

Perspectives

Hebdomadaire – N°25/136 – 18 avril 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Une « incertitude exceptionnelle »	2
☞ Zone euro : les créations comme les défaillances d'entreprises en forte baisse début 2025	3
☞ Espagne : automobile électrique, les défis du déploiement.....	4
☞ Royaume-Uni : l'inflation a baissé à 2,6% en mars mais un fort rebond est attendu en avril	6
☞ Chine : le calme avant la tempête ?	8

Une « incertitude exceptionnelle »

Comme cela était anticipé, la BCE a baissé de 25 points de base (pb) ses trois taux directeurs, une décision prise à l'unanimité qui situe les taux de dépôt, de refinancement et de prêt marginal à respectivement, 2,25%, 2,40% et 2,65%. Il s'agit de la septième baisse consécutive depuis juin 2024 portant le total de l'assouplissement à 175 pb (pour le taux de dépôt).

Les motivations sont claires : processus de désinflation en bonne voie et perspectives de stabilisation durable de l'inflation sous-jacente autour de l'objectif de 2% à moyen terme. Outre les progrès sur le front de l'inflation, le communiqué insiste sur les facteurs susceptibles de peser sur des perspectives économiques déjà détériorées en raison de la montée des tensions commerciales : incertitude accrue susceptible de réduire la confiance des ménages et des entreprises, réaction défavorable et volatile des marchés aux tensions commerciales, propice au resserrement des conditions de financement. Même si la BCE note une certaine résilience face aux chocs (que signalent les signes de stabilisation du secteur manufacturier ou le taux de chômage à 6,1% en février, au plus bas depuis le lancement de l'euro), « les perspectives économiques sont assombries par une incertitude exceptionnelle ». Dans un tel contexte, la BCE indique qu'elle « suivra une approche dépendante des données et réunion par réunion » tout en ne « s'engageant pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière ».

Peu de facteurs semblent, à court terme, susceptibles de faire dévier la BCE de sa trajectoire prudente d'assouplissement à tout petits pas : tout converge pour que les risques baissiers s'accumulent sur la croissance mais aussi sur l'inflation en 2025 alors que les promesses de reprise de la croissance et des prix se concrétiseraient en 2026, grâce au plan allemand de dépenses en infrastructures et en défense.

À court terme, le recul déjà enregistré des prix de l'énergie, la volonté de D. Trump de faire baisser le prix du pétrole, l'appréciation de l'euro et des perspectives de croissance dégradées (ne serait-ce qu'à cause des difficultés des « macro-secteurs » exportateurs, tels l'automobile, frappés par les tarifs douaniers) sont des facteurs de faiblesse de l'inflation. À l'issue de la pause de 90 jours sur les tarifs dits réciproques, il est peu probable que l'incertitude soit levée et que l'horizon s'éclaircisse rapidement. Une seule illustration du flottement qui risque de persister : à supposer que les droits de douane imposés à l'Union européenne soient non punitifs et stabilisés, où en sera le traitement particulier de la Chine par les États-Unis ? Ces derniers vont-ils « inciter » leurs partenaires à répliquer ce traitement ? Quelles pourraient alors

être les représailles chinoises ? *A contrario*, quel est le risque de voir les exportations chinoises destinées au marché américain reroutées vers le marché unique s'il ne se protège pas ?

Bien que largement anticipée, la décision de la BCE a suscité une baisse des taux courts qui s'est diffusée le long de la courbe des rendements. L'Euribor 3 mois se replie tout comme le taux de swap 2 ans mais aussi, dans une moindre mesure toutefois, les échéances plus longues. Le marché développe désormais un scénario d'assouplissement plus net et anticipe près de trois autres baisses d'ici au début de l'année 2026 : un scénario certainement très voire trop favorable. Mais, avant qu'un scénario d'assouplissement moins favorable ne se dessine, comme les bonnes nouvelles sont actuellement très rares, profitons de ce que la semaine passée a offert : taux d'intérêt allemands en baisse tout comme les *spreads* des souverains européens à l'égard du Bund (sauf celui de la France, flirtant toujours avec les 80 points de base), resserrement des *spreads* sur le marché du crédit, actions françaises et européennes dont la hausse excède largement celles enregistrées aux États-Unis.

Après avoir été affolés par le jusqu'au-boutisme protectionniste de D. Trump pour se redresser jusqu'à atteindre un pic récent à près de 4,50%, les taux d'intérêt américains se sont calmés : l'assagissement des craintes inflationnistes à la faveur du rétropédalage, inattendu et violent, de D. Trump (pause de 90 jours, suivie d'exemptions de certains droits de douane pour des produits importés de Chine tels que smartphones et autres appareils électroniques grand public) a permis le repli des taux d'intérêt. Pour l'administration, ceux-ci (en particulier, le rendement des *Treasuries* à 10 ans) sont plus importants que le marché actions : cela justifie la volte-face présidentielle. Si celle-ci a apaisé les tensions, elle pèse très peu face aux dégâts déjà accomplis et difficilement réparables (contestation des titres du Trésor américain en tant qu'actif refuge et du statut de monnaie de réserve du dollar) et aux incertitudes non dissipées (versatilité économique présidentielle, incertitude sur l'ampleur des droits de douane à l'issue de la trêve, futures réductions d'impôts, débat sur le plafond de la dette).

Les investisseurs obligataires ne sont pas seuls à être prudents et perplexes. Selon le président de la Fed, J. Powell, dont les deux objectifs inflation/emploi risquent de se révéler rapidement encore plus contradictoires qu'à l'accoutumée, la seule posture raisonnable est « d'attendre plus de clarté avant d'envisager tout ajustement de notre politique monétaire ».

Zone euro

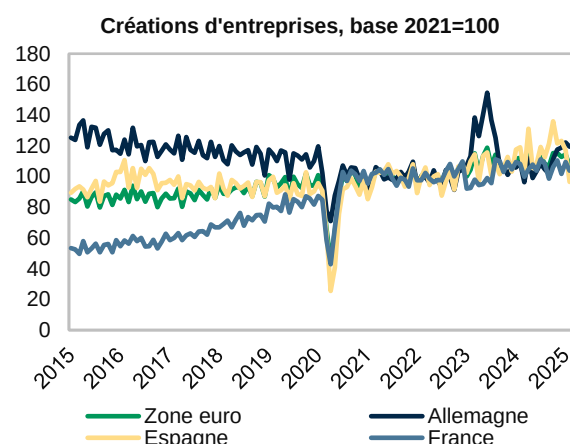
Zone euro : les créations comme les défaillances d'entreprises en forte baisse début 2025

En février 2025, les créations d'entreprises en zone euro ont chuté de 6,5% par rapport au mois précédent. Il s'agit là de la baisse la plus importante depuis mai 2024. Le déclin est marqué en Espagne (-17,5%) mais aussi en France (-5,1%) tandis qu'en Allemagne, elles ralentissent à +2,1%.

Les défaillances ont elles aussi baissé, de 9,2% en janvier 2025 par rapport à décembre 2024 (faute de données disponibles pour février). En détail, la France enregistre une diminution notable des défaillances (-11,5%) après une hausse importante en décembre 2024 (+9,7%). L'Allemagne poursuit sur la tendance légèrement haussière amorcée en décembre 2024 (+1,9% en janvier).

Malgré une diminution en février, les créations d'entreprises demeurent à un niveau solide

Depuis 2022, les créations d'entreprises de la zone euro ont dépassé, à la fois, leur niveau pré et post-pandémique. En effet, l'indice base 2021 des créations d'entreprises s'établit à 107,1 en février 2025, soit 7 points au-dessus de ce qu'il était au sortir de la pandémie. À titre de comparaison, il était de 94 en décembre 2019, soit avant le début de la pandémie, illustrant *de facto* le niveau actuel solide des créations. L'Allemagne affiche une reprise robuste en février 2025 (119,5) confirmant ainsi la tendance des derniers mois et dépassant légèrement sa tendance de long terme de 118 entre 2015-2019. L'Espagne, elle aussi, évolue à son niveau pré-crise (96,6 en février contre 94,5 en moyenne entre 2015 et 2019) mais reste en dessous de la situation post-Covid. Enfin, la France enregistre une reprise plus timide que son voisin allemand, à 103,9 mais demeure très largement au-dessus de son niveau de 2015-2019 (65 en moyenne).



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

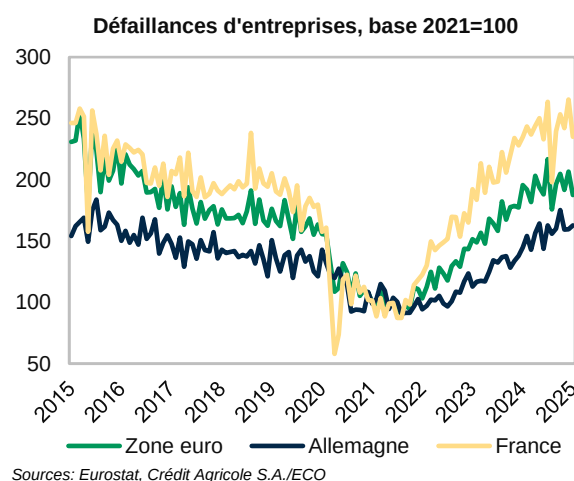
Du point de vue sectoriel, les données du mois de février 2025 indiquent une baisse des créations d'entreprises dans l'intégralité des domaines d'activité. Cette réduction est marquée dans le

commerce de détail (-10,1%), la construction (-9%) et l'industrie manufacturière (-7,1%). Toutefois, il convient de noter que le niveau de créations reste supérieur à celui de la reprise post-Covid. La majorité des secteurs évoluent aux alentours de 110 (en base 2021 = 100).

Un effet de rattrapage explique le niveau élevé des défaillances au sein de la zone euro

Si le niveau de créations d'entreprises demeure solide dans la zone euro début 2025, et ce malgré une baisse en février, c'est aussi le cas des défaillances déclarées. Et pour cause, leur niveau de janvier 2025 surpasse très largement celui de la reprise post-Covid (187,6 – base 2021 = 100). Ce chiffre est le plus faible enregistré depuis août 2024 mais il demeure tout de même élevé en comparaison de son niveau de long terme (aux alentours de 160 entre 2015 et 2019).

Les deux piliers économiques de la zone euro ont suivi des tendances similaires mais à des niveaux différents. Effectivement, la France, qui affichait des niveaux de défaillances d'entreprises très élevés entre 2016 et 2019 (proches de 180 à 200 en base 2021 = 100), fait aujourd'hui état d'un niveau à 235 – donc très fortement supérieur aux tendances post-Covid mais pas si éloigné de son niveau de long terme. C'est aussi, dans une moindre mesure, la situation de l'Allemagne : avec un niveau pré-crise proche de 140 en moyenne, le pays évolue également au-dessus, à 162,8 en janvier.



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

L'évolution par secteurs d'activité disponible jusqu'à décembre confirme le chiffre de 7,9% de hausse des défaillances tous secteurs confondus en décembre. Elle indique une augmentation de ces dernières dans l'industrie manufacturière et la construction, mais le secteur qui semble le plus pénalisé reste celui de l'information et de la communication avec une hausse des défaillances de 33,4% en décembre 2024.

✓ Notre opinion – La baisse aussi bien des créations que des défaillances d'entreprises en ce début d'année 2025 ne doit pas cacher leur niveau élevé. En effet, en comparaison avec les périodes pré et post-pandémie, le niveau des créations d'entreprises reste solide, tandis que celui des défaillances reste à des sommets. Toutefois, cette hausse des défaillances est à relativiser, puisqu'elle témoigne davantage d'un effet de rattrapage post Covid que des conséquences d'une dégradation de l'activité. Car les mesures de soutien adoptées par les gouvernements durant la pandémie ont pris fin, plongeant bon nombre d'entreprises – qui subsistaient artificiellement – en situation de faillite. Couplés à des créations dynamiques, ces chiffres témoignent d'un bon renouvellement du tissu productif européen.

Espagne : automobile électrique, les défis du déploiement

L'Espagne a clôturé l'année 2024 avec un total de 115 939 véhicules électriques immatriculés, ce qui représente une part de marché de 11,4% (contre 12% en 2023), selon le dernier rapport annuel de l'Anfac. Malgré une hausse en volume par rapport à 2023, cette part révèle une stagnation, voire un léger recul, du rythme de pénétration du véhicule électrique dans le parc automobile espagnol. En comparaison avec la moyenne européenne (20,7%), l'Espagne reste nettement à la traîne.

Les véhicules utilitaires légers et les autobus continuent de représenter une part très limitée du parc (respectivement 0,8% et 2,7% de leurs segments). Du leur côté, les voitures particulières électriques ne représentaient que 1,7% (contre 1,4% en 2023) du total de leur segment, un chiffre bien inférieur à ceux observés en Italie (5,9%), en Allemagne (4,8%) ou en France (3,7%).

La production nationale de véhicules électrifiés a chuté en 2024 à 202 550 unités, soit 8,5% de la production totale (contre 11,4% en 2023). Ce recul s'explique par une baisse de la demande sur les principaux marchés européens et par des ajustements dans les chaînes de production des usines implantées en Espagne. Fin 2024, l'Espagne comptait 38 725 points de recharge publics en service, soit une hausse de 32,2% en un an. Cependant, ce chiffre reste insuffisant pour soutenir une électrification massive du parc. Bien que le nombre total de points installés atteigne 50 171, environ 11 500 (soit 23%) sont hors service, en

raison de pannes, de leur mauvais état ou de l'absence de raccordement au réseau électrique. Ce goulot d'étranglement technique et administratif illustre les limites actuelles du déploiement, marqué également par une prédominance des bornes à charge lente (28 939 unités contre 9 786 en charge rapide). À l'échelle européenne, l'Espagne reste en net retrait : 805 points par million d'habitants contre une moyenne de 1 877 dans l'UE-27, confirmant que l'infrastructure de recharge constitue encore un frein structurel à la transition électrique.

Concernant les politiques publiques, le Plan Moves III, principal mécanisme de subvention à l'achat de véhicules électriques et à l'installation de bornes de recharge, n'a pas eu l'impact escompté. Malgré sa prolongation récente jusqu'au 31 décembre 2025 et l'augmentation de son enveloppe budgétaire de 400 millions d'euros (portant le total à 1,7 milliard d'euros), sa mise en œuvre reste confrontée à de sérieux défis. L'un des principaux obstacles est la lenteur des procédures administratives (des bénéficiaires ont dû parfois attendre entre 16 et 20 mois pour percevoir les aides). Cette situation est aggravée par la gestion décentralisée du programme, qui complexifie encore le processus. Douze communautés autonomes ont d'ailleurs exprimé leur désaccord avec le nouveau plan d'aides, soulignant la nécessité d'un travail conjoint pour lever les obstacles persistants à sa bonne application.

✓ Notre opinion – Le cas espagnol révèle certaines limites d'une stratégie de transition énergétique fondée, en partie, sur des subventions à la consommation, en l'absence d'un cadre institutionnel parfaitement coordonné. Malgré un effort budgétaire notable, l'impact macroéconomique des mesures d'électrification des transports reste modéré. Ce n'est pas tant le montant des dépenses qui pose un problème, mais leur faible effet multiplicateur sur l'activité nationale. Une part importante des aides du programme Moves III est orientée vers l'acquisition de véhicules importés de gamme moyenne à supérieure, dont la part de composants fabriqués en Espagne (batteries, électronique...) demeure limitée. Cette configuration entraîne un certain transfert de valeur vers l'étranger, sans impulsion marquée sur l'investissement, l'emploi local ou la productivité. Par ailleurs, les délais de versement des subventions (souvent plusieurs mois après l'achat) réduisent l'impact immédiat de ces incitations, d'autant plus que d'autres facteurs entrent en jeu dans la décision d'achat : le coût final du véhicule, la couverture du réseau de recharge et les questions liées à l'autonomie et à l'entretien. Dans ces conditions, les aides contribuent certes à alléger le coût, mais ne modifient pas fondamentalement la structure de la demande ni le tissu industriel.

Côté offre, la mise en œuvre pratique des objectifs climatiques est parfois ralentie par des capacités administratives variables selon les régions. Cette situation complique le déploiement homogène d'infrastructures de recharge et limite la portée sociale du plan, qui reste plus visible dans les zones urbaines

à forte capacité de dépense. On se trouve ainsi dans une configuration où l'effort public est conséquent, mais où les retombées structurelles – tant en matière de décarbonation que de développement industriel – peinent à se matérialiser pleinement. L'Espagne accuse un certain retard par rapport aux objectifs européens (0 g/km de CO₂ en moyenne d'ici 2035 pour les voitures neuves), tout en continuant à explorer les leviers susceptibles de renforcer la compétitivité de son parc électrique à l'exportation. En somme, plus qu'un simple enjeu conjoncturel, les indicateurs de 2024 pointent surtout vers un besoin d'ajustement entre les instruments de soutien et les ambitions de la politique énergétique.

Royaume-Uni

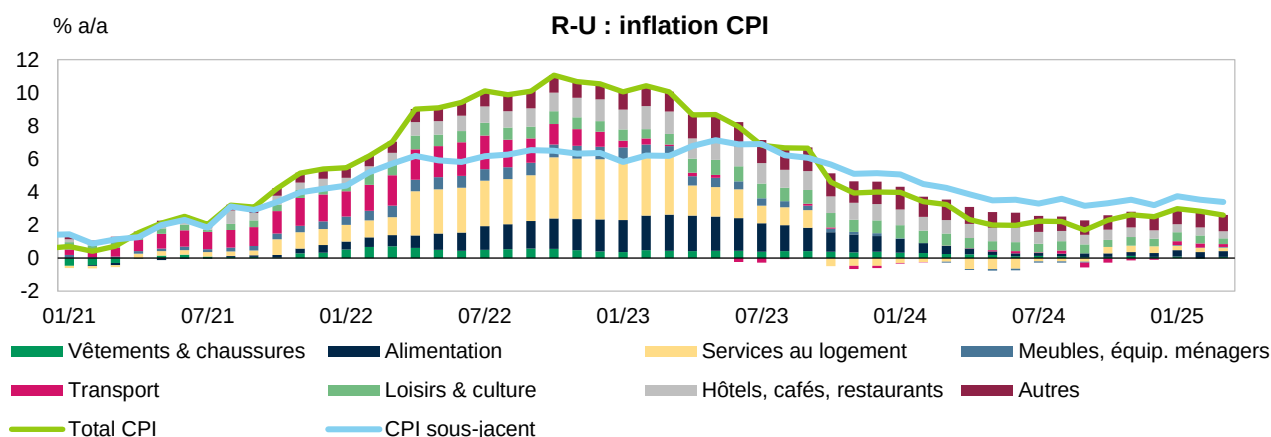
Royaume-Uni : l'inflation a baissé à 2,6% en mars mais un fort rebond est attendu en avril

L'indice des prix à la consommation (CPI) a surpris favorablement pour le second mois consécutif. Il progresse de 2,6% sur un an au mois de mars contre 2,7% anticipé par le consensus et après 2,8% en février. L'inflation sous-jacente (CPI hors énergie, produits alimentaires, alcool et tabac) est en ligne avec les anticipations à 3,4% sur un an, légèrement en baisse depuis 3,5% en février. Le taux d'inflation des biens ralentit à 0,6% sur un an en mars contre 0,8% en février, tandis que le taux d'inflation des services baisse à 4,7% après 5% en février. Le ralentissement de l'inflation CPI est relativement généralisé parmi les différentes composantes : les composantes « culture et loisirs », « transport », « hôtels, cafés et restaurants » et « alimentation » contribuent le plus à sa modération. Le taux d'inflation de la composante « culture et loisirs » baisse à 2,4% contre 3,4% en mars ; celui de la composant « transport » recule à 1,2% contre 1,8% en février, tandis que les prix dans les « hôtels, cafés et restaurants » augmentent de 3% sur un an contre 3,4% en février. Les prix de l'alimentation quant à eux augmentent de 3% sur un an en mars contre 3,3% en février. Le ralentissement des prix dans le transport est dû à la baisse des prix des carburants, -5,3% sur un an contre -2,5% sur un an en février. Le seul secteur qui a exercé des pressions à la hausse sur le taux d'inflation en mars est celui des « vêtements et chaussures ». Les prix ont augmenté de 2,3% sur le mois de mars, poussant le taux d'inflation sur un an à 1,1% contre -0,6% en février. Comme expliqué par l'ONS, les prix augmentent généralement en mars avec l'entrée des collections du printemps dans les magasins, mais cette année la hausse des prix en mars est inhabituellement élevée. En outre, des effets statistiques liés aux variations de la proportion des produits à prix réduits dans les données ont induit de la volatilité entre janvier et mars. Cette proportion a augmenté entre janvier et février 2025, alors qu'habituellement elle

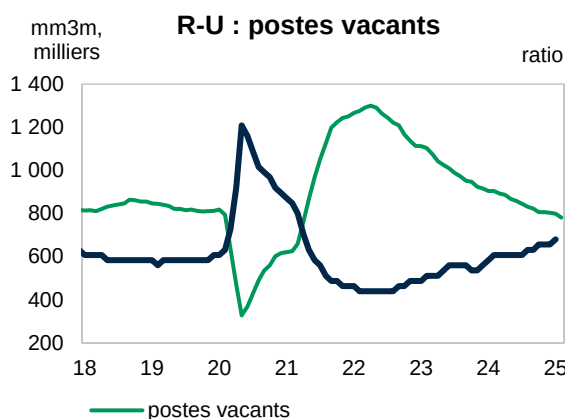
diminue entre ces deux mois. La proportion a ensuite baissé plus que d'habitude en mars 2025.

Sur le premier trimestre 2025 l'inflation totale s'inscrit en hausse à 2,8% contre 2,5% au quatrième trimestre 2024, en raison de l'accélération des prix au mois de janvier (à 3% sur un an après 2,5% en décembre). Cette évolution est en ligne avec la prévision de la *Bank of England (BoE)*, qui tablait sur une inflation à 2,8% au premier trimestre. L'inflation sous-jacente progresse également de manière marquée, à 3,6% sur un an au premier trimestre contre 3,3% au quatrième trimestre 2024.

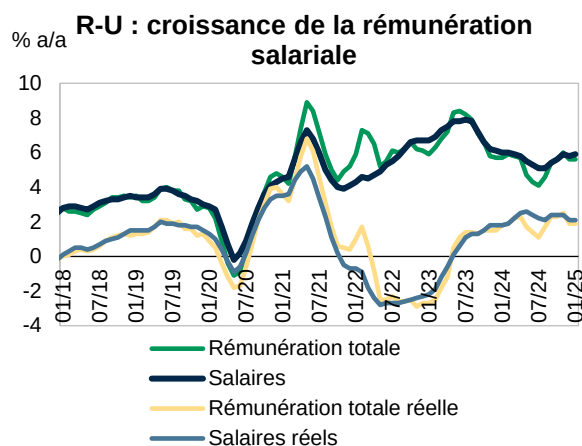
L'ONS a également publié les statistiques du marché du travail pour le mois de février. Le taux de chômage a été stable à 4,4% sur le trimestre (mais en hausse par rapport à 4,1% il y a un an) mais l'évolution du nombre de postes vacants témoigne d'une poursuite de l'assouplissement des conditions sur le marché du travail. Le nombre des postes vacants baisse à 781 000 (-13,8% sur un an), sous leur niveau d'avant-Covid pour la première fois depuis mai 2021. Il y a désormais 2 chômeurs par poste vacant, contre 1,6 il y a un an, ce qui reflète un marché du travail désormais à l'équilibre, voire en très léger excès de capacités non-utilisées en raison à la fois d'une demande de main-d'œuvre en baisse et d'une offre de travail en hausse. En effet, la population active progresse (+184 000 actifs sur le trimestre) mais les créations d'emplois ne suivent pas (+144 000 emplois nets créés sur le trimestre) et le nombre de chômeurs augmente (+40 000 sur le trimestre). Cependant, la croissance des salaires, qui est le principal déterminant de l'inflation des services, demeure élevée, à 5,9% de décembre à février contre 5,6% de septembre à novembre tandis que la rémunération totale se stabilise à 5,6%. Tous les secteurs affichent des salaires en croissance soutenue. Le secteur de la vente au détail, les hôtels et les restaurants est en tête de peloton (6,8%), bénéficiant d'un effet de base positif.



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.



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

✓ **Notre opinion** – L'inflation des prix à la consommation du mois de mars a été légèrement plus forte que nos propres prévisions (de 0,1 point de pourcentage à la fois pour l'inflation totale et l'inflation sous-jacente). La surprise par rapport à nos prévisions provient d'un taux d'inflation en nette hausse dans le secteur vestimentaire, lié en partie aux variations saisonnières des prix.

La modération des chiffres d'inflation permet de valider nos anticipations d'une baisse de taux par la BoE lors de sa prochaine réunion du mois de mai, d'autant plus que le marché du travail a continué de s'assouplir en février. Des voix pourraient même déjà s'élever au sein du comité de politique monétaire en faveur d'un assouplissement plus agressif en raison des risques que la guerre commerciale de Donald Trump implique pour l'économie britannique et si les nouvelles prévisions, que la BoE publiera dans son Monetary policy report de mai, estiment que le marché du travail se détériorera de manière plus prononcée que prévu il y a trois mois.

En dépit d'une balance commerciale en biens quasiment équilibrée avec les États-Unis, le Royaume-Uni s'est vu imposer des droits de douane de 10% sur les produits importés par les États-Unis et des droits de douane de 25% sur l'acier, l'aluminium et les automobiles. Bien que ses exportations de biens vers les États-Unis ne représentent qu'environ 2% du PIB, la politique commerciale protectionniste de Trump et ses conséquences négatives pour l'économie américaine, la croissance et le commerce mondial, les chaînes d'approvisionnement globales et les marchés financiers, pourraient avoir des conséquences négatives significatives pour une économie très ouverte comme le Royaume-Uni.

Le taux d'inflation devrait accélérer significativement en avril en raison d'une hausse des prix de l'eau, du gaz et de l'électricité ainsi que de l'entrée en vigueur des changements annoncés, à l'automne dernier, par le gouvernement concernant les cotisations sociales patronales (National Insurance Contributions) et le salaire minimum vital. Nous anticipons une hausse des prix à la consommation à 3,3% sur un an en avril et une accélération vers un pic à 3,8% en septembre. Les tarifs douaniers pourraient avoir un impact désinflationniste dans l'ensemble sur les prix britanniques en raison de la baisse des cours du pétrole et des éventuelles baisses des prix à l'importation depuis des pays dont les parts de marché américaines diminuent (comme la Chine). Des perturbations et une réorganisation des chaînes de valeur mondiales risquent toutefois d'entraîner des hausses des prix à court terme, compensant en partie ces effets.

Pays émergents

Asie

Chine : le calme avant la tempête ?

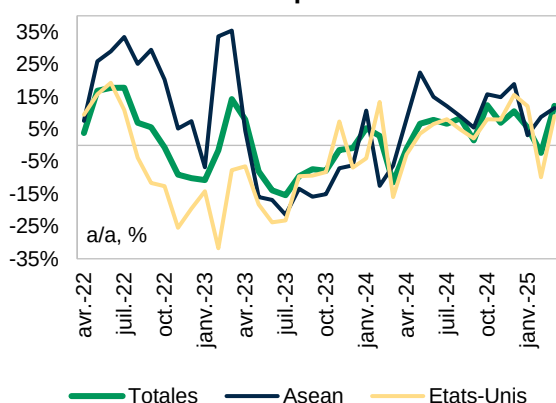
Les données d'activité publiées pour le premier trimestre 2025 cette semaine par la Chine sont un beau pied de nez à Donald Trump et son administration. Alors que les États-Unis et la Chine se sont engagés dans une guerre commerciale intense et multiforme, et que la Fed alerte sur une hausse de la probabilité d'une récession outre-Atlantique, la Chine vient de dévoiler des chiffres de croissance solides, qui tranchent avec l'atmosphère de fébrilité régnant depuis les annonces sur les droits de douane.

Un début d'année solide...

Au premier trimestre, la croissance a ainsi atteint 5,4%, dépassant les attentes du consensus. Cette dernière a été alimentée par la production industrielle qui a nettement accéléré en mars, passant de 5,9% à 7,7%, notamment soutenue par les secteurs du panneau solaire, des appareils électriques et équipements et des équipements de transports.

Mais la bonne surprise est surtout venue des ventes au détail, qui ont augmenté en mars de 5,9% en glissement annuel, contre 4% en janvier-février. Portées par le programme de subventions, dont le montant a été doublé pour 2025, passant de 150 milliards de RMB à 300 (soit environ 40 milliards de dollars), les achats de téléphones, télévisions ou appareils ménagers affichent une croissance à deux chiffres.

Chine : exportations



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

Anticipant – avec raison – une dégradation des conditions tarifaires, les exportateurs chinois ont accéléré leurs envois, en particulier à destination des États-Unis. Les exportations ont bondi de 12,4% en mars, soutenues par toutes les géographies, notamment la zone Asean (+11,6%) et les États-Unis (+9,1%). Sans surprise, les produits les plus exportés sont des biens de consommation (textile,

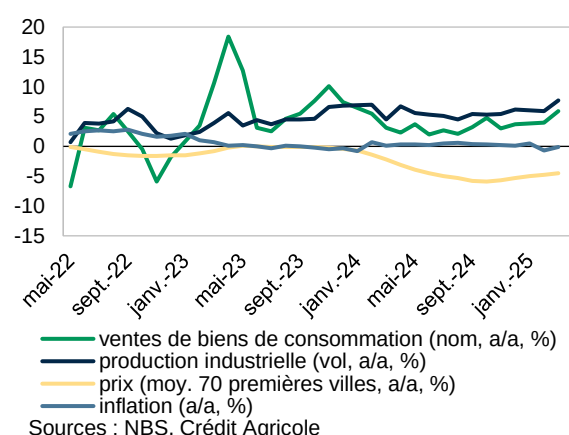
chaussures, meubles, téléphones) et les pièces détachées automobiles. L'excédent commercial chinois pour le seul mois de mars a dépassé les 100 milliards de dollars, et frôle les 1 100 milliards de dollars sur douze mois.

... qui n'éteint pas les inquiétudes plus profondes

Ces bonnes nouvelles permettent à la Chine de prendre un peu d'avance sur son objectif de croissance de 5% en 2025, et ce quels que soient les prochains développements dans l'affrontement commercial avec les États-Unis. Elles masquent en revanche une situation structurelle plus nuancée, toujours grevée par des tensions déflationnistes, reflet d'un manque de dynamisme interne que le programme de subventions à la consommation ne permettra pas à lui seul de compenser.

Premier constat, la Chine n'en a pas encore fini avec la déflation. En mars, l'indice des prix à la consommation restait négatif pour le deuxième mois consécutif (-0,7% en février, -0,1% en mars) – même si celui des prix non-alimentaires augmentait légèrement, à +0,2% en g.a. – tout comme celui des prix à la production, qui n'a pas connu un mois en hausse depuis janvier 2023. Cette trajectoire est le reflet d'une demande domestique toujours contrainte, et fait craindre l'existence d'un fort effet d'aubaine des ménages, qui profitent des programmes de subventions des autorités mais n'ont pas l'intention de modifier en profondeur leurs arbitrages entre épargne, consommation et désendettement.

Chine : les ingrédients de la déflation



Sources : NBS, Crédit Agricole

Les producteurs, quant à eux, se livrent toujours à une intense guerre des prix pour conserver leurs parts de marché, domestiques ou extérieures. La baisse des prix des matières premières, observée cette semaine dans le sillage des annonces

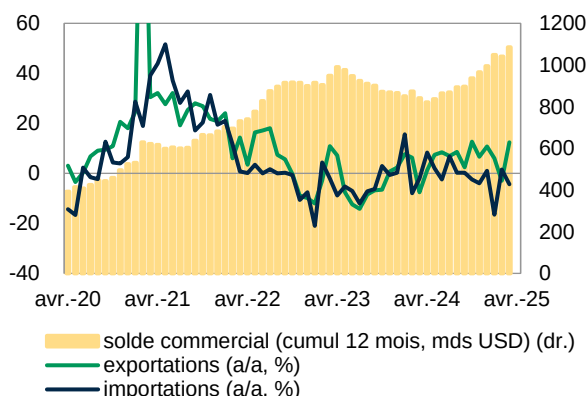
tarifaires de Donald Trump, pourrait continuer à soutenir ce mouvement, tout en donnant un peu d'air à des entreprises dont les marges ont nettement diminué depuis trois ans.

Deuxième constat, la crise du marché immobilier n'est pas encore réglée, et les signaux venant de ce secteur sont encore mitigés. Il semblerait que le déstockage se poursuive, et que le lancement de nouveaux projets (investissement, permis de construire) reste fortement réduit en raison des difficultés des promoteurs immobiliers. Si la baisse des prix se stabilise depuis la fin de l'année, elle perdure néanmoins, avec des situations toujours hétérogènes entre grandes villes (Tier-1 et Tier-2) et périphérie (Tier-3 et au-delà).

La situation du marché immobilier alimente l'environnement déflationniste chinois. Ce constat est maintenant pris en compte par les autorités. Pour la première fois, les prévisions dévoilées lors des deux sessions parlementaires de mars anticipent un déflateur du PIB négatif, c'est-à-dire une croissance nominale de 4,9%, avec un déflateur à -0,1, et ce malgré une cible d'inflation officiellement à 2%. Au premier trimestre, la croissance nominale était de 4,6% et le déflateur, négatif pour le quatrième trimestre consécutif, de -0,8%.

Dernier élément, si les exportations ont connu un mois exceptionnel, les importations se sont quant à elles nettement contractées en mars (-4,3% en g.a.), résultat d'un effet prix sur les matières premières, mais aussi signe que les producteurs chinois anticipent une baisse de la demande. C'est aussi ce qui explique l'excédent commercial enregistré en mars.

Chine : balance commerciale



Source : Administration générale des douanes

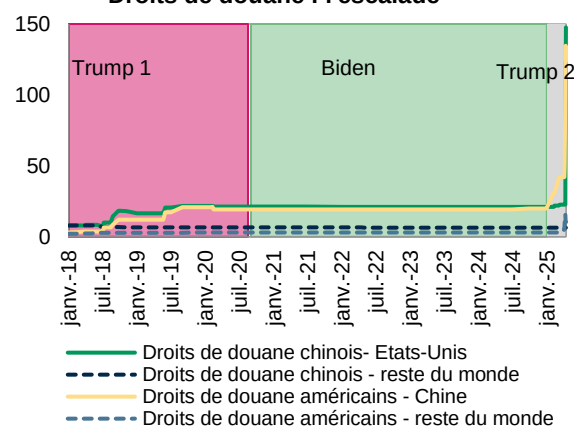
La grande inconnue : plongée dans la guerre commerciale sino-américaine

Après avoir joué la partition de l'apaisement et de la négociation, et en l'absence de volonté d'apaisement ou de signe d'ouverture côté américain, la Chine a finalement répondu avec force aux tarifs douaniers annoncés par les États-Unis.

À l'heure actuelle, toutes les importations en provenance des États-Unis sont donc taxées à

125% (contre 145% au minimum côté américain). La Chine a également annoncé de nouvelles restrictions aux exportations de certains métaux critiques et terres rares (samarium, gadolinium, terbium, dysprosium, lutétium, scandium et yttrium), le lancement d'enquêtes anti-dumping dans le domaine médical (tubes à rayons X), ainsi que le placement de nouvelles entreprises américaines sur sa *Unreliable Entities List*, qui limite fortement les marges de manœuvre des entreprises ciblées pour opérer en Chine ou avec des contreparties chinoises. Il semblerait également que la Chine se soit rétractée sur une commande de Boeing, et qu'elle ait déjà commencé à diversifier ses approvisionnements en produits agricoles (bœuf, soja, maïs en particulier) auprès d'autres fournisseurs comme le Brésil ou l'Australie.

Droits de douane : l'escalade



Sources : PIIE, Crédit Agricole S.A/ECO

Alors que la Chine demeure le seul pays ciblé par les droits de douane depuis la suspension pour 90 jours des « droits réciproques », le président Xi Jinping s'est également lancé dans une tournée diplomatique, afin de rencontrer des partenaires et alliés dans la région (Cambodge, Vietnam et Malaisie). Ces trois pays, à commencer par le Vietnam, pour lequel les exportations vers les États-Unis représentent 25% du PIB, seraient très exposés si les droits réciproques étaient effectivement appliqués, avec des tarifs respectifs de 49%, 46% et 24%.

La Chine veut donc les convaincre de faire front commun face aux États-Unis. Une position très délicate pour ces trois pays, qui se sont pour l'instant placés dans le camp des négociateurs, en proposant une baisse de leurs propres droits de douane sur les produits américains, et un engagement à augmenter leurs importations depuis les États-Unis, dans certains secteurs stratégiques comme l'aéronautique ou le gaz naturel liquéfié.

La position actuelle est très inconfortable pour la Chine, qui, isolée, peine à trouver des pays pour s'opposer aux États-Unis. Alors que chacun joue sa partition, le pire scénario serait celui dans lequel des droits très élevés seraient appliqués sur les produits chinois mais pas sur le reste du monde. Ce scénario

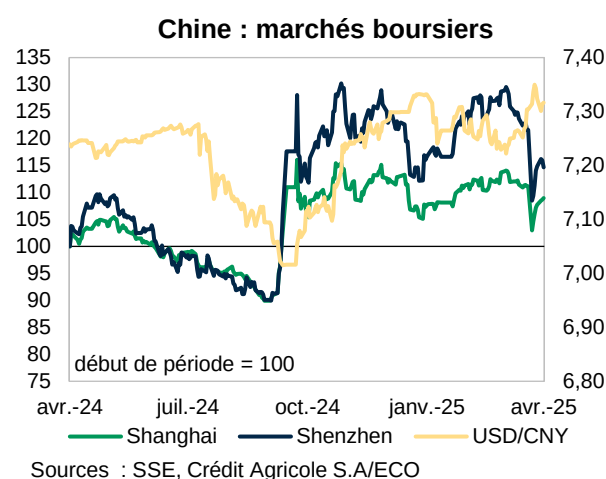
obligerait les entreprises chinoises à accentuer leurs pratiques de contournement, avec de lourdes conséquences sur l'emploi et la production domestiques. Il conduirait de surcroît le reste du monde (hors États-Unis) à se protéger contre un déferlement de produits chinois découlant des surcapacités et de la fermeture du marché américain.

La Chine a beau se positionner en défenseur du système multilatéral et des règles OMC, deux décennies de subventions massives de ses industries et de bafouement de la propriété intellectuelle ont conduit le reste du monde à se méfier d'elle. Anti-américains ne veut pas dire pro-chinois et alors qu'il est de plus en plus difficile pour les entreprises internationales de pénétrer le marché intérieur chinois, il y a fort à parier que ces dernières, et leurs États, continueront à privilégier le marché américain.

Les marchés, très fébriles, ont accueilli avec soulagement les quelques concessions de l'administration Trump, qui, sous la pression d'entreprises américaines comme Apple, a suspendu les droits de douane sur les produits de la tech (ordinateurs, téléphones, tablettes), qui représentent environ 20% des exportations de la Chine vers les États-Unis et 100 milliards de dollars annuels. La publication des chiffres de croissance, en revanche, n'a pas eu d'effet très significatif.

Une autre interrogation sera de comprendre la stratégie de la banque centrale chinoise pour gérer le cours du yuan. Cette dernière a accepté ces dernières semaines une légère dévaluation de son taux-cible, alors que le yuan *onshore* s'approchait des 7,35 cny/usd et que le yuan *offshore* frôlait les 7,4. Alors que la Chine a largement les moyens de défendre sa devise si nécessaire – ses réserves de

change dépassent les 3 500 milliards de dollars – accepter une forte dépréciation du yuan serait sûrement vu comme une provocation supplémentaire par l'administration Trump, qui a régulièrement accusé le pays de manipuler sa devise en la sous-évaluant. Les autres pays, notamment émergents, qui jouent sur la compétitivité-prix plus que hors prix pour pousser leurs exportations seraient probablement prompts à dénoncer ces pratiques, ce qui compliquerait la tâche chinoise dans sa politique d'alliance face aux décisions américaines. Il est donc probable que la Chine joue la carte d'une très légère dévaluation, mais cherche surtout à stabiliser sa devise autour de ce taux pivot de 7,3. Et ce d'autant plus que, dans le cas où les droits de douane américains resteraient très élevés (au-dessus du taux de 60% annoncé dans un premier temps par Trump lors de sa campagne électorale, et auquel la Chine s'était certainement préparée), jouer la dévaluation pour garder des parts de marché américaines ne serait que très peu efficace.

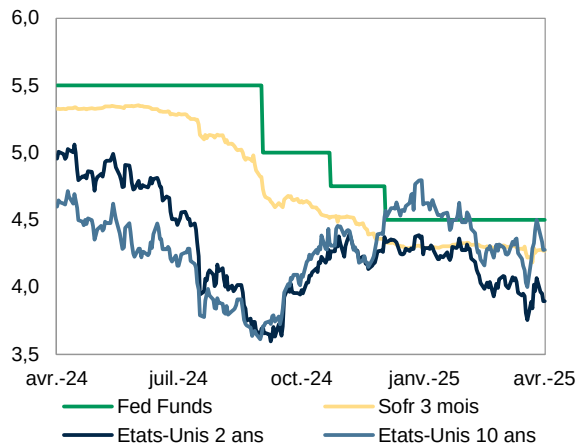


✓ **Notre opinion** – Dans le contexte actuel, toute bonne nouvelle est bonne à prendre, et la Chine part avec quelques munitions pour affronter la guerre commerciale qui l'attend en maintenant le cap – ambitieux – d'une croissance à 5%. Mais les données du mois de mars et du premier trimestre ne doivent pas masquer les problèmes, récents ou non, de l'économie chinoise. La déflation persistante souligne combien le chemin vers le retour à la consommation sera encore long, et laisse craindre une retombée dès que le programme de subventions arrivera à son terme. La crise de l'immobilier, qui alimente cette déflation, semble encore loin d'être réglée alors que les stocks de logements vacants diminuent lentement. Enfin, la Chine s'est engagée dans un bras de fer avec les États-Unis dont l'issue est très incertaine. Sa capacité à mobiliser des alliés pour faire front commun dépendra avant tout de l'attitude des États-Unis face au reste du monde. Son isolement, qui est peut-être le but premier de l'administration Trump, serait difficile à gérer, même si sa domination logistique et son statut de puissance industrielle incontournable lui laissent évidemment des cartes à jouer dans cette grande partie de poker commercial.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

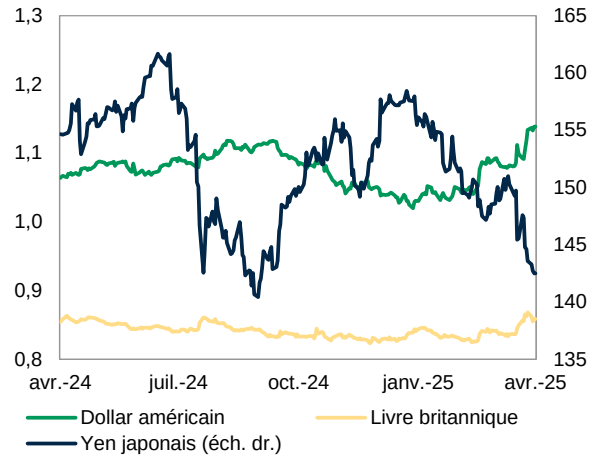
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

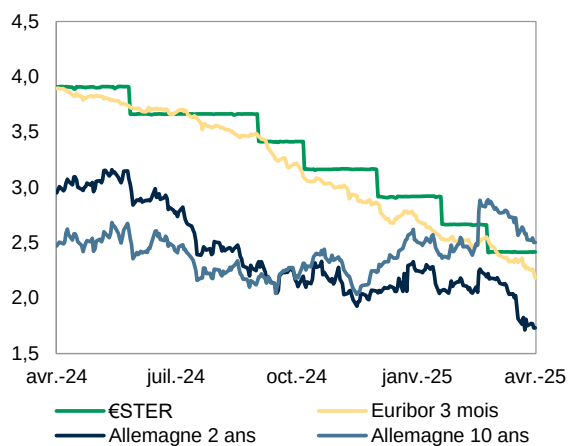
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

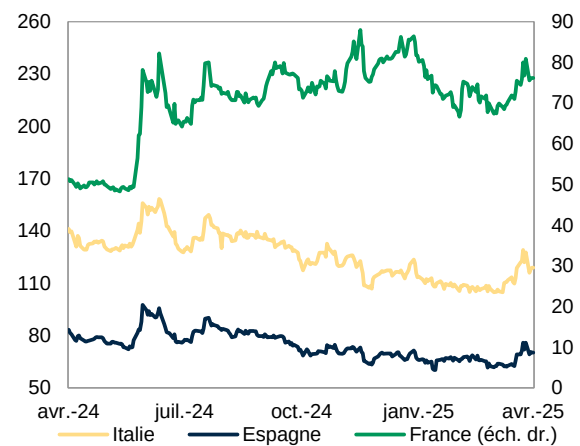
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

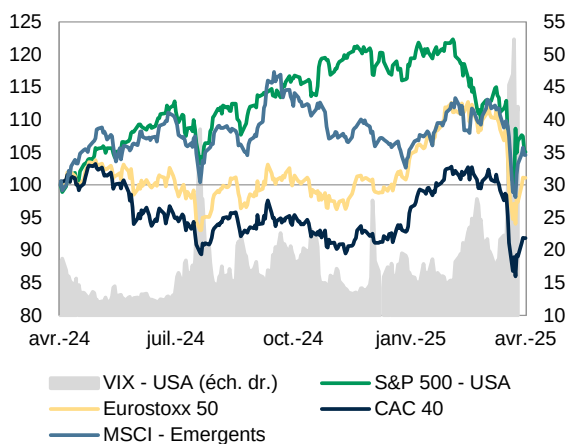
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

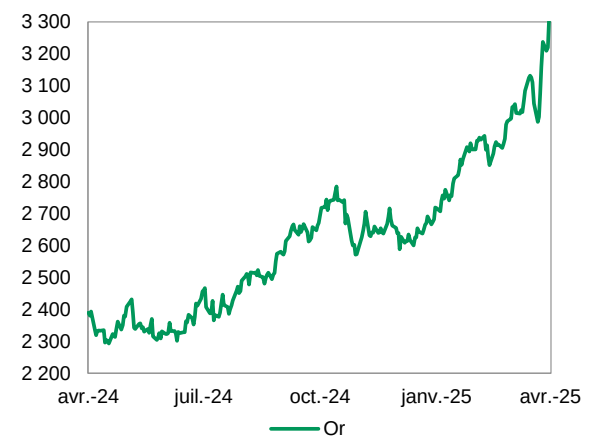
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

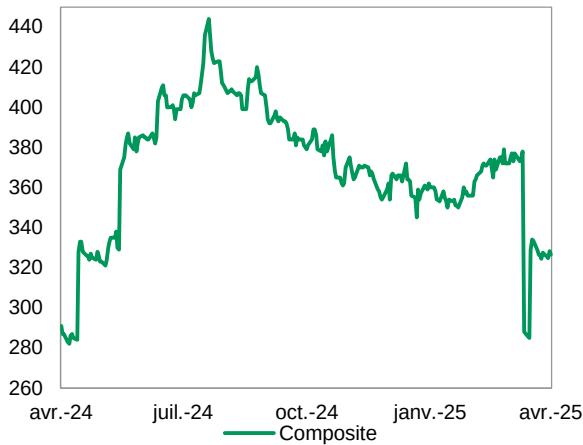
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

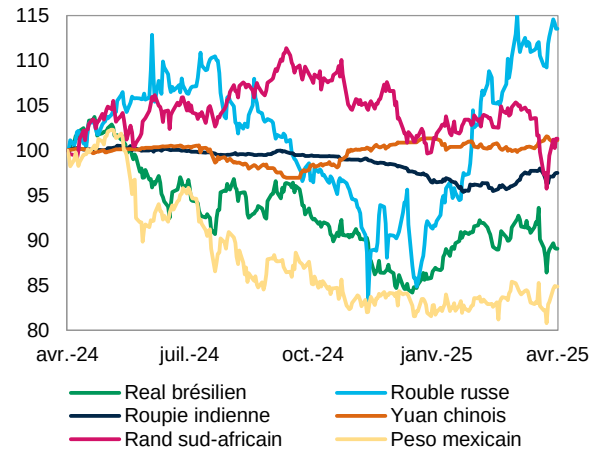
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

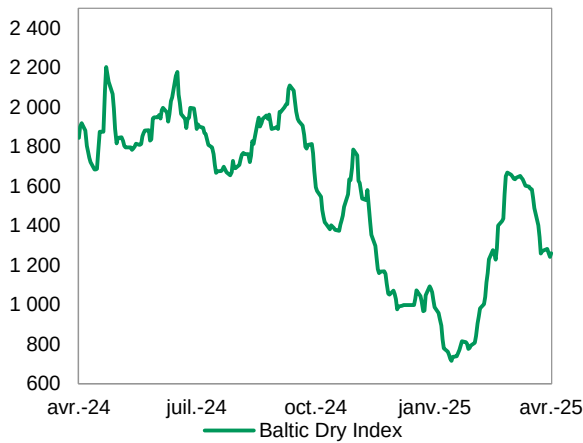
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

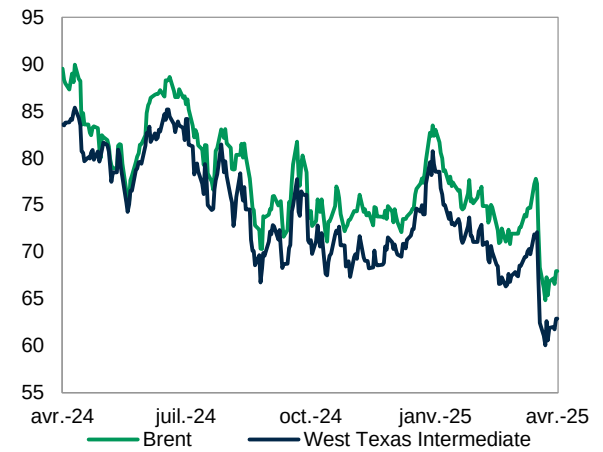
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

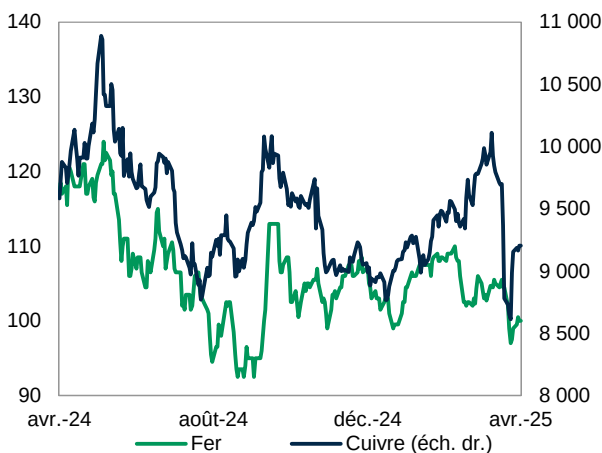
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

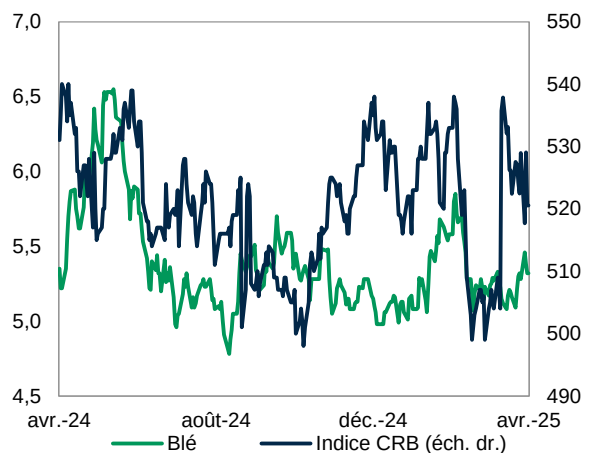
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

SRW Wheat (USD/boisseau) et CRB foodstuffs (USD/point)



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2025-2026 – Avril 2025

[Le temps des paris](#)

Date	Titre	Thème
17/04/2025	Fintech Outlook T1 2025 – La tempête au printemps	Banque, fintech
17/04/2025	Corée du Sud : incendies, loi martiale et droits de douane, l'année du Serpent bleu n'a pas démarré sous les meilleurs auspices	Asie
16/04/2025	Espagne – Scénario 2025-2026 : croissance dynamique sous ciel incertain	Europe
16/04/2025	Égypte – De nouveau face à sa pyramide de dette	Afrique et Moyen-Orient
15/04/2025	Bitcoin, les fermes de la discorde	Fintech, IT
14/04/2025	France – Hausse certes, mais légère, de la détention de titres de dette américaine par les Français	France
14/04/2025	Zone euro – Scénario 2025-2026 : entre nouvelles fractures et nouvelles convergences	Zone euro
11/04/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
10/04/2025	France – Placements : comment les ménages français ont-ils utilisé leur épargne en 2023 et 2024 ?	France
08/04/2025	France – Le nombre d'entreprises économiquement actives bondit de 42% entre 2014 et 2022	France
08/04/2025	Asie – Le tsunami Trump a frappé	Asie
07/04/2025	Liberation day – Premières conclusions	Monde
07/04/2025	Union européenne – Le D-Day d'une réciprocité arbitraire	Union européenne
04/04/2025	Monde – Scénario 2025-2026 : le temps des paris	Monde

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

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

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

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

Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QUENTRIC

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario)

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

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

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

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

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

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

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