tarifs ne sont pas répercutées au consommateur, les surcoûts représenteraient potentiellement près de 100%, 30% et 12% de leurs marges d'exploitation respectives, ce qui n'est vraisemblablement pas soutenable sur le plan de l'emploi local et sur le long terme.

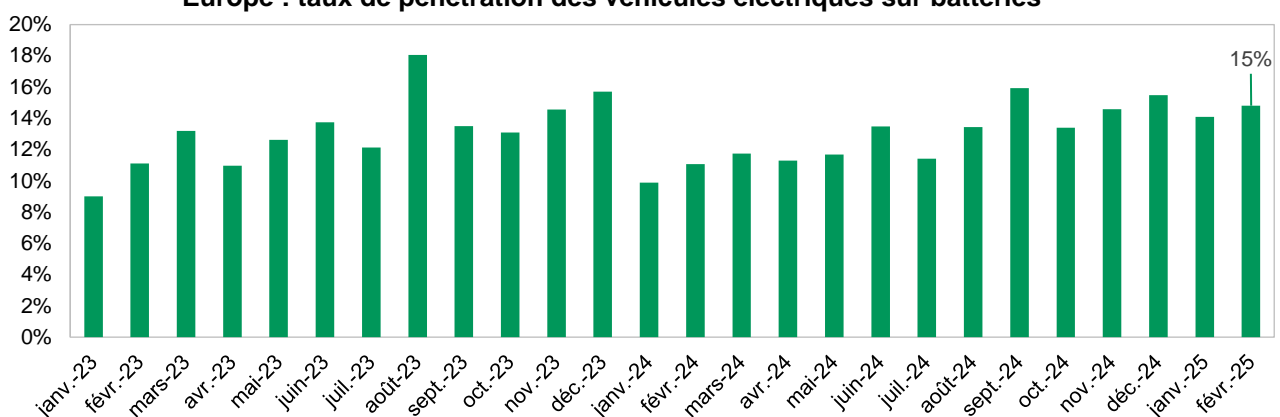
La capacité des constructeurs automobiles à répercuter les hausses de coûts supplémentaires sur le consommateur devrait être limitée.

D'après S&P, le taux de probabilité que ces mesures perdurent plus de vingt semaines serait seulement de 20% et l'agence de *rating* estime à plus de 50% le fait que la crise durera de dix à seize semaines environ.

Pour les constructeurs européens, les exportations à destination de cette région représentent environ 24% de la production de l'industrie européenne (solde commercial positif de 102 milliards d'euros en 2022, soit près d'un million d'unités par an – 7% de la production européenne).

Pour la *supply chain*, les désorganisations des calendriers et des lieux de production s'ajouteront aux défis structurels auxquels les équipementiers automobiles sont et seront confrontés.

Europe : taux de pénétration des véhicules électriques sur batteries



Source : Crédit Agricole S.A./ECO


L'assouplissement de la réglementation européenne

Après une année en baisse de 6%, les ventes de véhicules électriques des cinq plus grands pays d'Europe sont reparties à la hausse début 2025 (+25% en variation annuelle), pour atteindre une part de marché de 15%. La France reste en recul d'environ 7,8% sur les deux premiers mois de l'année.

En revanche, **l'assouplissement des sanctions imposées aux constructeurs automobiles qui ne respecteraient pas la réglementation européenne sur le CO₂ d'ici 2025 permettrait de soutenir la production de moteurs thermiques à court terme en Europe.** Les cadences de production destinées au marché européen pourraient repartir plus tôt que prévu, d'ici le deuxième semestre. À long terme, le plan d'accompagnement prévu (soutien à l'innovation de la production de batteries et de métaux critiques sur le sol européen, recharge de véhicules électriques) devraient aussi être favorables à l'industrie.

Pour l'instant, il n'y a pas de modification substantielle des objectifs d'émissions de CO₂ en tant que tels. Les objectifs de réduction de 15% d'ici 2025, la réduction de 50% pour les utilitaires et de 55% pour les véhicules particuliers (par rapport à 2021) et l'extinction des véhicules thermiques d'ici 2035 restent

inchangés. Ce dernier point est néanmoins mis à l'étude dès le mois de mars et l'objectif d'extinction du véhicule thermique en 2035 pourrait à terme être revu.

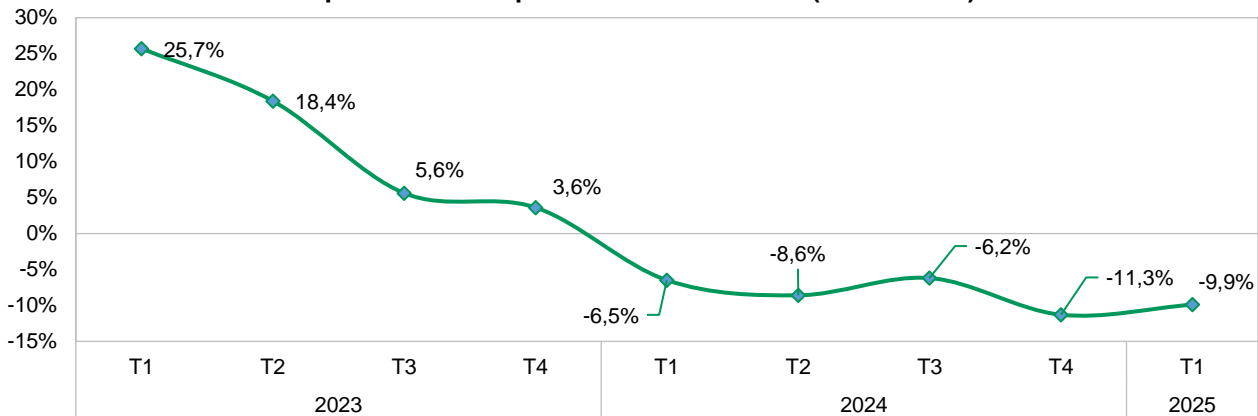
 Taux de pénétration des véhicules électriques sur batteries en Europe	
Janvier-février 2025	15%

Une rentabilité en forte baisse jusqu'en 2026

Conformément à la stratégie mise en place depuis déjà deux trimestres, les constructeurs réajustent leur outil de production pour s'adapter à un marché réduit (-17% par rapport à 2019). Toutefois, jusqu'en 2027, grâce à la réforme réglementaire, les constructeurs automobiles ne devraient plus craindre de devoir payer des pénalités (de 11 à 15 milliards d'euros, selon l'Association des constructeurs européens d'automobiles – ACEA). Cela soutiendra leurs marges et leurs flux de trésorerie en 2025-2026.

Véronique VIGNER

Europe de l'Ouest : production automobile (février 2025)



Source : Crédit Agricole S.A./ECO

Métaux – L'acier européen à l'heure du retour des Trump's tariffs

Loin d'être une surprise, le retour des droits de douane américains sur l'acier semble devoir conduire à un renforcement du protectionnisme européen, pouvant *in fine* bénéficier aux producteurs locaux. Du fait du déséquilibre de la balance commerciale, une réponse symétrique de l'Union européenne ne serait qu'illusoire.

En 2024, l'UE a exporté 4 millions de tonnes d'acier vers les États-Unis, équivalent à environ 3% de sa production domestique. Ce volume est représentatif de la moyenne des exportations sur la décennie 2014-2024, englobant le creux singulier de l'année 2020 (2,4 millions de tonnes) et les prolifiques années 2014 et 2018 – avant l'implémentation des premiers Trump's tariffs – au-delà de 5 millions de tonnes. Bien que les volumes *post-Covid* restent en deçà des niveaux historiques, la valeur de ces biens a, quant à elle, atteint des sommets en 2022, à presque 8 milliards d'euros, profitant de la forte hausse des prix de l'acier. En 2024, les exportations en valeur sont restées à des niveaux élevés à 7 milliards d'euros – en excès de 28% par rapport à la moyenne décennale – et émanant principalement de l'Allemagne (26%), des Pays-Bas (13%) et de l'Italie (10%).

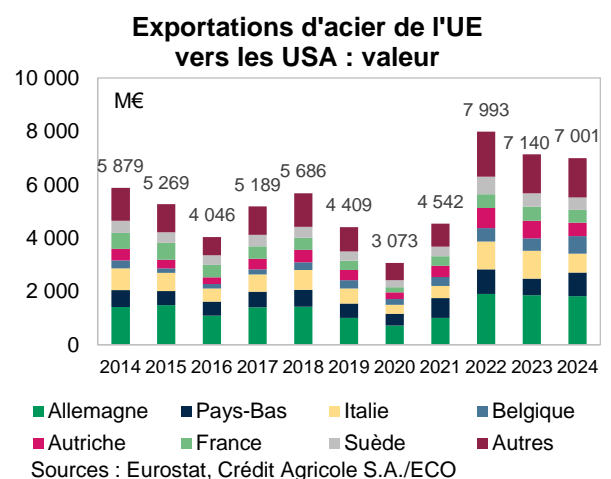
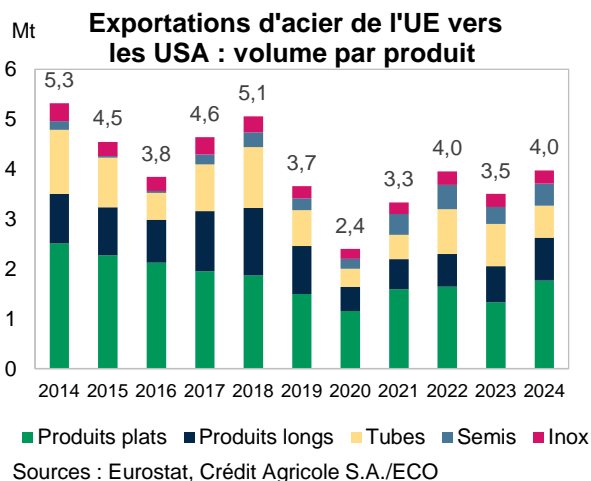
En 2024, les exportations en valeur de l'UE sont restées à des niveaux élevés à 7 milliards d'euros.

En termes de produits, 30% des échanges commerciaux en valeur concernent des tôles étamées pour le packaging, des tubes soudés et sans soudure pour le forage et l'extraction d'hydrocarbures, ainsi que des barres et tiges en acier inoxydable. Du fait de la haute valeur ajoutée de ces produits, une substitution systématique des volumes d'exportation est peu envisageable, à l'image de la poursuite des échanges consécutive à la première série de droits de douane de 2018.

Plus exposés que leurs homologues européens, le Canada, le Brésil et le Mexique représentent à eux seuls 50% du volume total des importations américaines, estimé à 26 millions de tonnes, couvrant 30% de sa demande domestique.

Les échanges d'acier entre les deux continents étant largement asymétriques – la valeur des importations européennes d'acier issu des États-Unis étant réduite d'un facteur dix par rapport aux exportations – une réponse symétrique de l'Union européenne semblerait illusoire. En outre, une redirection des flux commerciaux émanant de pays tiers vers l'Europe reste le principal risque pour les producteurs locaux ; risque auquel la Commission européenne se voit forcée de répondre à travers le remaniement de son système de contingent tarifaire. Chose paradoxale, le retour des droits de douane américains aura donc permis de concrétiser cette mesure de protection, longtemps réclamée par des aciéristes européens exposés à un marché toujours morne. La réduction attendue des quotas d'importation *duty-free* a été confirmée en mars et sera appliquée dès avril, tandis qu'une prorogation des mesures de sauvegarde après juin 2026 a également été annoncée dans le plan d'action pour l'acier dévoilé le 19 mars dernier.

Guillaume STECHMANN



Semi-conducteurs – Forte poussée de la demande pour les *data centers* à court terme

La demande de puces à des fins d'entraînement et de stockage des données dans les *data centers* pour les besoins de l'intelligence artificielle (IA) est particulièrement forte. Elle renvoie la demande dans les autres segments au second plan.

Les besoins en matière d'entraînement des modèles de langages nécessaires à la construction des outils d'IA sont colossaux. Ils continuent de tirer fortement le marché des semi-conducteurs dédiés aux centres de données (*data centers*), à court mais aussi moyen termes. Il s'agit plus précisément des processeurs graphiques (GPU), des processeurs spécifiques aux besoins de l'IA et des mémoires à large bande passante (HBM).

GPU et autres processeurs IA ont affiché les plus fortes croissances annuelles en 2024 à, respectivement, 132% et 309%.

Le marché mondial des semi-conducteurs a atteint 626 milliards de dollars en 2024, en croissance de plus de 18% par rapport à 2023. Un rebond de cette industrie cyclique est principalement lié à la très forte demande de puces IA, particulièrement les processeurs GPU et autres processeurs sur-mesure de type *Application Specific Integrated Circuit* (ASIC), ainsi que les puces mémoires DRAM dont les HBM.

Forte demande des puces pour *data centers*

Les revenus générés par les puces dédiées aux *data centers* pour les besoins du développement des outils d'IA ont atteint près de 112 milliards de dollars en 2024, soit 18% des revenus globaux du secteur et une croissance annuelle de 73%. Hors puces mémoires, les revenus ont quasiment doublé en un an.

On distingue les puces à usage général et celles conçues pour des applications spécifiques ou ASIC, qui pèsent respectivement 53% et 47% des revenus globaux des puces pour *data centers* en en 2024. Les GPU et les autres processeurs IA sont regroupés dans la catégorie des ASIC. La part des ASIC dans ces revenus croît régulièrement, mais la tendance devrait s'inverser en 2027 avec une part de 53% des revenus.

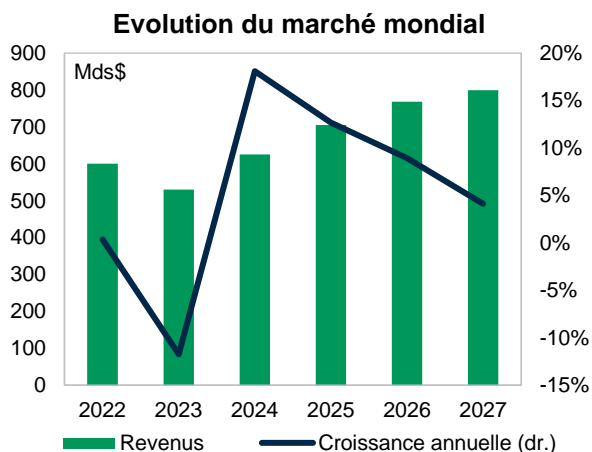
GPU et autres processeurs IA en très forte croissance

Les GPU et les autres processeurs IA ont affiché des taux de croissance annuelle de, respectivement, 132% et 309% en 2024, de loin les deux plus fortes croissances parmi tous les types de semi-conducteurs. Les GPU seuls pèsent pour 31% des revenus en 2024.

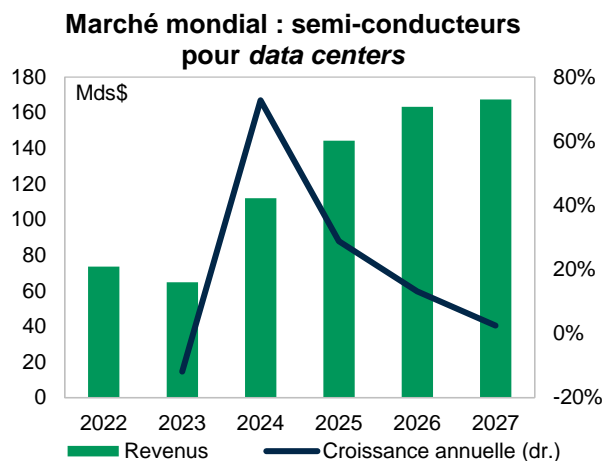
Cette tendance devrait se poursuivre en 2025, à un rythme moindre mais encore élevé, avec une **croissance annuelle anticipée à 35% pour les GPU et 50% pour les autres processeurs IA.**

Marché mondial des semi-conducteurs	
2025	705 Mds \$
2026	768 Mds \$

Rabindra RENGARADJALOU



Sources : Gartner (déc. 2024), Crédit Agricole S.A./ECO



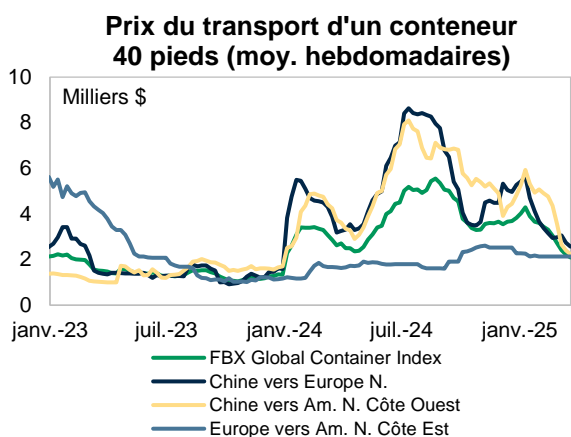
Sources : Gartner (janv. 2025), Crédit Agricole S.A./ECO

Conteneurs – Les prémices du « Big Bang »

Le changement radical de la politique commerciale américaine bouscule bien plus brutalement et rapidement que prévu les échanges internationaux. Un bouleversement de la géographie des flux et des services maritimes se profile.

Le secteur maritime suit avec fébrilité les déclarations et mesures protectionnistes en rafale de Donald Trump qui signent la fin de la globalisation telle que nous l'avons connue, avec de multiples implications pour le transport.

L'anticipation des droits de douane a relancé le mouvement de restockage déjà responsable du bond de 6% des trafics mondiaux en 2024. L'accélération des importations en janvier a généré un déficit commercial américain record et un sursaut des frets conteneurs. Mais les deux premières vagues de taxes appliquées en février et mars aux importations chinoises et l'entrée en basse saison ont prématurément brisé cet élan. Depuis, les frets s'effondrent sur les routes principales, à l'exception temporaire du transatlantique, menacé par l'escalade des tensions avec l'Europe.



Sources : Datastream, Freightos, Crédit Agricole S.A.

La levée massive annoncée par Trump des droits de douane « réciproques » réduira les volumes de conteneurs entrant en Amérique du Nord (plus du quart des trafics mondiaux intercontinentaux), surtout si le Mexique est contraint par son voisin de taxer ses importations chinoises. Avec les mesures de rétorsion attendues, la géographie des flux et des services maritimes devrait en être bouleversée au détriment des échanges Est-Ouest. À l'inverse, la recherche de nouveaux débouchés et de nouvelles sources d'approvisionnement devrait favoriser les flux nord-sud, comme l'illustre déjà en 2024 le dynamisme des échanges chinois avec l'Amérique latine, l'Inde et le Moyen-Orient.

L'Afrique pourrait bien être intégrée au mouvement cette année. Très impliqué sur le continent et libre d'alliance opérationnelle depuis février, le leader du transport de conteneurs MSC va redéployer ses plus grands navires depuis la route surcapacitaire Asie-Europe du Nord vers la route plus porteuse Asie-

Afrique de l'Ouest-Méditerranée. Il devait aussi se hisser au premier rang des opérateurs portuaires en rachetant, associé à l'américain BlackRock, le portefeuille de ports internationaux de l'opérateur de Hong Kong Hutchison, dont les deux ports à Panama suscitaient l'ire américaine. Mais les autorités chinoises veulent bloquer l'opération.

L'éventualité d'une reprise des transits en mer Rouge, qui ferait plonger les frets en libérant la capacité employée par les déviations de trafics, demeure un sujet brûlant.

Autre choc imminent, les États-Unis prévoient une taxation substantielle des escales dans leurs ports de navires construits en Chine ou appartenant à des transporteurs qui en possèdent ou en ont en commande. Cette mesure qui concerne la plupart des armateurs vise également à imposer le transport d'une fraction croissante des exportations américaines sur les rares navires construits aux États-Unis. Elle soutient l'ambition réaffirmée par Donald Trump de revitaliser la construction navale américaine, afin de restaurer la souveraineté du pays dans le transport maritime (le premier armateur conteneur américain est seulement 28^e mondial) et d'assurer sa présence dans l'Arctique grâce à la construction de brise-glaces.

Appliquée telle quelle, la mesure aurait des effets potentiellement désastreux : des dizaines de milliards de taxes, exclusion de fait des opérateurs chinois surtaxés, concentration des escales sur quelques grands ports, avec risques d'engorgement et de rupture de chaînes d'approvisionnement. Ces risques devraient plaider *a minima* pour une révision à la baisse des taxes envisagées.

L'éventualité d'une reprise des transits en mer Rouge qui ferait plonger les frets en libérant la capacité employée par les déviations de trafics, demeure enfin un sujet brûlant. La fin de la trêve à Gaza et les bombardements américains quotidiens depuis mi-mars des positions houthis écartent encore à ce stade cette perspective, redoutée des transporteurs. Même si ces déviations se poursuivent, une croissance de plus en plus hypothétique des trafics mondiaux en 2025 face à une offre en hausse de 6% suggère une poursuite de la baisse des frets. Mais la congestion portuaire persistante, les reconfigurations majeures de services maritimes attendues et les allocations de capacités par les transporteurs pourraient créer des surprises.

Bertrand GAVAUDAN



MARCHÉS

Politique monétaire – Des arbitrages délicats

Taux d'intérêt – Le pari des promesses de croissance

Taux de change – Les « *Trump Trades* » n'ont pas fait long feu

Politique monétaire – Des arbitrages délicats

La Fed est confrontée à un exercice d'équilibriste qui doit conjuguer le soutien à une croissance fragilisée alors que les signes de persistance de l'inflation risquent de se multiplier. Quant à la BCE, à l'impact dépressif des droits de douane américains s'opposent les perspectives de croissance plus solide en raison du « package » fiscal allemand. Des arbitrages qui suggèrent que la fin des assouplissements monétaires est proche.

RÉSERVE FÉDÉRALE : LA PERSISTANCE DE L'INFLATION DEVRAIT LIMITER LES MESURES D'ASSOULISSEMENT SUPPLÉMENTAIRES

La Fed a clairement indiqué qu'elle restait fermement en attente pour le moment. L'incertitude politique laisse planer le doute quant au calendrier et à l'ampleur d'un éventuel assouplissement supplémentaire. S'il se concrétise, le « semblant » de légère stagflation retenu dans notre scénario de référence risque de créer un environnement difficile pour la Fed, exerçant des pressions contradictoires sur les deux volets de son double mandat. Les prochaines décisions de la Fed pourraient ainsi s'apparenter à un exercice d'équilibriste.

La Fed devrait cependant finir par relancer son processus de baisse des taux, mais en opérant un assouplissement limité, avec deux nouvelles baisses de 25 points de base (pdb) en juin et en septembre, avant d'entamer une pause prolongée avec un plafond fixé à 4,00%. Les risques sont cependant orientés à la hausse des taux : voir la Fed réduire moins de deux fois ses taux d'ici la fin de l'année ne constituerait pas une surprise, bien que le marché ait anticipé trois baisses.

Ce scénario se fonde sur l'idée selon laquelle la Fed pourrait privilégier le côté « inflation » de son mandat si les signes de persistance de celle-ci se multiplient. La Fed peut apporter certes son soutien à une économie en perte de vitesse ; la baisse de 50 pdb opérée au début du cycle d'assouplissement en septembre dernier l'atteste. Toutefois, la progression de l'inflation est globalement au « point mort » depuis l'automne dernier. La combinaison de risques

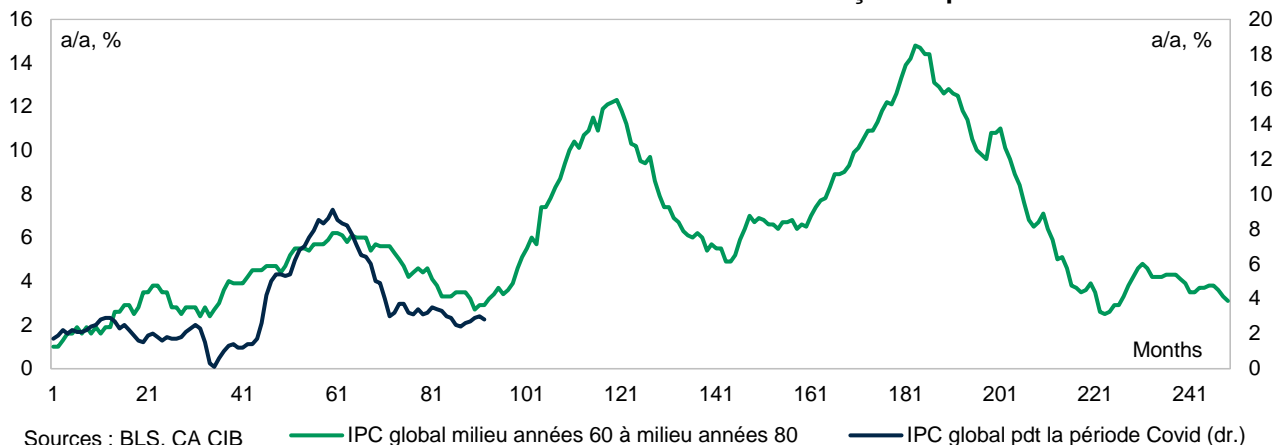
hausseurs supplémentaires liés aux droits de douane et de signes de dérive haussière de certaines mesures d'anticipation de l'inflation devrait limiter l'ampleur de l'assouplissement qui sera mis en œuvre. À cet égard, les membres du FOMC ont cité, comme une mise en garde, les années 1970 durant lesquelles l'inflation a connu plusieurs pics successifs, tous plus élevés les uns que les autres. Ainsi s'expliquent les baisses supplémentaires de seulement 50 pdb prévues dans notre scénario de référence.

Les risques sont orientés à la hausse des taux et nous ne serions pas surpris de voir la Fed réduire moins de deux fois ses taux d'ici la fin de l'année, bien que le marché ait anticipé trois baisses.

Au niveau du bilan, la réunion du FOMC de mars s'étant soldée par un nouveau ralentissement du rythme, la réduction du bilan pourrait désormais se poursuivre jusqu'en 2026. Les soldes de réserve sont le principal élément du bilan à surveiller dans le cadre de cette décision, la Fed visant un ratio réserves/PIB d'environ 10-11% d'après les commentaires des membres du FOMC. Par conséquent, le processus de réduction s'achèvera avec des soldes de réserve de l'ordre de 3 000 milliards de dollars et un bilan total situé dans le milieu de la fourchette des 6 000 milliards de dollars.

Nicholas VAN NESS

L'inflation des années 1970 offre à la Fed une leçon de prudence



BCE : INCERTITUDES SYMÉTRIQUES

Les incertitudes auxquelles la BCE fait face actuellement sont immenses : le changement de paradigme géopolitique entraîne une remise en cause profonde des fonctionnements économiques de la zone euro, tandis que les barrières douanières font apparaître des risques de ralentissement économique. À l'inverse, le « package » fiscal allemand améliore considérablement les perspectives économiques à moyen terme.

Dans ce cadre, la BCE se doit d'être prudente dans ses décisions de politique monétaire. Alors que le cycle de baisse est proche de sa fin, nous nous attendons à ce que la BCE baisse encore une fois ses taux, de 25 points de base. Notre scénario central inclut une baisse en juin – et donc pas de changement de taux à la réunion d'avril –, mais la décision est incertaine et la BCE pourrait choisir de baisser ses taux dès la prochaine réunion.

Contrairement aux anticipations de marché, nous n'attendons pas davantage de baisse de taux. Le taux de dépôt serait maintenu à 2,25% pendant toute l'année 2025 et l'essentiel de 2026. À plus long terme, quand les effets du plan fiscal allemand se feront ressentir sur la croissance, puis – de manière plus limitée – sur l'inflation, la question d'un resserrement pourrait se poser.

Alors que la croissance allemande pourrait atteindre 1,5% en 2026 (voire davantage en 2027) tandis que la croissance en zone euro approcherait 1,5% en 2026, la BCE pourrait considérer que l'économie est, dans

une certaine mesure, en « surchauffe » : un terme audacieux pour qualifier une croissance à peine supérieure au potentiel.

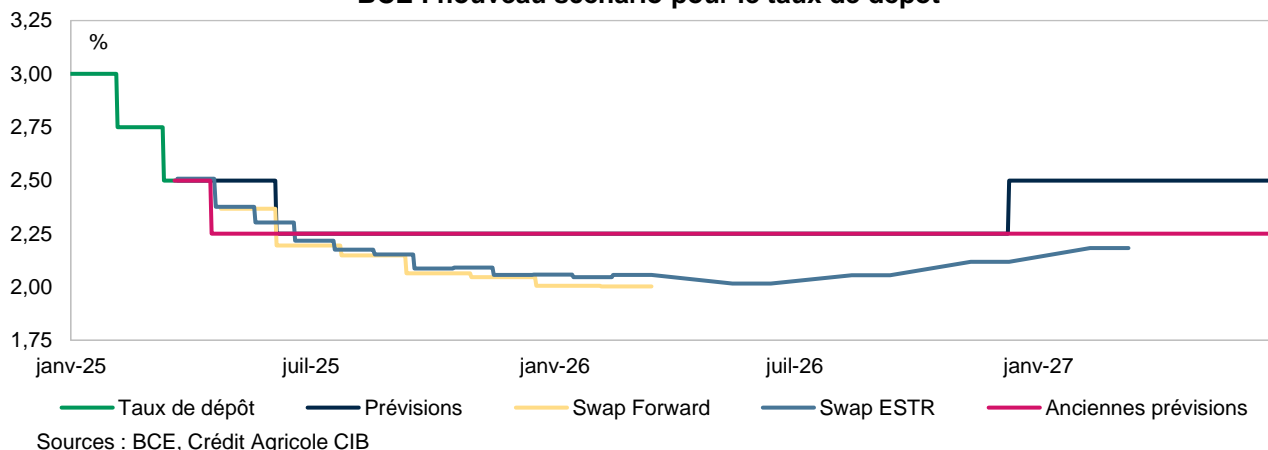
Au rythme actuel, la BCE réduit ses détentions de titres d'environ 45 milliards d'euros par mois, réduisant d'autant la liquidité bancaire.

Par conséquent, **nous nous attendons à ce qu'une discussion sur une remontée des taux soit entamée au cours de l'année 2026 et que la BCE débute un cycle de remontée des taux à partir de la fin 2026.** Selon toute probabilité, ce cycle serait limité en ampleur et en durée, dans la mesure où le rebond d'inflation lié à la reprise économique devrait rester contrôlé.

En parallèle de ces mouvements sur les taux, la BCE devrait poursuivre la réduction de son bilan via son resserrement quantitatif. Au rythme actuel, la BCE réduit ses détentions de titres d'environ 45 milliards d'euros par mois, diminuant d'autant la liquidité bancaire. Comme indiqué lors de la revue du cadre monétaire, la BCE poursuivra la réduction de ses programmes jusqu'à leur disparition. La raréfaction graduelle de la liquidité bancaire entraînera, à terme, un accroissement des emprunts des banques aux opérations de refinancement de la BCE pour pallier cette réduction.

Louis HARREAU

BCE : nouveau scénario pour le taux de dépôt



BANQUE D'ANGLETERRE : MOINS DE BAISSES AVEC UN TAUX DIRECTEUR ATTEIGNANT 3,75%

Des effets de base défavorables ont propulsé l'inflation des prix à la consommation (CPI) à 3% sur un an en janvier, un chiffre supérieur aux anticipations, contre 2,5% en décembre. L'inflation sous-jacente a également surpris à la hausse et les prix alimentaires ont fortement augmenté.

Nous anticipons un pic de l'inflation CPI à 3,5% en moyenne au troisième trimestre 2025. Ce pic à court terme est imputable à l'augmentation des prix réglementés de l'énergie et à la hausse des coûts des entreprises à partir du 1^{er} avril, ainsi qu'à la solide croissance des salaires, qui devrait maintenir l'inflation des services au-dessus de 4% pour le reste de l'année. En 2026, l'inflation CPI devrait désormais rester supérieure à l'objectif de 2% (2,2% en glissement annuel au T4 2026).

En ligne avec les anticipations, la BoE a laissé son taux directeur inchangé à 4,5% en mars, après l'avoir abaissé en août, en novembre 2024 et en février 2025. En février, la *forward guidance* a été modifiée et le mot « prudent » a été ajouté pour qualifier l'assouplissement de la politique monétaire : « une approche progressive et prudente de la poursuite de l'assouplissement de la politique monétaire est appropriée ». En mars, la BoE est restée très prudente, le gouverneur Andrew Baily insistant sur les niveaux élevés d'incertitude économique.

La BoE met en garde contre les risques à double tranchant qui pèsent sur l'orientation de sa politique monétaire. Un assouplissement serait

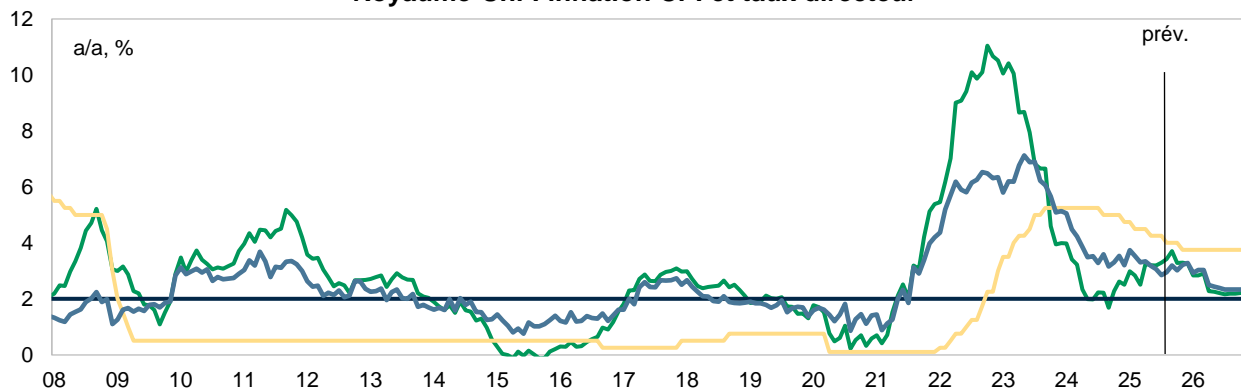
justifié si la faiblesse de la demande par rapport à l'offre était plus marquée ou durable. *A contrario* si l'offre était plus limitée par rapport à la demande et si les pressions sur les prix et les salaires domestiques étaient plus persistantes, notamment en raison d'effets de second tour liés à la hausse à court terme de l'inflation, cela justifierait un resserrement relatif de la politique monétaire. Le premier scénario nous semble le plus probable, car l'accélération des prix devrait être temporaire et le marché du travail devrait se détériorer dans les mois à venir, ce qui pèsera sur la demande.

En février, la forward guidance a été modifiée et le mot « prudent » a été ajouté pour qualifier l'assouplissement de la politique monétaire.

La BoE devrait rester sur la défensive face à l'inflation obstinément élevée. L'assouplissement de la politique monétaire devrait se poursuivre de manière graduelle, avec une baisse des taux par trimestre. Nous anticipons trois nouvelles baisses cette année, chacune de 25 points de base (pdb) (100 pdb au total en 2025), ce qui porterait le taux directeur à 3,75% fin 2025. Cette trajectoire serait conforme à la nouvelle estimation de la BoE du taux d'intérêt réel d'équilibre à long terme (R*). Au regard de différentes approches empiriques, la banque considère en effet que le R* a augmenté de 25 à 75 pdb par rapport aux estimations publiées en 2018, lorsque le R* était estimé entre 0% et 1% (2%-3% en nominal).

Slavena NAZAROVA

Royaume-Uni : inflation CPI et taux directeur



Sources : ONS, Crédit Agricole SA

— CPI — Cible — Taux directeur, éch. dr. — CPI sous-jacent

BANQUE DU JAPON : UNE PAUSE PUIS DES TAUX NEUTRES EN 2026

Au Japon, la demande intérieure privée réelle restant inférieure à la moyenne pré-Covid de 2019, les deux hausses de taux décidées en 2024 ont fait chuter le PIB réel nettement en dessous de son potentiel. La nouvelle hausse prématurée des taux en janvier 2025 risque encore de retarder la reprise de la demande intérieure. En raison de l'intensification des développements politiques à l'approche des élections à la Chambre haute cet été et de la politique du gouvernement visant à mettre un terme à la déflation, la poursuite de la hausse des taux est compromise. Le ralentissement de l'économie mondiale devrait se poursuivre et le taux de croissance nettement inférieur au potentiel l'année précédente, couplé à la stagnation de la demande intérieure, devraient ralentir l'inflation, ce qui contraindrait la BoJ à marquer une pause dans les hausses de taux.

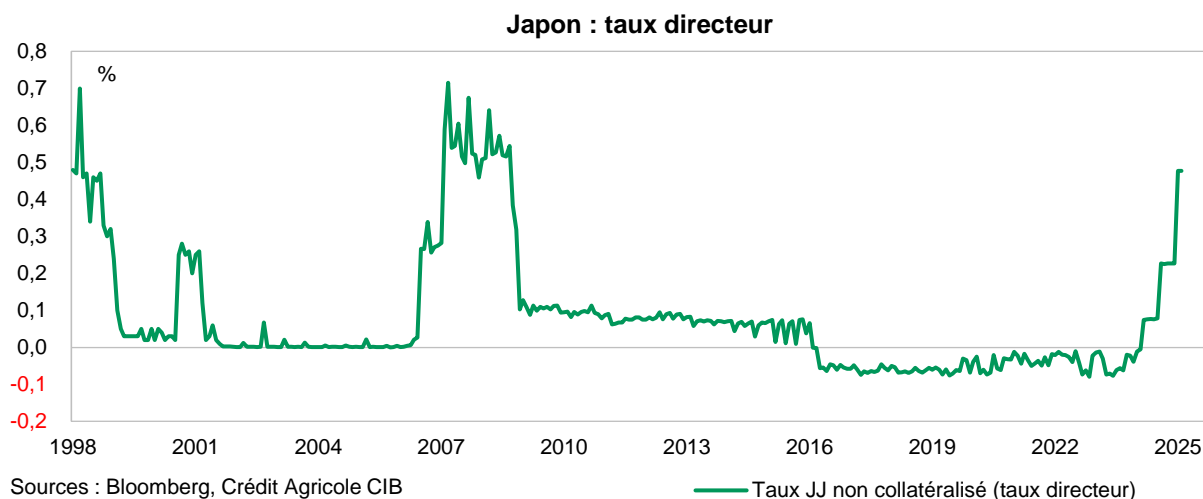
Après trois hausses de taux depuis mars dernier, l'économie japonaise semble avoir perdu sa capacité à se développer.

Au premier trimestre 2026, lorsque la reprise cyclique mondiale contribuera à réduire le taux d'épargne des entreprises, **la BoJ devrait finir par entamer un cycle complet de hausse des taux** jusqu'à atteindre le taux neutre, après avoir acquis la certitude d'une accélération de l'inflation portée par la reprise de la demande intérieure, elle-même soutenue par la hausse des salaires réels. Les hausses de taux se poursuivraient au rythme de 25 points de base tous les six mois, puis accéléreraient pour atteindre des hausses trimestrielles en 2027 et, d'ici 2028, le taux directeur dépasserait les 2%. La hausse des taux suivrait la progression de l'inflation, impliquant un taux d'intérêt réel proche de 0% et contribuant à maintenir le taux d'épargne des entreprises en territoire négatif, compte tenu de l'augmentation des investissements des entreprises. Le retour des taux d'intérêt réels à un niveau légèrement positif par rapport à l'objectif d'inflation de 2% est en point de mire.

Nous pouvons estimer avec notre modèle que le taux neutre actuel se situe à près de 0%. Le taux directeur actuel, à 0,5%, semble être déjà un facteur de contraction de l'économie japonaise. En effet, après trois hausses de taux depuis mars dernier, l'économie japonaise paraît avoir perdu sa capacité à se développer, avec une croissance négative en raison d'une demande intérieure atone en 2024 et d'un marché boursier stagnant. Soucieuse de relever les taux d'intérêt au-dessus du taux neutre actuel, qui traduit la stagnation de la demande intérieure, la BoJ a probablement étouffé le rebond à venir du PIB réel, ce qui est probablement la cause du taux de croissance inférieur à son potentiel en 2024.

La politique visant à résoudre les problèmes sociaux qui entravent l'investissement et la croissance avec des mesures budgétaires agressives, notamment l'investissement public dans la croissance, devrait être maintenue. Il devrait être question d'augmenter les dépenses budgétaires et de réduire les impôts ; en espérant que l'opinion publique commence à ressentir la reprise économique, l'administration entend remporter les élections de la Chambre haute cet été. Le document intitulé « *Basic Policies for Economic and Fiscal Management and Reform (Honebuto)* », qui devrait être approuvé par le Cabinet en juin, devrait définir un nouvel objectif de politique budgétaire qui tient compte des tendances macro-économiques, plutôt qu'un excédent du solde primaire. La gestion instable de la session régulière de la Diète par le parti minoritaire au pouvoir et balayée par les décisions de l'administration Trump pourrait entamer la cote de popularité du Cabinet. Cela pourrait entraîner la démission du Premier ministre Ishiba avant les élections à la Chambre haute en juillet et la possible passation de pouvoir à un nouveau Premier ministre plus à même de se mettre « au diapason » des partis d'opposition conservateurs et de l'administration américaine de Trump.

Ken MATSUMOTO – Takuji AIDA



Taux d'intérêt – Le pari des promesses de croissance

Alors que les assouplissements monétaires semblent proches de leur terme, le second volet de la politique économique de D. Trump supposé favorable à la croissance et les espoirs de dynamique européenne, dopée par les dépenses publiques allemandes, sont propices à une remontée progressive des taux d'intérêt.

ÉTATS-UNIS : DE L' « EXCEPTIONNALISME » AUX INQUIÉTUDES SUR LA CROISSANCE

Malgré la volatilité des marchés observée en début d'année, les taux d'intérêt ont peu varié récemment, conformément à nos prévisions pour le premier trimestre 2025 publiées en décembre dernier. Avec seulement deux baisses de taux directeurs anticipées dans notre scénario monétaire, les taux d'intérêt obligataires américains devraient assez peu évoluer aussi bien à court qu'à moyen termes. **En calant les prévisions de taux d'intérêt sur le tempo des mesures de politique économique et le scénario monétaire, nous prévoyons une légère baisse du taux à dix ans mi-2025 avant une remontée au second semestre 2025 et en 2026.**

Depuis le début de l'année, le consensus est passé d'une forte adhésion à l'idée d'une singularité américaine à une prédominance des inquiétudes sur la croissance. Le taux des *Treasuries* à dix ans se situe désormais dans la partie basse de la fourchette observée depuis le début de l'année (4,15% à 4,80%) et affiche une forte corrélation avec les anticipations sur les taux directeurs reflétées par le swap SOFR un an dans un an.

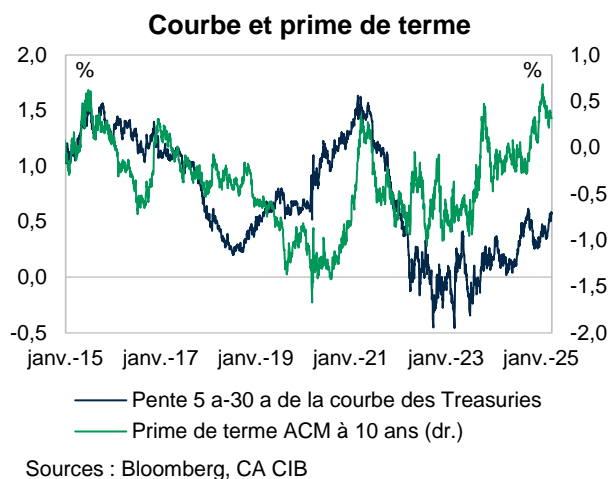
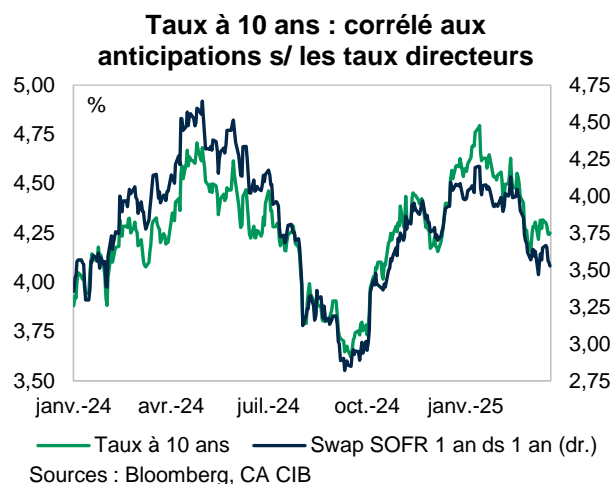
Le calendrier de mise en œuvre des mesures de politique économique sera décisif dans l'évolution de la croissance et de l'inflation.

Depuis le début de l'année, les intervenants de marché ont également réévalué la trajectoire future des taux directeurs. Comme l'a suggéré le président de la Fed, Jerome Powell, lors de sa conférence de presse à l'issue du FOMC du mois de mars, **la Fed observe un statu quo pour l'instant et n'est « pas pressée » d'agir. Les inconnues concernant « Trump 2.0 »**

sont nombreuses, créent des incertitudes sur les perspectives économiques et contribuent à l'attente de la Fed.

Comme le décrit le scénario économique, le calendrier des mesures de politique économique est décisif dans l'évolution de la croissance et de l'inflation. Certaines mesures négatives pour la croissance ont été appliquées dès le début de la présidence Trump, car nombre d'entre elles ne nécessitaient pas l'adoption de nouvelles lois. Cela devrait se traduire par une croissance plus lente vers la mi-2025, lorsque les mesures douanières et d'immigration auront commencé à produire leurs effets. Mais, si la hausse des droits de douane a tiré les anticipations de croissance vers le bas, elle a suscité des anticipations d'inflation persistante. Notre scénario monétaire table donc seulement sur deux baisses de 25 points de base des taux directeurs, en juin et en septembre, tandis que le marché table sur un assouplissement légèrement plus prononcé, d'environ 62 points de base au total pour le reste de l'année 2025. **Les taux pourraient ainsi baisser légèrement au deuxième trimestre 2025 en réaction à l'impact négatif des droits de douane sur la croissance et à la reprise des baisses de taux par la Fed attendue en juin dans notre scénario macro-économique.**

La mise en œuvre des mesures favorables à la croissance, telles que les réductions d'impôts, requiert davantage de temps, ces mesures nécessitant l'approbation du Congrès. La croissance devrait reprendre fin 2025 et en 2026, après l'adoption par le Congrès et l'application des mesures pro-croissance



du président Trump telles que les baisses d'impôts et la déréglementation.

Au second semestre 2025, les baisses d'impôts et la déréglementation attendues devraient donc se traduire par une croissance plus forte et une hausse du taux neutre⁹. Si notre prévision macro-économique se vérifie et que la Fed met fin au cycle d'assouplissement lorsque la borne haute du taux des *Fed funds* passera à 4,00%, le taux des *Treasuries* à deux ans devrait se situer entre 3,75% et 4,25%. En attendant, en l'absence de risque d'atterrissage brutal, il est peu probable de voir le taux à dix ans passer durablement sous la barre des 4,00%.

La courbe des taux devrait rester relativement stable avec un biais à la pentification, la partie courte étant ancrée pendant le *statu quo* de la Fed, tandis que la partie longue sera guidée par les

prévisions de croissance. Le relèvement des droits de douane et le durcissement de la politique d'immigration ne peuvent que conduire à une hausse de l'inflation qui, combinée à l'augmentation de l'offre de titres du Trésor liée aux réductions d'impôts, se traduira par une augmentation de la prime de terme des *Treasuries* fin 2025 et en 2026.

En 2026, les taux longs devraient augmenter progressivement, tout en restant inférieurs à 5,00%. Nous tablons désormais sur un taux à dix ans de 4,75% fin 2026, contre 4,95% dans nos prévisions précédentes. Cette baisse prend en compte des perspectives de croissance moins optimistes, en ligne avec les nouvelles projections économiques publiées par la Fed après le FOMC du mois de mars, qui prévoient une croissance plus lente de 2025 à 2027.

Alex LI

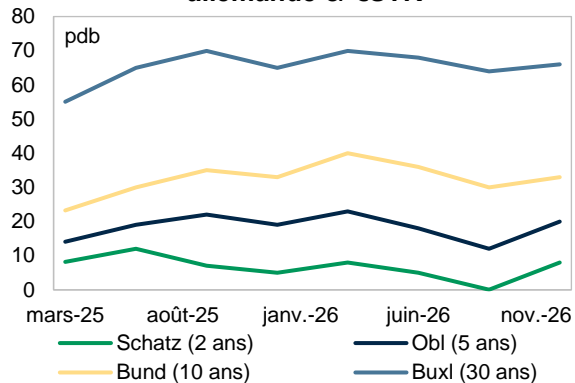
EUROPE : LE RUBICON FISCAL A ÉTÉ FRANCHI

Le changement de politique budgétaire de l'Allemagne est déterminant pour notre prévision des taux obligataires de la zone euro. Le nouveau gouvernement allemand a choisi de mener une politique budgétaire expansive, pour financer les dépenses de défense, mais aussi pour remettre à niveau les infrastructures du pays, longtemps négligées. Notre scénario précédent tablait sur un relâchement à terme du frein à l'endettement, mais l'approche volontariste du nouveau gouvernement réduit les risques de récession et devrait entraîner une hausse endogène du PIB nominal. **À terme, d'autres pays de l'UE devraient augmenter leurs propres dépenses de défense et, facteur encore plus important, la hausse de la croissance allemande se répercutera sur l'ensemble de l'économie de la zone euro.** En revanche, bien que l'UE mette 150 milliards d'euros de prêts à disposition, les dépenses et leur financement incomberont aux

gouvernements nationaux. L'impact inflationniste de l'expansion budgétaire reste à évaluer ; il devra être intégré dans la modélisation et les prises de décision de la BCE. À ce stade, cela suggère une pentification du marché monétaire. Bien que les droits de douane américains aient été augmentés et que les menaces de relèvement supplémentaire demeurent, introduisant un risque sur la croissance européenne, **la BCE ne semble pas avoir de raison de mettre fin dans un avenir prévisible à sa politique de resserrement quantitatif.** Toutefois, cela ne devrait pas créer de tensions sur les marchés financiers.

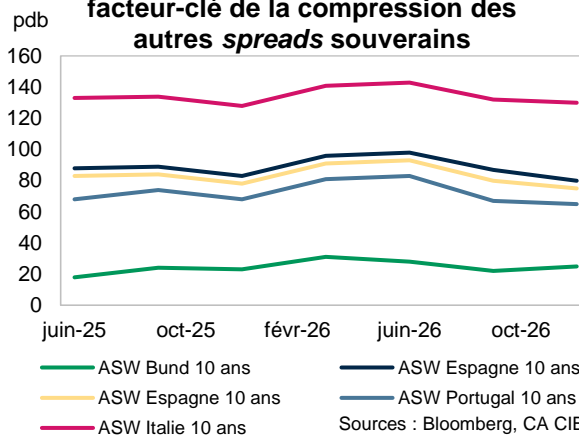
Dans ce contexte, notre scénario table sur un rendement allemand à dix ans, le Bund, supérieur à 3% avec des rendements réels d'environ 1%.

Niveaux d'asset swap de la dette allemande c/ €STR



Sources : Bloomberg, CA CIB

Hausse du taux du Bund c/ swap, facteur-clé de la compression des autres spreads souverains



Sources : Bloomberg, CA CIB

⁹ Niveau du taux réel à court terme qui permet à l'économie de croître à son potentiel sans hausse ni baisse de l'inflation (*natural rate of interest*, noté r-star ou r* en anglais).

Les dépenses structurelles devraient être financées à long terme, comme le suggère la récente pentification du segment dix ans - trente ans des courbes de taux en euro. Cette pentification peut sembler prématurée dans la mesure où plusieurs étapes doivent être franchies avant que le processus de financement ne démarre réellement, mais cela implique que **nous devrions assister à une poursuite de la hausse des taux obligataires à trente ans par rapport aux swaps**, à mesure que les émissions se rapprocheront. En ce qui concerne l'*asset swap* sur les titres allemands à deux ans (Schatz), le nouveau contexte macro-économique réduit l'intérêt de revoir les taux courts. Cependant, l'ampleur de l'élargissement potentiel de l'*asset swap* sur le Schatz est limitée par la pression constante conduisant à des taux de repo plus bas, pression elle-même liée à la ponction constante des réserves par la BCE.

Notre opinion sur le crédit allemand et les perspectives d'une augmentation de la croissance de la zone euro suggèrent un resserrement supplémentaire des *spreads* souverains, en particulier pour les pays qui bénéficieront le plus de la relance budgétaire en Allemagne. La volatilité implicite devrait cependant augmenter, en raison des risques accrus de resserrement futur de la politique monétaire. Ces facteurs devraient également provoquer une augmentation des primes de risque, dans un environnement moins favorable aux opérations de

portage. Le coût du manque de liquidité devrait augmenter, tout comme celui du risque politique, en particulier pour les pays ayant une marge de manœuvre budgétaire limitée et un sous-investissement chronique dans la défense.

Le coût du manque de liquidité devrait augmenter, tout comme celui du risque politique, en particulier pour les pays ayant une marge de manœuvre budgétaire limitée et un sous-investissement chronique dans la défense.

Les OAT se trouvent dans une situation particulière compte tenu de l'importance de l'industrie de la défense en France et des perspectives de croissance comparativement plus faibles provoquées par les incertitudes qui ont prévalu pendant le processus budgétaire. L'activité économique française devrait bénéficier de l'impulsion budgétaire allemande, ce qui devrait permettre un resserrement supplémentaire des *spreads* OAT-Bund, resserrement qui restera limité en raison des difficultés de la France à stabiliser son ratio dette/PIB. Ce resserrement dépendra également de la hausse des taux obligataires allemands par rapport aux *swaps*, hausse provoquée par l'augmentation du volume de dette allemande disponible sur le marché.

Guillaume MARTIN

Taux de change – Les « Trump Trades » n'ont pas fait long feu

Si l'élection de D. Trump a été favorable à l'appréciation du dollar, son investiture l'a moins été. La dégradation des perspectives à court terme de l'économie américaine a fait reculer le dollar qui devrait rester sous pression au cours des douze prochains mois.

PAYS DÉVELOPPÉS : RÉVISION À LA BAISSÉ DE NOS PRÉVISIONS SUR LE DOLLAR

Nos prévisions inférieures au consensus sur le dollar se sont vérifiées depuis le début de l'année :

les craintes concernant les perspectives économiques américaines à court terme ont en effet contraint les marchés à dénouer les *Trump trades*¹⁰ et à faire baisser le dollar de manière générale. La rapidité de la dépréciation du billet vert depuis le début de l'année nous a néanmoins surpris et amenés à revoir nos prévisions à la baisse. La devise américaine devrait rester sous pression au cours des douze prochains mois dans un contexte de nouveau cycle d'assouplissement même modéré de la Fed, de craintes sur le plan budgétaire et d'inquiétudes quant à la possible adoption de « l'accord de Mar-a-Lago »¹¹. À plus long terme, une nouvelle reprise économique américaine et une hausse des rendements des *Treasuries* devraient donner un peu de répit au dollar au second semestre 2026.

L'euro a fortement rebondi en mars, soutenu par les espoirs du marché de mesures de relance budgétaire agressives susceptibles de soutenir les perspectives de croissance de la zone euro, d'attirer des flux de capitaux et d'écourter le cycle d'assouplissement de la BCE. En conséquence, nous avons revu à la hausse nos prévisions sur l'euro, tout en notant que de nombreux facteurs positifs sont déjà intégrés dans les cours. L'euro pourrait ainsi atteindre 1,12 face au dollar au quatrième trimestre 2025, un niveau qui ne devrait

pas être dépassé en raison d'un nouveau rebond attendu de l'économie américaine, des rendements des *Treasuries* et donc du billet vert au second semestre 2026.

Nous avons revu à la hausse nos prévisions sur la livre sterling face au dollar.

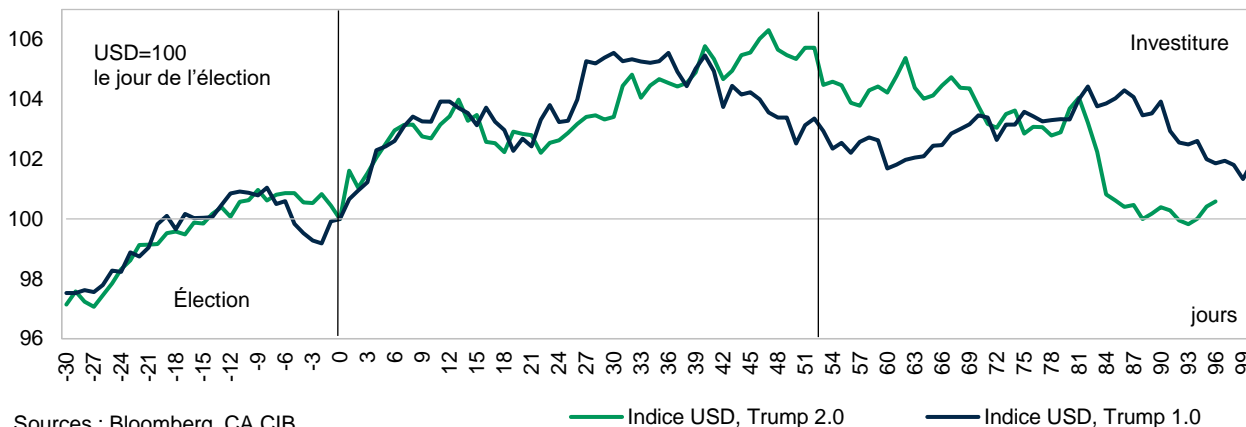
Elle devrait atteindre 1,35 au quatrième trimestre 2025 et 1,36 au quatrième trimestre 2026. Nous sommes moins baissiers sur l'euro face à la livre sterling, principalement en raison de la bonne résistance attendue de l'économie de la zone euro et d'une BCE moins conciliante : l'euro devrait rester proche de 0,83 pendant la majeure partie de l'année 2025 avant de baisser vers 0,81 en 2026.

La devise américaine devrait rester sous pression au cours des douze prochains mois.

La contraction de l'écart de taux entre les États-Unis et le Japon maintient le dollar sur une trajectoire baissière, mais irrégulière.

La contraction du différentiel de taux est allée trop loin à court terme, ce qui pourrait provoquer un rebond temporaire du dollar face au yen. Les droits de douane américains pénalisent le secteur manufacturier aux États-Unis et au Japon et n'ont donc pas d'effet majeur sur le taux de change. Leur poids sur les actions mondiales provoque un dénouement des opérations de portage

Performance du dollar en période d'élection présidentielle et d'investiture



¹⁰ Positions tablant sur une appréciation du dollar grâce à « l'effet Trump ».

¹¹ Série de mesures proposées en novembre 2024 par Stephen Miran, un conseiller économique de l'administration Trump, visant à

dynamiser l'économie américaine *via* une dévaluation du dollar, une restructuration de la dette américaine (allégeant fortement son coût) et des incitations pour les partenaires commerciaux des États-Unis à investir dans l'industrie manufacturière américaine.

financées en yen, mais ce phénomène touche probablement à sa fin.

Le dollar australien et le dollar néo-zélandais devraient progresser légèrement en raison de la faiblesse du dollar américain et de l'amélioration du sentiment des investisseurs à l'égard de la Chine. Une légère baisse des taux de la banque centrale australienne (*Reserve Bank of Australia*) devrait également soutenir le dollar australien. Le dollar néo-zélandais pourrait surperformer avec la sortie de récession de la Nouvelle-Zélande. Les droits de douane américains continuent néanmoins de limiter le potentiel de hausse de ces deux devises.

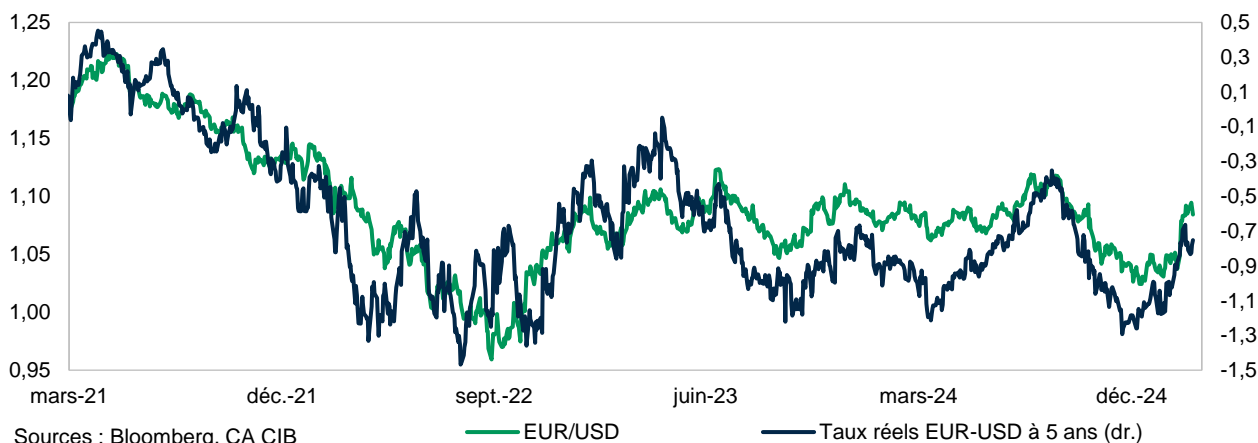
Le franc suisse est toujours considéré comme une devise de financement privilégiée grâce à un taux d'intérêt proche de 0% et une valorisation élevée. La relance budgétaire de l'UE pourrait entraîner une hausse de l'euro face au franc suisse d'ici la fin de l'année, tandis que la baisse du différentiel d'inflation entre la zone euro et la Suisse devrait limiter les valorisations en termes réels à long terme, sans entraîner de fortes pertes nominales.

Nous renforçons notre opinion positive sur la couronne suédoise après un début d'année impressionnant, tout en restant prudents face à de possibles écueils à court terme. La couronne norvégienne n'a pris que peu de retard, bien que nous ayons légèrement tempéré notre optimisme en raison des incertitudes concernant l'offre sur les marchés mondiaux de l'énergie.

Une guerre commerciale entre le Canada et les États-Unis pourrait continuer de freiner le dollar canadien : le niveau élevé des incertitudes nous amène à tabler sur une absence d'évolution majeure des cours (avec un léger risque de hausse du dollar canadien à court terme, en ligne avec les anticipations implicites du marché pour la fin de l'année). C'est l'économie qui donnera les premiers signes de faiblesse importants qui pourraient déterminer si le dollar américain se stabilisera au-dessus ou en dessous de ses niveaux actuels par rapport au dollar canadien.

Valentin MARINOV

Euro/dollar et écart des taux réels



PAYS ÉMERGENTS : GARDEZ VOTRE CEINTURE DE SÉCURITÉ ATTACHÉE

Sur le papier, l'élection de Donald Trump était censée être négative pour les devises émergentes. Plusieurs facteurs, notamment « l'Amérique d'abord », les droits de douane, l'importance accordée à la Russie de Poutine et l'intensification des tensions avec la Chine, auraient pu mettre les devises émergentes sous pression.

Des devises pas si faibles après l'investiture de Trump

En réalité, cela n'a été le cas qu'au début. Il y a eu deux périodes depuis l'élection : la plupart des devises émergentes se sont dépréciées par rapport au dollar, principalement avant l'investiture ; puis à partir de la deuxième quinzaine de janvier, les devises

émergentes ont, en moyenne, partiellement regagné le terrain perdu. Cette meilleure orientation est principalement due à la position moins drastique qu'attendu des États-Unis sur les droits de douane. **La Chine doit faire face à une augmentation de 20% des droits, en revanche, la hausse généralisée de 10% attendue pour tous les pays n'a pas été appliquée au premier trimestre.**

Soulagement sur le front des taux d'intérêt

En l'absence de choc initial majeur, trois facteurs sont propices aux devises émergentes. Tout d'abord, **la baisse des taux d'intérêt américains a apporté une bouffée d'oxygène.** La baisse de 100 points de base

du taux des *Fed funds* intervenue entre septembre et décembre a provoqué une hausse de l'écart moyen de taux d'intérêt entre marchés émergents et États-Unis, ce qui a soutenu l'attractivité des devises émergentes en termes de portage.

Surperformance de la croissance des pays émergents

Par ailleurs, **de nombreux pays émergents ont réussi à maintenir une croissance du PIB satisfaisante**. La baisse de l'inflation (qui a soutenu le pouvoir d'achat) et des taux d'intérêt ont notamment soutenu la demande des consommateurs. Les exportations ont également bénéficié de la résilience de la demande extérieure, la période de ralentissement attendue aux États-Unis depuis de nombreux trimestres ne s'étant pas matérialisée. Ainsi, l'écart de croissance entre pays émergents et pays développés s'est globalement maintenu. Pour l'année 2025, nous prévoyons une croissance des économies émergentes supérieure d'environ 2,5 points de pourcentage à celle des économies développées.

Excédents commerciaux

Enfin, **l'excédent commercial agrégé des pays émergents s'est maintenu** (avec toutefois de fortes disparités d'un pays à l'autre). Cet excédent n'est cependant pas nécessairement un facteur de soutien pour l'avenir : il s'explique notamment par l'importance du commerce avec les États-Unis et pourrait donc conduire à de nouveaux droits de douane américains.

Nous restons prudents

Nous restons donc prudents : l'administration Trump risque d'imposer de nouveaux droits de douane, mettant certains grands pays sous pression. Le marché des changes devra digérer un tel risque. **Les devises émergentes pourraient connaître une certaine faiblesse face au dollar lorsque ce risque**

se matérialisera, probablement au deuxième trimestre. Les perspectives seraient plus positives, en moyenne, une fois ce facteur intégré.

Disparités régionales

En termes régionaux, les devises d'**Europe centrale** pourraient surperformer leurs homologues. Elles bénéficient d'un portage favorable, leurs taux d'intérêt étant plus élevés que ceux d'autres régions comme l'Asie. Elles pourraient par ailleurs bénéficier des promesses d'une plus grande stabilité géopolitique, si les espoirs de cessez-le-feu se maintenaient.

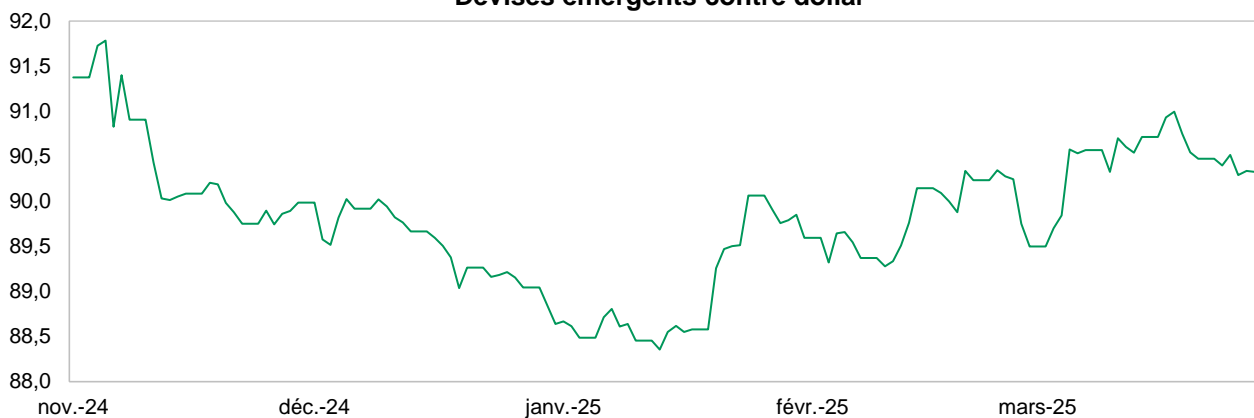
Nous restons prudents, car nous supposons que l'administration Trump imposera de nouveaux droits de douane.

En **Asie**, le yuan chinois pourrait s'affaiblir par rapport au dollar si de nouveaux droits de douane étaient imposés. Mais la baisse serait limitée car la Chine dispose d'une marge de manœuvre importante pour amortir l'effet négatif des pressions américaines. De nombreux autres pays asiatiques souffriraient également de l'imposition de nouveaux droits de douane, la région étant très ouverte au commerce et assez fortement exposée aux États-Unis. La dépréciation pourrait intervenir au deuxième trimestre et serait suivie d'une stabilisation des cours de change au second semestre.

En **Amérique latine**, le portage est élevé mais de nombreux pays sont pénalisés par des finances publiques et des trajectoires souveraines moins favorables. Certaines banques centrales d'Amérique latine pourraient de plus baisser assez fortement leurs taux directeurs, ce qui érodera l'intérêt de leurs devises en termes de portage.

Sébastien BARBÉ

Devises émergents contre dollar



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB index



PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES & FINANCIÈRES

Scénario économique

Taux d'intérêt

Taux de change

Matières premières

Comptes publics

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE DU GROUPE CRÉDIT AGRICOLE

	PIB (a/a, %)			Inflation* (a/a, %)			Balance courante (% du PIB)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Etats-Unis	2,8	1,7	2,2	2,9	2,7	2,7	-3,7	-3,6	-3,5
Japon	0,1	0,9	1,0	2,4	2,4	1,2	4,0	2,5	2,0
Zone euro	0,9	1,0	1,5	2,4	2,1	1,8	2,8	2,4	2,3
Allemagne	-0,2	0,1	1,5	2,5	2,2	2,2	6,4	6,4	6,0
France	1,1	0,8	1,4	2,3	1,1	1,4	-0,3	-0,1	0,1
Italie	0,5	0,6	1,0	1,1	1,7	1,2	1,5	2,2	2,2
Espagne	3,2	2,5	2,0	2,9	2,6	1,9	3,1	0,9	1,5
Pays-Bas	0,9	1,6	1,5	3,2	2,6	2,1	10,3	10,0	10,0
Belgique	1,0	1,1	1,5	4,3	3,5	1,7	0,1	-0,1	0,2
Autres pays développés									
Royaume-Uni	0,9	0,9	1,4	2,5	3,2	2,4	-2,5	-2,0	-2,2
Canada	1,1	1,8	1,9	2,4	2,0	2,0	-0,8	-1,0	-0,9
Australie	1,2	2,1	2,2	3,3	3,3	3,0	-0,9	-1,1	-1,3
Suisse	1,3	1,3	1,8	1,3	1,0	1,0	8,2	7,6	8,0
Suède	1,0	1,9	2,1	2,8	1,0	1,8	7,4	6,8	6,0
Norvège	0,6	1,8	1,7	3,1	2,3	2,2	17,2	16,3	12,4
Asie	5,2	4,7	4,7	1,7	1,7	2,1	2,0	1,4	1,2
Chine	5,0	4,6	4,3	0,2	0,5	1,0	2,2	1,2	1,0
Inde	6,8	6,3	6,7	4,9	4,0	4,7	-1,4	-1,6	-1,7
Corée du Sud	2,0	1,6	2,1	2,3	2,0	2,0	5,3	4,8	4,9
Indonésie	5,0	5,0	5,1	2,3	2,6	2,7	-0,6	-1,0	-1,2
Taiwan	4,6	2,6	2,5	2,2	1,9	1,8	14,3	13,0	12,2
Thaïlande	2,5	2,8	2,7	0,4	1,4	1,2	2,2	2,8	3,2
Malaisie	5,1	4,2	4,3	1,8	2,3	2,2	1,7	2,0	2,5
Singapour	4,4	2,4	2,5	2,4	2,3	2,2	17,5	18,8	19,3
Hong Kong	2,5	2,3	2,2	1,8	2,5	2,2	11,3	10,7	10,0
Philippines	5,6	6,0	6,1	3,2	2,6	3,2	-3,5	-3,5	-2,9
Vietnam	7,1	6,1	6,0	3,6	3,2	3,3	4,5	5,6	4,1
Amérique latine	2,4	2,3	2,4	3,7	3,1	2,7	-1,3	-1,6	-1,8
Brésil	3,4	2,0	1,7	4,4	5,2	4,3	-2,6	-2,5	-1,5
Mexique	1,2	0,7	1,2	4,7	3,8	3,5	-0,7	-0,6	-0,8
Europe émergente	3,2	2,3	2,4	20,9	13,7	7,8	0,6	0,3	0,2
Russie	4,1	1,5	1,5	8,4	6,8	5,5	3,0	2,2	2,1
Turquie	3,0	3,0	3,2	60,1	36,0	17,0	-1,5	-1,5	-1,5
Pologne	2,9	3,5	3,3	3,6	3,9	2,8	0,1	0,2	0,1
Rép. tchèque	1,0	2,2	2,4	2,5	2,4	2,0	1,8	1,2	0,6
Roumanie	0,8	2,6	2,9	5,6	4,5	3,1	-8,3	-7,0	-6,5
Hongrie	0,6	2,4	3,1	3,7	4,3	2,8	2,1	1,5	1,0
Afrique, Moyen-Orient	2,1	3,2	3,4	12,8	10,5	9,0	1,7	0,7	0,5
Arabie saoudite	1,3	3,7	4,2	1,7	2,0	2,0	0,2	-1,8	-2,1
Emirats Arabes Unis	3,8	4,5	4,7	1,8	2,0	2,0	9,1	8,8	8,3
Afrique du Sud	0,6	1,7	1,4	4,4	4,0	4,4	-0,6	-1,5	-1,8
Egypte	2,4	3,8	4,4	33,2	21,0	14,0	-5,5	-5,1	-4,5
Algérie	3,3	3,0	2,7	4,8	5,2	4,8	-0,4	-1,8	-2,6
Qatar	1,7	2,1	5,2	1,3	1,7	2,0	15,9	12,5	13,9
Koweït	-2,4	3,1	2,2	3,0	2,3	2,2	24,4	21,0	19,0
Maroc	3,4	3,6	3,3	1,1	2,0	2,0	-2,1	-2,6	-2,9
Tunisie	1,4	1,6	1,5	7,0	6,7	6,7	-1,7	-2,3	-2,8
Total	3,1	2,8	3,0	4,4	3,6	3,0	0,8	0,3	0,2
Pays industrialisés	1,6	1,4	1,8	2,6	2,4	2,2	-0,1	-0,4	-0,4
Pays émergents	4,3	4,0	4,0	5,8	4,5	3,7	1,4	0,9	0,7

* HICP pour les pays zone euro, CPI pour les autres

	2024				2025				2026			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Croissance PIB, t/t, %												
Etats-Unis (annualisée)	1,6	3,0	3,1	2,3	0,8	1,5	1,2	1,8	2,5	2,5	2,4	2,4
Japon	-0,5	0,8	0,4	0,6	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4
Eurozone	0,3	0,2	0,4	0,2	0,2	0,1	0,3	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
Allemagne	0,2	-0,3	0,1	-0,2	0,1	-0,2	0,1	1,2	0,3	0,2	0,3	0,3
France	0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Italie	0,3	0,1	0,0	0,1	0,0	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2
Espagne	1,0	0,8	0,8	0,8	0,5	0,6	0,6	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
Royaume-Uni	0,8	0,4	0,0	0,1	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4

	2024				2025				2026			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Prix à la consommation, a/a %												
Etats-Unis	3,2	3,2	2,6	2,7	2,8	2,4	2,7	2,9	2,8	2,7	2,6	2,6
Japon	3,2	2,2	2,0	2,3	2,6	2,8	2,4	1,7	1,2	1,1	1,2	1,4
Eurozone (HICP)	2,6	2,5	2,2	2,2	2,3	2,0	2,0	2,0	1,7	1,9	1,8	1,9
Allemagne	2,7	2,6	2,2	2,4	2,6	2,0	2,1	2,2	2,2	2,3	2,2	2,2
France	3,0	2,5	2,1	1,7	1,2	0,9	1,1	1,1	1,2	1,4	1,4	1,5
Italie	1,0	0,9	1,2	1,2	1,7	1,9	1,7	1,3	1,0	1,4	1,2	1,2
Espagne	3,2	3,6	2,3	2,3	2,7	2,3	2,7	2,6	1,9	1,9	1,9	1,9
Royaume-Uni	3,5	2,1	2,0	2,5	2,8	3,2	3,5	3,3	2,9	2,2	2,2	2,2

	2024				2025				2026			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Taux de chômage, %												
Etats-Unis	3,8	4,0	4,2	4,1	4,1	4,3	4,4	4,3	4,2	4,2	4,1	4,0
Japon	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6
Eurozone	6,6	6,5	6,4	6,3	6,4	6,4	6,4	6,3	6,4	6,4	6,3	6,2
Allemagne	3,3	3,4	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,3	3,3	3,3	3,3
France	7,4	7,4	7,4	7,3	7,5	7,7	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,7
Italie	7,1	6,7	6,3	6,2	6,3	6,5	6,6	6,6	6,6	6,7	6,7	6,7
Espagne	11,8	11,6	11,3	10,7	11,2	11,0	11,0	10,3	10,7	10,5	10,3	9,6
Royaume-Uni	4,4	4,2	4,3	4,4	4,4	4,6	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7

	PIB (b)	Consom- mation privée (b)	Consom- mation publique (b)	FBCF (b)	Exportations (b)	Importations (b)	Exportations nettes (a)	Variations de stock (a)
Zone euro								
2024	0,8	1,0	2,8	-2,1	1,0	0,1	0,4	0,1
2025	1,0	1,2	1,4	1,8	0,8	2,0	-0,5	0,3
2026	1,5	1,2	1,1	3,2	2,5	3,2	-0,2	0,4
T1 2025	0,2	0,2	0,0	0,1	0,5	0,6	0,0	0,2
T2 2025	0,1	0,2	0,1	0,4	0,3	0,6	-0,1	0,3
T3 2025	0,3	0,3	0,2	0,5	0,5	0,7	0,0	0,3
T4 2025	0,6	0,3	0,5	1,7	0,7	0,8	-0,1	0,4
Allemagne								
2024	-0,2	0,3	3,5	-2,6	-1,0	0,3	-0,6	0,0
2025	0,1	0,4	1,9	1,0	-2,6	1,7	-1,8	1,1
2026	1,5	0,6	2,3	6,4	1,5	2,9	-0,6	0,0
T1 2025	0,1	0,1	-0,2	-0,2	0,3	0,1	0,1	0,0
T2 2025	-0,2	0,1	0,1	0,3	-0,6	0,2	-0,4	0,0
T3 2025	0,1	0,1	0,2	0,4	0,2	0,4	-0,1	0,0
T4 2025	1,2	0,1	1,5	5,0	0,4	0,8	-0,2	0,0
France								
2024	1,1	0,9	2,1	-1,5	1,1	-1,4	0,9	-0,5
2025	0,8	1,0	0,8	0,0	0,9	0,9	0,0	0,0
2026	1,4	1,1	0,3	1,8	2,8	2,2	0,2	0,2
T1 2025	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1
T2 2025	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,1
T3 2025	0,3	0,2	0,0	0,3	0,4	0,4	0,0	0,1
T4 2025	0,4	0,3	0,0	0,5	1,0	0,6	0,1	0,0
Italie								
2024	0,5	0,4	1,1	0,0	-0,3	-1,5	0,3	-0,2
2025	0,6	0,9	0,9	-0,2	-0,5	0,9	-0,4	0,3
2026	1,0	0,9	0,3	0,2	1,3	1,4	0,0	0,4
T1 2025	0,0	0,1	0,3	-0,5	-0,2	0,1	-0,1	0,1
T2 2025	0,3	0,2	0,2	0,1	0,3	0,3	0,0	0,1
T3 2025	0,3	0,3	0,1	0,1	0,3	0,4	0,0	0,1
T4 2025	0,3	0,3	0,1	-0,1	0,3	0,3	0,0	0,1
Espagne								
2024	3,2	2,9	4,9	2,3	2,9	2,0	0,4	-0,2
2025	2,5	2,7	2,2	3,6	2,3	2,9	-0,1	0,0
2026	2,0	2,0	1,1	2,8	2,5	2,5	0,1	0,0
T1 2025	0,5	0,4	0,2	0,6	0,8	0,5	0,1	0,0
T2 2025	0,6	0,5	0,2	0,6	0,7	0,4	0,1	0,0
T3 2025	0,6	0,5	0,2	0,8	0,8	0,5	0,1	0,0
T4 2025	0,4	0,4	0,2	0,6	0,8	0,8	0,0	0,0
Portugal								
2024	1,9	3,2	1,1	2,3	3,4	4,8	-0,7	0,0
2025	2,4	3,0	0,8	3,3	3,8	3,6	0,1	0,0
2026	1,9	1,8	0,3	4,1	3,5	3,7	-0,1	0,0
T1 2025	0,4	0,0	0,0	1,1	1,0	1,0	0,0	0,0
T2 2025	0,3	0,0	0,2	1,2	1,3	1,2	0,0	0,0
T3 2025	0,5	0,2	0,3	1,2	1,4	1,1	0,1	0,0
T4 2025	0,6	0,4	0,2	1,0	1,3	1,0	0,1	0,0
Pays-Bas								
2024	0,9	0,9	3,1	-0,4	0,1	-0,2	0,3	-0,4
2025	1,6	2,1	1,7	3,0	2,2	2,0	0,4	-0,7
2026	1,5	1,9	1,4	3,0	2,0	2,8	-0,4	0,1
T1 2025	0,2	0,4	0,1	-0,2	0,5	0,7	-0,1	0,1
T2 2025	0,2	0,4	0,1	0,3	0,5	0,7	-0,1	0,0
T3 2025	0,4	0,6	0,3	0,3	0,5	0,7	-0,1	0,1
T4 2025	0,4	0,6	0,3	0,3	0,5	0,7	-0,1	0,1
Royaume-Uni								
2024	0,9	0,7	2,0	1,3	-2,2	1,6	-1,3	0,2
2025	0,9	0,9	3,5	1,5	-3,0	3,0	-2,0	0,9
2026	1,4	1,4	4,1	3,7	2,0	4,4	-0,9	-0,1
T1 2025	0,3	0,3	1,0	0,6	-1,2	0,5	-0,5	0,0
T2 2025	0,2	0,1	1,0	0,4	0,5	0,2	0,1	-0,2
T3 2025	0,3	0,2	1,0	0,8	0,5	1,0	-0,2	0,0
T4 2025	0,4	0,4	1,0	0,8	0,5	1,0	-0,2	0,0

(a) contribution à la croissance (% , t/t)

(b) t/t, %

TAUX D'INTÉRÊT

Taux courts		03-Avr.	Jun-25	Sep-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Etats-Unis	Fed funds	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
	Sofr	4,37	4,07	3,82	3,82	3,82	3,82	3,82	3,82
Japon	Call rate	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00
Zone euro	Refinancement	2,65	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,65
	Dépôt	2,50	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,50
	€str	2,42	2,18	2,19	2,20	2,20	2,20	2,20	2,45
Royaume-Uni	Euribor 3m	2,35	2,23	2,26	2,27	2,28	2,29	2,30	2,57
	Taux de base	4,50	4,25	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
	Sonia	4,45	4,20	3,95	3,69	3,45	3,20	2,95	2,45
Suède	Repo	2,25	2,25	2,25	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00
Norvège	Deposit	4,50	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00	3,00
Canada	Overnight	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75

Taux 10 ans		03-Avr.	Jun-25	Sep-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Etats-Unis		4,03	4,05	4,20	4,45	4,55	4,65	4,70	4,75
Japon		1,33	1,55	1,60	1,70	1,95	2,00	2,20	2,20
Zone euro (Allemagne)		2,64	2,74	2,99	3,01	3,02	3,03	3,03	3,10

Spread 10 ans / Bund		03-Avr.	Jun-25	Sep-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
France		0,73	0,70	0,65	0,60	0,65	0,70	0,65	0,55
Italie		1,13	1,15	1,10	1,05	1,10	1,15	1,10	1,05
Espagne		0,66	0,65	0,60	0,55	0,60	0,65	0,58	0,50

Asie		03-Avr.	Jun-25	Sep-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Chine	1Y deposit rate	1,50	1,30	1,10	1,10	1,00	1,00	1,00	1,00
Hong Kong	Taux de base	4,75	4,50	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Inde	Taux repo	0,00	6,00	5,75	5,50	5,50	5,25	5,25	5,25
Indonésie	BI rate	5,75	5,50	5,25	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Corée	Taux de base	2,75	2,50	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
Malaisie	OPR	3,00	3,00	3,00	2,75	2,75	2,50	2,50	2,50
Philippines	Taux repo	5,75	5,50	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
Singapour	6M SOR	2,20	2,30	2,20	2,15	2,15	2,15	2,10	2,10
Taiwan	Redisc	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,88	1,88	1,88
Thaïlande	Repo	2,00	2,00	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Vietnam	Refinancing rate	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Amérique Latine									
Brésil	Overnight/Selic	14,25	15,50	15,50	15,50	15,50	15,00	14,00	13,00
Mexique	Taux overnight	9,00	8,00	7,50	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
Europe Emergente									
Rép. tchèque	Repo 14 j.	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Hongrie	Repo 2 sem.	6,50	6,50	6,25	6,00	5,50	5,25	4,75	4,50
Pologne	Repo 7 j.	5,75	5,25	4,75	4,75	4,25	4,25	4,25	4,25
Roumanie	Repo 2 sem.	6,50	6,50	6,25	6,00	5,50	5,25	4,75	4,50
Russie	1W auction rate	21,00	21,00	18,00	16,00	15,00	14,00	12,00	12,00
Turquie	Repo 1 sem.	7,50	7,25	7,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75

TAUX DE CHANGE

Taux de change USD

Pays industrialisés		03-Avr.	Jun-25	Sep-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Euro	EUR/USD	1,11	1,08	1,10	1,12	1,12	1,11	1,10	1,10
Japon	USD/JPY	146	148	146	145	145	146	147	148
Royaume-Uni	GBP/USD	1,31	1,30	1,33	1,36	1,37	1,36	1,35	1,36
Suisse	USD/CHF	0,86	0,90	0,89	0,88	0,88	0,89	0,89	0,89
Canada	USD/CAD	1,41	1,46	1,44	1,42	1,40	1,38	1,37	1,36
Australie	AUD/USD	0,63	0,63	0,64	0,66	0,67	0,68	0,70	0,70
Nouvelle Zélande	NZD/USD	0,58	0,58	0,58	0,60	0,61	0,62	0,64	0,64

Parités croisées c/ euro

Pays industrialisés		03-Avr.	Jun-25	Sep-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Japon	EUR/JPY	161	160	161	162	162	162	162	163
Royaume-Uni	EUR/GBP	0,84	0,83	0,83	0,83	0,82	0,82	0,81	0,81
Suisse	EUR/CHF	0,95	0,97	0,98	0,99	0,99	0,99	0,98	0,98
Suède	EUR/SEK	10,79	11,20	11,10	10,90	10,80	10,70	10,60	10,50
Norvège	EUR/NOK	11,40	11,40	11,30	11,10	10,90	10,70	10,60	10,50

Asie		03-Avr.	Jun-25	Sep-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
Chine	USD/CNY	7,28	7,30	7,28	7,25	7,26	7,28	7,27	7,26
Hong Kong	USD/HKD	7,78	7,77	7,76	7,75	7,76	7,76	7,77	7,77
Inde	USD/INR	85,25	89,00	88,00	87,50	87,00	86,50	86,25	86,00
Indonésie	USD/IDR	16 555	16 650	16 500	16 400	16 300	16 300	16 200	16 100
Malaisie	USD/MYR	4,44	4,60	4,55	4,60	4,55	4,50	4,50	4,45
Philippines	USD/PHP	57,0	59,0	58,8	58,7	58,5	58,3	58,0	57,5
Singapour	USD/SGD	1,33	1,37	1,37	1,36	1,36	1,35	1,34	1,33
Corée du Sud	USD/KRW	1451	1460	1440	1420	1410	1400	1390	1370
Taiwan	USD/TWD	33,0	33,2	33,0	32,8	33,0	32,8	32,8	32,6
Thaïlande	USD/THB	34,2	35,0	35,5	36,0	36,1	36,0	35,8	35,6
Vietnam	USD/VND	25 790	25 900	26 000	26 000	25 900	25 900	25 700	25 700
Amérique latine									
Brésil	USD/BRL	5,63	5,70	5,75	5,80	5,85	5,90	5,95	5,90
Mexique	USD/MXN	19,92	20,25	20,50	20,75	21,00	21,00	21,00	21,00
Afrique									
Afrique du Sud	USD/ZAR	18,71	17,80	17,70	17,50	17,40	17,40	17,60	17,70
Europe émergente									
Pologne	USD/PLN	3,82	3,89	3,82	3,75	3,74	3,77	3,79	3,78
Russie	USD/RUB	84,10	95,00	96,00	96,00	96,00	96,00	96,00	96,00
Turquie	USD/TRY	37,94	39,60	40,50	41,20	41,80	42,20	42,60	43,00
Europe centrale									
Rép. tchèque	EUR/CZK	25,03	25,20	25,00	24,80	24,60	24,50	24,40	24,30
Hongrie	EUR/HUF	402	403	395	385	380	370	368	365
Pologne	EUR/PLN	4,22	4,20	4,20	4,20	4,19	4,18	4,17	4,16
Roumanie	EUR/RON	4,98	4,98	4,98	4,98	4,98	4,98	4,98	4,98

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix moy. du trim.		03-Avr.	2025				2026			
			T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Brent	USD/BBL	70	75	73	70	67	65	70	70	72

Prix moy. du trim.		03-Avr.	2025				2026			
			T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Or	USD/oz	3 108	3 000	3 000	3 100	3 200	3 200	3 100	3 000	2 750

COMPTES PUBLICS

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dette publique (% du PIB)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Etats-Unis	-6,5	-6,4	-6,5	98,2	99,6	101,8
Japon	-4,5	-3,5	-2,5	232,4	223,3	215,3
Zone euro	-2,9	-2,6	-2,7	88,2	88,9	89,5
Allemagne	-2,5	-1,6	-2,3	63,2	63,7	63,9
France	-5,8	-5,6	-5,1	113,0	116,3	117,6
Italie	-3,2	-3,3	-3,0	135,6	137,1	139,4
Espagne	-3,1	-2,9	-2,8	102,7	102,3	103,2
Pays-Bas	-0,2	-1,9	-2,4	43,1	44,6	47,6
Belgique	-4,6	-4,9	-5,3	104,1	106,4	110,4
Grèce	-1,2	-1,0	-1,1	156,9	151,7	149,2
Irlande	2,8	2,9	1,8	43,2	37,8	36,4
Portugal	0,3	0,4	0,4	97,9	95,2	93,1
Royaume-Uni	-6,0	-4,1	-3,6	101,3	103,0	104,3

Achevé de rédiger le 3 avril 2025

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE
Rédacteurs en chef : Catherine LBOUGRE – Armelle SARDA – Jean François PAREN

Comité de rédaction

Pays développés

Paola MONPERRUS-VERONI – Zone euro
Alberto ALEDO – Allemagne, Autriche, Pays-Bas
Ticiano BRUNELLO – Espagne
Slavena NAZAROVA – Royaume-Uni
Marianne PICARD – France
Sofia TOZY – Italie
Nicholas VAN NESS – États-Unis
Takuji AIDA – Japon
Ken MATSUMOTO – Japon
Philippe VILAS-BOAS – Scénario

Secteurs d'activité

Stéphane FERDRIN – Pétrole & gaz
Bertrand GAUVAUDAN – Transport maritime
Rabindra RENGARADJALOU – Semi-conducteurs
Guillaume STECHMANN – Métaux
Véronique VIGNER – Automobile

Pays émergents

Sébastien BARBÉ – Pays émergents
Xiaojia ZHI – Chine
Catherine LBOUGRE – Amérique latine
Olga YANGOL – Amérique latine
Laure de NERVO – Afrique du Nord & Moyen-Orient
Nathan QUENTRIC – Europe centrale et orientale, Asie centrale
Tania SOLLOGOUB – Russie, Europe centrale et orientale, Asie centrale, géopolitique
Sophie WIEVIORKA – Asie émergente

Marchés financiers

Nicholas VAN NESS – Réserve fédérale
Louis HARREAU – Banque centrale européenne
Slavena NAZAROVA – Banque d'Angleterre
Takuji AIDA, Ken MATSUMOTO – Banque du Japon
Alex LI – Taux d'intérêt États-Unis
Bert LOURENCO – Taux d'intérêt zone euro
Guillaume MARTIN –
Valentin MARINOV – Taux de change pays développés
Sébastien BARBÉ – Taux de change pays émergents

Documentation : Elisabeth SERREAU – **Statistiques :** Datalab ECO

Maquette & Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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. Le 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.

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**