Perspectives

Hebdomadaire – N°25/156 – 16 mai 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

- *Euphorie sur les marchés sur fond de détente commerciale* 2
- *Zone euro : une croissance du PIB en demi-teinte au T1, déjà affectée par la guerre commerciale* 4
- *France : légère hausse du taux de chômage à 7,4% au premier trimestre* 5
- *Italie : des signaux peu encourageants pour le T2* 6
- *Allemagne : rebond de la production industrielle au premier trimestre* 8
- *Royaume-Uni : le PIB croît de 0,7% au premier trimestre grâce à une forte hausse de l'investissement* 9
- *Chine, États-Unis : la nécessaire désescalade* 10

☞ Euphorie sur les marchés sur fond de détente commerciale

Depuis le 9 avril, date à laquelle le président américain Donald Trump a suspendu ses tarifs dits « réciproques », les bourses mondiales se redressent. Les négociations bilatérales entre les États-Unis et chacun de leurs partenaires commerciaux ont porté leurs premiers fruits : un accord commercial a été signé vendredi 8 mai, entre les États-Unis et le Royaume-Uni et une trêve de 90 jours entre les États-Unis et la Chine a été annoncée lundi. Cette « diminution » des droits de douane, à partir de niveaux punitifs qui, dans le cas chinois s'apparentaient à un embargo, permet d'exclure les scénarios extrêmes à brève échéance et éloigne le risque d'un ralentissement violent ou d'une récession aux États-Unis : cette histoire nourrit l'enthousiasme des marchés. Or, beaucoup (voire presque tout) reste encore à faire et le droit de douane moyen américain est toujours supérieur de plus de 10 points au niveau qui prévalait avant le deuxième mandat de Trump.

Les tarifs douaniers additionnels (s'ajoutant aux tarifs existants avant Trump 2.0) des États-Unis sur les importations chinoises ont été abaissés rapidement et significativement, bien au-delà des attentes. Côté américain, ils ont été réduits de 145% à 30% : les droits de douane additionnels de 20% appliqués par Donald Trump pour faire pression sur Pékin dans le cadre de la lutte contre le trafic de fentanyl restent en place, tandis que les droits dits « réciproques » passent de 125% à 10%, en ligne avec le taux universel appliqué aux autres partenaires commerciaux. Côté chinois, ils sont réduits de 125% à 10%. Les deux pays se sont accordés pour mettre en place « un mécanisme de consultation sur les questions économiques et commerciales » et ont déclaré ne pas avoir l'intention de « découpler » leurs économies. Ce changement de ton, plus positif, entre la Chine et les États-Unis laisse, *a minima*, espérer la poursuite du dialogue même si, à ce stade, on ne peut pas exclure une nouvelle escalade des droits de douane américains à l'encontre de la Chine. Ceux-ci vont, en outre, rester vraisemblablement supérieurs à ceux imposés aux autres partenaires commerciaux des États-Unis.

Pour sa part, l'accord entre les États-Unis et le Royaume-Uni permet à ce dernier de bénéficier d'une exemption de droits de douane sectoriels sur l'acier et l'aluminium et d'un droit de douane de 10% (contre 25% pour le reste du monde) sur 100 000 automobiles britanniques importées, en échange d'une plus grande ouverture du marché britannique à certains biens (éthanol, bœuf et machinerie) et d'un engagement à acheter pour 10 milliards de dollars d'avions Boeing. On peut toutefois noter que les droits de douane « réciproques » de 10% restent en place.

Cette accalmie commerciale a suscité une vague d'optimisme sur les marchés et un retour en force de l'appétit pour le risque. Après avoir perdu près de 15% après les annonces du « *Liberation day* », l'indice S&P 500 a effacé ses pertes et enregistre désormais une légère hausse (+0,6%) depuis le début de l'année. Les taux des obligations d'État *Treasuries* remontent (+17 points de base depuis un mois à 3,94% pour le taux 2 ans, +13 points de base à 4,41% pour le taux 10 ans), les marchés révisant à la baisse la probabilité de récession aux États-Unis et leurs anticipations d'assouplissement monétaire de la Fed. Sur le marché des devises des pays développés, le dollar est le principal bénéficiaire de la détente commerciale mais le sentiment de marchés à l'égard du billet vert reste fragile.

Les investisseurs parient que la guerre commerciale menée par Donald Trump a dépassé sa phase la plus intense et que des accords avec d'autres pays devraient émerger rapidement. Ils confirment l'idée selon laquelle les tarifs douaniers de Trump sont, au moins partiellement, une arme de négociation. On aurait toutefois tort de se réjouir trop vite. D'une part, l'incertitude autour de la politique commerciale est loin d'avoir totalement disparu. C'est désormais l'extension des droits de douane à des secteurs spécifiques (tels que la pharmacie) qui est attendue. D'autre part, des droits de douane à plus de 10%, comparés à un droit de douane effectif américain de 2,5% avant Trump 2.0, représentent un choc significatif pour l'économie américaine : si on peut encore espérer que celle-ci évite la récession, elle n'échappera pas au ralentissement. Les premières enquêtes d'activité pour le mois de mai, telles que les enquêtes régionales dans le secteur manufacturier de la Fed de New York et de la Fed de Philadelphie sont mitigées. Bien qu'elles restent toutes deux en territoire de contraction, elles indiquent un rebond des commandes, et le « Philly Fed » signale une hausse de l'emploi et des attentes de croissance plus optimistes pour les six prochains mois.

Pour la Fed, les derniers développements autour de la guerre commerciale et sur le plan économique continuent de plaider pour le maintien d'une approche attentiste, donc prudente, lui permettant d'apprécier l'impact des tarifs à la lumière des données économiques. La réunion du FOMC du 7 mai s'est soldée sans surprise par un *statu quo* sur les taux et une communication de la part du gouverneur Powell qui confirme l'absence d'urgence à baisser les taux. Une baisse des taux en juin semble désormais peu probable (probabilité de moins de 10%) et les marchés ont significativement revu à la baisse leurs anticipations d'assouplissement pour le reste de l'année (environ 50 points de base, en ligne avec notre scénario) contre plus du double juste après le « *Liberation day* ».

À cet égard, les données de l'inflation CPI publiées le 13 mai dernier ne sont pas de nature à faire

dévier la Fed. L'indice CPI a crû de 0,2% sur un mois en avril, légèrement moins qu'anticipé, et de 2,3% sur un an contre 2,4% en mars. L'indice CPI sous-jacent a également surpris favorablement, avec une hausse de 0,2% sur le mois et de 2,8% sur un an, comme le mois précédent. Le taux d'inflation des biens « core » plus faible que prévu a compensé une inflation dans les services « core » supérieure aux attentes. L'impact des droits de douane n'est pas encore visible sur les prix à la consommation, en raison des délais de transmission.

En revanche, les craintes de droits de douane supplémentaires ont pesé sur les chiffres de croissance américaine du premier trimestre (-0,3% en variation trimestrielle annualisée) : une hausse massive des importations et un mouvement puissant de stockage en amont du « *Liberation d*ay » ont été observés. Les détails de la première estimation du PIB au premier trimestre signalent, en effet, une augmentation substantielle des importations, en particulier celles des biens (+50% en variation trimestrielle annualisée) dont notamment les biens de consommation (tels que des médicaments, des préparations pharmaceutiques) et les biens d'équipements hors automobiles (principalement des ordinateurs et des périphériques). Ces importations ont été, en partie, stockées (les variations de stocks ont contribué à hauteur de plus de 2 points de pourcentage à la croissance) ou utilisées à des fins d'investissement (l'investissement fixe a contribué pour 1,3 point à la croissance, dont 1 point en équipement informatique et 0,2 point en *software*). La consommation des ménages a ralenti au premier trimestre (1,2% en variation trimestrielle annualisée après 2,8% au quatrième trimestre) et les ventes au détail ont été quasi stables au mois d'avril (+0,1% sur le mois après +1,7% le mois précédent) : une relative résistance probablement également due à la hausse des achats de certains produits en amont des nouveaux tarifs douaniers.

Zone euro

☞ Zone euro : une croissance du PIB en demi-teinte au T1, déjà affectée par la guerre commerciale

En deuxième estimation, le taux de croissance trimestriel du PIB de la zone euro au T1 2025 a été révisé à la baisse à 0,3%, contre une estimation préliminaire de 0,4%. Le PIB s'affiche néanmoins en accélération par rapport au dernier trimestre de 2024 (0,2%). La croissance sur un an est stable à 1,2%.

L'acquis de croissance pour la moyenne de l'année 2025 à l'issue du premier trimestre se monte à 0,8%, ce qui conforte notre prévision de croissance de 1%.

La croissance de l'activité s'est inscrite en accélération en Allemagne (0,2% après -0,2%), en France (0,1% après -0,1%), en Italie (0,3% après 0,2%) et en Belgique (0,4% après 0,2%), tandis qu'elle a ralenti en Espagne (0,6% après 0,7%), en Irlande (3,2% après 3,6%) et aux Pays-Bas (0,1% après 0,3%). L'activité s'est en revanche retournée au Portugal (-0,5%).

Nous ne disposons pas encore de l'évolution des composantes de la croissance du PIB au T1 2025 pour la zone euro, mais pour les quelques économies qui ont déjà publié ce détail, il ressort une faiblesse de la contribution de la demande domestique (négative aux Pays-Bas, nulle en France et plus positive en Espagne) et une contribution faible ou négative de la demande extérieure nette. Ce sont les variations des stocks qui ont contribué très positivement à la croissance dans presque toutes les économies.

La consommation des ménages s'est globalement affaiblie et l'investissement est en repli partout sauf en Espagne.

La faiblesse de la consommation privée est confirmée par l'évolution de l'indice du volume des ventes au détail, qui n'a presque pas progressé sur le trimestre (0,1% dans la zone euro), s'installant sur un plateau après la hausse de l'été 2024. Les ventes ont crû de 0,2% en Allemagne et de 0,3% en France et ont reculé de 0,5% en Italie.

La croissance de l'emploi a, en revanche, continué de soutenir le revenu des ménages. Elle s'est aussi renforcée (0,3% après 0,2%) sur le trimestre et la croissance en rythme annuel (0,8%) reste stable à un rythme légèrement inférieur à celui de l'activité, garantissant ainsi des gains de productivité.

L'activité dans l'industrie a soutenu la croissance du PIB au T1 2025 marquant une nette reprise (2,2%), tirée principalement par l'industrie allemande (1,7%) qui a enregistré un net rebond de sa production en mars (3,1%). L'activité est restée atone en France, elle a faiblement augmenté en Italie (0,5%), où elle est néanmoins encore en recul sur un an, et s'est repliée en Espagne (-0,2%) au cours du trimestre. Après un recul fin 2024, l'accélération de l'activité industrielle a été continue et très marquée pour la production de biens d'investissement et de biens de consommation non durable, plus tardive pour les biens de consommation durable.

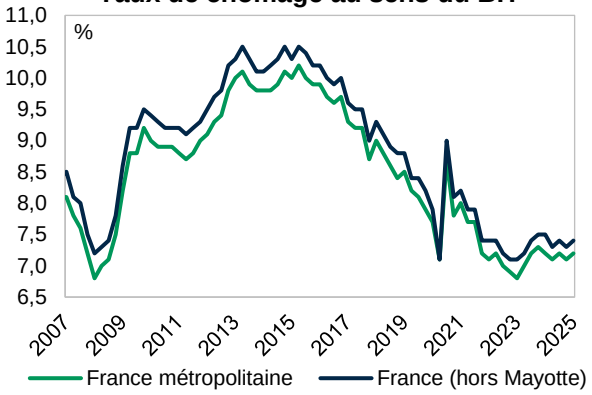
☑ **Notre opinion –** *Si la croissance américaine a déjà été affectée par les annonces de l'administration Trump en matière de droits de douane, avec un léger repli du PIB au T1 2025 (-0,3% en variation trimestrielle annualisée) en raison d'une hausse importante des importations, l'impact est moins évident sur la croissance de la zone euro. La transmission du choc du commerce semble se déployer surtout par le canal de l'incertitude, avec un coup de frein sur la consommation des ménages et un repli de l'investissement, qui témoigne d'une pause dans les décisions dans l'attente d'une dissipation de l'incertitude. Avec les informations disponibles, nous ne pouvons pas affirmer que la demande étrangère a aussi pesé sur la croissance de la zone. Les exportations en volume ont baissé en France et aux Pays-Bas, mais nous ne disposons pas encore de leur évolution dans les trois pays les plus exposés au commerce avec les États-Unis, l'Allemagne, l'Italie et l'Irlande. En revanche, les statistiques sur les exportations en valeur pour la zone euro offrent une vision plus tranchée. Les exportations de biens en valeur ont fortement accéléré au cours du T1 2025 (7,6% après 0,8%), notamment celles vers les États-Unis (+27%). Ce sont les ventes de biens manufacturés qui ont significativement augmenté, particulièrement à destination des États-Unis. L'accélération des ventes de machines et de matériel de transport outre-Atlantique a été marquée (6,4%), mais celles de produits chimiques a été spectaculaire (64%). Ces données semblent cohérentes avec la hausse des importations américaines, dans une logique d'anticipation des achats avant la remontée définitive des droits de douane. Quant au risque de transfert des exportations chinoises du marché américain vers le marché européen, il faudra surveiller si l'accélération des importations en valeurs de biens en provenance de Chine (+5,9% au premier trimestre) est confirmée au cours des prochains trimestres.*

☞ France : légère hausse du taux de chômage à 7,4% au premier trimestre

Au premier trimestre 2025, le taux de chômage au sens du Bureau international du travail (BIT) atteint 7,4% de la population active, en très légère hausse (+0,1 point) par rapport au quatrième trimestre 2024. Il reste ainsi à un niveau faible, seulement 0,3 point au-dessus de son point le plus bas depuis 1982 (7,1% au tournant des années 2022 et 2023).

Sur un trimestre, cela représente une hausse de 64 000 chômeurs, qui sont désormais près de 2,4 millions en France (hors Mayotte). Cette faible augmentation contraste avec le fort accroissement du nombre de demandeurs d'emploi inscrits en catégorie A recensés par la Dares ce trimestre (+8,7%), très lié à la mise en œuvre de la loi pour le plein emploi et aux nouvelles règles d'actualisation. Après neutralisation de ces effets, la hausse du nombre de demandeurs d'emploi en catégorie A serait en effet réduite à 0,8% d'après la Dares. Les données de chômage et autres indicateurs du marché du travail de l'Insee sont pour leur part très peu affectées par l'entrée en vigueur de la loi sur le plein emploi.

Taux de chômage au sens du BIT



Derniers points : T1 2025
Sources : Insee, Crédit Agricole S.A./ECO

Dans le détail, les taux de chômage des différentes catégories d'âge évoluent peu ce trimestre. Celui des 15-24 ans se replie légèrement (-0,1 point) mais demeure le plus élevé, à 19,2%, tandis que 4,7% des 50 ans ou plus se trouvent au chômage au sens du BIT, une proportion stable par rapport au trimestre précédent. Le taux de chômage des femmes augmente ce trimestre (+0,3 point) et atteint celui des hommes, à 7,4%.

Bon nombre d'indicateurs sur le marché du travail affichent une bonne tenue. Après une nette hausse le trimestre précédent, le halo autour du chômage, qui représente les personnes souhaitant un emploi mais qui ne sont pas considérées comme chômeurs car elles ne sont pas en recherche active ou pas disponibles rapidement, diminue nettement (-109 000). Ainsi, la part du halo dans la population des 15-64 ans baisse de 0,3 point, et est en diminution de 0,2 point par rapport à son niveau d'un an auparavant, à 4,3%. Cette part demeure particulièrement importante chez les 15-24 ans, où elle représente 7,2% de la population, malgré le repli de 0,6 point sur le trimestre.

Le taux de chômage de longue durée (plus d'un an) se stabilise à 1,7% de la population active, en deçà de son niveau de fin 2019 (-0,5 point). Le taux d'emploi des 15-64 ans atteint par ailleurs son plus haut niveau depuis que l'Insee le mesure soit 1975, à 69,5% (+0,4 point sur le trimestre). C'est chez les jeunes que le taux d'emploi augmente le plus ce trimestre, de 1,1 point (à 34,8%), mais c'est chez les seniors (50-64 ans) qu'il atteint un nouveau record depuis 1975, à 69,3% (+0,4 point).

Le sous-emploi, qui caractérise les personnes désireuses de travailler davantage, reste quasi stable (-0,1 point) et représente 4,2% des personnes en emploi, soit 1,7 point de moins qu'avant la crise pandémique. Au total, 16,2% des participants au marché du travail (actifs ou personnes dans le halo autour du chômage) se disent donc contraints dans leur offre de travail (pas utilisée ou sous-utilisée). Cette proportion continue de baisser (-0,3 point sur le trimestre et -0,2 point sur un an) et est bien inférieure à son niveau de fin 2019 (-2,7 points).

Autre fait notable, le taux d'emploi en contrat à durée indéterminée (CDI) augmente de 0,3 point sur le trimestre, à 51,3% pour les 15-64 ans, atteignant son plus haut niveau depuis que l'Insee le mesure en rythme trimestriel, soit 2023.

☑ **Notre opinion –** *Nous avions prévu une hausse du taux de chômage légèrement plus importante au premier trimestre 2025 dans notre dernier scénario pour la France, à 7,5%. La hausse pourrait donc être un peu moins prononcée que prévu cette année, l'intégration des chiffres du premier trimestre conduisant mécaniquement à une révision à la baisse de nos prévisions annuelles de 0,1 point de pourcentage, à 7,6% en 2025 et 7,7% en 2026 pour la France hors Mayotte (et 7,4% en 2025 et 7,5% en 2026 pour la France métropolitaine). Il s'agit donc plutôt d'une bonne nouvelle, d'autant qu'elle s'accompagne d'une bonne tenue de la plupart des indicateurs du marché du travail, avec en particulier un taux d'activité au plafond (à 75,1% pour les 15-64 ans, soit un record depuis que l'Insee le mesure, en 1975).*

☞ Italie : des signaux peu encourageants pour le T2

Malgré des signaux contradictoires, le PIB a affiché une croissance positive au premier trimestre 2025, augmentant de 0,3% par rapport au trimestre précédent. Avec ce chiffre, l'Italie fait mieux que ses principaux voisins à l'exception de l'Espagne qui continue d'afficher une forte croissance. La croissance a été tirée principalement par la demande extérieure tandis que les exportations nettes ont enregistré une contribution négative. Du côté de l'offre, la légère reprise de l'activité a été soutenue par une hausse dans les secteurs secondaire et primaire tandis que les services sont restés stables.

Si le détail des comptes n'est pas encore disponible, les indicateurs avancés confirment ce premier constat. En effet, la production industrielle a augmenté de 0,5% au T1 par rapport au trimestre précédent. Cette hausse reste principalement le fait du rebond au mois de janvier. La production industrielle a cependant diminué en février pour se stabiliser en mars, laissant un acquis négatif au deuxième trimestre. D'une année sur l'autre, la tendance reste encore négative mais certains secteurs comme la production de biens de consommation et des biens intermédiaires montrent des signes d'amélioration. Le secteur de la construction devrait également enregistrer une hausse de la production au cours du premier trimestre, poursuivant la phase d'expansion entamée en fin d'année. Le rebond de la production en janvier (+4,7% d'un mois sur l'autre) a certes été suivi par une croissance stable en février mais il permet de laisser un acquis de 4% au T1. Pour ce qui est des services, les signaux confirmant le ralentissement du secteur se multiplient. Après une hausse de 1,3% en janvier, le chiffre d'affaires dans les services recule de 1,3% en février, laissant un acquis tout juste positif de 0,1% au T1 (après 0,7% au T4 2024). Parmi les activités les plus en difficulté, les services professionnels et scientifiques, les services de restauration ainsi que le commerce et la distribution enregistrent tous des acquis négatifs.

Malgré la baisse du mois de mars (-1% par rapport au mois précédent), les exportations augmentent de 4,6% sur le trimestre par rapport au précédent et de 3,2% par rapport au T1 2024. La hausse des importations est également à noter avec une croissance des achats à l'étranger de 4,7% par rapport au trimestre précédent et de 6,9% par rapport au T1 2024, en nette progression par rapport à la tendance des mois précédents. Cette dernière est principalement imputable à la hausse des achats de biens énergétiques, notamment de gaz naturel (+30% au T1 en glissement annuel), permettant de répondre à la baisse des stocks à la suite d'un hiver plus rigoureux.

Certes, les données du premier trimestre sont antérieures aux annonces du "Liberation Day" et donc à l'implémentation des 10% de droits de douane vis-à-vis des pays membres de l'UE, mais la croissance des exportations semble paradoxale au regard du climat protectionniste. Au-delà d'une tendance, la hausse des exportations indique davantage des comportements d'anticipation de la part des entreprises exportatrices, en particulier vers les États-Unis. Ces dernières augmentent de 11% au T1 par rapport au T4 2025 alors même qu'elles avaient reculé de près de 4% le trimestre précédent. Sur le mois de mars seulement, les exportations outre-Atlantique ont bondi de 41% en glissement annuel. Parmi les secteurs qui bénéficient de cette hausse, ceux qui se démarquent sont les plus dépendants de la demande américaine, soit le secteur pharmaceutique dont les ventes vers le reste du monde progressent de 41% au T1 par rapport au T1 2024 tandis qu'elles bondissent de +90% pour ce qui est des États-Unis. Les moyens de transport hors véhicules augmentent également de 21% au T1 (+47% en mars en glissement annuel) mais semblent bénéficier davantage de la réactivation des chaînes de valeur au sein de l'Union européenne qui se traduit par une hausse de la demande allemande et espagnole. Les exportations vers l'Allemagne augmentent ainsi de 5%, rompant avec le repli du trimestre précédent. Celles vers l'Espagne croissent de 9%.

Le début du deuxième trimestre semble moins prometteur. L'indicateur de confiance des entreprises, déjà orienté à la baisse, enregistre un nouveau recul en avril, atteignant son plus bas niveau depuis mars 2021. Tous les secteurs sont concernés par cette baisse. Si les annonces du président américain Donald Trump du 2 avril concernant la hausse des droits de douane ont pu avoir un impact, notamment en ce qui concerne la perception des entreprises de la situation économique future du pays, il semble aussi que ce repli de la confiance soit également lié à des facteurs sectoriels propres.

Ainsi, le secteur ayant subi le plus fort repli de l'indice de confiance est celui des services. Déjà en difficulté depuis plusieurs mois, pénalisé par une demande interne faible, il pâtit à présent du recul du tourisme. Depuis le début de l'année, le nombre de touristes étrangers est en recul sur le territoire avec une baisse des entrées de 1,4% pour la période janvier-février par rapport à la même période l'année précédente. Les perspectives détériorées du commerce de détail semblent elles affectées par une évaluation des ventes en baisse, indiquant que la tendance observée au premier trimestre perdure en avril. Effectivement, du côté de la demande, on observe une baisse des ventes au détail en valeur et en volume au cours du premier trimestre qui concerne aussi bien les produits alimentaires que les produits non alimentaires. Les attentes en matière de ventes futures ont néanmoins enregistré une légère reprise, ce qui indique que la tendance pourrait légèrement s'inverser au cours du trimestre.

Enfin, même si la confiance se replie également dans le secteur manufacturier en avril, cette baisse reste contenue avec des attentes de production certes en baisse mais avec des signaux favorables qui semblent émerger du côté des commandes futures, notamment pour les biens d'équipement.

Du côté des ménages, la confiance est également orientée à la baisse, plombée par une détérioration généralisée des indicateurs de confiance. Ces derniers anticipent une dégradation de l'activité dans les mois à venir qui impactera leur situation personnelle. Certes, le climat d'incertitude pèse sur les ménages mais d'autres facteurs sont également à prendre en compte. D'une part, bien qu'elle reste basse en niveau, l'inflation s'oriente de nouveau à la hausse depuis le début d'année, se rapprochant de la barre des 2% depuis mars (1,9% en avril en glissement annuel). Si la hausse observée depuis octobre sur les prix des biens se modère sur le dernier point, l'indice des prix des services accélère (de 2,5% en mars à 3% en avril). L'inflation sous-jacente augmente à 2,1% également, rompant avec le cycle de baisse de 2024. La dynamique globale des prix reste néanmoins tirée par les composantes volatiles de l'indice, notamment les biens alimentaires qui repartent à la hausse ainsi que l'énergie réglementée.

D'autre part, les inquiétudes des ménages concernent les effets du ralentissement de l'activité sur le marché du travail. Les données de l'emploi du premier trimestre indiquent qu'elles sont encore bien orientées avec une hausse de l'emploi de 1% par rapport au trimestre précédent, tirée par la hausse des embauches de salariés en contrat à durée indéterminée. Cette hausse se traduit par une amélioration du taux d'emploi qui passe au-dessus de 63% sur la même période, franchissant un nouveau seuil historique. Le taux de chômage, qui est passé pour la première fois sous les 6% en février, baisse également par rapport au trimestre précédent (de 6,1% à 6%). Si le profil du trimestre est positif dans son ensemble, les données de mars indiquent un début de ralentissement qui pourrait correspondre à la détérioration des attentes en matière de demande de travail par les entreprises observées par les enquêtes d'opinion. Ainsi, sur le mois de mars, l'emploi enregistre sa première baisse depuis octobre 2024 à -0,1% tandis que le nombre de personnes au chômage croît de 2,1%.

Panorama conjoncturel

	oct.-24	nov.-24	déc.-24	janv.-25	févr.-25	mars-25	avr.-25
Confiance des consommateurs	↑ 97,4	→ 96,6	→ 96,3	↑ 98,2	↑ 98,8	→ 95	↓ 92,7
Confiance des entreprises	↓ 93,5	↓ 93,1	→ 95,2	→ 95,5	→ 94,6	↓ 93,2	↓ 91,5
Confiance dans l'industrie	↓ 85,9	↓ 86,5	↓ 85,8	→ 86,7	→ 86,8	↓ 86	↓ 85,7
Inflation	↓ 0,9%	→ 1,3%	→ 1,3%	→ 1,5%	↑ 1,6%	↑ 1,9%	↑ 1,9%
Inflation sous-jacente	↑ 1,7%	↑ 1,9%	↑ 1,8%	↑ 1,7%	↑ 1,6%	↑ 1,7%	→ 2,1%
Taux de chômage	↑ 6	↑ 6	→ 6,3	→ 6,2	↑ 5,9	↑ 6	
Production industrielle	→ 0,2%	→ 0,6%	↓ -2,7%	↑ 2,6%	→ -0,9%	→ 0,1%	
Production dans la construction	→ 1,5%	→ 1,8%	↓ -2,2%	↑ 4,7%	→ 0,3%		
Exportations	↓ -1,9%	↑ 1,6%	↑ 1,9%	→ 0,7%	↑ 3,6%	→ -1,0%	
Ventes au détail	↓ -0,5%	→ -0,4%	↑ 0,6%	→ -0,4%	→ 0,1%	↓ -0,5%	

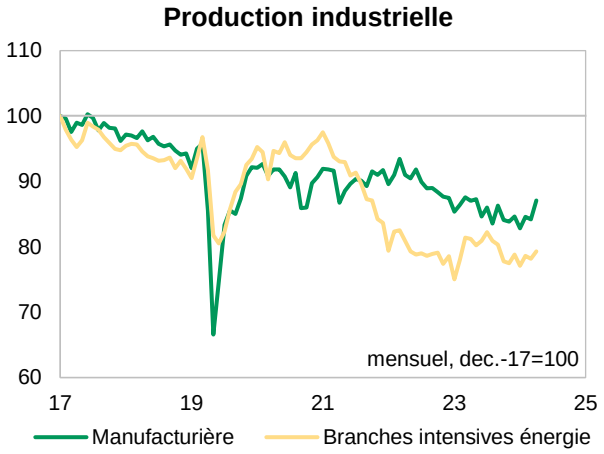
☑ **Notre opinion –** *Au vu des indicateurs avancés, l'activité économique pourrait connaître un ralentissement au deuxième trimestre par rapport au premier trimestre. Certes, il est trop tôt pour juger de l'orientation de l'activité sur la base des enquêtes d'opinion, mais les risques restent orientés à la baisse et ne prennent pas en compte les effets liés aux annonces du président américain.*

Une légère reprise dans l'industrie pourrait s'avérer être un effet temporaire et non pas l'inversion du cycle baissier post-choc énergétique. Cependant, la reprise des exportations vers l'Allemagne et l'Espagne sont néanmoins des signaux positifs.

Bien que la dégradation de la sphère productive, notamment à la suite du choc sur les tarifs douaniers, ait largement été documentée, le ralentissement en sourdine de la demande domestique est également à prendre en compte. La baisse de la confiance des ménages pourrait se traduire par un ralentissement de la consommation plus prononcé, alors même que cette dernière était dans une phase de croissance atone au cours de l'année passée. D'autant que l'amélioration des salaires ne se reflète pas dans le revenu disponible qui a baissé au T4 2024. Le secteur des services, déjà en souffrance, pourrait en pâtir davantage.

☞ Allemagne : rebond de la production industrielle au premier trimestre

La production industrielle a rebondi de 1,7% au premier trimestre 2025 (après une baisse de 0,8% au quatrième trimestre 2024). La production dans l'industrie manufacturière a progressé de 1,8% sur le trimestre (après une baisse de 1%) et de 1,1% dans les branches intensives en énergie (après une baisse de 2,3%).



Sources : Destatis, Crédit Agricole SA / ECO

En analysant en détail l'évolution des industries manufacturières, on peut identifier les secteurs qui se sont démarqués le plus au premier trimestre 2025. Parmi ceux à plus forte croissance, se trouvent les producteurs de véhicules et de produits pharmaceutiques. Parmi ceux à plus faible performance, on retrouve le raffinage et les producteurs de matériel de transport.

Les carnets de commandes dans l'industrie manufacturière enregistrent également une progression de 0,5% sur le trimestre (après une hausse de 1,7%), soutenus non seulement par les commandes en provenance de l'extérieur de la zone euro mais aussi, dans une moindre mesure, par les commandes domestiques.

Les enquêtes suggèrent une pause dans la dégradation de l'industrie manufacturière. En ce sens, l'enquête de l'IFO suggère que la demande adressée à l'industrie manufacturière aurait atteint le point le plus bas au quatrième trimestre 2024, les perspectives de production manufacturière étant l'indicateur qui a connu la plus grande amélioration au premier trimestre 2025. Dans la même direction, l'indice des directeurs d'achat (PMI) de l'industrie manufacturière produit par S&P Global suggère une tendance haussière depuis le second semestre 2024 sur la base des perspectives de production, des nouvelles commandes et du carnet de commandes.

L'es exportations allemandes vers les États-Unis n'ont pas suffisamment augmenté pour attribuer complètement la hausse de la production industrielle aux nouvelles commandes en provenance de l'étranger, en vue d'anticiper l'effet négatif de la hausse des droits de douane. Ainsi, la progression des importations américaines de produits allemands au premier trimestre 2025 s'expliquerait principalement par la compensation du recul du quatrième trimestre de 2024. Une dynamique similaire est observée parmi d'autres partenaires commerciaux majeurs de l'Allemagne, comme la Chine ou l'Italie.

☑ **Notre opinion –** *La production industrielle s'est contractée de 4,6% en 2024, continuant son déclin pour la septième année. La production s'est située ainsi à 16,9 points en dessous de son pic du quatrième trimestre 2017. En tenant compte de la donnée de mars, une modération très graduelle du déclin de la production 'est observée depuis septembre 2024. Par ailleurs, la production des branches intensives en énergie reste stable pour la deuxième année après l'effondrement de 2022 dû à la forte hausse des prix de l'énergie. Les résultats du premier trimestre 2025 portent l'acquis de croissance en territoire positif à 1,8% pour le deuxième trimestre et à 1,3% pour l'année en cours.*

Quant à l'effet qu'aurait pu avoir la production industrielle sur le PIB du premier trimestre 2025, les secteurs en expansion représentent 11,6% de la valeur ajoutée brute allemande (tels que les véhicules et les machines), tandis que ceux en contraction représentent 2,2% (tels que les produits métalliques et le matériel de transport).

Royaume-Uni

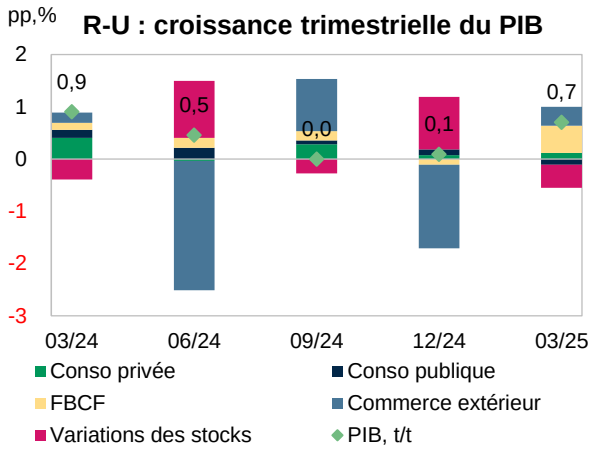
☞ Royaume-Uni : le PIB croît de 0,7% au premier trimestre grâce à une forte hausse de l'investissement

Selon la première estimation du PIB publiée cette semaine par l'ONS, le PIB réel a crû de 0,7% au premier trimestre 2025 par rapport au trimestre précédent. Cette excellente performance vient après deux trimestres de croissance atone et dépasse les anticipations du consensus (+0,6%). La surprise est bien plus grande lorsqu'on compare le chiffre de croissance aux anticipations de fin mars, soit avant la publication des chiffres de PIB mensuel de février (+0,5% sur le mois) : la BoE tablait alors sur une croissance trimestrielle de 0,25% (proche à ce moment-là de notre prévision de 0,3%).

Les composantes qui ont le plus contribué à la croissance sont l'investissement, notamment l'investissement productif (en hausse de 8,1% sur le trimestre, il apporte 0,6 point de pourcentage à la croissance) et le solde extérieur (+0,4 point de pourcentage) avec notamment une hausse de 3,5% sur le trimestre des exportations contre +2,1% pour les importations. La consommation privée croît modestement (+0,2% après +0,1% au T4), tandis que la consommation publique se contracte (-0,5%), ainsi que l'investissement public (-2,7%). Les dépenses de consommation enregistrent une croissance nulle sur le trimestre. Les variations de stocks contribuent négativement à la croissance (-0,4%), et compensent presque la totalité de la contribution de l'investissement (+0,5%).

Ce sont les importations d'avions qui expliquent la bonne performance de l'investissement productif, ainsi qu'une hausse de l'investissement en équipements informatiques, machines et équipement.

En termes d'*output*, la croissance a été tirée par le secteur des services (+0,7% en variation trimestrielle), bien que la production industrielle ait également crû fortement (+1,1%) tandis que la construction a été stable. Le secteur qui a le plus soutenu la croissance est celui des services administratifs et de support (en hausse de 3,3%), suivi par les ventes au détail et réparations de véhicules (+1,6%). Au sein de l'industrie, le secteur manufacturier a bondi de 0,8% après une baisse de 0,6% au T4.



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

☑ **Notre opinion –** *La vigueur de la croissance au premier trimestre reflète, au moins en partie, des facteurs temporaires. C'est notamment la très forte hausse de l'investissement productif, elle-même liée en partie à des achats de biens de transport, dont des importations d'avions ainsi que des équipements informatiques. Il est peu probable que cette dynamique se poursuive, car l'incertitude liée à la politique commerciale des États-Unis devrait avoir un impact négatif sur l'investissement des entreprises. Le rythme de croissance va se modérer dans les prochains trimestres.*

Le premier trimestre laisse un acquis de 0,9% pour la croissance moyenne annuelle, ce qui implique un risque haussier sur notre prévision actuelle de 0,9%. Notre scénario ne prend toutefois pas en compte l'accord commercial signé le 8 mai entre le Royaume-Uni et les États-Unis, qui entérine le droit de douane de 10% sur l'ensemble des importations en provenance du Royaume-Uni à l'exception de l'acier et de l'aluminium (droit de douane réduit à 0% dans ce secteur). Nous allons procéder à une révision à la baisse de nos prévisions de croissance trimestrielle pour le reste de l'année dans notre scénario trimestriel de juin.

Pays émergents

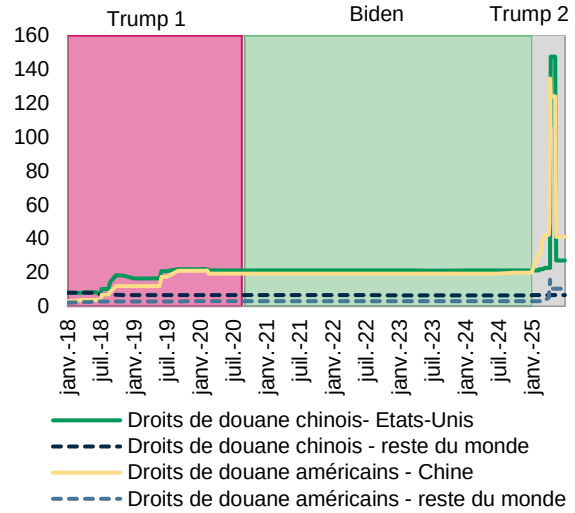
Asie

☞ Chine, États-Unis : la nécessaire désescalade

Après un peu plus d'un mois d'un bras de fer intense entre la Chine et les États-Unis, qui avait commencé avec l'annonce par Donald Trump de « droits de douane réciproques » de 34% sur l'ensemble des importations chinoises, l'heure est à la désescalade.

À la suite de négociations à très haut niveau, impliquant notamment, côté américain, le secrétaire au Trésor américain Scott Bessent et, côté chinois, le vice-premier ministre chargé de l'économie He Lifeng, réputé proche du président Xi Jinping, les deux pays ont déclaré réduire leurs taxes douanières supplémentaires, de 145% à 30% pour les États-Unis, et de 125% à 10% pour la Chine pour une durée de 90 jours. Ils se sont également engagés à poursuivre les discussions autour de leurs relations économiques et commerciales.

Droits de douane effectifs



Sources : PIIE, Crédit Agricole S.A/ECO

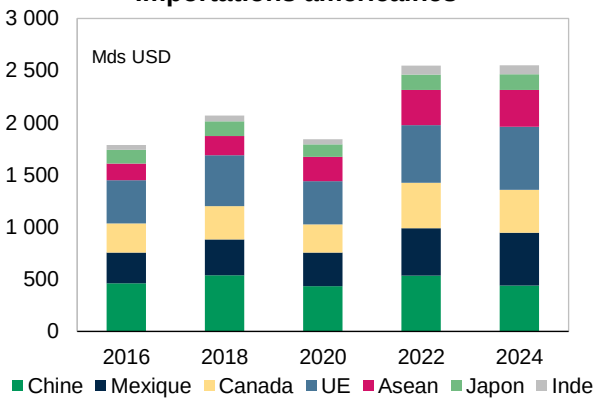
États-Unis, Chine : le poids des interdépendances

Avant même l'annonce sur la baisse des droits de douane, les deux camps avaient consenti à des exemptions de tarifs sur certains produits, mettant en lumière les nombreuses sources de dépendance existantes entre leurs économies.

La structure des échanges commerciaux sino-américains permet d'éclairer ces décisions.

Quelques chiffres préliminaires : en 2024, les États-Unis ont importé pour 439 milliards de dollars de biens chinois, et exporté pour 131 Mds. La part de la Chine dans les importations/exportations américaines était de 13%/7%. Si l'on se place côté chinois, les États-Unis comptaient pour 15% des exportations chinoises et 6% des importations totales en 2024. Les échanges sino-américains ont baissé depuis 2018, en valeur comme en parts de marché, mais le recours à des pays de contournement (Mexique et Vietnam en particulier) conduit à dire que le niveau global d'interdépendance des deux économies a en réalité peu diminué.

Importations américaines



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

Les États-Unis sont dépendants de la Chine sur des biens de consommation de masse (appareils électroniques, objets en plastique comme les jouets, textile et chaussures, articles de sport ou encore meubles), dont la production est peu intensive en capital, et plus intensive en main-d'œuvre. Il paraît très peu probable que ces filières soient relocalisées aux États-Unis, où les coûts de production seraient bien plus élevés. Dans le cas de la chaîne de valeur des appareils électroniques, notamment des ordinateurs et des smartphones, des exemptions ont très vite été consenties par l'administration Trump, car il n'existe aucune option de substitution à court terme. Les droits auraient été directement imputés aux consommateurs finaux, avec un effet immédiat sur l'inflation. Les exemptions portaient sur environ 20% des importations américaines totales depuis la Chine, avant même le début des négociations officielles.

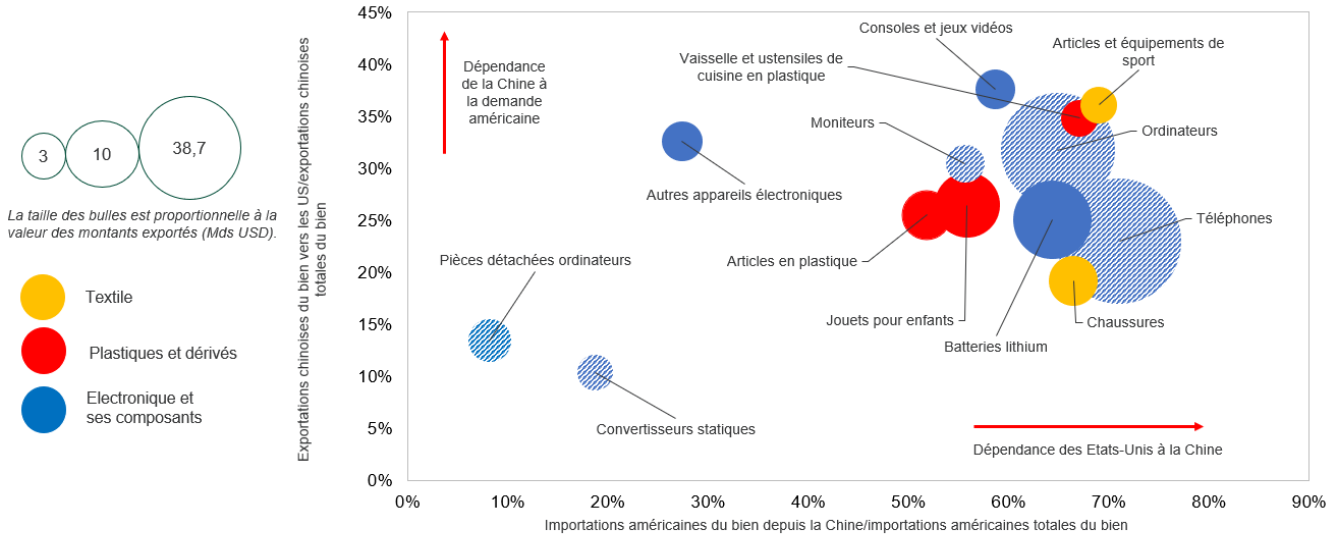
On peut néanmoins penser que l'effort de découplage entrepris par les grandes entreprises américaines du secteur, Apple en tête, va se poursuivre, même s'il semble illusoire qu'un réseau de sous-traitants aussi dense que celui offert par la Chine émerge au Vietnam ou en Inde (les deux pays les plus à même de récupérer des sites de production), sans parler de la qualité en termes de logistique et d'infrastructures de transport et de connectivité disponible en Chine. Ces dernières années, les États-Unis avaient déjà entrepris de diversifier leurs approvisionnements, en se tournant vers la Corée du Sud et Taïwan pour les composants à forte valeur ajoutée, et vers le reste de l'Asie du

Sud-Est pour les produits à moindre intensité technologique.

Côté chinois, les exemptions ont porté sur des secteurs dans lesquels la Chine accuse encore un certain retard technologique, qu'elle essaye actuellement de rattraper : semi-conducteurs, pièces détachées pour l'aéronautique (moteurs d'avions en particulier) et équipements médicaux de pointe. Le reste des importations chinoises depuis les États-Unis porte en majorité sur des matières premières agricoles (soja, maïs, coton) ou énergétiques (pétrole, GNL, propane), pour lesquelles il existe de nombreuses options de diversification que la Chine a déjà commencé à explorer, notamment avec le Brésil. Les exemptions chinoises ont donc porté sur un volume bien plus restreint, 10% du total des importations depuis les États-Unis.

Dernier enseignement : le reste du monde a raison de s'inquiéter, car à court terme les exportateurs chinois ne pourront pas se passer des volumes représentés par les commandes américaines, qui devront donc être écoulés, soit toujours vers les États-Unis, mais de manière détournée, soit dans d'autres pays. Inversement, il faudra conclure beaucoup de *deals* avec le reste du monde pour garantir aux agriculteurs américains des débouchés à la hauteur de ceux que leur assurait le marché chinois.

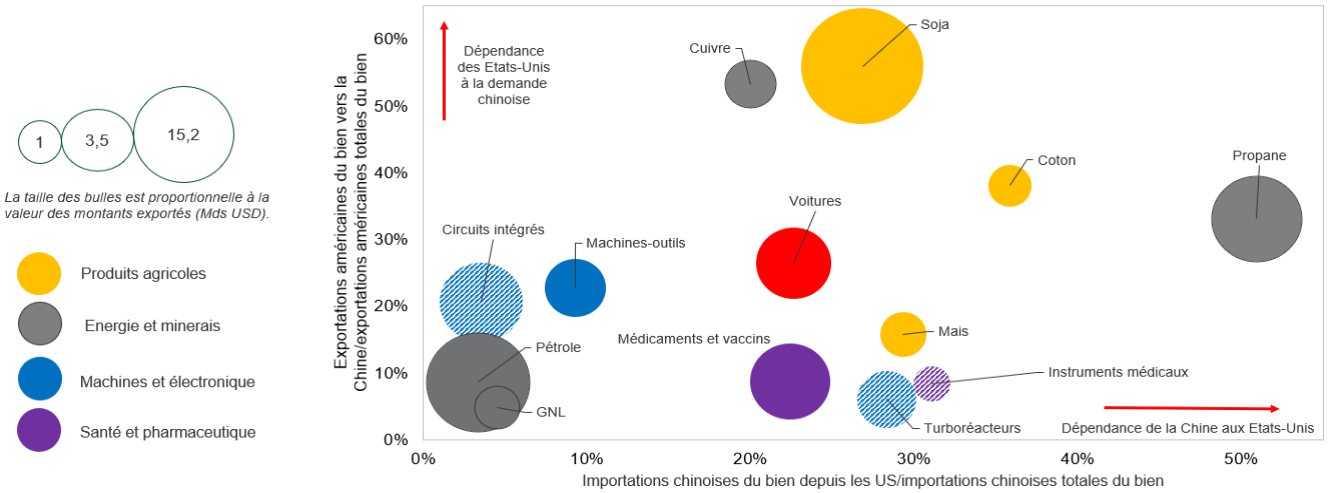
États-Unis : exposition aux produits chinois



Les biens hachurés ont été exemptés de droits de douane.
Les biens figurant sur le graphique représentent à eux seuls 37% des importations chinoises totales en valeur vers les Etats-Unis

Sources: UNComtrade, Crédit Agricole S.A/ECO

Chine : exposition aux produits américains



Les biens hachurés ont été exemptés de droits de douane.
Les biens figurant sur le graphique représentent à eux seuls 46% des importations américaines totales en valeur vers la Chine.

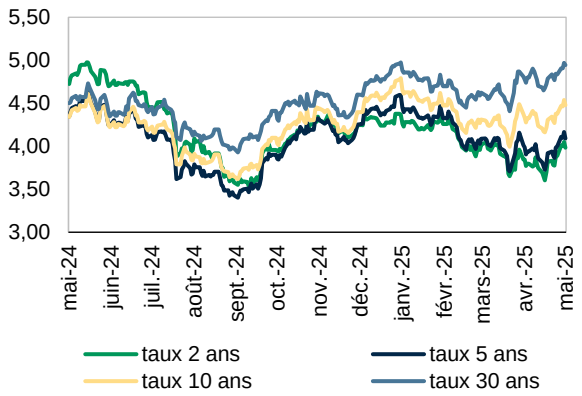
Sources: UNComtrade, Crédit Agricole S.A/ECO

Que retenir de cette première phase de négociations ?

La première leçon provient en réalité de la phase précédente de la guerre commerciale : une fois appliqués pendant un certain temps, les droits de douane deviennent rigides, et il est difficile de les faire revenir à leur niveau initial. La signature de l'Accord Phase-1, conclue à la fin du premier mandat de Donald Trump à l'issue d'une phase de deux ans de hausse continue des droits de douane, n'a jamais permis de revenir au niveau de droits qui prévalait avant 2018. Ce niveau n'a pas non plus été remis en question par l'administration Biden. Le niveau des droits atteint cette fois-ci laissait supposer qu'une négociation aurait rapidement lieu, mais le risque est tout de même de ressortir avec des montants durablement plus élevés, qui devront être absorbés par les entreprises ou les consommateurs, dans un jeu à somme négative pour chacun des deux camps.

La deuxième, c'est que les États-Unis ressortent avec une image affaiblie de cette phase de négociations, mais que la Chine a peut-être plus à perdre à long terme. Dans cette partie de poker, l'administration Trump joue avec plusieurs handicaps, dont la Chine a bien conscience. Le premier, c'est que les marchés, et notamment les marchés obligataires, ont déjà signifié leur opposition profonde aux droits de douane, ce qui a provoqué les premières reculades de l'administration américaine. Ils seront peut-être prêts à tolérer des droits supplémentaires à 10% sur le reste du monde et à 30% sur la Chine, mais pas beaucoup plus.

États-Unis : taux obligataires



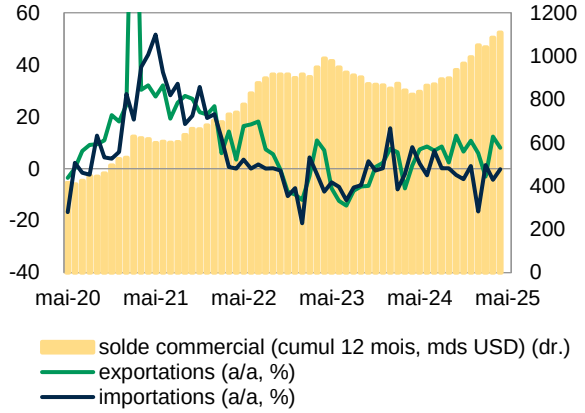
Sources : Fed, Crédit Agricole S.A./ECO

Ensuite, les ménages américains ont montré qu'ils étaient bien moins résilients que les ménages chinois. Le camp démocrate a payé cher l'accélération de l'inflation entre 2021 et 2023. Dans le même temps, les ménages chinois affrontaient une crise immobilière sans précédent, avec des conséquences directes sur la valeur de leur patrimoine, et des destructions d'emplois massives liées à la fois à la crise sanitaire et aux changements réglementaires dans le secteur des nouvelles technologies. Les régimes autoritaires ne sont pas soumis aux mêmes pressions électorales, ce qui leur ouvre un horizon temporel parfois plus large pour négocier. Xi Jinping, enfant de la Révolution culturelle, souligne souvent dans ses prises de parole qu'il est parfois nécessaire d'accepter des moments difficiles pour remporter les combats.

Trump, au contraire, valorise le deal rapide et les victoires éclatantes. Maintenir les droits à 30% supplémentaires, contre 10% pour la Chine, est un moyen de sauver son honneur, mais son reste de crédibilité dans la négociation, déjà très écorné par la méthode folklorique de calcul des droits réciproques, a été un peu entamé.

Enfin, les chiffres du commerce extérieur chinois du mois d'avril ont déjoué toutes les prévisions. Les exportations ont progressé de 8,1% en glissement annuel et le solde commercial a atteint un nouveau record, en dépassant 1 100 milliards de dollars. Les exportateurs chinois ont reconnu avoir utilisé des circuits de contournement pour faire rentrer leurs produits aux États-Unis, mais il n'empêche que ces chiffres, publiés la veille du début des négociations, ont placé la Chine en position de force.

Chine : balance commerciale



Source : Administation générale des douanes

À moyen terme pourtant, la Chine aurait plus à perdre d'une véritable recomposition des chaînes de valeur. Sa priorité était d'ailleurs sans doute d'obtenir le meilleur deal, non en absolu mais en relatif. La situation dans laquelle la Chine restait seule avec 145% de droits de douane supplémentaires alors que le reste du monde était redescendu à 10% était extrêmement compliquée.

On l'a vu, seuls les Chinois ont fait le choix de l'escalade, alors que les autres pays ont directement entrepris de négocier sans représailles, ou avec des mesures de rétorsions ciblées (Union européenne). Isolée par des droits de douane punitifs, la Chine aurait eu du mal à convaincre le reste du monde de faire front commun. Lors de ses déplacements en Malaisie, au Vietnam et au Cambodge, Xi Jinping n'a pas eu d'engagement ferme de ces pays, pourtant proches, de dénoncer l'attitude américaine et de se ranger auprès de la Chine. Le fait de se rapprocher des droits de douane appliqués sur les autres pays lui redonne des cartes.

Rester seule avec 145%, c'était s'exposer à des délocalisations en masse de sites de production. On l'a vu depuis 2018, il est illusoire de penser que les États-Unis diminuent rapidement et simplement le contenu en valeur ajoutée chinoise de leurs importations. Il n'empêche qu'alors que la Chine est confrontée à une remise en question profonde de son modèle de croissance, avec une demande domestique qui ne parvient toujours pas à prendre le relais des moteurs de l'investissement et du commerce extérieur, perdre des sites de production et donc les emplois et l'activité associés aurait été difficile à encaisser.

De plus, la Chine a peu à offrir dans une négociation purement commerciale avec les États-Unis. L'Accord Phase-1 n'avait pas conduit à un rééquilibrage des échanges ni à une hausse des importations chinoises. Au contraire, la Chine poursuit son triple objectif de diversification de ses importations indispensables (essentiellement des matières premières), d'autonomie dans les domaines stratégiques, tout en conservant ses parts de marché à l'exportation. Des objectifs très éloignés, voire irréconciliables avec ceux de Trump, qui cherche à la fois à élargir les débouchés des entreprises américaines, et à utiliser les droits de douane comme source de financement de sa politique domestique de réduction d'impôts.

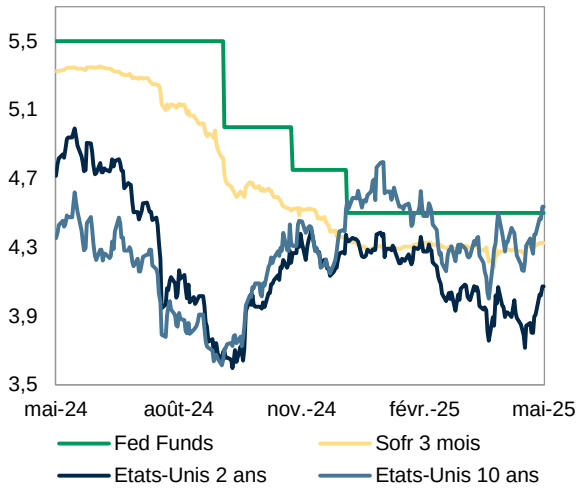
☑ **Notre opinion –** *La pause dans l'escalade commerciale consentie par les deux camps n'est qu'une étape dans l'affrontement sino-américain. Chacune des parties a bien conscience qu'elle ne peut rester aussi dépendante de son rival stratégique. Pour les États-Unis, cela signifie de trouver de nouveaux distributeurs dans le reste du monde, avec des conditions tarifaires équivalentes à celles proposées par la Chine. Pour la Chine, de continuer la course au rattrapage technologique dans les domaines où elle accuse encore du retard, pour se libérer des entraves posées par les États-Unis, qui cherchent à la freiner.*

Dans cet affrontement qui ne fait pour l'instant que des perdants, les enjeux de négociations sont nombreux et multiformes. Trump ne s'est jamais caché d'utiliser l'arme des droits de douane comme un instrument pouvant dépasser la sphère commerciale. La Chine est ainsi visée non seulement pour ses pratiques commerciales déloyales, mais aussi pour son rôle dans la crise du fentanyl, dont elle exporte les composants chimiques nécessaires à la fabrication. Extraction et raffinage des terres rares, circuits intégrés, puces et microprocesseurs de dernière génération, accès au marché, protection intellectuelle, niveau du yuan : tous ces sujets peuvent et feront sûrement l'objet de nouvelles discussions. On ne peut exclure dans ce cas, de nouvelles phases d'accélération des tensions, notamment si Donald Trump juge que les concessions chinoises ne sont pas à la hauteur du « super deal » qu'il espère. Les négociations ne font que commencer.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

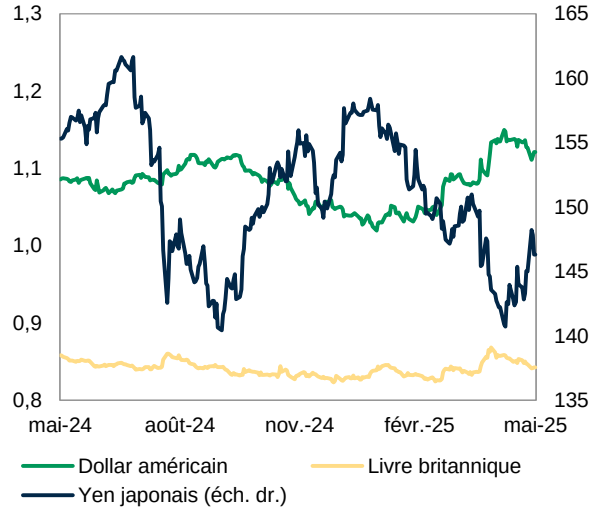
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

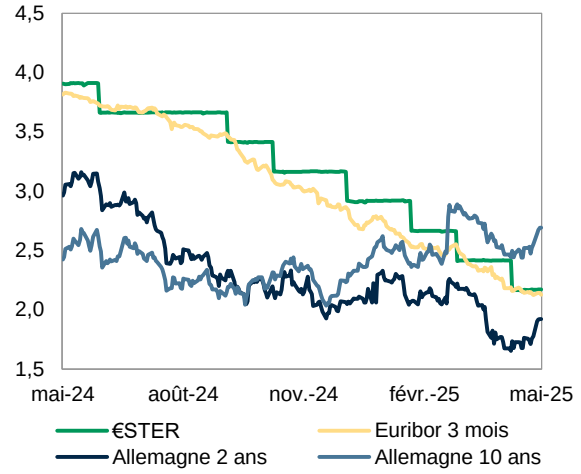
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

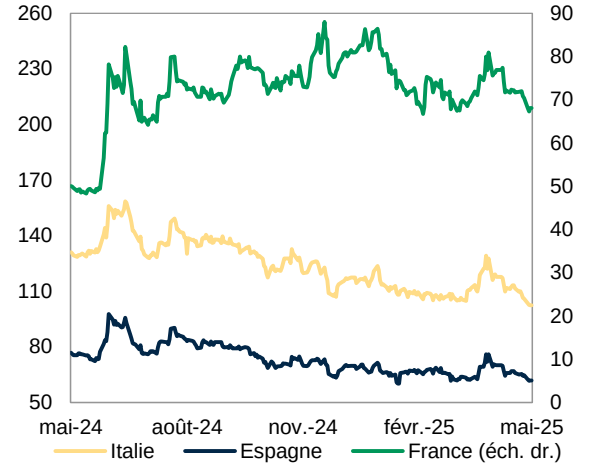
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

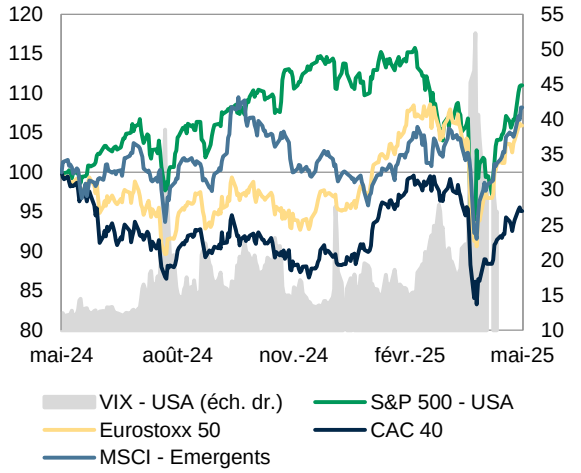
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

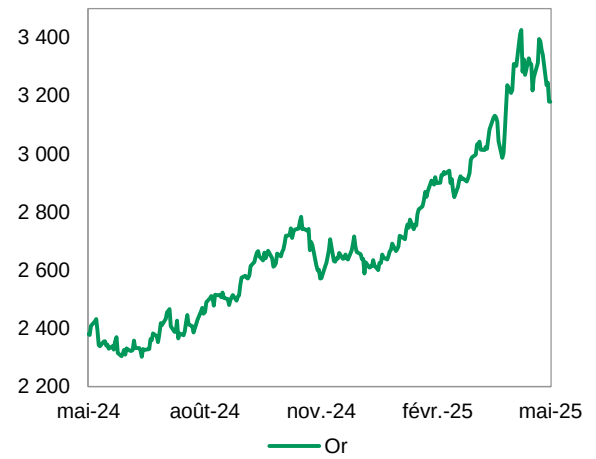
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

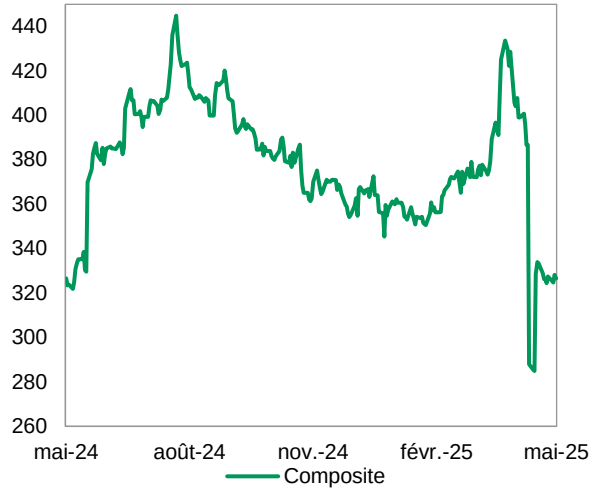
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

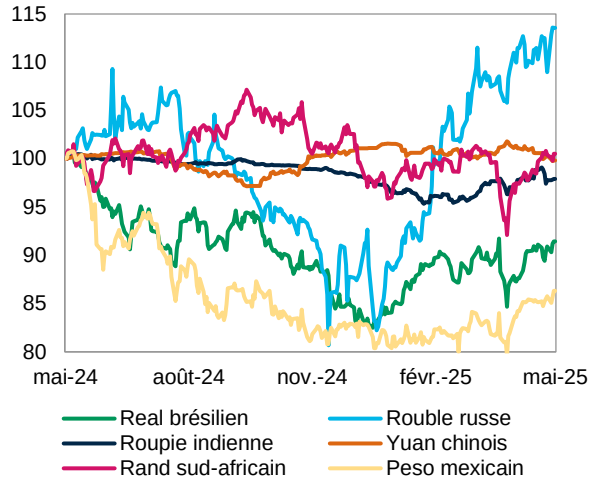
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

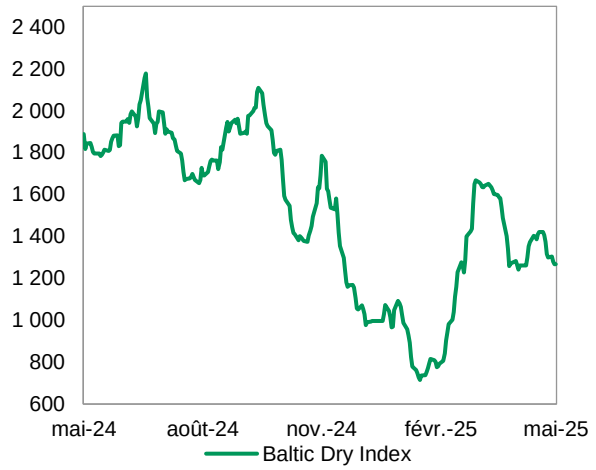
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

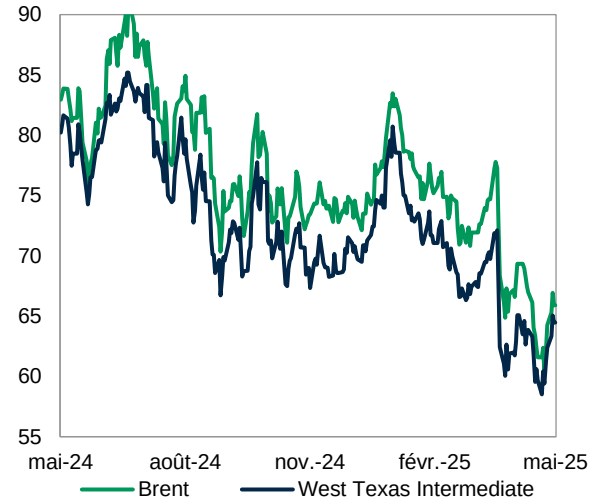
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

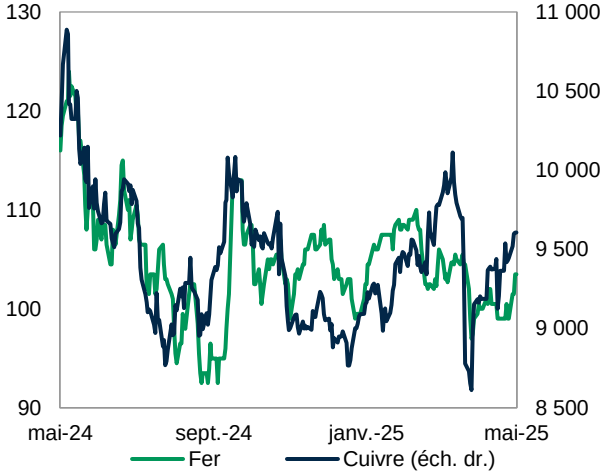
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

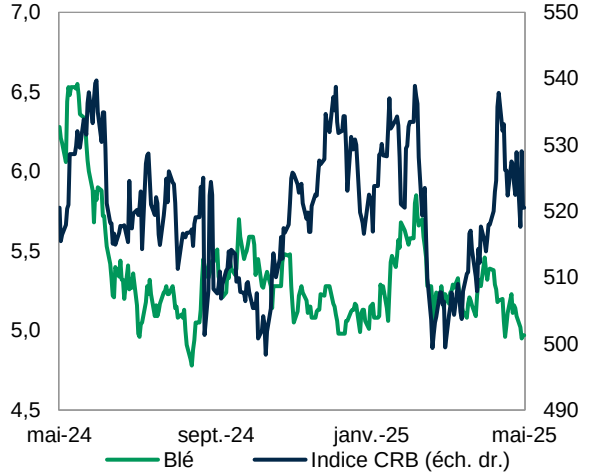
USD/tonne métrique



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
12/05/2025	Revolut, l'obscure clarté	Fintech, IT
07/05/2025	Déficit français et politique : est-il trop tard pour se tirer d'affaire ?	France
06/05/2025	Pays du Golfe – Sous la houle pétrolière, cap sur les fondamentaux	Pays du Golfe
05/05/2025	Replay webconférence – Éclairages France – Environnement macro-économique et marché immobilier résidentiel : quelles perspectives ?	France, immobilier
30/04/2025	France – Conjoncture – Flash PIB : léger rebond de l'activité au premier trimestre 2025	France
25/04/2025	France – Scénario 2025-2026 : la croissance française dans le creux de la vague, sur fond d'incertitude mondiale exceptionnelle	France
25/04/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
25/04/2025	Espagne – Automobile électrique, les défis du déploiement	Espagne
24/04/2025	Chine : le calme avant la tempête ?	Asie
24/04/2025	Royaume-Uni – Scénario 2025-2026 : droits de douane et incertitude assombrissent les perspectives	Royaume-Uni
23/04/2025	Royaume-Uni – L'inflation a baissé à 2,6% en mars mais un fort rebond est attendu en avril	Royaume-Uni
23/04/2025	Zone euro : les créations comme les défaillances d'entreprises en forte baisse début 2025	Zone euro
23/04/2025	Italie – Scénario 2025-2026 : entre le marteau et l'enclume	Italie

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.