



MONDE SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE 2024-2025

Trimestriel – Avril 2024

Normalisation(s) ?

La normalisation se dessine mais risque d'être « imparfaite ». Alors que la morsure des taux d'intérêt s'est révélée moins forte que redouté et que, globalement, les marchés du travail ont bien résisté, l'inflation a fini par décélérer. Mais son point d'atterrissage risque aux États-Unis d'excéder la cible. Quant à la zone euro, c'est le niveau des prix lui-même qui risque de poser un problème et, *in fine*, de peser sur la croissance.

Aux **États-Unis**, l'économie a fait preuve d'une résistance inattendue en 2023 qu'explique principalement une moindre sensibilité aux taux d'intérêt : dotés globalement de bilans sains, de nombreux ménages et entreprises ont pu figer le taux de leur endettement à des niveaux durablement bas, autorisant, au moins à court terme, une meilleure absorption qu'anticipé du resserrement monétaire.

Meilleure absorption à court terme ne signifie pas insensibilité, mais plus lente diffusion de l'impact « répressif ». Or, le montant de la dette des entreprises arrivant à échéance augmente en 2024 et continuera de croître en 2025. L'impact de la hausse des taux d'intérêt sur les ménages pourrait également s'intensifier lentement avec la remontée progressive du taux hypothécaire effectif, tandis que les impayés sur d'autres types de dettes (cartes de crédit, crédit automobile...) se sont déjà redressés.

Les hausses de taux commenceraient donc à « mordre » ultérieurement, à l'occasion de refinancements importants de dette à des taux plus élevés, entraînant une récession légère au quatrième trimestre 2024 et au premier trimestre 2025 : une récession seulement légère en raison, essentiellement, d'une remontée modeste du taux de chômage qui pourrait culminer vers 4,6%. Après 2,5% en 2023, notre scénario table donc sur une croissance de 1,8% en 2024 et de seulement 0,4% en 2025, en dépit de la baisse des taux d'intérêt, une diminution lente orchestrée par une banque centrale vigilante. Malgré le ralentissement, l'inflation s'est en effet révélée tenace. La désinflation devrait se poursuivre : la perspective d'une récession extrêmement modérée et d'une progression des salaires susceptible de rester relativement soutenue plaident néanmoins en faveur d'une inflation excédant durablement la cible de 2%. À l'horizon de la prévision (2025), les planchers respectifs de l'inflation globale et de l'inflation sous-jacente se situeraient ainsi à environ 2,4% et 2,7%.

Dans la **zone euro**, la bonne tenue du marché du travail, le repli de l'inflation totale (avec un rythme annuel moyen passant de 5,5% en 2023 vers 2,6% en 2024 et 2,1% en 2025) et l'amélioration des conditions de financement permettent d'espérer une reprise de la dépense des agents privés domestiques, notamment de la consommation des ménages. Cela conduit à bâtir

un scénario d'un optimisme prudent qui se traduit par une croissance du PIB de 0,7% en 2024 et 1,5% en 2025 (après 0,5% en 2023).

Si les perspectives à court terme se sont éclaircies sans être brillantes, à plus long terme, des doutes persistent : les questions relatives, d'une part, à la croissance permise par la nouvelle configuration de taux et d'inflation et, d'autre part, le caractère définitif (ou non) de cette nouvelle normalité monétaire restent en suspens. Par ailleurs, le choc négatif de compétitivité lié à la guerre en Ukraine pourrait avoir « abimé » de façon plus permanente le potentiel de croissance de la zone. Les risques baissiers sur la croissance sont plus élevés que les risques haussiers sur l'inflation.

Sur la **Chine**, privée de grand plan de relance en dépit d'objectifs officiels ambitieux, notre scénario reste prudent et retient une croissance fléchissant de 5,2% en 2023 à 4,4% en 2024, à peine mieux que la moyenne de 4,1% observée en 2022-2023. L'ensemble des mesures d'assouplissement permet au mieux d'espérer un ralentissement modéré et une reflation très modeste : une modération qu'explique la persistance de pressions désinflationnistes liées à la faiblesse de la demande de consommation, à l'absence de mesures de relance de la consommation et à des surcapacités dans certains secteurs manufacturiers.

Les anticipations d'assouplissement monétaire semblent encore trop optimistes ; les taux longs pourraient ainsi devoir patienter quelques temps avant de s'installer sur une pente seulement doucement baissière.

En termes de **politique monétaire**, « rien ne sert de courir, il faut partir à temps » pour éviter bien des déboires. Partant d'un niveau très élevé, subissant des chocs (surtout en zone euro) et épousant des rythmes de repli un peu chaotique, l'inflation a conduit les banques centrales à installer leurs taux directeurs sur un plateau durablement élevé. Il est enfin temps d'en descendre mais avec prudence.

Après s'être montrée très vigilante, la **Fed** pourrait débiter un assouplissement monétaire prudent, en procédant à une première baisse de 25 points de base

de ses taux directeurs en juillet. Après une nouvelle baisse de 25 points de base en novembre, la limite supérieure serait ainsi abaissée à 5,00% en fin d'année. Avec le recul de la croissance qu'envisage notre scénario à la charnière des années 2024-2025, la Fed pourrait accentuer le rythme de ses baisses en 2025, abaissant la borne haute à 3,50%. Compte tenu de la persistance d'une inflation supérieure à l'objectif et d'un taux d'intérêt neutre susceptible d'être plus élevé qu'auparavant, la Fed pourrait se heurter à des difficultés pour abaisser la borne haute sous 3,50%.

Quant à la **BCE**, l'amélioration sur le front de l'inflation devrait lui permettre d'amorcer un desserrement monétaire graduel à partir de juin. La BCE devrait baisser ses taux de 75 points de base en 2024, puis faire de même en 2025 et abaisser ainsi le taux de dépôt à 2,50%.

Du côté des **taux d'intérêt** obligataires, il serait vain de trop espérer. Alors que les marchés développaient un scénario de baisses imminentes et massives des taux directeurs, croissance résistante ou stabilisée ainsi qu'inflation tenace les ont fait déchanter : les taux longs se sont redressés. Mais les anticipations d'assouplissement monétaire semblent encore trop optimistes ; les taux longs pourraient ainsi devoir patienter quelques temps avant de s'installer sur une pente seulement doucement baissière.

Le **scénario américain** retient ainsi des taux légèrement plus élevés sur l'ensemble de la courbe. À titre d'illustration, le taux des *Treasuries* à dix ans serait

d'environ 4,20% en fin d'année, contre une prévision de 4,10% précédemment.

Dans la **zone euro**, l'ajustement à la hausse qu'impliquent des anticipations d'assouplissement monétaire un peu trop optimistes, l'absence de récession, mais aussi les déficits budgétaires de nombreux pays importants invitent à ne pas espérer de baisse nette des rendements des titres d'État européens. Le rendement allemand (dix ans) se situerait vers 2,40% fin 2024. En supposant que se maintiennent les principaux facteurs explicatifs de leur resserrement (assouplissement des conditions financières et moindre volatilité, incitant les investisseurs à se montrer moins adverses aux risques), les *spreads* souverains ne devraient pas « souffrir ». À l'orée de l'assouplissement monétaire, notre scénario retient des écartements très modérés : la France et l'Italie offriraient des primes de respectivement 60 et 160 points de base environ par rapport au Bund fin 2024.

Enfin, sur **le change**, l'année 2024 est suffisamment riche en événements décisifs pour que l'on s'y concentre avant de tracer des scénarios de plus long terme. 2024 : assouplissement monétaire en vue, perspective de récession « douce » aux États-Unis en toute fin d'année, mais aussi élections américaines. Autant d'ingrédients qui plaident en faveur d'une légère sous-performance du dollar vis-à-vis des devises du G10 (à l'exception notable de l'euro) suivie d'une remontée au quatrième trimestre.

Catherine LEBOUGRE

Focus Géopolitique – Il va falloir trouver le point d'équilibre entre montée aux extrêmes et dissuasion

Le désir d'autonomie stratégique des grands États et la montée des tensions géopolitiques nourrissent un mouvement de réarmement général qui, paradoxalement, peut lui-même devenir source de tensions.

Le durcissement idéologique d'une Russie, désormais officiellement en guerre, joue le rôle d'un puissant accélérateur géopolitique en Europe. S'y ajoute la perspective de plus en plus précise d'une élection de D. Trump. Et ce qui n'est encore qu'une hypothèse, forte certes, incite tous les États à réfléchir à leur stratégie. Ainsi le président français a-t-il lancé un débat majeur en Europe, à propos d'un engagement direct de troupes en Ukraine, motivé par les difficultés sur le front de guerre, mais aussi par la crainte d'un retrait encore plus net des alliés d'outre-Atlantique.

L'affaiblissement du parapluie hégémonique

En fait, cela fait déjà quelques années que l'inquiétude entourant la fiabilité des États-Unis comme allié est perceptible dans les choix de certains pays. En effet, « Trump 1 » avait déjà fait prendre conscience au monde du risque de volatilité stratégique américaine, même s'il existe des continuités dans la Grande Stratégie, en dépit des alternances politiques – c'est vrai en particulier vis-à-vis de la Chine, sujet bi-partisan au Congrès. Ce n'est, en revanche, pas le cas du conflit en Ukraine : le retour au pouvoir d'un Trump décidé à négocier « d'homme à homme » avec Poutine pourrait être un *game changer*. Plus récemment, les caméras mondiales braquées sur la guerre à Gaza ont également éclairé la difficulté des États-Unis à faire obtempérer leur allié israélien : les parachutages de vivres, là où il faudrait des centaines de camions journaliers, sont une preuve de faiblesse pour un pays qui, toujours hyperpuissance militaire, est capable de fournir des armes mais incapable d'imposer une logique d'aide humanitaire.

Ce n'est donc pas seulement le risque de retournement stratégique de l'allié américain qui inquiète ses alliés mais, plus largement, le fait que les États-Unis ne semblent plus aptes à stabiliser le système de relations internationales. Cela contribue à la hausse des dépenses militaires dans le monde, chacun cherchant à accroître son autonomie et sa capacité à se protéger face à des menaces de plus en plus nombreuses. Le réarmement général répond donc, d'une part, à des logiques offensives de la part d'États révisionnistes de l'ordre mondial ou désireux de faire bouger des frontières régionales et, d'autre part, à des logiques défensives et dissuasives de la part de ceux qui se sentent menacés par la fragmentation générale.

Malheureusement, avec cette nouvelle course aux armements, le risque classique du « dilemme de sécurité » augmente. Ce risque croît particulièrement dans les zones les plus en tension – à savoir une incitation à attaquer le premier avant que l'adversaire ne soit trop puissant, dans un contexte où il est par ailleurs impossible de savoir si

l'autre augmente son armement pour attaquer ou pour se défendre... **Le point d'équilibre entre politique de dissuasion et dilemme de sécurité va donc être de plus en plus difficile à trouver à l'avenir : ce sera pourtant le seul moyen de casser les montées aux extrêmes.**

Ces alliés américains qui se méfient...

Tokyo est déjà engagé dans une révision stratégique dont témoigne sa dernière loi de programmation militaire, beaucoup plus offensive, en rupture avec une longue tradition de pacifisme – le Japon se sent sous la triple menace chinoise, russe et nord-coréenne et le thème de la souveraineté y a des accents très forts. L'agitation chinoise autour des îles Kinmen ainsi que les conflits récurrents entre bateaux philippins et chinois sont également des facteurs d'inquiétude croissante : en mer de Chine, la tension est permanente tout comme l'est le risque d'incidents. Le Japon cherche donc à développer sa propre capacité de défense tout en se rapprochant des alliés régionaux, notamment coréens, philippins et australiens. Si les États-Unis ne sont plus nécessairement un passage obligé pour ces rapprochements (notamment avec la Corée), ils restent un partenaire central d'alliances. Tokyo envisage ainsi de collaborer avec l'AUKUS (Australie, Royaume-Uni et États-Unis).

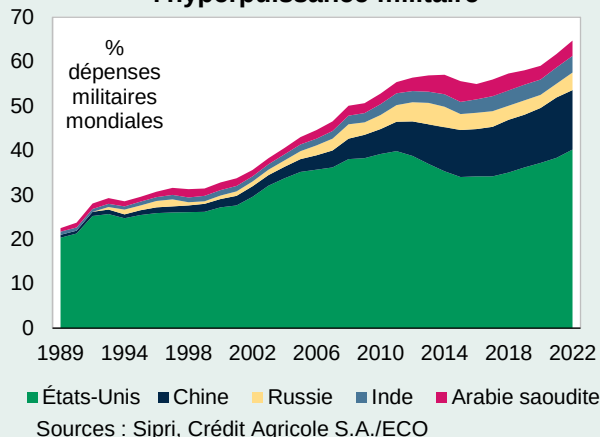
Avec cette nouvelle course aux armements, qui ne dit pas encore son nom, le risque classique du « dilemme de sécurité » augmente aussi.

De la même façon, **les importantes dépenses d'armement de l'Arabie saoudite participent à cette recherche d'autonomie militaire plus forte**, même si le Golfe reste sous parapluie américain. N'oublions pas que les questions de défense, dans cette région, ont des résonances historiques : le pacte du Quincy – pétrole contre protection militaire – conclu en 1945 sur un bateau à Suez, entre le roi d'Arabie et un Roosevelt fatigué, de retour de Yalta, a littéralement sous-tendu l'essor de la puissance américaine d'après-guerre. Avec ce pacte, c'est l'axe pétrole-dollar-secteur militaro-industriel qui naît ; et c'est précisément cet axe qui s'affaiblit à chaque fois que l'Arabie se rapproche de la Chine.

Quant à l'Europe, la question des arbitrages budgétaires en faveur des dépenses militaires est désormais posée et les effets du réarmement se lisent déjà dans les budgets des États qui se sentent les plus exposés, comme en Pologne et dans les pays baltes. Néanmoins, il y a une marche d'escalier très haute à monter, en termes d'indépendance stratégique, face aux États-Unis qui représentent en moyenne 70% du total des dépenses de l'Otan – dont seulement onze membres auraient atteint le seuil promis des 2% de PIB annuel de

dépenses militaires. Selon Moody's, la France devrait faire partie du club dès cette année ; il faudra attendre, au mieux 2025 pour l'Allemagne, 2028 pour l'Italie et 2029 pour l'Espagne. Le réarmement de l'Europe risque de ne pas répondre au calendrier de la guerre en Ukraine.

Les États-Unis, toujours l'hyperpuissance militaire



Sortira, sortira pas ?

Le monde entier acte les effets de la fragmentation géopolitique et de la crise politique américaine sur les stratégies de défense. C'est d'ailleurs cette même inquiétude qui a conduit le Congrès américain à limiter la menace d'un retrait des États-Unis de l'Otan, en ajoutant il y a quelques mois une disposition au *National Defense Authorization Act* : « Le président ne suspendra pas, n'annulera pas, ne dénoncera pas et ne retirera pas les États-Unis du traité de l'Atlantique Nord (...) sauf sur l'avis et avec le consentement du Sénat, à condition que les deux tiers des sénateurs présents soient d'accord, ou en vertu d'une loi du Congrès »¹. Rappelons cependant la réticence historique des États-Unis face aux alliances qui risqueraient d'être trop contraignantes (Montego Bay sur le droit de la mer ou la Cour pénale internationale). C'est d'ailleurs l'un des arguments qui avait convaincu le général de Gaulle de développer une dissuasion nucléaire autonome.

Et toujours la géopolitique de Gulliver

L'hyperpuissance militaire américaine n'empêche pas non plus le passage à l'acte des acteurs les plus « révisionnistes ». On sait à présent que, dans un monde d'interdépendances, la force des grands peut être menacée par celle des petits, dès lors qu'ils contrôlent un verrou de puissance. Ainsi, les Houthis ont-ils contraint le trafic maritime² mondial à réviser ses routes ; ils ont

contraint les compagnies d'assurance à réviser leurs tarifs, et ils ont contraint à l'arrêt des usines en Hongrie ou en Allemagne. Face à une telle menace, l'Union européenne vient donc de lancer sa propre opération défensive dans la région³, aux côtés de la coalition des Gardiens de la prospérité, menée par les États-Unis et le Royaume-Uni (incluant l'Australie, le Canada, Bahreïn et les Pays-Bas). On peut cependant s'interroger sur le résultat de ces opérations : pour l'instant, les coalitions n'arrivent pas à pacifier le détroit. En fait, il serait dangereux de sous-estimer le jusqu'au-boutisme des Houthis : leur stratégie est, certes, corrélée au drame que vivent les Gazaouis mais aussi à la géopolitique iranienne et à leur propre agenda politique au Yémen.

Trump 2 n'est pas Trump 1

Il est rare que la politique étrangère fasse irruption dans une élection américaine mais, cette fois, c'est pourtant le cas : la guerre à Gaza incite une partie des électeurs démocrates à voter blanc (ce qui donne une idée de l'impact politique à long terme, et dans le monde entier, du conflit en Palestine). Quant à la singularité du phénomène politique Trump, elle se confirme avec les primaires : il ne s'agit plus seulement de capitaliser sur la colère et sur le vote de rejet d'une classe moyenne oubliée de la mondialisation mais de construire un vote d'adhésion, avec une forte dimension idéologique et même « civilisationnelle ». La mécanique du vote « Trump 2 » n'est donc pas la même que celle de « Trump 1 ». Elle est nourrie par quelque chose de bien plus profond politiquement, de bien plus solide. Les politologues n'en finissent donc pas d'analyser les ressorts de la « trumpisation » du Parti républicain, dont l'élection de Mike Johnson comme *speaker* de la Chambre des représentants était l'un des signes avant-coureurs. Situé à la droite du Parti républicain, il revendique en effet ses croyances baptistes comme bases de ses orientations politiques et considère que l'élection de Biden n'a pas été légitime.

Élection de Trump ou pas, l'évolution idéologique des États-Unis est un phénomène dont il faut évaluer le potentiel de radicalité pour la société américaine. Cette radicalisation relève d'une tendance politique profonde et non d'un événement de rupture immédiat, susceptible de créer un choc économique ou géopolitique, comme peuvent l'être, par exemple, une guerre ou des mesures drastiques de protectionnisme. Pourtant, c'est bel et bien cette radicalisation qui est le cœur du scénario sociétal américain depuis des années ; c'est elle qui va orienter les politiques publiques, pour encore des années.

Tania SOLLOGOUB

¹ [BILLS-118hr2670enr.pdf \(congress.gov\)](https://www.congress.gov/bills/118/hr2670/enr/pdf)

² Cf. article *infra* : [Transport maritime – À l'épreuve du feu](#)

³ En accord avec la résolution 2272 du Conseil de sécurité des Nations unies, qui exige des Houthis qu'ils cessent toute attaque contre les navires marchands et commerciaux et qui prévoit le droit de défendre les navires, conformément au droit international.



PAYS DÉVELOPPÉS

Normalisation(s) ?

États-Unis – Activité encore résiliente, dans l'attente des effets du resserrement monétaire

Zone euro – L'attention se déplace de l'inflation vers la croissance

Royaume-Uni – L'économie se redresse avec la fin de la crise du coût de la vie et à l'approche de baisses des taux

Japon – Sortie complète de la déflation lors de la prochaine reprise économique mondiale

Normalisation(s) ?

La normalisation se dessine mais risque d'être « imparfaite ». Alors que la morsure des taux d'intérêt s'est révélée moins forte que redouté et que, globalement, les marchés du travail ont bien résisté, l'inflation a fini par décélérer. Mais son point d'atterrissage risque aux États-Unis d'excéder la cible. Quant à la zone euro, c'est le niveau des prix lui-même qui risque de poser un problème et, *in fine*, de peser sur la croissance.

ÉTATS-UNIS : ACTIVITÉ ENCORE RÉSILIENTE, DANS L'ATTENTE DES EFFETS DU RESSERREMENT MONÉTAIRE

La résilience a été le mot-clé de l'économie américaine en 2023 : non seulement la récession que beaucoup prévoyaient a été évitée, mais la croissance s'est renforcée pour atteindre un rythme soutenu, de 2,5% en moyenne annuelle. Bien que la croissance ait ralenti au quatrième trimestre 2023 en raison d'effets de base, elle s'est hissée à 3,2%, un rythme élevé, supérieur à la tendance et dépassant largement les attentes.

Comme indiqué il y a trois mois, le principal facteur explicatif de cette résistance inattendue est notre probable surestimation de la sensibilité de l'économie, à court terme, à la montée des taux d'intérêt. Alors que ce cycle de resserrement monétaire de la Fed a été le plus agressif depuis plusieurs décennies, de nombreux ménages et de nombreuses entreprises ont pu figer le taux de leur endettement à des niveaux durablement bas, autorisant, au moins à court terme, une meilleure absorption du resserrement monétaire.

Le consensus table de nouveau sur une croissance forte en 2024. Nous sommes plus pessimistes en raison des perspectives plus dégradées à la fin de l'année 2024 et au début de l'année 2025. Ce « pessimisme » relatif tient, en grande partie, à notre analyse sur la transmission de la politique monétaire et ses décalages dans le temps. En effet, le montant de la dette des entreprises arrivant à échéance (et devant donc être refinancée à des taux plus élevés) augmente en 2024 et continuera de croître en 2025, un phénomène qui sera encore plus prononcé

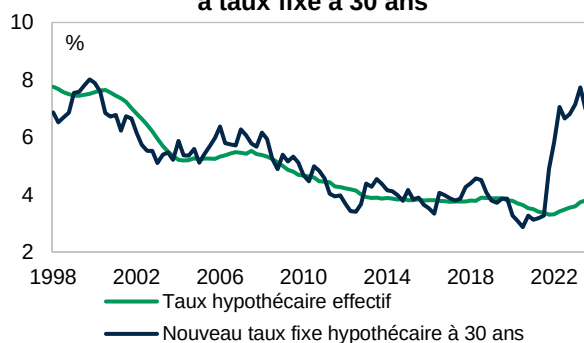
pour la dette *high-yield* en 2025. L'impact de la hausse des taux d'intérêt sur les ménages pourrait également s'intensifier lentement avec la remontée progressive du taux hypothécaire effectif, tandis que les impayés sur d'autres types de dettes (cartes de crédit, crédit automobile...) se sont déjà se redressés.

La résilience inattendue de l'économie jusqu'à présent continue toutefois de rendre la récession incertaine.

Dans ce contexte, l'économie devrait ralentir par rapport au deuxième semestre 2023 tout en continuant à croître à un rythme clairement positif au premier semestre 2024. Les hausses de taux commenceraient à « mordre » ultérieurement, entraînant une récession légère au quatrième trimestre 2024 et au premier trimestre 2025, à l'occasion de refinancements importants de dette à des taux plus élevés. Si ceux-ci font peser le risque d'une rupture et d'un ralentissement plus sévères, notre scénario central retient encore une récession relativement légère, compte tenu de la situation financière saine des entreprises et, plus encore, des ménages. **Après 2,5% en 2023, notre scénario table sur une croissance de 1,8% en 2024 et seulement 0,4% en 2025, en dépit d'un rebond anticipé de la croissance trimestrielle au cours de la dernière partie de l'année 2025, grâce à la baisse des taux d'intérêt.**

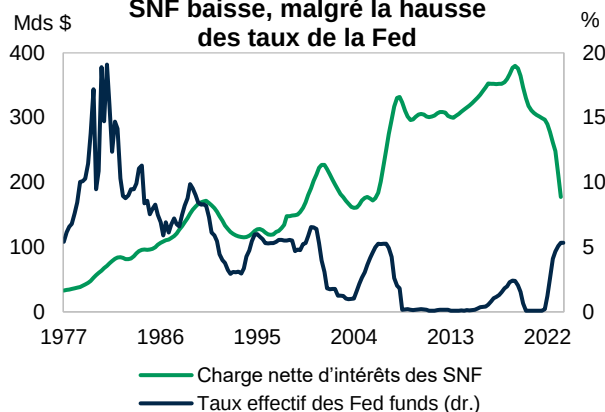
La résilience inattendue de l'économie jusqu'à présent continue, toutefois, de rendre probable d'une

USA : hausse du taux hypothécaire effectif limitée en raison de la prédominance des emprunts à taux fixe à 30 ans



Sources : BEA, BankRate, Bloomberg, CACIB

USA : la charge nette d'intérêts des SNF baisse, malgré la hausse des taux de la Fed



Sources : BEA, Bloomberg, CACIB

récession incertaine. Si certains secteurs de l'économie connaissent des difficultés, cela pourrait être compensé par la vigueur persistante de l'activité dans d'autres secteurs. Prenons l'exemple de la consommation, qui représente environ 70% du PIB. Une grande partie des ménages les plus sensibles à la hausse des taux d'intérêt se situent dans la partie basse de l'échelle des revenus, tandis que les ménages à revenus élevés pourraient rester mieux protégés. Cela crée la possibilité d'une économie à deux vitesses dans laquelle les ménages à faibles revenus connaîtraient des conditions similaires à celles d'une récession, alors que les ménages à revenus élevés continueraient de dépenser, de sorte que l'économie dans son ensemble éviterait la récession.

Le marché du travail devrait continuer à fléchir graduellement : des signes de ralentissement tels que l'affaiblissement de l'enquête sur l'emploi auprès des ménages (*household survey*) au cours des derniers mois et la lente diminution du nombre d'heures travaillées laissent penser que le taux de chômage devrait se redresser. Il pourrait culminer vers 4,6%. La remontée du taux de chômage serait donc moindre que lors des récessions précédentes en raison du déséquilibre inédit entre l'offre et la demande de main-d'œuvre, une situation qui pourrait persister en raison du départ à la retraite des *baby-boomers*. Du fait de ce déséquilibre, le refroidissement du marché du travail se traduit davantage par une baisse des offres d'emploi que par des licenciements massifs.

L'inflation dans les services ne se tasse que lentement : malgré le ralentissement de l'économie, l'inflation est devenue plus tenace. Cette situation devrait perdurer et ce d'autant plus que les

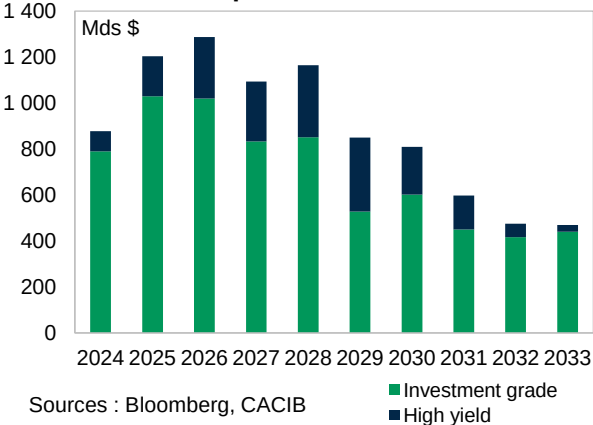
contraintes qui pèsent sur l'offre de main-d'œuvre pourraient maintenir la progression des salaires à des niveaux relativement élevés, malgré la légère augmentation du taux de chômage. Enfin, la faiblesse des stocks dans l'immobilier a empêché une chute brutale de la composante « logement » de l'indice des prix.

 Moyenne annuelle	2024	2025
PIB	1,8%	0,4%
Inflation	3,0%	2,5%

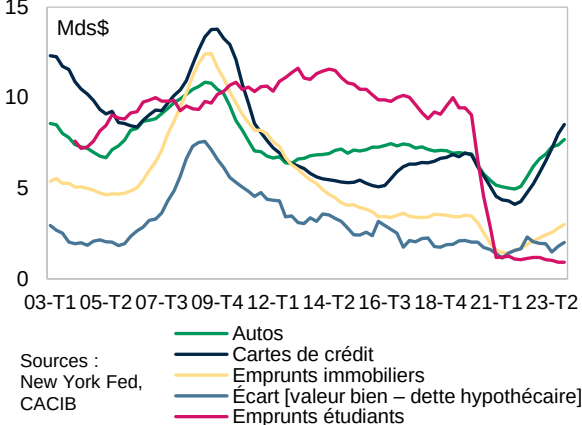
Notre scénario table ainsi sur une poursuite du recul de l'inflation, totale et sous-jacente, selon une évolution graduelle et irrégulière menant vers des niveaux supérieurs à l'objectif de la Fed tout au long de notre horizon de prévision. L'inflation globale passera sous la barre des 3% pour osciller entre 2,5% et 3% au deuxième semestre 2024, puis ralentira encore un peu début 2025, avant un arrêt du mouvement de baisse une fois le plancher d'environ 2,4% atteint. Quant à l'inflation sous-jacente, elle devrait reculer progressivement pour atteindre environ 3% vers la fin de l'année 2024. Une légère baisse supplémentaire est attendue début 2025, avant une stabilisation de l'inflation de base autour de 2,7%. Une récession plus sévère pourrait néanmoins entraîner une baisse plus prononcée vers l'objectif de 2%.

Nicholas VAN NESS

USA : les échéances de dettes d'entreprise vont accélérer



USA : hausse des impayés des ménages hors immobilier



ZONE EURO : L'ATTENTION SE DÉPLACE DE L'INFLATION VERS LA CROISSANCE

Le processus désinflationniste est bien enclenché et les anticipations d'assouplissement monétaire sont ancrées ; l'attention se déplace donc désormais sur les perspectives de croissance de l'économie de la zone euro dans un environnement qui devrait être « normalisé » à la fin de notre horizon de prévision.

C'est grâce à la résilience du marché du travail et à une transmission moins forte que par le passé de la hausse des taux directeurs sur les conditions de crédit que nous prévoyons une reprise de la dépense des agents privés domestiques. Cela conduit à bâtir **un scénario d'un optimisme prudent qui se traduit par une croissance du PIB au rythme de 0,7% en 2024 et 1,5% en 2025.**

Si le scénario à court terme est assorti d'une relative confiance, à plus long terme, des doutes persistent : **les questions relatives, d'une part, à la croissance permise par la nouvelle configuration de taux et d'inflation et, d'autre part, le caractère définitif (ou non) de cette nouvelle normalité monétaire restent en suspens.** Par ailleurs, le choc négatif de compétitivité lié à la guerre en Ukraine pourrait avoir « abîmé » de façon plus permanente le potentiel de croissance de la zone. Le retard de l'économie allemande par rapport aux autres économies de la zone en est un signe. Cette faiblesse devrait se prolonger à l'horizon de notre prévision. La hiérarchie entre une périphérie plus dynamique que le centre n'est pas remise en cause à moyen terme.

Le choc permanent sur les prix questionne le potentiel de redressement du moteur manufacturier.

Atterrissage sur une croissance atone en 2023

La croissance du PIB de la zone euro a fortement ralenti au cours de l'année 2022 pour finalement stagner dès la fin 2022. La croissance a ensuite été atone durant toute l'année 2023 et le taux de croissance en moyenne annuelle est passé de 3,4% en 2022 à 0,5% en 2023. En 2023, la contribution de la demande intérieure a été divisée par quatre par rapport

à 2022 ; les entreprises ont répondu à cette faible demande en déstockant plutôt qu'en produisant, de sorte que les variations de stocks ont encore davantage freiné la croissance à laquelle elles ont soustrait 0,4 point de pourcentage. La demande étrangère s'est repliée, mais la demande nationale de biens étrangers a reculé davantage : les exportations nettes ont donc légèrement soutenu la croissance.

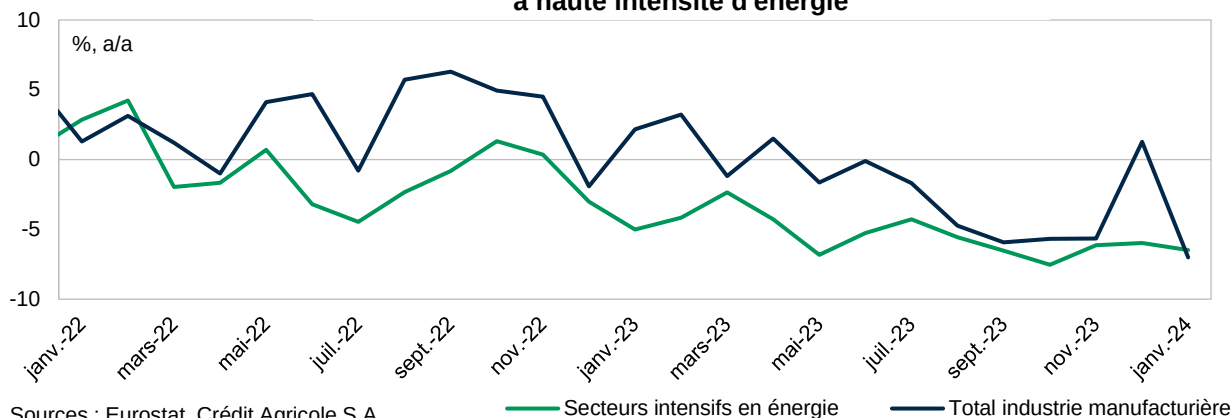
On peut voir le verre à moitié plein et constater que, depuis le déclenchement de la guerre en Ukraine et les deux chocs qui l'ont suivi (poussée inflationniste et choc de taux), l'économie de la zone ne s'est pas effondrée. Elle a même progressé de 1,3%. Ces gains ont, toutefois, été engrangés surtout avant l'été 2022 ; depuis, les dépenses des agents privés ne progressent plus ou peu. Après deux trimestres de croissance légèrement négative (-0,1% aux T3 et T4 2024), l'acquis ainsi laissé à la croissance de 2024 est nul.

Un court terme obscurci par les déboires de l'industrie

Alors qu'au cours des derniers mois, les données émanant des différentes enquêtes nous ont offert des surprises positives dans les trois grandes économies (États-Unis, Chine et zone euro) et envoyé de faibles signaux de redressement de l'activité, le cycle manufacturier mondial demeure encore fragile. Dans la zone euro, la valeur ajoutée du secteur industriel s'est inscrite en net repli en 2023, contribuant négativement à la croissance du PIB. Ce frein à la croissance a été compensé par, d'une part, le secteur de la construction qui a continué d'afficher un taux de croissance soutenu et, d'autre part, la poursuite de l'expansion des services, en dépit du net ralentissement du commerce, des transports et de la restauration.

Selon l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises, **la confiance dans l'industrie a faibli depuis l'été 2023, avant de se redresser en mars de cette année.** Alors que les enquêtes PMI auprès des directeurs d'achats ne signalent toujours pas d'expansion de l'activité dans l'industrie

UEM : la production industrielle affaiblie par les secteurs à haute intensité d'énergie



manufacturière, elles indiquent une moindre baisse des niveaux de production. Les deux enquêtes signalent, en outre, un meilleur alignement des commandes et des stocks, ce qui est normalement annonciateur d'une reprise de la production. La lisibilité de l'information véhiculée par l'indice de la production industrielle de janvier est faible : son repli marqué (-3,2% sur le mois) intervient après un rebond en décembre 2023 et il est particulièrement affecté par la volatilité de l'indice irlandais. Enfin, en repli de 1,3% sur l'année en janvier, la production des industries à forte intensité d'énergie demeure en baisse.

En revanche, **dans le secteur des services, selon l'enquête PMI, l'activité aurait augmenté en mars pour le deuxième mois consécutif au rythme de croissance le plus soutenu depuis juin 2023.** Les enquêtes de la Commission confirment qu'après sa dégradation au tournant de l'année, la confiance se redresse et retrouve sa moyenne de long terme. Par ailleurs, la détérioration de la confiance dans le secteur de la construction, en cours depuis la fin 2023 se serait arrêtée en mars figeant l'indice à un niveau supérieur à sa moyenne de long terme. La faiblesse de la demande est néanmoins de plus en plus perçue comme un facteur contraignant par les constructeurs.

La reprise de la consommation des ménages n'est pas encore confirmée mais demeure la base du scénario

Le quatrième trimestre 2023 n'a pas permis de confirmer notre scénario de redressement de la consommation des ménages, fondé sur la croissance du pouvoir d'achat. La consommation a à peine progressé de 0,1%, en ralentissement par rapport au troisième trimestre 2023 (+0,3%). La récupération du pouvoir d'achat a pourtant bien accéléré : la masse salariale en termes réels ayant progressé de 0,8% sur le trimestre (après 0,5% au T3 2023) ; le salaire par tête a crû plus rapidement que l'inflation et la croissance de l'emploi s'est maintenue sur un rythme de 0,3% sur le trimestre en dépit de l'affaiblissement de l'activité. Nous ne disposons actuellement pas encore des comptes des opérations non financières, mais il est probable que les gains de pouvoir d'achat aient été encore épargnés.

Notre scénario conserve néanmoins son hypothèse de reprise de la consommation des ménages : une hypothèse qui suppose la poursuite des gains de pouvoir d'achat grâce à la progression du salaire par travailleur à un rythme (4% en 2024 et 3% en 2025) supérieur à celui de l'inflation (2,6% et 2,1% respectivement). Croissance du revenu disponible réel et baisse du taux d'épargne soutiendraient donc les dépenses des ménages. La confiance des consommateurs poursuit son redressement grâce à des opinions plus favorables sur leur situation financière passée et future, à leurs anticipations moins pessimistes sur la situation économique de la zone et à de meilleures perspectives d'embauche. Bien que les consommateurs ne prévoient pas une hausse de leurs principaux achats, leurs intentions d'épargne se sont stabilisées.

Résilience des profits et reprise de la demande soutiendront le redressement de l'investissement

La croissance des rémunérations des salariés a ralenti au T4 2023 en termes nominaux et permis, malgré la baisse de la productivité, une décélération des coûts salariaux unitaires : cela a permis **le maintien d'un partage de la valeur ajoutée encore favorable aux profits et un léger redressement du taux de marge.** Le niveau assez élevé du taux de marge demeure un point de force pour les entreprises face à l'érosion attendue de la profitabilité, elle-même consécutive à la dégradation anticipée de la productivité. La reprise plus robuste de l'activité, prévue au deuxième semestre de 2024, devrait néanmoins soutenir le redressement de la productivité.

L'investissement a souffert de l'affaiblissement de la demande et du renchérissement des conditions de financement. Un arbitrage a de nouveau été opéré par les ménages en défaveur de l'investissement en logement qui a poursuivi son repli (-0,6% sur le trimestre) au quatrième trimestre 2023. L'investissement dans le BTP a enregistré son deuxième trimestre de croissance négative (-0,3%) et l'investissement productif s'est fortement retourné. Sans comptabiliser le comportement erratique de l'investissement en Irlande et la forte baisse en Belgique liée à des

UEM - industrie : un ratio commandes/stocks plus rassurant



Sources : S&P Global, PMI, Crédit Agricole S.A.

transactions spécifiques relatives à des ventes de navires à l'étranger, l'investissement aurait reculé de 0,7% (contre +1% enregistré par Eurostat). **Freiné par la composante logement, l'investissement devrait rester atone tout au long du premier semestre 2024. Il devrait se redresser ensuite, progressivement,** à la faveur de la matérialisation du desserrement des conditions financières et de l'amélioration de la demande adressée aux entreprises.

Redémarrage de la demande mondiale mais perte de parts de marché

Après le creux de 2023, **une accélération de la demande adressée à la zone euro est prévue** : les exportations risquent néanmoins de « patiner » du fait de la perte de compétitivité de l'économie de la zone. Celle-ci est moins liée à la remontée des coûts salariaux unitaires qu'à la hausse du coût de l'énergie.

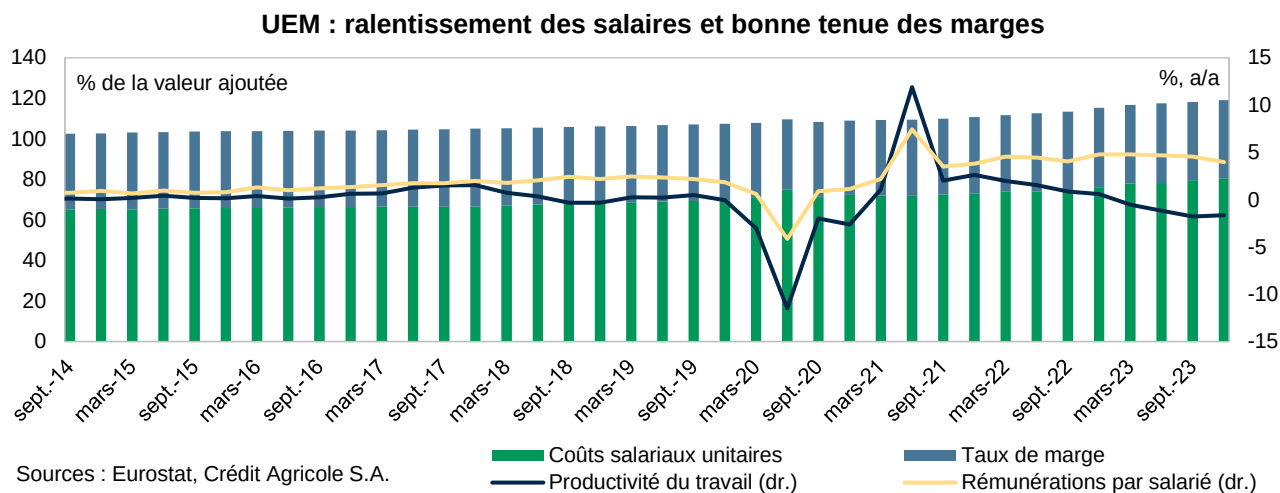
Les risques baissiers sur la croissance plus élevés que les risques haussiers sur l'inflation

Si le rythme de baisse des prix semble s'inscrire sur une trajectoire cohérente avec la cible de la

banque centrale, il reste à déterminer si salariés et entreprises récupéreront pleinement leurs salaires et profits en termes réels : un risque de déviation pèse sur cette trajectoire. La matérialisation de ce risque n'est pas retenue dans notre scénario central, mais le niveau des prix lui-même pose un problème. Celui-ci est bien plus élevé qu'au début de la décennie, notamment en ce qui concerne les intrants énergétiques par rapport aux principaux concurrents de la zone. Il s'agit donc d'un choc permanent sur les prix qui soulève de sérieuses questions sur le potentiel de redressement du moteur manufacturier, mais aussi sur la destruction des capacités de productions qu'il pourrait entraîner.

 Moyenne annuelle	2024	2025
PIB	0,7%	1,5%
Inflation	2,6%	2,1%

Paola MONPERRUS-VERONI



ROYAUME-UNI : L'ÉCONOMIE SE REDRESSE AVEC LA DÉSINFLATION ET LA PROXIMITÉ DES BAISSSES DE TAUX

Notre scénario table désormais sur une croissance du PIB britannique à 0,5% pour 2024 et 1,4% pour 2025, contre 0,3% et 1,2% respectivement il y a trois mois. Les principaux facteurs à l'origine de cette amélioration sont le léger assouplissement budgétaire annoncé début mars dans le *Spring Budget* ainsi que des révisions à la baisse des prévisions d'inflation et du taux directeur de la Banque d'Angleterre (BoE).

Après avoir connu une récession technique au second semestre 2023 au cours de laquelle le PIB s'est contracté de 0,5%, l'économie britannique a commencé à se redresser. Le PIB a augmenté de 0,2% en janvier grâce au secteur des services. La croissance pourrait atteindre 0,3% au premier trimestre (contre une prévision de 0,1% précédemment) grâce à une solide progression de la consommation des ménages : les ventes au détail ont en effet crû de 1,7% au cours des deux premiers mois de l'année. **Les fondamentaux de la demande intérieure, en particulier le pouvoir d'achat, se sont progressivement améliorés, créant ainsi les conditions d'une reprise de la consommation privée.** Bien qu'il se détende lentement (le nombre de postes vacants continue de baisser), le marché du travail reste tendu : à 3,9%, le taux de chômage est proche de ses plus bas niveaux historiques et inférieur à son niveau non inflationniste. La croissance des salaires est d'environ 6% ; la croissance des revenus disponibles réels est positive depuis deux trimestres (à 3,8% en glissement annuel au troisième trimestre) ; le taux d'épargne (10%) est plus élevé qu'avant la crise sanitaire ; le pic des taux hypothécaires est dépassé ; enfin, le marché du logement commence lentement à se redresser.

En outre, dans le *Spring Budget*, le chancelier a annoncé un nouvel assouplissement budgétaire de 0,2% du PIB par an en moyenne : ce chiffre est certes moins important que dans les budgets précédents (cf. les 0,6% annoncés en novembre dans l'*Autumn Statement*), mais il s'agit du troisième assouplissement consécutif. Les principaux cadeaux fiscaux consistent

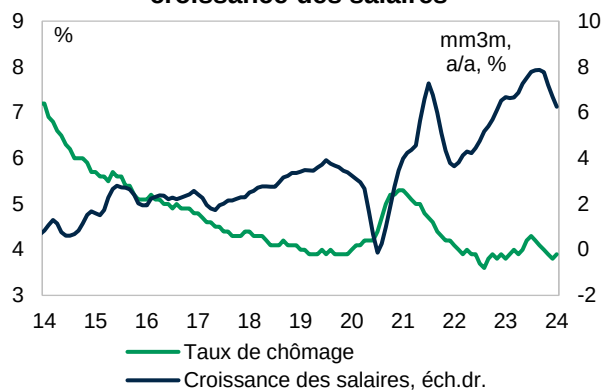
en une baisse de 2 points des charges sociales (ou NICs pour *National Insurance contributions*) pour les salariés et les indépendants à partir du mois d'avril, qui fait suite à une baisse similaire dans l'*Autumn Statement*, ainsi qu'une extension pour encore un an du gel de la taxe sur les carburants. Ils sont en partie compensés par des hausses d'impôts.

Notre scénario central table sur une inflation très légèrement supérieure à l'objectif au cours du second semestre (2,1% au quatrième trimestre 2024).

Ces mesures devraient soutenir la demande intérieure à la marge, à court terme, de même que l'augmentation de 10% du salaire minimum programmée en avril dans un contexte de forte baisse prévue de l'inflation au deuxième trimestre. On peut espérer que ces mesures, en suscitant une augmentation de l'offre de main-d'œuvre, améliorent légèrement les perspectives de la croissance potentielle (d'environ 0,25 point de pourcentage) et aient donc un effet désinflationniste à long terme.

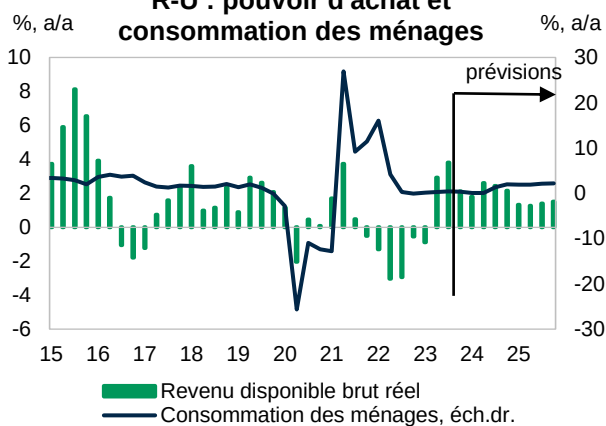
L'inflation (CPI) reste sur une tendance baissière. Elle a de nouveau surpris favorablement en janvier, les effets de base ayant compensé une augmentation des prix de l'énergie sur le mois. Alors que la hausse des prix des produits de base (hors énergie et alimentation) est désormais inférieure à 2% sur un an et que celle des produits alimentaires diminue, la dynamique des services reste élevée, bien qu'elle se modère. Au cours du deuxième trimestre 2024, l'inflation totale devrait passer sous l'objectif de 2% fixé par la BoE, grâce à une baisse de 12% des prix du gaz et de l'électricité et au gel de la taxe sur les carburants, avant de rebondir ensuite. **Notre scénario central table sur une inflation très légèrement supérieure à l'objectif au cours du second semestre (2,1% au quatrième trimestre 2024).** Inflation plus faible et virage plus accommodant de la BoE depuis février nous conduisent à anticiper une première baisse des taux de la BoE dès le mois de juin

R-U : taux de chômage et croissance des salaires



Sources : ONS, Crédit Agricole SA

R-U : pouvoir d'achat et consommation des ménages



Sources : ONS, Crédit Agricole SA

(contre août précédemment) et à ajouter une baisse des taux supplémentaire cette année : notre scénario retient désormais trois baisses de taux en 2024, suivies de quatre (une par trimestre) en 2025. **Le taux directeur (Bank rate) terminerait ainsi l'année 2024 à 4,50% et l'année 2025 à 3,50%.**

Les risques qui pèsent sur les perspectives économiques et budgétaires restent toutefois importants. Tout d'abord, les risques géopolitiques, dont les perturbations qui se poursuivent en mer Rouge, pourraient entraîner une résurgence de l'inflation et conduire à des taux plus élevés, plus longtemps. L'élection américaine et la possibilité d'une nouvelle guerre commerciale en cas de second mandat de Donald Trump sont susceptibles de peser sur le commerce mondial et sur les exportations britanniques, tout en augmentant l'inflation. **Au Royaume-Uni, il est presque certain que les élections générales déboucheront sur un gouvernement travailliste disposant d'une large majorité à la Chambre des communes.** Cette situation pourrait être relativement positive pour les perspectives de croissance, le parti travailliste étant favorable à une relation plus étroite avec l'UE. Il semble toutefois vain

d'attendre un grand changement de la politique budgétaire, quel que soit le parti victorieux, dans la mesure où il héritera d'une situation budgétaire très contrainte : au regard des principales règles budgétaires, il disposera en effet d'une marge de seulement 0,3% du PIB. Il existe un consensus transpartisan sur la nécessité de ramener la dette publique sur une trajectoire baissière : de nouvelles mesures de relance budgétaires sont donc peu probables. **À moyen terme, l'incertitude demeure sur les conditions de l'offre : elle concerne notamment la situation du marché du travail, le solde migratoire et la croissance de la productivité.**

 Moyenne annuelle	2024	2025
PIB	0,5%	1,4%
Inflation	2,3%	1,9%

Slavena NAZAROVA

JAPON : SORTIE COMPLÈTE DE LA DÉFLATION LORS DE LA PROCHAINE REPRISE ÉCONOMIQUE MONDIALE

La croissance va passer en territoire négatif en raison de l'affaiblissement du cycle de crédit provoqué par la décision de la Banque du Japon

Au quatrième trimestre 2023, la demande privée domestique en volume du Japon est encore inférieure de 1,8% à son niveau pré-Covid (moyenne de l'année 2019). Selon la dernière estimation du gouvernement japonais, l'écart de production (output gap) reste négatif, à 0,6%.

Les premiers résultats des négociations salariales de printemps (Shunto) suggèrent une croissance des salaires de 5,85%, légèrement supérieure à celle de l'an dernier (3,80%). L'an passé, les hausses des salaires avaient été décidées par les entreprises afin d'aider les salariés face à la hausse des prix à l'importation. Cette année, la croissance des salaires semble être liée au fait que les entreprises redistribuent les excédents d'épargne accumulés jusque-là: elle ne semble donc pas attribuable à une reprise de la demande.

L'abandon par la Banque du Japon (BoJ) du régime des taux d'intérêt négatifs, alors que la demande n'a pas redémarré, va peser sur le cycle du crédit. Compte tenu de la faiblesse de la demande extérieure, la croissance du PIB réel sera probablement négative en 2024. L'appréciation du yen devrait limiter les bénéfices des entreprises, tandis que les hausses de salaire inciteront probablement les ménages à épargner pour reconstituer leur bas de laine, laquelle a

baissé jusqu'à présent : la consommation ne devrait donc pas augmenter de manière significative.

Compte tenu de la faiblesse de la demande extérieure, la croissance du PIB réel sera probablement négative en 2024.

En 2025, la croissance économique sera probablement inférieure à son rythme potentiel (environ 0,7%). Il faudra attendre le prochain cycle de reprise mondiale et le redressement de la croissance nominale pour voir les entreprises augmenter leurs dépenses d'investissement. En 2026, la croissance pourrait être supérieure son rythme potentiel et les investissements privés pourrait dépasser le niveau-clé de 17% du PIB : cela permettrait au Japon de sortir complètement de la déflation en 2027. Un tel scénario nécessite cependant que la politique budgétaire reste accommodante, conformément aux stratégies économiques actuelles des *Abenomics* et du « nouveau capitalisme ».

L'inflation va décélérer sous l'objectif de 2% à la faveur de la disparition des facteurs techniques

Les principales mesures de l'inflation ont largement dépassé l'objectif de 2% fixé par la BoJ. Mais les pressions haussières sur les prix s'expliquent principalement par des facteurs temporaires ; elles ne sont pas liées à une forte reprise de la demande intérieure. **Le gouvernement et la BoJ estiment que l'économie japonaise n'a toujours pas atteint l'objectif d'inflation de 2% d'une manière stable et**

durable et que de nouveaux changements sont nécessaires pour infléchir les tendances déflationnistes sous-jacentes.

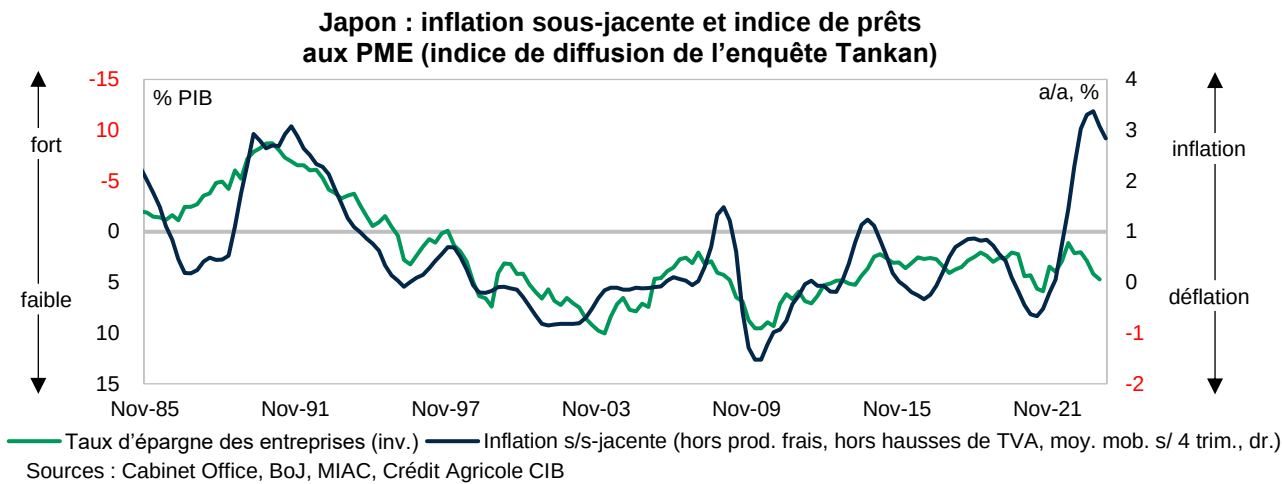
 Moyenne annuelle	2024	2025
PIB	-0,1%	0,4%
Inflation (hors prod. frais & énergie)	2,2%	0,8%

La principale cause de la déflation au Japon est l'excès d'épargne des entreprises. Après l'effondrement de la bulle économique japonaise, le taux d'épargne des entreprises est devenu positif, une situation qui depuis lors pèse très fortement sur la demande agrégée et, en retour, renforce les pressions déflationnistes structurelles. L'augmentation des dépenses d'investissement et le resserrement du marché du travail devraient atténuer l'excès d'épargne

des entreprises et soutenir à terme des pressions inflationnistes : le processus sera long.

L'inflation sous-jacente (hors produits frais et énergie) commencera probablement à décélérer en 2024, lorsque le pic des pressions haussières liées à la hausse des prix à l'importation et à la montée des coûts sera passé. Elle devrait repasser sous la cible de 2% de la BoJ au second semestre 2024, puis tomber sous la barre des 1% en 2025 sous l'effet du ralentissement de l'économie mondiale, de l'appréciation du yen et de la faiblesse de la demande intérieure. L'inflation sous-jacente devrait ensuite réaccélérer à la faveur de la reprise de l'économie mondiale et de la poursuite du redressement de la demande intérieure. La hausse des salaires devrait stimuler la demande intérieure et conduire le taux d'épargne des entreprises en territoire négatif, éliminant ainsi les pressions déflationnistes et renforçant les pressions inflationnistes. L'inflation dépassera probablement l'objectif de 2% de manière durable seulement au cours de l'année 2027.

Takuji AIDA – Arata OTO





PAYS ÉMERGENTS

Des arbitrages à opérer, entre désinflation et croissance

Panorama – Des arbitrages à opérer, entre désinflation et croissance

Chine – Difficultés en vue

Le Brésil deviendrait-il ennuyeux ? Sûrement pas !

Russie – Une économie de guerre en croissance

Inde – Le pari de Narendra Modi

Des arbitrages à faire, entre désinflation et croissance

Les pays émergents offrent un tableau global de désinflation et de croissance stable, mais une analyse par zone montre qu'ils cherchent tous à trouver de nouveaux ressorts de croissance intérieure. Elle montre aussi que l'écart ne cesse de se creuser entre les plus riches et les moins dotés, qui sont les plus exposés aux risques climatiques.

Globalement, les pays émergents sont sur une tendance de croissance stable, prévue à 3,7% en 2024, soit le même chiffre qu'en 2023. Évidemment, cette résilience de la croissance sera conditionnée, cette année, par les États-Unis – élections, croissance, et politique monétaire –, la Chine, mais aussi les développements géopolitiques, notamment sur le front de la guerre en Ukraine. La désinflation constitue l'autre grande tendance.

La photographie globale de stabilité de la croissance doit néanmoins être relativisée : l'écart de performance entre les plus riches et les plus vulnérables se creuse depuis plusieurs années. En effet, ces derniers ont épuisé leurs marges budgétaires face aux chocs des cinq dernières années, et sont en première ligne du risque climatique. Ainsi, la situation alimentaire du Malawi, de la Zambie ou du Zimbabwe rappelle que 50 millions de personnes, au minimum, sont immédiatement concernées par le réchauffement en Afrique australe. Le Brésil ou le Vietnam ont aussi vécu, au cours de ces derniers mois, un aperçu violent de ce que A. Gutierrez a très justement nommé « l'ère de l'ébullition »...

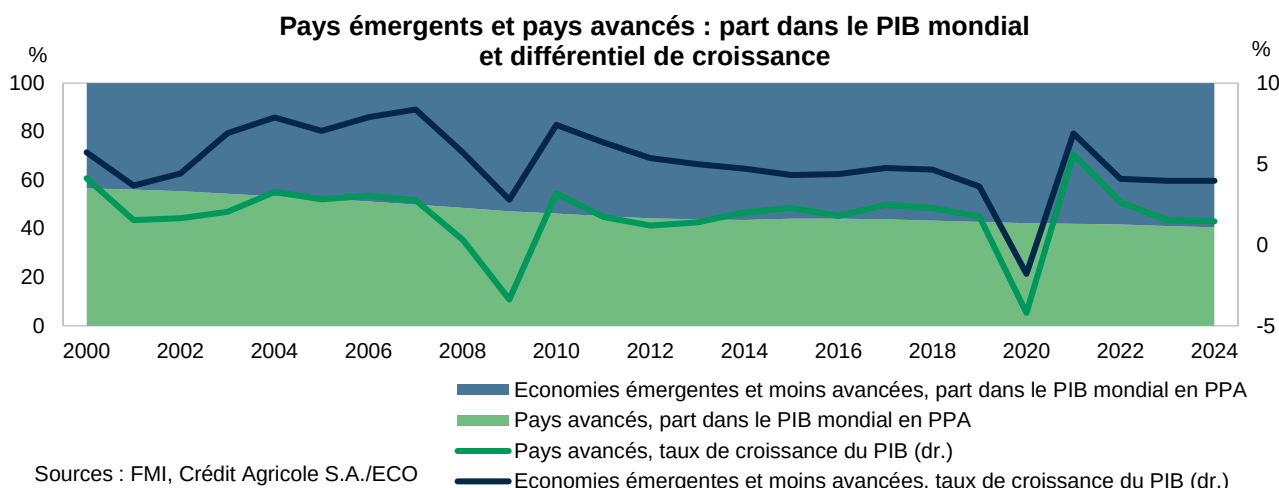
Derrière la stabilité...

En fait, cette année de « stabilité » dans l'univers des marchés émergents sera donc très difficile pour les plus pauvres et les plus endettés d'entre eux, avec 78 milliards de dollars de dette due pour les pays à faibles revenus, selon l'IIF. Pour eux, le risque de liquidité menace de se transformer en risque de solvabilité. C'est d'ailleurs pour éviter ce scénario dans un pays à fort enjeu géostratégique, l'Égypte, qu'a été formé un attelage hétéroclite d'aides, alliant 35 milliards de dollars d'investissements directs du

fonds ADQ d'Abu Dhabi, à quoi s'ajoute le soutien du FMI et de l'Union européenne. Tout cela, adossé à une mesure attendue de flottement du taux de change, a « sauvé » l'Égypte, en couvrant ses besoins de liquidité pour à peu près deux ans. Cela a poussé à la baisse les CDS et permis de résoudre les pénuries de devises. Le pire étant évité, reste à savoir si les investissements dans le tourisme côtier vont initier une dynamique de croissance suffisante pour compenser le choc de la dévaluation (au total, une dépréciation de 68% depuis 2022) et de l'inflation (plus de 30%), sur les revenus d'une classe moyenne paupérisée : 30% des Égyptiens seraient sous le seuil de pauvreté. De plus, il faut alléger la charge des revenus d'une dette publique qui va dépasser les 100% du PIB : avec 58% d'intérêts à payer sur revenus, l'Égypte est l'un des pays au monde où ce ratio est le plus élevé. Et la baisse des recettes de Suez, liée au conflit en mer Rouge, ne va pas aider. L'Égypte est devenue un véritable laboratoire qui vise à transformer un modèle de croissance par le tourisme. Les pays du Golfe sont à la manœuvre dans cette expérience que l'Arabie mène aussi chez elle, appuyée sur les énormes ressources du fonds souverain, dont la taille de bilan ne cesse d'augmenter.

L'Asean monte toujours dans le radar

Si l'on excepte les plus pauvres, la vision par zones du monde des émergents est sans surprise puisqu'elle confirme le rôle de l'Asie comme première pourvoyeuse de croissance. Cependant, les dynamiques intra-régionales évoluent, qui soulignent la place de l'Asean, de plus en plus visible dans le radar des investisseurs : en 2024, le taux de croissance de la Chine, qui continue son atterrissage, sera ainsi inférieur non seulement à celui de l'Inde,



mais aussi de la Malaisie, de l'Indonésie, des Philippines et du Vietnam – qui profite de la restructuration en cours des chaînes de valeur mondiales. La Thaïlande fait grise mine dans le tableau, avec un tourisme qui, malgré un net redressement, n'a pas encore retrouvé les niveaux d'avant-Covid. La signature d'un accord avec la Chine de suppression des visas à partir de mars devrait aider.

Les dynamiques intra-régionales évoluent et soulignent à nouveau le rôle de l'Asean.

Cependant, l'Asean reste aussi la zone la plus directement exposée aux incertitudes de la croissance chinoise : dans la région, Pékin est un partenaire aussi encombrant qu'indispensable. De plus, ces pays sont confrontés au piège de la trappe à revenus intermédiaires, qui les incite à trouver des ressorts de croissance intérieurs. En Indonésie par exemple, le nouveau président – et ancien ministre de la Défense – va prolonger la politique d'investissement en infrastructures dans de grands projets stratégiques. Cependant, pour le premier producteur mondial de nickel, l'état du marché, marqué par la surproduction et les stocks élevés, souligne aussi un nouvel enjeu de régulation des prix mondiaux, qui ont chuté en 2023.

En Amérique latine, il y a aussi des constantes. La croissance y est plus résiliente qu'il y a quelques années mais toujours trop faible. En 2024, Brésil et Mexique devraient continuer d'afficher une croissance honorable, mais les taux de croissance potentielle peinent à décoller dans des économies duales, marquées par des secteurs parallèles importants, une faiblesse de l'investissement et de la diffusion des gains de productivité, et des classes moyennes qui ont payé cher le Covid. Et l'on voit actuellement les traces d'El Niño sur la performance décevante de certains pays, comme au Pérou par exemple. Dans le cas du Mexique, il est en outre prématuré d'acheter sans état d'âme le narratif de « nearshoring » américain : pour l'instant, il ne semble pas de nature à doper structurellement la trajectoire économique mexicaine, pas plus que les investissements publics en infrastructures dans le projet Trans Maya. Les élections à venir ne devraient pas non plus marquer d'inflexion dans le diagnostic pays mexicain, pour lequel la question de l'absorption de la dette Pemex reste toujours prégnante sur les comptes publics. En revanche, en cas d'élection de Trump, le Mexique serait l'un des premiers pays où les investissements chinois – qui ont augmenté et dont la production est destinée au marché américain – seraient dans le collimateur du nouveau président.

En Afrique du Sud également, la question politique peut devenir un game changer. Les élections générales de fin mai risquent de consacrer dans les urnes la perte de légitimité continue de l'ANC. Cela renforcerait les risques financiers pour un pays dont la dette publique atteint 75% du PIB, et dont la croissance

potentielle reste très insuffisante pour résorber un taux de chômage estimé à 32,4% fin 2023. La croissance moyenne du PIB entre 2010 et 2023 n'a atteint que 1,3%. Cette atonie structurelle de l'activité, qui nourrit les émeutes et le climat social dégradé, s'explique, entre autres, par des pénuries d'électricité, elles aussi structurelles. Pretoria est donc un acteur qui s'affirme sur la carte géopolitique du Grand Sud, mais qui peine sur les plans économique, social et politique.

En Europe, pour l'instant, le secteur manufacturier est tiré vers le bas par les faiblesses de l'Union européenne, nombre de pays comptent sur des investissements directs, notamment chinois dans le secteur des batteries, pour relancer l'industrie. La présence chinoise en Europe de l'Est n'a cependant pas que des avantages ! La décision de Pékin de pousser le secteur de la transition pour en faire un bras armé d'exportation confronte l'Europe de l'Est à la guerre des prix automobiles que mène le champion chinois BYD, exportant ainsi les excès d'offre et la désinflation chinoise. Les Républiques tchèque et slovaque, qui sont les maillons partenaires de l'Allemagne sur la filière automobile dans la région, vont devoir s'adapter à ce nouveau régime concurrentiel mondial. Quant à la Pologne, elle compte sur sa demande intérieure, boostée par la hausse des salaires réels, pour compenser la faiblesse de la demande d'Europe de l'Ouest.

Dans ce contexte de croissance, pour ceux qui ne se sont pas déjà engagés dans cette voie, beaucoup de pays sont tentés par des baisses de taux, rendues possibles par la désinflation. L'assouplissement monétaire est déjà en place en Amérique latine et en Europe de l'Est ; il interviendra plus tard dans une Asie prudente, ancrée dans le sillage monétaire américain, et qui a été confrontée à une inflation moins forte. En Asie, en particulier en Inde ou aux Philippines, El Niño a cependant affecté les prix alimentaires, via les difficultés de récolte de riz.

Moyenne annuelle	2024	2025
PIB	3,9%	3,9%
Inflation	5,8%	4,0%

Et chez les outsiders ?

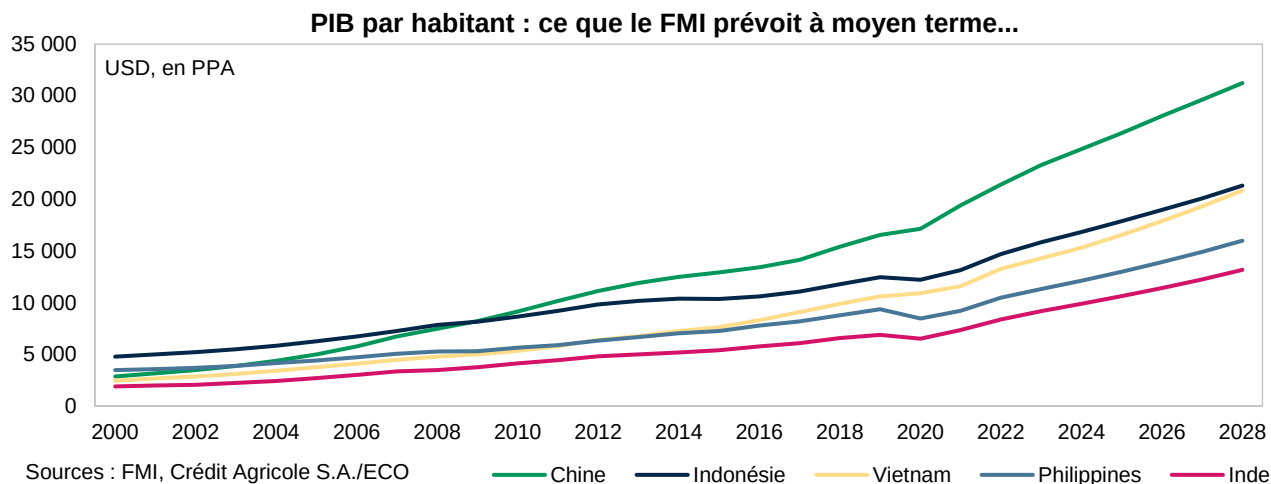
Reste évidemment à ajouter au tableau les outsiders de l'inflation, qui sont aussi les explorateurs de politiques économiques atypiques, Argentine en tête. L'expérience Milei se poursuit « à la hache », sur la réduction des dépenses budgétaires, mais c'est au prix de l'augmentation d'une pauvreté déjà élevée, qui toucherait 57% de la population. En Turquie, le retour d'Ankara dans le club de l'orthodoxie monétaire s'est confirmé ; mais l'inflation, à 70% en février, impose une

NORMALISATION(S) ? I PAYS ÉMERGENTS

bataille sévère, avec de fortes hausses de taux. L'économie turque n'a pas encore gagné cette bataille, mais les agences de notation actent la reconstitution des réserves de change, à 131 milliards de dollars, soit 32 milliards de plus qu'en juin 2023. Le déficit courant se contracte et la dette publique n'est que de 30%. En fait, les investisseurs attendent que la Turquie se libère

de ses démons monétaires, pour enfin profiter du potentiel de croissance des entreprises et de la jeunesse de sa population. Reste que le potentiel de nouveaux troubles géopolitiques est également élevé.

Tania SOLLOGOUB



CHINE : DIFFICULTÉS EN VUE

Le chemin vers la stabilisation de la croissance sera mouvementé

Notre opinion relativement prudente sur l'économie chinoise pour 2024 demeure, avec un ensemble assez modeste de mesures d'assouplissement conduisant à une stabilisation de la croissance et à une légère reflation. Le ralentissement du secteur immobilier devrait s'atténuer, mais reste un risque majeur, à surveiller de près pour l'évolution de la croissance.

Notre scénario retient un ralentissement de la croissance du PIB de 5,2% en 2023 à 4,4% en 2024, à peine mieux que la moyenne de 4,1% observée en 2022-2023. La poursuite du redressement de la consommation et la résilience des investissements dans les infrastructures et le secteur manufacturier devraient permettre d'amortir la chute de l'immobilier. Quant aux exportations nettes, elles pourraient apporter une contribution à la croissance moins négative.

Des objectifs ambitieux, mais pas de grand plan de relance

Le Congrès du Peuple de 2024 a fixé ses objectifs de croissance et d'inflation à, respectivement, « environ 5,0% » et « environ 3,0% », en ligne avec nos attentes et celles du marché. Ces objectifs sont ambitieux, d'autant plus, comme cela a été confirmé, que les mesures de soutien seront d'ampleur modérée et qu'il n'y aura pas de grand plan de relance.

Sur le plan budgétaire, le déficit (3% du PIB) et le quota d'émission d'obligations spéciales des collectivités locales (3 900 milliards de yuans) ont, tous deux, été légèrement inférieurs aux attentes du marché. Néanmoins, si l'on prend en compte à la fois le soutien budgétaire plus important du gouvernement central (avec une émission spéciale d'obligations d'État qui atteindra 1 000 milliards de yuans en 2024 et davantage dans les années suivantes) et la hausse des dépenses quasi budgétaires par les banques publiques d'investissement, le déficit budgétaire

« élargi » pourrait augmenter modérément, de 10,4% du PIB en 2023 à 12,0% en 2025. Cela représenterait un soutien budgétaire légèrement plus important dès cette année.

L'inflation des prix à la consommation, soutenue par des effets de base, est redevenue positive en février pour la première fois depuis août dernier.

Plusieurs actions de relance sont menées sur différents fronts. Les marchés pourraient cependant s'inquiéter de l'absence de mesure de soutien de la consommation, seule mesure à même de promouvoir un redressement de la confiance. De nouvelles opérations de sauvetage dans le secteur immobilier pourraient également raviver les inquiétudes et l'accent mis sur les politiques industrielles pourrait renforcer les pressions désinflationnistes, voire déflationnistes, dans un certain nombre de secteurs manufacturiers.

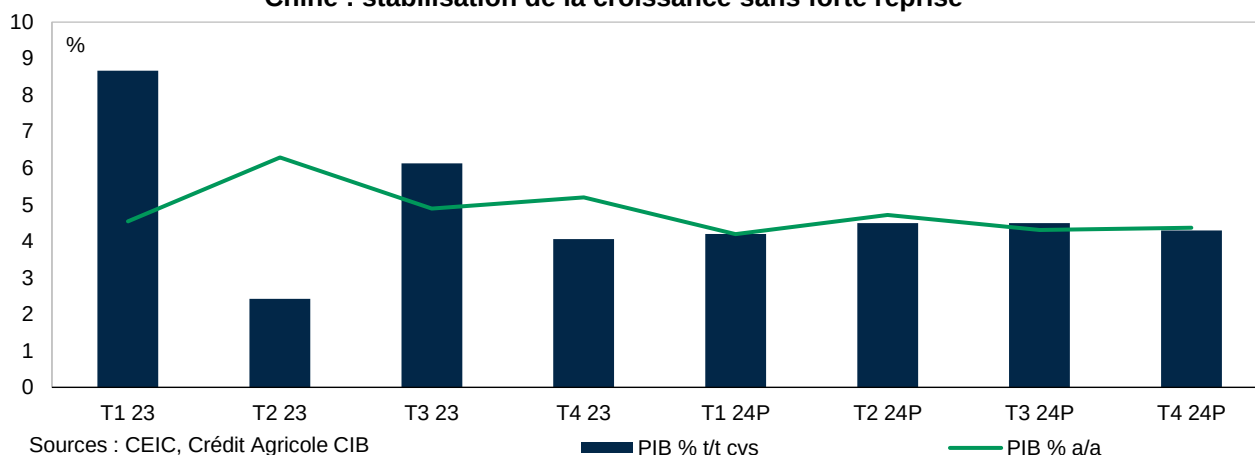
Des premiers signes d'amélioration, mais la question de la durabilité reste posée

Les principales données d'activité publiées jusqu'à présent en 2024 ont été bonnes et envoient des signes de stabilisation de la croissance, notamment en ce qui concerne l'activité manufacturière et la construction d'infrastructures qui bénéficient d'une intensification des mesures de soutien. Cependant, la consommation ne renoue toujours pas sur une dynamique haussière malgré la résilience des services à la personne et des ventes pendant les périodes de promotion, tandis que la poursuite des difficultés dans le secteur de l'immobilier est assez préoccupante. Les dernières données sur le crédit indiquent une demande de crédit atone, en particulier de la part des ménages, un phénomène qui s'explique par un manque de confiance dans l'avenir.

Un processus de reflation lent et modéré

L'inflation, soutenue par des effets de base, est redevenue positive en février pour la première fois

Chine : stabilisation de la croissance sans forte reprise



depuis août dernier. **L'inflation est désormais sortie de la zone déflationniste**, malgré la persistance de pressions désinflationnistes liées à la faiblesse de la demande de consommation, à des surcapacités dans certains secteurs manufacturiers et à l'absence de mesures de relance de la consommation.

Nous tablons sur une reflation lente et modérée en 2024. Nous prévoyons une inflation et une inflation sous-jacente de 0,6% et 0,9% respectivement en 2024, contre 0,2% et 0,7% en 2023. La déflation des prix à la production sera probablement moins sévère et devrait s'établir à -0,5% en moyenne en 2024, contre -3,0% en 2023. Le déflateur du PIB pourrait rester négatif au premier trimestre, être proche de zéro au deuxième trimestre, avant de redevenir positif au deuxième semestre.

L'assouplissement des politiques monétaire et budgétaire se poursuivra probablement en 2024

Les décideurs chinois continueront probablement de mettre en œuvre leurs mesures budgétaires, comme prévu, mais pas de manière trop agressive et tout en continuant à surveiller les données d'activité pour procéder à de possibles ajustements. En l'absence de mesure de soutien supplémentaire, il est prématuré d'envisager un franc redressement de la croissance économique, en dépit du caractère encourageant des données récentes. En effet, compte tenu de la gravité des difficultés du secteur de l'immobilier, les marchés pourraient douter de la durabilité de l'amélioration de la croissance.

En ce qui concerne la politique monétaire, nous prévoyons un assouplissement en 2024. Après la récente baisse de 50 points de base du taux de réserve obligatoire et de 25 points de base du taux de

référence pour les prêts hypothécaires (*Loan Prime Rate – LPR*) à cinq ans, la banque centrale (*People's Bank of China – PBoC*) pourrait se concentrer sur la baisse des taux de dépôt et du taux de réserve obligatoire dans les mois à venir, en attendant que la Fed procède à sa première baisse des taux. La PBoC dispose d'une marge de manœuvre suffisante pour abaisser son taux directeur, le taux de la facilité de prêt marginal (*Marginal Lending Facility rate*), de 20 points de base au total en 2024. L'expansion de 1 000 milliards de yuans de la facilité de prêt mise en place par la PBoC pour soutenir le secteur de l'immobilier résidentiel (*Pledged Supplementary Lending – PSL*) devrait également soutenir l'immobilier.

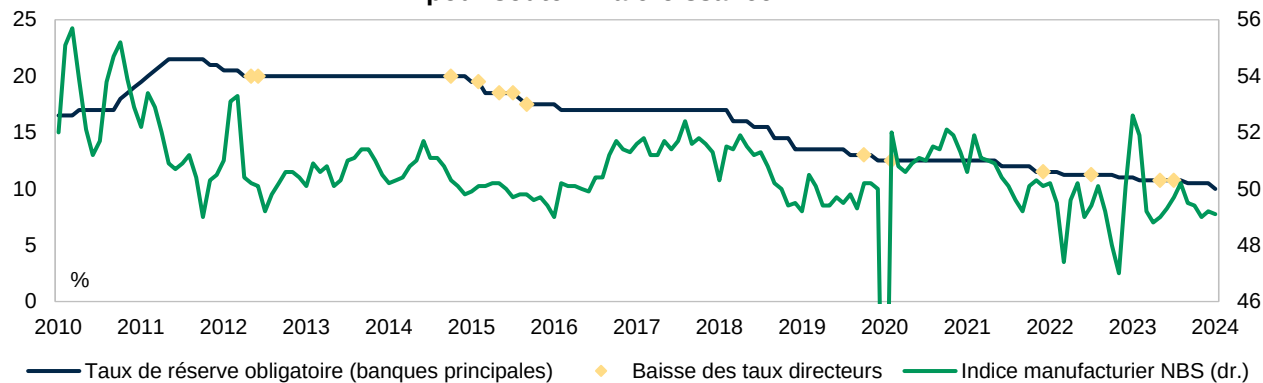
 Moyenne annuelle	2024	2025
PIB	4,4%	4,2%
Inflation	0,6%	1,4%

Risques à surveiller

Sur **le plan intérieur**, il est crucial de surveiller la façon dont la Chine va tenter de stabiliser le secteur immobilier pour écarter le risque d'une atonie prolongée de la demande et de la croissance. Sur **le plan extérieur**, les facteurs géopolitiques et, à l'approche des élections américaines, les inquiétudes autour d'un découplage entre les États-Unis et la Chine pourraient peser sur l'appétit pour le risque et entraîner une plus grande volatilité des marchés.

Xiaojia ZHI

Chine : un assouplissement supplémentaire est nécessaire pour soutenir la croissance



Sources : Bloomberg, CACIB

LE BRÉSIL DEVIENDRAIT-IL ENNUYEUX ? SÛREMENT PAS !

En l'absence de nouveau fait marquant, le cours du real face au dollar a oscillé dans une fourchette relativement étroite au cours du premier trimestre 2024, à l'intérieur d'un canal haussier limité à la baisse par la moyenne mobile à 50 jours. Dans ce contexte, on pourrait s'interroger : le Brésil est-il devenu un pays ennuyeux ? Un pays dont la politique est prévisible et orthodoxe et qui se voit récompensé par une prime de risque réduite et une faible volatilité des prix des actifs ? *A priori*, non.

Ces fluctuations limitées ne sont pas attribuables à une soudaine transformation du Brésil, qui serait devenu un pays « ordinaire », mais au déclin général de la volatilité des devises émergentes : il est trop tôt pour ignorer les risques liés au Brésil.

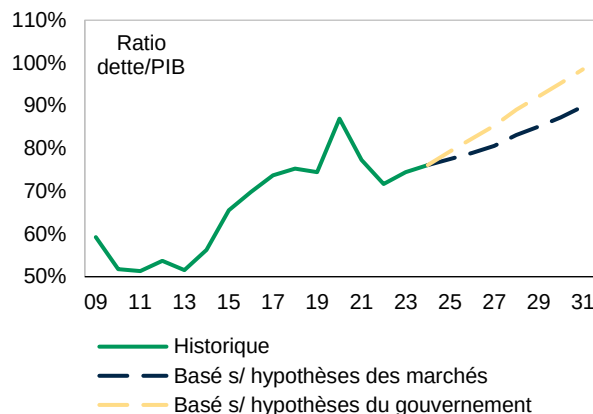
L'accélération du ralentissement de la Chine pourrait avoir des conséquences particulièrement graves pour le Brésil.

Tout d'abord, **le ralentissement de la croissance chinoise a des implications particulièrement importantes pour le Brésil, compte tenu de l'importance de ses exportations de pétrole, de minerai de fer et de soja**. Les prix du minerai de fer ont chuté de plus de 20% depuis le début de l'année, sous l'effet de l'aggravation du ralentissement du secteur de la construction en Chine. Les prix du soja ont également baissé, tandis que la hausse des cours du pétrole, dans le sillage des attaques de drones ukrainiens contre les raffineries de pétrole russes, a limité la dégradation des termes de l'échange du Brésil depuis le début de l'année. L'accélération du ralentissement de la Chine pourrait entraîner des conséquences particulièrement graves pour le Brésil.

Par ailleurs, **le niveau particulièrement bas des spreads de crédit et de la prime de risque pays au Brésil n'est pas en phase avec la dégradation de la dynamique budgétaire** : la croissance brésilienne ralentit alors que les taux réels restent élevés. La baisse du ratio dette sur PIB observée après la

pandémie, liée à une forte reprise économique et à une montée de l'inflation, est terminée et ce ratio risque de s'inscrire de nouveau en hausse. Cette hausse sera limitée si le gouvernement atteint ses objectifs budgétaires. Or, la plupart des acteurs du marché (dont l'opinion est synthétisée par la médiane des réponses à l'enquête menée par la banque centrale, la BCB) sont sceptiques quant à la réalisation de cet objectif, un scepticisme facile à partager.

Brésil : ratio dette sur PIB

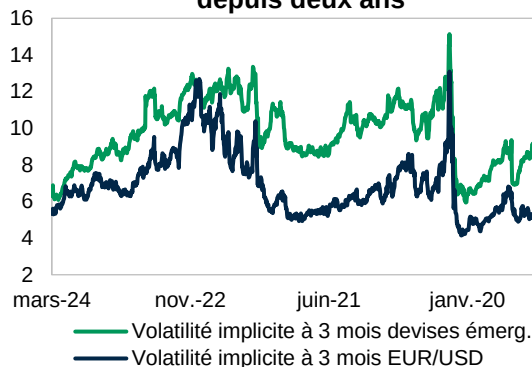


Sources : BCB, Crédit Agricole CIB

	2024	2025
Moyenne annuelle		
PIB	1,5%	1,8%
Inflation	3,8%	3,5%

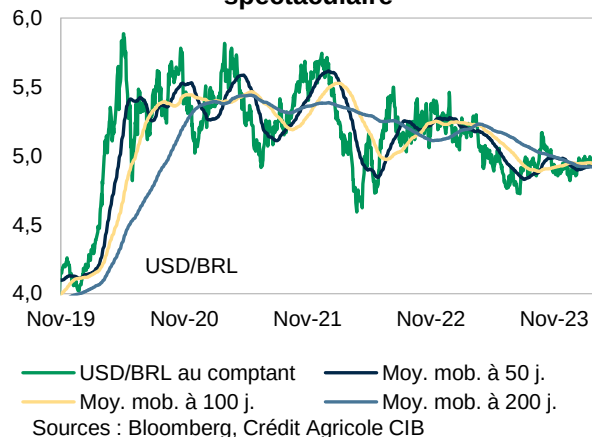
Enfin, **bien que cela ne soit pas spécifique au Brésil, la hausse continue du rendement des obligations du Trésor américain remettra tôt ou tard en question l'intérêt des investisseurs pour les devises qui présentent un rapport portage/-volatilité attractif**, telles que le real brésilien, mais aussi le peso mexicain et le peso colombien en Amérique latine. La surpondération dont ont profité ces

Brésil : repli régulier de la volatilité du marché des changes depuis deux ans



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

USD/BRL : pas vraiment spectaculaire



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

devises, privilégiées jusqu'à présent, les rend vulnérables à une correction. Les deux principaux risques à surveiller plus particulièrement sont une augmentation de l'inflation mensuelle aux États-Unis (qui remettrait en cause les efforts de la Fed pour ramener l'inflation vers son niveau cible) et les

inquiétudes de plus en plus vives, exprimées tant par les *think tanks* sur l'économie que par les investisseurs, concernant l'augmentation de la « prime fiscale » aux États-Unis.

Olga YANGOL

RUSSIE : UNE ÉCONOMIE DE GUERRE EN CROISSANCE

La dynamique de l'économie russe s'est révélée plus soutenue que prévu. La croissance du PIB a été de 5% en glissement annuel au cours des deuxième, troisième et probablement aussi quatrième trimestres 2023. Elle a bénéficié de trois facteurs principaux.

Premièrement, **la Russie a réussi à réorienter en partie ses exportations** (dont les hydrocarbures) **de l'Europe vers d'autres destinations**, notamment la Chine, l'Inde et la Turquie. Elle a également réussi à modifier l'origine de ses importations afin de limiter l'impact des sanctions économiques et de préserver, partiellement, son secteur manufacturier et sa consommation intérieure.

Deuxième facteur, **la demande des consommateurs a été relativement vigoureuse**, grâce à une politique budgétaire assez favorable mise en œuvre avant les élections et à la croissance forte des salaires, liée au manque de main-d'œuvre.

Troisième facteur, le plus important, **l'économie russe est devenue de plus en plus une économie de guerre**. Les dépenses militaires ont bondi, passant du niveau déjà élevé d'environ 4% du PIB en 2022 à 7% du PIB en 2024. Cela a stimulé la production industrielle et soutenu l'ensemble de l'économie.

En 2024, la croissance du PIB devrait ralentir : l'augmentation des dépenses militaires ne pourra probablement pas se maintenir au même rythme et la croissance des exportations faiblit. La hausse des taux d'intérêt, destinée à combattre l'inflation, devrait

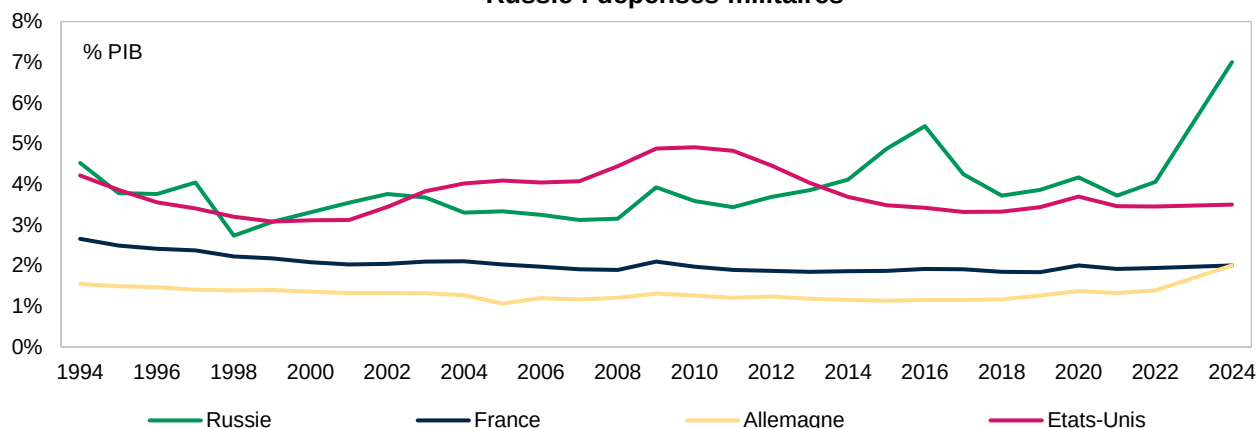
également peser sur la demande intérieure. Une croissance du PIB de 2,5% semble être une hypothèse raisonnable pour l'année en cours.

Le gouvernement est resté fidèle au choix fait il y a dix ans de limiter sa vulnérabilité financière pour pouvoir s'affirmer sur le plan géopolitique.

L'effort de guerre n'est évidemment pas sans conséquence. La marge de manœuvre financière de la Russie s'est progressivement réduite. Outre les pressions inflationnistes, le bilan du gouvernement a également été affecté. La taille du *National Wellbeing Fund*⁴ a diminué au cours des deux dernières années. Sa partie liquide, en particulier, s'est contractée d'environ 45% depuis le début de la guerre. La dette publique a également augmenté, mais reste particulièrement faible par rapport aux normes internationales, puisqu'elle ne représente que 22% du PIB selon le FMI. Cette situation est le résultat de l'importance accordée à l'orthodoxie financière au cours de la dernière décennie. Le gouvernement s'en est tenu à son choix : celui de limiter sa vulnérabilité financière afin de s'affirmer sur le plan géopolitique. Il a utilisé l'orthodoxie financière comme bouclier géopolitique.

En résumé, **la marge de manœuvre financière de la Russie diminue, mais à un rythme progressif, et reste importante à ce stade**, en particulier si les cours du pétrole restent à leur niveau actuel et si la Russie parvient à maintenir ses relations commerciales avec les pays du Sud.

Russie : dépenses militaires



Sources : SIPRI, IISS, National sources, Crédit Agricole CIB

⁴ Fonds souverain dont la finalité première est de soutenir le système de retraite russe.

	2024	2025
Moyenne annuelle		
PIB	2,5%	1,5%
Inflation	7,7%	5,5%

Sur le front extérieur, toutefois, l'excédent courant s'est contracté, une évolution résultant d'une demande intérieure plutôt forte et d'une diminution progressive des exportations vers l'Occident. **Nous prévoyons une baisse de l'excédent courant de 2,5% du PIB en 2023 à environ 1,5% en 2024.**

La Banque centrale russe (CBR) a dû relever fortement les taux d'intérêt pour combattre les pressions inflationnistes, confirmant ainsi qu'elle joue un rôle-clé dans le maintien de l'orthodoxie financière. Avec un taux directeur (*repo* à une semaine) nominal actuellement à 16%, le niveau de taux réel excède 8%, l'un des plus élevés parmi les plus grandes économies mondiales. La banque centrale pourrait commencer à baisser ses taux au cours du deuxième semestre 2024, si l'inflation se modère, mais tout assouplissement monétaire sera probablement graduel.

Sébastien BARBÉ

INDE : LE PARI DE NARENDRA MODI

Alors que 970 millions d'Indiens sont appelés aux urnes à partir du 19 avril, le résultat ne fait déjà guère de doutes et Narendra Modi devrait – sauf retournement de dernière minute – être reconduit pour un troisième mandat à la tête du pays. La question est celle de l'obtention d'une victoire suffisamment large lui permettant de se passer de ses alliés traditionnels au Congrès, ce qui lui laisserait le champ libre pour asseoir un peu plus son pouvoir et son emprise sur le pays.

Un nouveau cycle d'investissements

L'Inde est entrée dans un nouveau cycle d'investissements. Après une baisse continue entre 2012 et 2021 – avec une chute très forte au moment du Covid – **l'investissement a atteint 34% du PIB en 2023 et devrait continuer de progresser pour se rapprocher de son niveau historique de 2008 (39% du PIB)**. Mais, pour l'instant, cette hausse est surtout alimentée par celle de la dépense publique, ciblant principalement l'investissement dans les infrastructures et les secteurs définis comme prioritaires par le gouvernement. Si l'Inde bénéficie sans nul doute d'une conjoncture géopolitique favorable en se positionnant

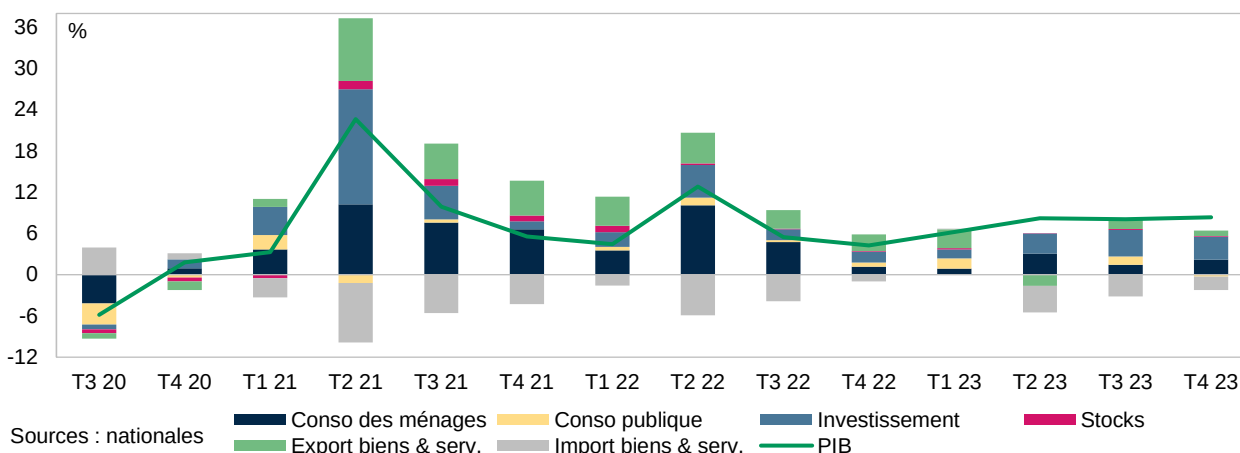
comme une alternative à la Chine, cela ne transparaît pas encore totalement dans les chiffres des investissements directs étrangers (IDE), même si de beaux succès médiatiques ont été annoncés, en particulier dans le secteur de la téléphonie.

Le chemin emprunté par Modi est un pari et il peut ne pas être totalement viable à moyen terme.

Faire boucler le modèle de croissance

Le chemin emprunté par Modi est un pari et il peut ne pas être totalement viable à moyen terme. En effet, **l'Inde traîne dans son sillage des déficits jumeaux (budgétaire et courant) qu'elle essaie de résorber** et qu'elle arrive à financer grâce à une dette publique émise localement et en roupies. La poursuite de cette dynamique d'investissements – encore renforcée en période électorale – est donc peu compatible avec les exigences de consolidation budgétaire entrepris : c'est donc le secteur privé qui devra à un moment donné prendre le relais. De plus, cette dynamique s'effectue au détriment du soutien traditionnel à la consommation.

Inde : contributions à la croissance



Alors que l'investissement a progressé plus vite que la croissance ces derniers trimestres, c'est l'inverse pour la consommation privée, minée notamment par la baisse des revenus dans le monde rural. Or, la puissance de ce dernier ne doit pas être sous-estimée, l'agriculture constituant toujours la source de revenus principale de plus d'un ménage indien sur deux.

 Moyenne annuelle	2024	2025
PIB	5,8%	6,3%
Inflation	4,5%	5,2%

Le monde agricole peine toujours à se relever de la période du Covid, du choc inflationniste de 2022 (en particulier sur les prix de l'énergie) et d'événements climatiques extrêmes (chaleur, sécheresse, nuisibles) ayant affecté le rendement des

récoltes. C'est d'ailleurs ce qui motive les revendications des fermiers, qui manifestent depuis plusieurs semaines pour obtenir des prix planchers pour leurs récoltes.

Or, le soutien de la consommation domestique est essentiel, car l'Inde demeure encore mal insérée dans le commerce mondial (1,8% des exportations mondiales de biens, 4,8% de celles des services). En augmentant les dépenses d'investissement, le pari de Modi vise donc aussi des secteurs où de nouveaux champions nationaux à l'exportation pourraient émerger (nouvelles technologies, automobile). Il faudra pour cela qu'il accepte de lâcher du lest sur les (trop) nombreuses barrières tarifaires et non-tarifaires que l'Inde maintient toujours, rendant difficiles les négociations d'accords de libre-échange – celui avec l'Union européenne est au point mort. Les promesses d'une croissance solidement ancrée au-dessus des 5,5% – et donc de son rival chinois – ne feront pas tout.

Sophie WIEVIORKA



SECTEURS D'ACTIVITÉ

Pétrole – Les craintes d'une augmentation des prix se renforcent

Gaz – Dans l'attente d'une augmentation de l'offre en 2025, 2024 pourrait ressembler à 2023

Transport maritime – À l'épreuve du feu

Pétrole – Les craintes d'une augmentation des prix se renforcent

Le relatif calme qui règne actuellement sur les marchés pétroliers ne doit pas occulter les risques d'augmentation des prix du pétrole sur les prochains trimestres. L'OPEP+ reste maîtresse des horloges.

Le prix moyen du pétrole sur le premier trimestre 2024 est relativement stable par rapport au trimestre précédent mais aussi par rapport à 2023. Les moyennes mensuelles affichent toutefois une tendance à la hausse depuis le mois de décembre. Or, il n'est pas possible d'affirmer que l'augmentation des prix du pétrole entre décembre et mars est uniquement due aux changements de route des tankers reliant le Moyen-Orient à l'Europe depuis les attaques répétées des rebelles houthis. La contraction des *spreads* entre le Brent et le WTI sur le mois de mars pourrait aussi suggérer un marché pétrolier qui se contracte légèrement.

Les intérêts géopolitiques et économiques de l'Arabie saoudite seront primordiaux dans la définition de sa politique pétrolière et des décisions de l'OPEP+.

Cette relative stabilité découle d'une demande en pétrole des gros pays consommateurs, comme la Chine ou les États-Unis, relativement constante depuis quelques mois. Ainsi, la croissance de la consommation en pétrole devrait être divisée par deux en 2024 par rapport à 2023. La demande en pétrole n'augmenterait qu'entre 1 et 1,5 million de barils par jour en 2024. À périmètre constant (l'Angola ne fait plus partie de l'OPEP depuis le mois de décembre), la production de l'OPEP est aussi relativement stable depuis l'automne dernier. Les coupes volontaires décidées à la dernière réunion interministérielle du 30 novembre ont été relativement bien respectées par l'ensemble des membres de l'OPEP et de l'OPEP+. Après le départ de l'Angola, le poids politique de l'Arabie saoudite dans le cartel augmente. La production de l'Arabie saoudite et de ses alliés du Conseil de coopération du Golfe (Koweït et Émirats arabes unis) représente la moitié de la production de l'OPEP. En

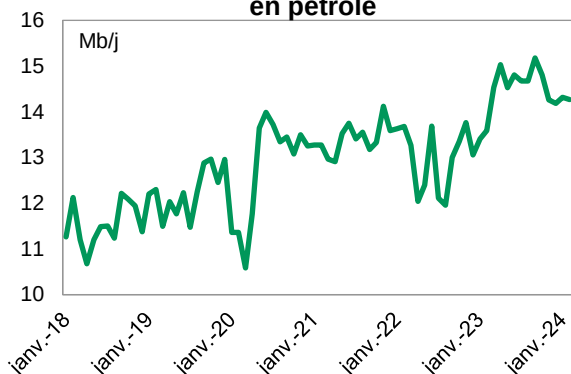
considérant l'Irak et l'Iran, les producteurs du Moyen-Orient sont responsables de 80% de la production globale de l'OPEP. Les intérêts géopolitiques et économiques de l'Arabie saoudite seront primordiaux dans la définition de sa politique pétrolière et des décisions de l'OPEP+. Les productions des États-Unis et du Brésil, qui avaient permis au second semestre 2023 de compenser les baisses de l'OPEP+, sont relativement stables sur les premiers mois de 2024. Depuis le 1^{er} janvier, les États-Unis consacrent en moyenne 100 000 barils par jour de leur production à la reconstitution de leurs stocks stratégiques en pétrole brut.

	Prix moyen du pétrole par baril
2024	85 \$
2025	88 \$

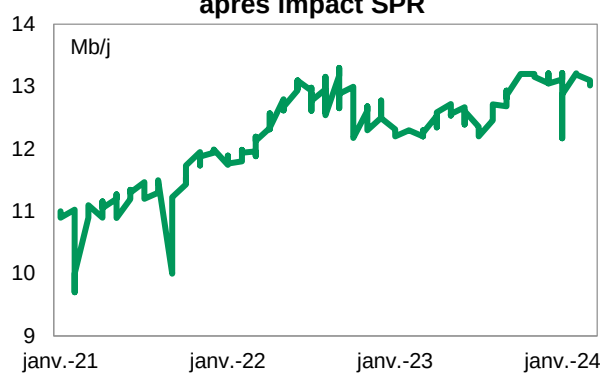
Le marché sera donc particulièrement sensible aux futures discussions et décisions de la prochaine réunion interministérielle des membres de l'OPEP+ qui doit se tenir début avril. L'Arabie saoudite, dont le prix d'équilibre fiscal du pétrole est légèrement supérieur au cours actuel, aura tout intérêt à maintenir les prix du pétrole au niveau actuel ou à les augmenter à l'aide de nouvelles réductions de production du cartel et de ses partenaires. L'étendue d'éventuelles coupes supplémentaires dépendra aussi des intérêts convergents entre l'Arabie saoudite et la Russie. Notre scénario se base sur un contrôle accru du marché pétrolier par l'OPEP+ et donc sur une appréciation progressive du prix du pétrole sur les prochains trimestres.

Stéphane FERDRIN

Chine : demande apparente en pétrole



Pétrole brut : production américaine après impact SPR



Gaz – Dans l'attente d'une augmentation de l'offre en 2025, 2024 pourrait ressembler à 2023

La situation du marché du gaz naturel continue de s'améliorer progressivement grâce notamment à une météo favorable et une offre électrique croissante en Europe. Avec des stocks élevés en cette fin d'hiver, 2024 pourrait ressembler à 2023.

Les prix de gros du gaz naturel sont à la fin de l'hiver 2023/2024 dans la fourchette basse des cours enregistrés depuis le 1^{er} janvier 2023. Ils sont mêmes inférieurs aux prix de l'année passée à la même époque. Le marché du gaz naturel reste équilibré grâce, notamment, à une consommation maîtrisée.

Les conditions météorologiques ont été particulièrement favorables aux marchés énergétiques. Un hiver encore relativement doux en Europe a limité les besoins de chauffage et, donc, la demande en gaz naturel et électricité des ménages européens. Plus de vent et davantage de précipitations ont également eu un effet positif sur la génération électrique à partir de parcs éoliens et de centrales hydrauliques.

Les stocks européens en gaz naturel termineront l'hiver à un niveau aussi élevé que celui de l'année dernière.

Structurellement, l'augmentation des capacités en énergies renouvelables a contribué à augmenter l'offre électrique. La disponibilité des réacteurs nucléaires français a soulagé les marchés européens et permis à la France de renouer avec les exportations d'énergie électrique. L'augmentation de l'offre électrique à partir des énergies renouvelables, nucléaire et hydraulique, limite l'utilisation des centrales thermiques pour équilibrer les réseaux électriques. L'utilisation des centrales thermiques au gaz naturel en Europe a logiquement diminué par rapport à 2022.

L'Asie n'a que légèrement augmenté ses importations en GNL (gaz naturel liquéfié) en 2023

par rapport à 2022, permettant à l'Europe d'importer les volumes en GNL dont elle a besoin. La Chine semble toujours arbitrer ses besoins énergétiques en faveur du charbon. Dans ces conditions, les soutirages sur les stocks européens en gaz naturel ont été relativement limités. Les stocks termineront l'hiver à un niveau aussi élevé que celui de l'an passé. Les besoins de remplissage des stocks, semblables à ceux de 2023, devraient limiter les tensions sur le marché du GNL cet été.



Importations de GNL
de l'UE

T4 2023

31,6 milliards de m³

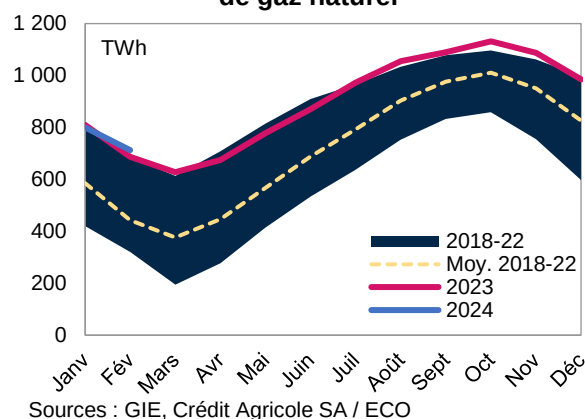
La très probable fin du transit de gaz russe à travers l'Ukraine pourrait priver les pays d'Europe centrale (Hongrie, République tchèque, Slovaquie) de 13 milliards de m³ à partir du 1^{er} janvier 2025. Cet arrêt ne devrait que légèrement perturber le marché du gaz naturel en Europe, car ces volumes de gaz russe pourraient être compensés en partie ou en totalité par une augmentation des volumes via le gazoduc Turk Stream reliant la Russie à la Turquie, elle-même connectée au réseau européen. L'offre en GNL devrait, par ailleurs, augmenter à partir de 2025 avec la mise en service prévue de plusieurs terminaux de liquéfaction en Amérique du Nord. Ceux-ci pourraient fournir près de 90 milliards de m³ de gaz naturel par an entre 2025 et 2026. Les méga-trains de liquéfaction du Qatar devraient fournir près de 40 milliards de m³ supplémentaires de gaz naturel entre 2026 et 2027.

Stéphane FERDRIN

UE : importations brutes de GNL



UE : stockage souterrain de gaz naturel



Transport maritime – À l'épreuve du feu

Les attaques houthis au large du Yémen sont un nouveau défi pour le commerce mondial. Initialement déstabilisées, les chaînes d'approvisionnement européennes contournent le sud de l'Afrique et se régularisent, moyennant des temps de transport allongés et des surcoûts significatifs appelés à se résorber.

Les frappes au sol américano-britanniques et l'entrée en jeu d'une coalition européenne sont loin d'avoir rétabli la sécurité en mer Rouge. Après avoir coulé un navire et fait leurs premières victimes, les Houthis armés par l'Iran renforcent leur emprise et agitent désormais la menace d'attaques dans l'océan Indien. Un retour rapide à la normale semble de plus en plus incertain, même en cas de cessez-le-feu à Gaza.

Ce nouveau défi vient allonger la liste des chocs que le *shipping* a dû affronter depuis trois ans. La crise Covid, la guerre en Ukraine et ses sanctions, et plus récemment, les restrictions du canal de Panama frappé par *El Niño*, avant-goût de la crise climatique, redessinent les flux maritimes en renforçant le rôle de la route de Suez, dont le trafic s'est accru de 30% en trois ans et qui pèse plus de 10% du commerce sur mer. **Ces crises sont souvent profitables au secteur, car elles tendent à allonger les routes en poussant les frets à la hausse si les navires viennent à manquer.**

C'est précisément ce qui se joue en mer Rouge : plus de **la moitié des navires sont désormais détournés par le sud de l'Afrique**, ajoutant au moins 6 000 kilomètres aux trajets Asie-Europe, et 9 000 km à ceux partant du golfe Persique. Si les navires occidentaux plus spécialement visés par les Houthis se détournent massivement, les navires russes ou chinois en principe épargnés sont plus enclins à traverser la mer Rouge même si les « erreurs » de ciblage ne sont pas rares comme le montre l'attaque récente d'un tanker chinois. **La part des trafics détournés varie ainsi sensiblement selon les types de navires**, en fonction de la nationalité des acteurs concernés ou des cargaisons transportées. Ainsi, avec un trafic mondial moins dépendant de la route de Suez et des navires

encore nombreux à prendre le risque d'une traversée de la mer Rouge, **les vraquiers subissent peu d'effets perceptibles de la crise.**



Livraisons de porte-conteneurs en 2024

En capacité

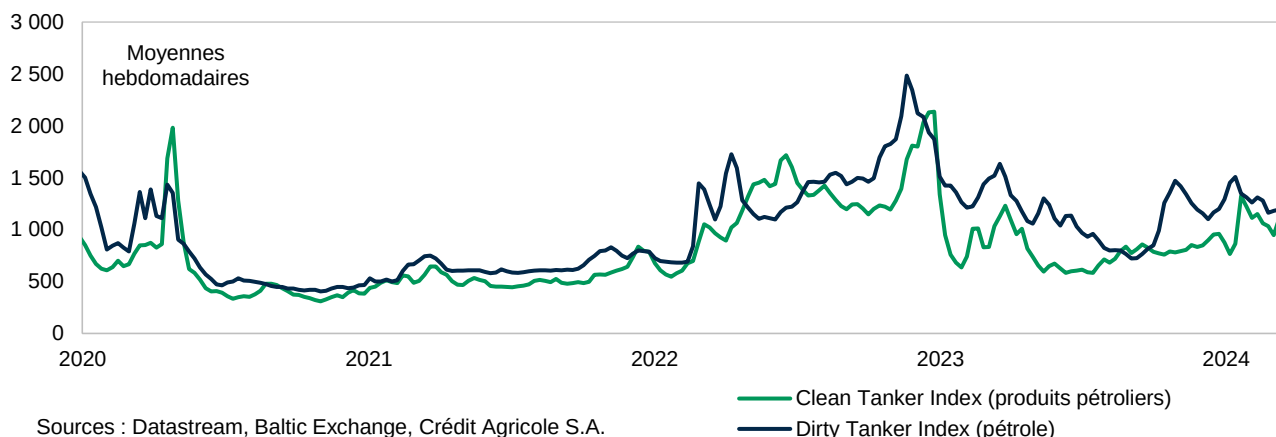
+3 millions d'EVP*
11% de la flotte à fin 2023

* Conteneur équivalent vingt pieds

Les tankers – dont environ 10% des trafics mondiaux empruntent habituellement la mer Rouge – sont en revanche plus concernés par la déviation du trafic, surtout ceux transportant des produits raffinés dont une part importante alimente l'Europe : en 2023, 40% des importations européennes provenaient du Moyen-Orient ou d'Asie, contre seulement 15% pour le pétrole. Depuis le découplage opéré par les sanctions, les exportations pétrolières russes se dirigent massivement vers l'Asie, tandis que les Européens ont surtout accru leurs importations depuis l'Amérique, tendance qui s'accroît. Les terminaux pétroliers saoudiens situés à proximité de Suez continuent par ailleurs d'alimenter le trafic. **Si le risque d'une flambée tarifaire n'est pas écarté dans un marché déjà très tendu depuis l'invasion de l'Ukraine, les navires restent encore suffisamment nombreux à circuler en mer Rouge pour contenir l'impact de la crise sur les frets des tankers.**

L'enjeu est tout autre pour les porte-conteneurs dont un tiers des capacités traversent d'ordinaire la mer Rouge. L'Europe est en première ligne, avec près de 60% de ses exports conteneurisés, et 40% de

Indices Baltic des frets du transport pétrolier



ses exportations concernés, et dans une moindre mesure, l'Amérique du Nord, surtout depuis que les navires venant d'Asie naviguent plus nombreux par la route de Suez pour éviter Panama. À quelques exceptions (nouveaux entrants chinois profitant de l'effet d'aubaine, traversées au cas par cas de grands navires sous escorte...), l'essentiel des trafics de conteneurs passe désormais par le sud de l'Afrique.

La désorganisation initiale par manque de navires et de conteneurs laisse place à une régularisation progressive des chaînes d'approvisionnement, en l'absence jusqu'ici de congestion portuaire. Les transporteurs redéployent des navires et les accélèrent modérément, **contraints par leurs objectifs de réduction d'émissions carbone, taxées depuis cette année en Europe**. Les temps de transit sont allongés d'une à deux semaines vers l'Europe du Nord, et bien plus vers les ports méditerranéens éloignés de Gibraltar. Mais la ponctualité des transports, dégradée depuis décembre, devrait à nouveau s'améliorer.

À la différence de la crise du Covid, résultat d'un double choc, la demande est aujourd'hui convalescente et l'offre surcapacitaire.

La diversion des flux a provoqué un choc d'offre de 6% à 8% de capacités. Les taux de fret ont plus que triplé en janvier sur les routes Asie-Europe et vers la côte Est de l'Amérique du Nord, entraînant dans leur sillage d'autres routes non concernées par la crise, mais délestées de capacités à leur profit. Si les taux de

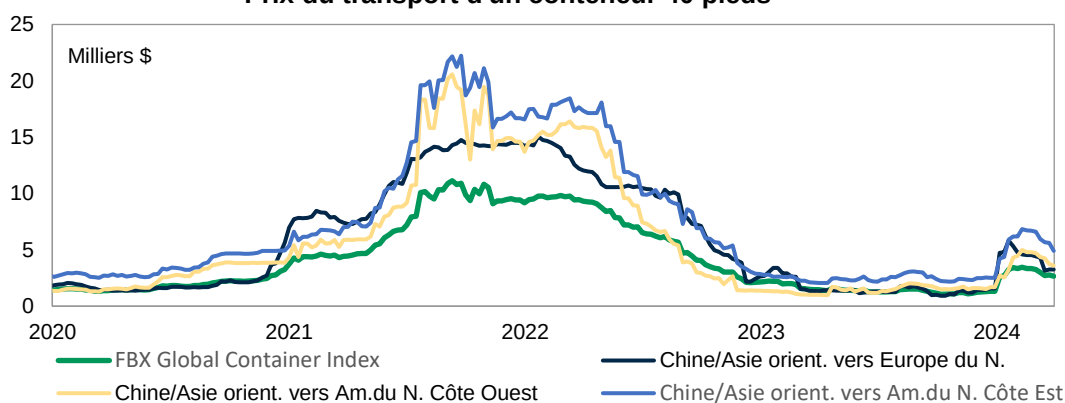
fret ont amorcé une décrue à la faveur de la basse saison, c'est de l'offre à venir que l'on attend le reflux.

À la différence de la crise du Covid, résultat d'un double choc, demande de biens boostée par les confinements et pénurie d'offre aggravée par la congestion portuaire, la demande est aujourd'hui convalescente et l'offre surcapacitaire. Les navires commandés en masse pendant la bulle ont commencé l'an passé à submerger le marché, faisant plonger dans le rouge en fin d'année les résultats des transporteurs et une nouvelle vague record de +11% d'offre neuve est prévue cette année. **C'est pourquoi, même en intégrant l'hypothèse d'une insécurité durable en mer Rouge, un recul graduel des taux de fret est anticipé**, potentiellement freiné par la haute saison et par une gestion dynamique des capacités mise en œuvre par les transporteurs (démolitions, ralentissement, mises à l'ancre). S'agissant des ports, l'accident de Baltimore devrait avoir un effet limité, mais le risque de congestion serait autrement plus sérieux en cas d'échec des négociations en cours avec les dockers des ports de la côte Est américaine.

Sauf extension géographique de la crise ou résurgence de la congestion portuaire, les coûts du fret devraient retomber d'ici la fin d'année à des niveaux proches de ceux qui prévalaient avant les attaques, la nouvelle taxe européenne sur le carbone en plus.

Bertrand GAVAUDAN

Prix du transport d'un conteneur 40 pieds



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



MARCHÉS

Politique monétaire – Rien ne sert de courir...

Taux d'intérêt – Ne pas trop espérer

Taux de change – Léger avantage au dollar

Politique monétaire – Rien ne sert de courir...

... Il faut partir à temps pour éviter bien des déboires. Propulsée à la sortie de la pandémie à des niveaux très élevés, subissant des chocs (surtout en zone euro), épousant des rythmes de repli un peu chaotiques, l'inflation a conduit les banques centrales à installer leurs taux directeurs sur un plateau durablement élevé. Il est enfin temps d'en descendre mais avec prudence.

RÉSERVE FÉDÉRALE : LA PATIENCE EST UNE VERTU

La question-clé reste celle du *timing* : combien de temps la Fed laissera ses taux à leur plateau actuel, pic probable du cycle de resserrement en cours ?

Alors que le niveau élevé d'inflation enregistré au début de l'année 2024 a conduit certains à envisager la possibilité d'une nouvelle hausse des taux, la Fed n'a pas hésité à signaler que le prochain changement serait une baisse et notre scénario retient une première baisse avant la fin de l'année.

L'annonce de futures baisses des taux cette année par la Fed ne signifie toutefois pas que celles-ci sont imminentes. Au contraire, la Fed restera patiente et attendra quelques mois de données supplémentaires pour renforcer sa conviction selon laquelle la désinflation est sur la bonne voie : la première baisse des taux n'interviendrait qu'en juillet. Au début du cycle d'assouplissement, les baisses n'auraient lieu que lors d'un FOMC sur deux : après une nouvelle baisse de 25 points de base en novembre, la limite supérieure serait ainsi abaissée à 5,00% en fin d'année.

Avec le recul de la croissance plus marqué début 2025 tel qu'envisagé dans notre scénario, la Fed accentuerait le rythme des baisses de taux à 25 points de base par le FOMC entre le premier et le troisième trimestre 2025, abaissant la borne haute à 3,50%. Avec une récession modérée et une inflation toujours supérieure à 2%, la Fed devrait hésiter à diminuer ses taux trop agressivement : elle

s'arrêterait à 3,50% à la faveur d'une stabilisation de la croissance au cours de la dernière partie de l'année 2025, stabilisation elle-même attribuable en partie aux baisses de taux. Compte tenu de la persistance d'une inflation supérieure à l'objectif et d'un taux d'intérêt neutre⁵ susceptible d'être plus élevé qu'auparavant, la Fed pourrait rencontrer des difficultés pour faire passer la borne haute sous 3,50%.

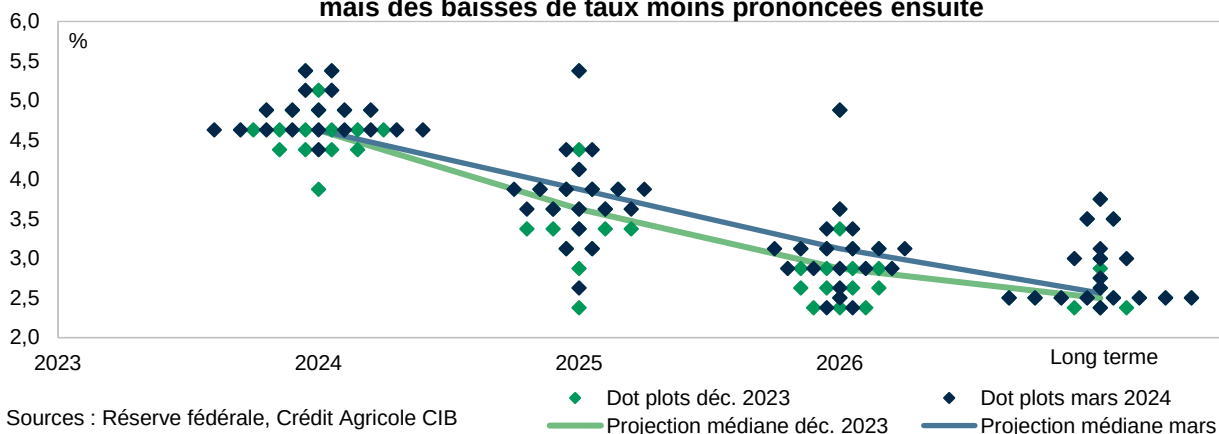
Avec une récession modérée et une inflation toujours supérieure à 2%, la Fed devrait hésiter à baisser ses taux trop agressivement.

À court terme, la résilience de l'économie observée jusqu'à présent a pour conséquence de faire de l'inflation le facteur principal de la fonction de réaction de la Fed. Il faudrait que le marché du travail et l'économie en général se détériorent plus rapidement qu'anticipé pour que le versant emploi du mandat de la Fed prenne davantage d'importance.

Les chiffres d'inflation plus élevés que prévu en janvier et février derniers conduisent donc à maintenir une première baisse des taux en juillet. Une première baisse n'est pas exclue en juin, mais elle requiert que les chiffres d'inflation des deux prochains mois soient nettement plus encourageants.

Nicholas VAN NESS

Fed : le dot plot de mars montre une projection médiane inchangée pour 2024, mais des baisses de taux moins prononcées ensuite



⁵ Taux théorique qui permet à l'économie de croître à son potentiel sans hausse ni baisse de l'inflation (*natural rate of interest*, noté *r-star* ou *r** en anglais).

BCE : VERS LE DÉBUT DU CYCLE DE BAISSSE

L'amélioration sur le front de l'inflation devrait permettre à la Banque centrale européenne de débiter sa normalisation à partir du milieu de cette année.

Elle prévoit un retour de l'inflation autour de 2% vers la fin de 2025 : un diagnostic que, dans l'ensemble, nous partageons. **Les risques haussiers** persistant sur l'inflation, ainsi que l'amélioration des perspectives économiques au cours de la deuxième moitié de 2024, **devraient cependant encourager la BCE à opérer un desserrement monétaire graduel.**

La BCE devrait baisser ses taux de 75 points de base (pdb) en 2024, puis faire de même en 2025. Alors que, jusqu'à récemment, notre scénario tablait sur des baisses débutant en septembre 2024, la communication récente de la BCE nous a conduits à réviser ces anticipations et à envisager une première baisse dès juin 2024. Par conséquent, **la BCE devrait adopter un rythme de baisses plus graduel : elle baisserait ses taux une fois par trimestre.**

La BCE prévoit un retour de l'inflation autour de 2% vers la fin de 2025.

Ainsi, elle baisserait ses taux de 25 points de base en juin (de 4% à 3,75% pour le taux de dépôt), en septembre (à 3,5%) et en décembre (à 3,25%). De

même en 2025, elle baisserait en mars, juin et septembre pour terminer son cycle de baisse avec un taux de dépôt à 2,5%.

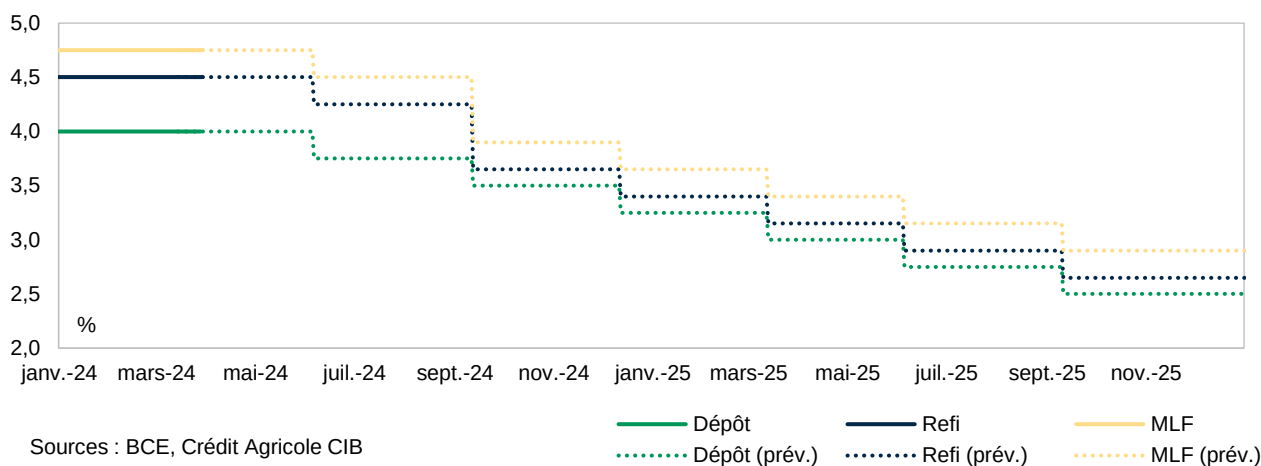
Comme la BCE l'a indiqué lors de la revue de son *monetary framework*, le corridor entre le taux de refi et le taux de dépôt va être réduit de 50 pdb à 15 pdb à partir de septembre (ainsi le taux Refi serait baissé de 25 pdb en juin, de 4,5% à 4,25%, puis baissé de 60 pdb en septembre à 3,65%). Cette mesure vise à encourager les banques à accroître leurs emprunts auprès de la BCE dans le cadre des MRO et LTRO-3M pour compenser en partie la réduction de la liquidité bancaire en lien avec les remboursements des TLTRO et le resserrement quantitatif.

De même, dans le cadre de la revue de son *monetary framework*, la BCE a indiqué qu'elle entreprendrait, ultérieurement, des programmes structurels : achats de titres et opérations de refinancement spéciales. Ces programmes seront mis en place lorsque la réduction du bilan de la BCE entraînera une raréfaction de la liquidité bancaire trop marquée, malgré les opérations de refinancement à court terme évoquées ci-dessus.

Par conséquent, la BCE ne devrait entreprendre ces programmes qu'à partir de 2028 au plus tôt.

Louis HARREAU

BCE : principaux taux de refinancement



BANQUE D'ANGLETERRE : VERS UN ASSOUPPLISSEMENT PLUS PRÉCOCE

La Banque d'Angleterre (BoE) a adopté une tonalité plus accommodante depuis le début de l'année en raison de taux d'inflation légèrement inférieurs aux prévisions (3,4% en glissement annuel en février pour l'inflation CPI totale, 4,5% pour l'inflation CPI sous-jacente) et d'une récession technique au second semestre 2023. La première baisse de taux, sans être imminente, devrait intervenir plus tôt qu'envisagé il y a trois mois. Le Comité de politique monétaire (MPC) a cependant besoin d'éléments supplémentaires montrant que l'inflation se normalise.

Tout d'abord, **le biais haussier du guidage des anticipations (*forward guidance*) a été abandonné en février** : la BoE ne juge plus nécessaire, ni même possible, de continuer à relever ses taux. En effet, parallèlement à la détente progressive du marché du travail, les risques liés aux pressions sur les prix domestiques et les salaires ont été jugés « plus équilibrés », alors qu'ils étaient considérés comme « orientés à la hausse » dans les prévisions précédentes. La politique monétaire est désormais considérée comme « restrictive » et la question est dès lors de savoir combien de temps le taux directeur devrait être maintenu à son niveau actuel de 5,25% avant d'être abaissé.

Ensuite, **lors de la dernière réunion du MPC, en mars**, alors que les taux étaient maintenus stables pour la cinquième réunion consécutive, **les votes ont montré un tournant *dovish* assez net** : les deux principaux faucons, Catherine L. Mann et Jonathan Haskel, ont rejoint le camp du *statu quo*, tandis que Swati Dhingra a continué de voter pour une baisse des taux. Le MPC a par ailleurs pour la première fois « reconnu que l'orientation de la politique monétaire pourrait rester restrictive même si le *Bank rate* venait à être abaissé, dans la mesure où elle partait d'un niveau déjà restrictif ». Il pourrait donc ne pas falloir attendre une normalisation des pressions inflationnistes domestiques (notamment de l'inflation des services et

de la progression des salaires) pour procéder à une baisse des taux.

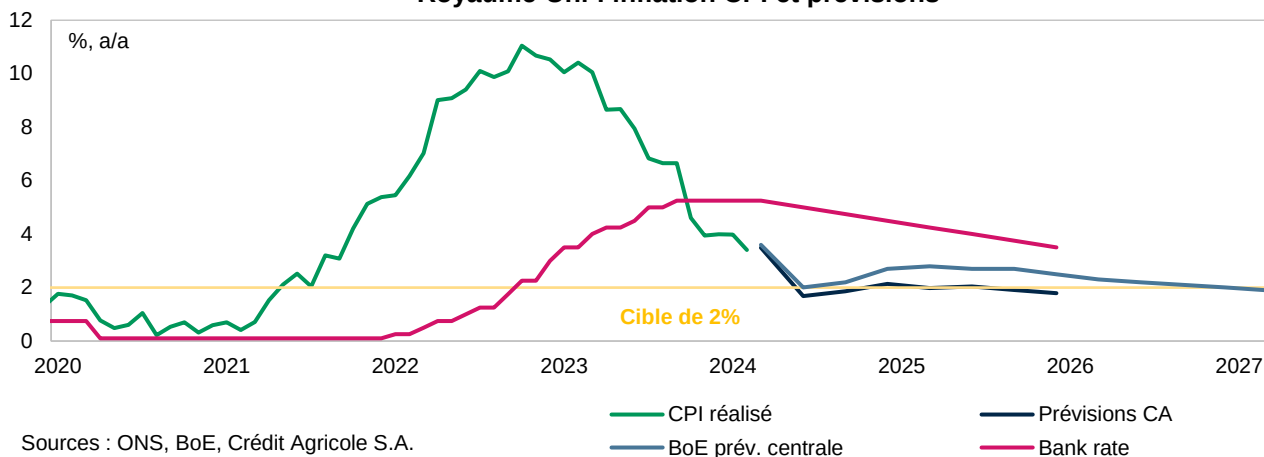
En outre, **le MPC n'attendra pas nécessairement une des réunions à l'issue desquelles elle publie son *Monetary Policy Report*⁶ pour modifier sa politique**, puisque les *minutes* de la réunion de mars indiquent que les membres du MPC « évalueront le degré de restriction de la politique à *chaque réunion* ». La BoE a déjà montré dans le passé qu'elle pouvait prendre des mesures-clés lors de réunions sans publication de *Monetary Policy Report*, comme ce fut le cas en décembre 2021 avec la première hausse des taux du cycle actuel. Enfin, le MPC a semblé quelque peu rassuré sur la dynamique des pressions inflationnistes domestiques. Bien que toujours élevées, les mesures à fréquence élevée de l'inflation sous-jacente des services, les anticipations d'inflation à court terme et la progression des salaires mesurée à travers plusieurs indicateurs ont continué de se modérer.

La politique monétaire est désormais considérée comme « restrictive » et la question est dès lors de savoir combien de temps le taux directeur devrait être maintenu à son niveau actuel de 5,25% avant d'être abaissé.

Par conséquent, **la probabilité d'une baisse des taux intervenant plus tôt que prévu a clairement augmenté et la BoE ne devrait plus attendre jusqu'au mois d'août**. Une baisse dès le 9 mai est même possible ; cela semble cependant un peu trop tôt dans la mesure où la BoE ne disposera pas encore de suffisamment de données pour prendre une décision éclairée (un seul mois d'inflation supplémentaire notamment).

En revanche, lors de sa réunion du 20 juin, elle disposera des chiffres d'inflation de trois mois supplémentaires et de davantage de données sur le

Royaume-Uni : inflation CPI et prévisions



⁶ Ces réunions sont celles de février, mai, août et novembre, les autres réunions ont lieu en mars, juin, septembre et décembre.

marché du travail. **Nous avançons d'août à juin notre prévision de la première baisse de taux et continuons à tabler sur une baisse de taux par**

trimestre : le *Bank rate* terminerait ainsi l'année 2024 à 4,50% et l'année 2025 à 3,50%.

Slavena NAZAROVA

BANQUE DU JAPON : MAINTIEN D'UNE STRATÉGIE ACCOMMODANTE MALGRÉ L'AJUSTEMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

La BoJ a mis fin à sa politique de contrôle de la courbe des taux et aux taux d'intérêt négatifs en mars

Lors de sa réunion du mois de mars, le Conseil d'orientation de la Banque du Japon (BoJ) a décidé de mettre fin à sa politique de contrôle de la courbe des taux (ou YCC pour *Yield Curve Control*) et au régime de taux d'intérêt négatifs au profit de **taux d'intérêt nuls, par sept voix contre deux**. La BoJ a décidé de relever son taux directeur entre 0,00% et 0,10%, tout en augmentant le taux d'intérêt appliqué au solde de la balance courante à 0,10% (et en supprimant les tranches à 0,00% et -0,10%). Parallèlement à l'abandon du YCC, la BoJ a annoncé son intention de mettre fin à son programme d'assouplissement qualitatif, y compris à ses achats de fonds indiciels (ETF).

Les négociations salariales de printemps (Shunto) ont débouché sur des hausses de salaire pour la deuxième année consécutive.

La volonté, au sein de la banque centrale, d'ajuster la stratégie monétaire semble avoir pris le dessus sur la position accommodante du gouverneur, **Kazuo Ueda**, lequel est perçu comme cherchant à aligner l'orientation de la politique monétaire sur celle du gouvernement. La BoJ a justifié cette décision en soulignant que les négociations salariales de printemps (*Shunto*) ont débouché sur des hausses de salaire pour la deuxième année consécutive. Par ailleurs, à l'occasion de la publication de son rapport trimestriel, en avril, la BoJ devrait probablement tabler sur une inflation de 2% pour l'année fiscale 2026.

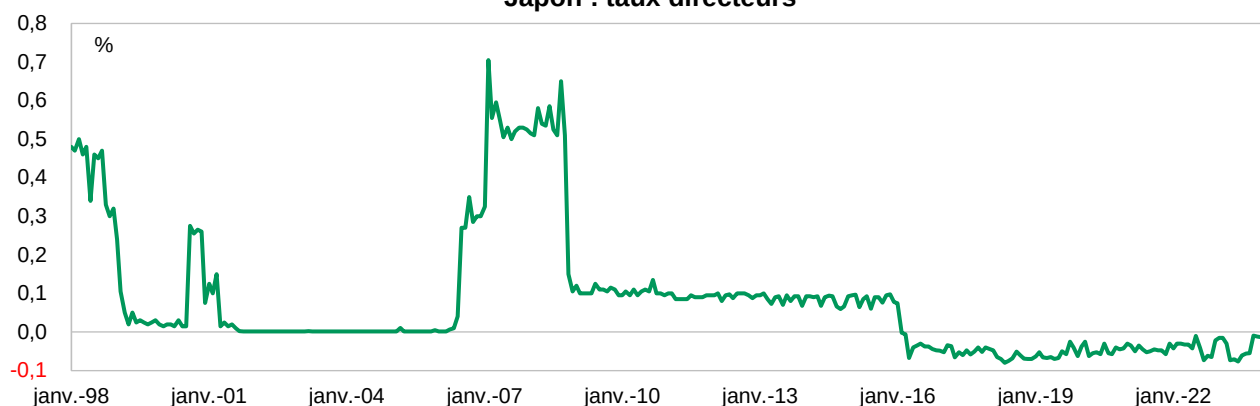
Bien qu'elle ait relevé son taux directeur pour la première fois en dix-sept ans, la banque centrale a indiqué qu'elle prévoyait d'acheter environ 70 000 milliards de yens de titres obligataires d'État (JGB) afin d'éviter une discontinuité dans sa politique actuelle monétaire. En signalant qu'elle continuera d'acheter des JGB à un rythme similaire, la BoJ empêchera toute diminution de son bilan et, par conséquent, toute diminution de la base monétaire, bien que son engagement d'accroître la base monétaire jusqu'à ce que l'objectif d'inflation de 2% soit dépassé ait été supprimé.

La BoJ maintient une position accommodante malgré les ajustements apportés à sa politique

Le gouvernement exprime son souhait d'éloigner le Japon d'une économie de « baisse des coûts ». Étant donné que ce dernier maintient son engagement à poursuivre la stratégie des *Abenomics*, qui consiste en un ensemble de mesures monétaires et budgétaires accommodantes, il restera difficile pour la BoJ d'adopter une orientation *hawkish*.

Bien qu'elle ait procédé à un changement majeur de sa politique, la banque centrale a explicitement indiqué qu'elle prévoyait « un maintien des conditions financières accommodantes pour le moment ». Par cette déclaration, elle signale probablement au gouvernement qu'elle reste déterminée à soutenir l'économie japonaise (en maintenant un biais accommodant) jusqu'à ce que celle-ci sorte complètement de la déflation. Le dernier ajustement de sa politique

Japon : taux directeurs



Sources : Bloomberg, CACIB

— Taux JJ non collatéralisé (taux directeur)

monétaire n'est pas un virage *hawkish* annonçant d'autres resserrements dans un futur proche.

La prochaine hausse des taux directeurs aura probablement lieu au quatrième trimestre 2025

Les spéculations sur un nouveau resserrement de la politique monétaire vont probablement perdurer, bien que la BoJ ait indiqué qu'elle maintiendrait des conditions financières accommodantes pendant un certain temps. Combiné à l'augmentation du compte courant de la BoJ en raison des intérêts plus élevés fournis par la banque centrale, le cycle de crédit du Japon va probablement commencer à se contracter. Avec la montée des difficultés économiques, liées à l'économie mondiale et à l'affaiblissement du cycle du crédit, la croissance du PIB et les pressions inflationnistes devraient faiblir de manière significative.

Par conséquent, **la BoJ ne sera probablement pas en mesure de relever à nouveau son taux directeur avant le quatrième trimestre 2025**, lorsque le cycle de baisse des taux directeurs des principales banques centrales étrangères sera terminé, que l'économie

mondiale entrera dans sa prochaine phase de reprise cyclique et que les « très fortes incertitudes entourant les économies et les marchés financiers au Japon et à l'étranger » se seront dissipées.

En 2026, avec une reprise des dépenses d'investissement sur fond de reprise de l'économie mondiale, un retour du taux d'épargne des entreprises en territoire négatif (la situation normale) et une croissance économique repassant au-dessus de son rythme potentiel, **le gouvernement pourra annoncer que l'économie est complètement sortie de la déflation**. La sortie complète de la déflation devenant de plus en plus certaine, la BoJ pourrait relever son taux directeur de 25 points de base chaque trimestre après le quatrième trimestre 2025, ce qui le porterait à 1,25% fin 2026.

La politique monétaire ne se normaliserait donc complètement qu'en 2027, lorsque le taux directeur dépassera le taux d'inflation et que le taux directeur réel sera nul.

Arata OTO – Takuji AIDA

Taux d'intérêt – Ne pas trop espérer

Alors que les marchés développaient un scénario de baisses imminentes et massives des taux directeurs, croissance résistante ou stabilisée ainsi qu'inflation tenace les ont fait déchanter : les taux longs se sont redressés. Mais les anticipations d'assouplissement monétaire semblent encore trop optimistes ; les taux longs pourraient ainsi devoir patienter quelques temps avant de s'installer sur une pente seulement doucement baissière.

ÉTATS-UNIS : DES TAUX PLUS ÉLEVÉS, UNE PENTIFICATION MOINS PRONONCÉE

Les données économiques récentes montrent que la dernière manche de la lutte que la Fed mène contre l'inflation se révèle plus difficile que prévu et que le marché du travail continue de générer des emplois à un rythme relativement élevé. Nous avons donc ajusté nos prévisions de taux américains : taux légèrement plus élevés et courbe des taux moins pentue, conséquences à court terme d'une croissance plus résiliente et d'une inflation plus persistante qu'initialement prévu.

Dans nos nouvelles prévisions, les taux sont légèrement plus élevés sur l'ensemble de la courbe. À titre d'illustration, le taux des *Treasuries* à dix ans serait d'environ 4,20% en fin d'année, contre une prévision de 4,10% précédemment. Une révision en ligne avec celle de nos prévisions de croissance qui tablent désormais sur une expansion moyenne de 1,8% en 2024, contre 1,6% précédemment.

En ce qui concerne la Fed, les derniers rapports économiques n'ont pas changé la donne et dans son *dot plot* de mars, le FOMC continue d'ailleurs de tabler sur trois baisses des taux. Notre scénario central continue de tabler sur une première baisse des taux en juillet et sur un assouplissement total de 50 points de base cette année : à court terme, notre scénario est moins « optimiste » que le marché. Ce dernier prévoit des baisses de taux directeurs totalisant environ 80 points de base d'ici la fin de l'année, un chiffre qui nous paraît trop élevé.

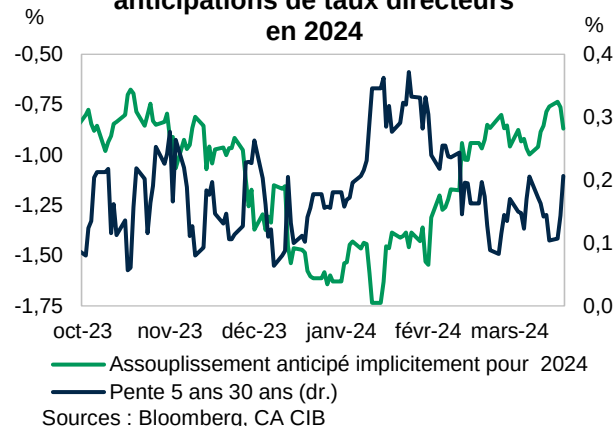
L'analyse historique suggère que la courbe se pentifie à l'approche et au début des cycles

d'assouplissement. Le cycle actuel est toutefois fortement atypique, dans la mesure où, d'une part, la Fed a décidé d'adapter sa politique à l'évolution des données économiques et où, d'autre part, la vigueur de celles-ci a provoqué une forte volatilité de la courbe des taux. Dans ce contexte, la courbe devrait continuer de se pentifier, la Fed commençant à abaisser ses taux à partir du troisième trimestre 2024. Toutefois, la pentification serait moins prononcée que dans nos prévisions précédentes, en raison d'une croissance plus résiliente et d'une inflation diminuant moins rapidement qu'initialement attendu. Nous tablons à présent sur une pente deux ans - dix ans légèrement inversée fin 2024 (à -10 points de base), après avoir « espéré » une pente quasiment nulle sur ce segment.

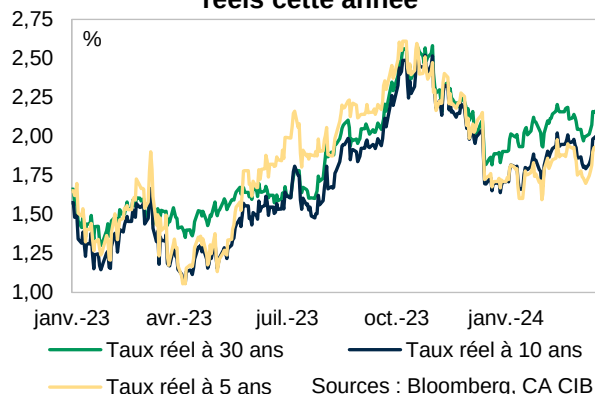
Les marchés auront les yeux rivés sur les élections américaines au cours des prochains mois.

Les marchés auront les yeux rivés sur les élections américaines au cours des prochains mois. Le vainqueur, quel qu'il soit, disposera d'une marge de manœuvre budgétaire plus faible que celle des administrations précédentes. Les perspectives budgétaires au cours des années à venir continuent de se détériorer : le CBO (*Congressional Budget Office*) estime que la dette fédérale détenue par le public passera de 28 000 milliards de dollars (99% du PIB) pour l'exercice 2024 à 48 000 milliards de dollars (116% du PIB) pour l'exercice 2034. En termes de politique monétaire, le contexte est désormais différent de celui de 2016 : alors qu'un cycle de hausse des taux avait démarré après les élections de 2016, un cycle d'assouplissement sera vraisemblablement en cours

Le marché revoit à la baisse ses anticipations de taux directeurs en 2024



Les bonnes données économiques ont provoqué une hausse des taux réels cette année



au second semestre 2024 et en 2025. L'inflation est plus élevée : la Fed table sur une hausse des prix *core* des dépenses de consommation (*core PCE*, *Personal Consumption Expenditures Price Index*) de 2,6% en 2024, contre 1,6% en moyenne en 2016.

La prime de terme des *Treasuries* s'est stabilisée cette année après avoir chuté fin 2023. La prime de terme ACM⁷ à dix ans est d'environ -0,17% actuellement, à comparer à un pic d'environ +0,47% au quatrième trimestre 2023. Dans un contexte de

marchés actions élevés et de *spreads* de crédit resserrés, les conditions financières sont restées accommodantes malgré le niveau élevé des taux. Sur les contrats à terme sur *Treasuries*, les spéculateurs restent vendeurs, mais ils ont couvert certaines positions vendeuses sur la partie longue de la courbe. Le caractère accommodant des conditions financières n'incite pas la Fed à abaisser rapidement ses taux directeurs.

Alex LI

EUROPE : OÙ EN SOMMES-NOUS ?

Le cycle agressif de baisse des taux de la BCE, anticipé par les marchés en début d'année, s'est heurté à divers obstacles qui ont fait augmenter le taux terminal attendu de près de 2% à environ 2,75% pour l'instant. Le principal moteur de remontée des anticipations a été le ralentissement de la baisse de l'inflation, lui-même lié au reflux lent de certaines composantes de l'indice des prix liées aux services et au marché du travail.

Mais, comme nous l'avions prévu, la croissance s'est stabilisée, à un niveau certes faible, et des signaux d'amélioration ont été envoyés, principalement par les pays périphériques. L'Allemagne n'est pas prête à retrouver son rôle moteur de croissance, mais si l'on s'en tient aux données agrégées pour la zone euro, l'amélioration récente des termes de l'échange, les investissements financés par les pouvoirs publics et, à terme, l'augmentation des revenus réels des ménages devraient soutenir l'activité. Par ailleurs, les systèmes bancaires restent sains et les conditions financières soutiennent la richesse des deux côtés de l'Atlantique. Au regard des marchés financiers, la politique économique ne semble pas trop restrictive, malgré la hausse des taux directeurs réels.

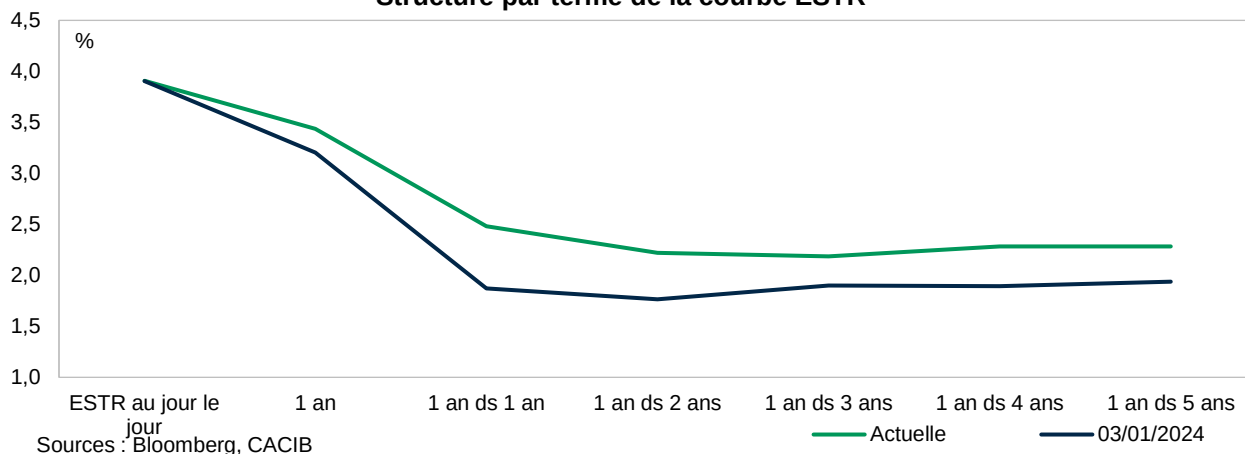
Avec la baisse plus lente qu'attendu de l'inflation, le niveau élevé du déficit budgétaire dans de nombreux pays importants et, en l'absence de récession, **notre scénario prévoit une légère hausse des rendements des titres d'État européens et ce d'autant plus que les prix de marché actuels intègrent un assouplissement monétaire certainement exagéré.**

Le principal facteur du resserrement des spreads a été l'assouplissement généralisé des conditions financières dans un contexte de moindre volatilité.

Depuis le début de l'année, la pente de la courbe est restée fortement inversée malgré les anticipations de baisses des taux directeurs. La courbe ne devrait pas fortement se déformer ; les perspectives de pentification devraient s'améliorer au deuxième semestre, mais seraient centrées sur certains segments spécifiques comme le cinq ans - trente ans plutôt que sur le deux ans - dix ans.

Notre scénario tablait sur une hausse des rendements sur la partie courte de la courbe et n'envisageait pas que la demande des marchés pour les actifs plus risqués puisse être aussi soutenue. Or, ce phénomène a été le principal facteur du resserrement des *spreads* souverains en zone euro. La faiblesse de la volatilité

Structure par terme de la courbe ESTR



⁷ Prime de terme calculée selon le modèle dit ACM (Adrian, Crump and Moench).

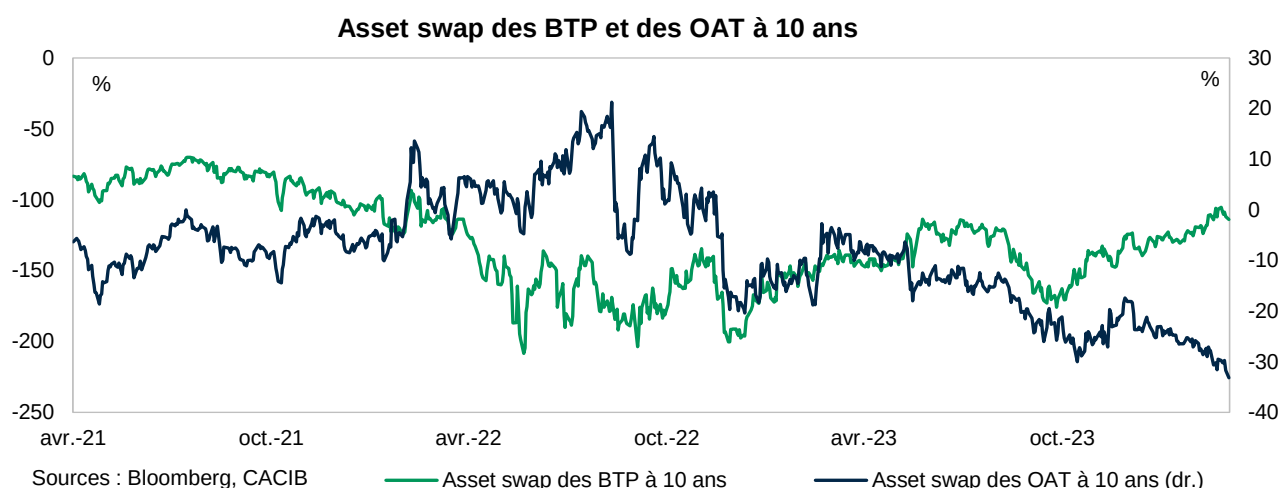
combinée au durcissement quantitatif (ou QT⁸) a réduit la rareté des obligations allemandes, en particulier celles dont le taux de repo a augmenté jusqu'au niveau de l'ESTR en ligne avec les titres d'autres pays. Cela a entraîné un resserrement des *spreads* d'*asset swap*⁹ (ASW), les Bunds ayant perdu leur valeur due à leur rareté en tant que collatéral.

L'examen des performances d'autres marchés de titres souverains de la zone euro, en utilisant les *swaps* comme référence, montre toutefois d'autres évolutions importantes. **Au cours des trois derniers mois, les fondamentaux économiques de l'Italie et de la France n'ont pas changé de manière significative** : les deux pays ont des déficits importants et ont un taux de chômage d'environ 7,5%. Pourtant, malgré une accélération attendue du QT de la BCE et un recul des anticipations de baisse des taux directeurs, ce sont les BTP qui ont enregistré les meilleures performances

cette année ; cela nous a incités à revoir notre prévision de léger écartement des *spreads*.

Certains éléments comme l'allongement du délai accordé aux pays membres pour respecter les règles budgétaires de l'UE et la perspective d'une augmentation des émissions de l'UE sont des signes d'une plus grande solidarité. **Le principal facteur du resserrement des *spreads* a cependant été l'assouplissement généralisé des conditions financières dans un contexte de moindre volatilité, qui a conduit les investisseurs à une souplesse accrue en termes de prise de risque.** Finalement, la plupart des banques centrales s'engagent dans des cycles d'assouplissement monétaire qui devraient protéger les investisseurs. À moins qu'un imprévu ne se produise qui fasse remonter la volatilité à un moment où personne ne s'y attend...

Bert LOURENCO



⁸ QT pour *Quantitative Tightening* : processus de réduction des bilans des banques centrales par la baisse des réserves à la faveur de l'arrivée à échéance des obligations détenues.

⁹ Écart entre le rendement d'un titre obligataire et le taux de swap de même maturité.

Taux de change – Léger avantage au dollar

L'année 2024 est suffisamment riche en événements décisifs pour que l'on s'y concentre avant de tracer des scénarios de plus long terme. 2024 : assouplissement monétaire en vue, perspective de récession « douce » aux États-Unis en toute fin d'année mais aussi élections américaines. Autant d'ingrédients qui plaident en faveur d'une légère sous-performance du dollar vis-à-vis des devises du G10 (à l'exception notable de l'euro), suivie d'une remontée au quatrième trimestre.

PAYS DÉVELOPPÉS : BANQUES CENTRALES, ASSOUPLEMENT EN VUE

Notre scénario continue de tabler sur un début du cycle d'assouplissement de la Fed cet été et sur une entrée en récession de l'économie américaine au quatrième trimestre de cette année. À l'approche des élections américaines de novembre, Donald Trump est en tête des sondages et il semble que les républicains puissent conserver le contrôle de la Chambre des représentants et reprendre celui du Sénat.

L'impact passé des cycles d'assouplissement de la Fed, des récessions américaines et des élections présidentielles sur le marché des changes depuis 1973 aide à tracer l'évolution possible du dollar et des devises du G10 dans les mois à venir. Cette analyse signale que **le dollar a eu tendance à perdre du terrain dans la période précédant les cycles d'assouplissement, puis lors des premiers mois de ceux-ci**. Le recul du dollar a été d'autant plus significatif que les baisses des taux de la Fed ont été importantes avant les récessions de l'économie américaine, mais ces pertes ont généralement été résorbées au début des périodes de récession.

Le dollar tend à s'apprécier en cas de Congrès républicain, que le président soit républicain ou démocrate.

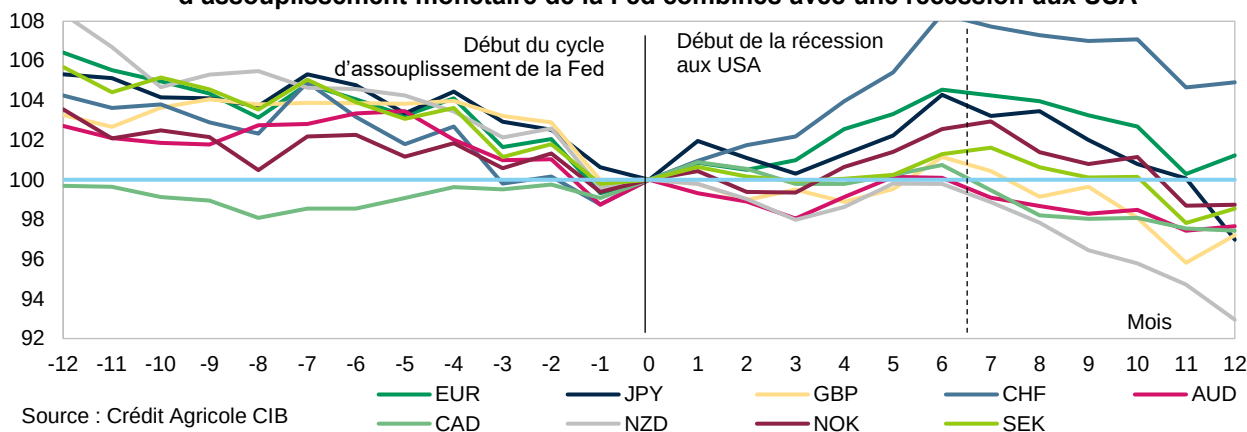
En ce qui concerne la performance des différentes devises, l'analyse historique indique que le yen et le dollar australien sont les deux devises qui s'apprécient le plus dans les mois qui suivent la première baisse des taux de la Fed. Le franc suisse et l'euro sont celles qui conservent le mieux leurs gains initiaux lorsque la Fed

doit prolonger son cycle de baisse des taux pour contrer le ralentissement économique. **Les devises du G10 corrélées au risque et les devises des pays exportateurs de matières premières affichent généralement les plus mauvaises performances au début des récessions américaines, tandis que les valeurs refuges liquides comme le franc suisse, le yen et l'euro résistent mieux.**

En ce qui concerne les élections américaines, l'analyse historique montre que le dollar tend à s'apprécier en cas de Congrès républicain, que le président soit républicain ou démocrate. Le dollar s'apprécie, par ailleurs, de 2% en moyenne au cours des premiers mois suivant les élections présidentielles, indépendamment de l'appartenance politique du vainqueur. À titre d'illustration, le taux de change effectif du dollar a progressé de près de 4% au cours des deux mois qui ont suivi la victoire de Donald Trump en 2016, mais a perdu plus de 4% après la victoire de Joe Biden en 2020.

Parmi les différentes devises du G10, c'est la livre sterling qui s'est le mieux comportée face au dollar en 2016 et en 2020 et c'est le yen qui a affiché les moins bonnes performances. Les craintes d'une nouvelle montée en puissance des tensions commerciales mondiales pourraient commencer à exercer une influence sur les cours de change avant et pendant les élections américaines. Le dollar a eu tendance à s'apprécier après les annonces de nouveaux droits de douane par l'administration Trump, le yen et le dollar australien étant les devises les plus pénalisées et le

Évolution des cours de change avant et après les cycles passés d'assouplissement monétaire de la Fed combinés avec une récession aux USA



Source : Crédit Agricole CIB

NORMALISATION(S) ? | MARCHÉS

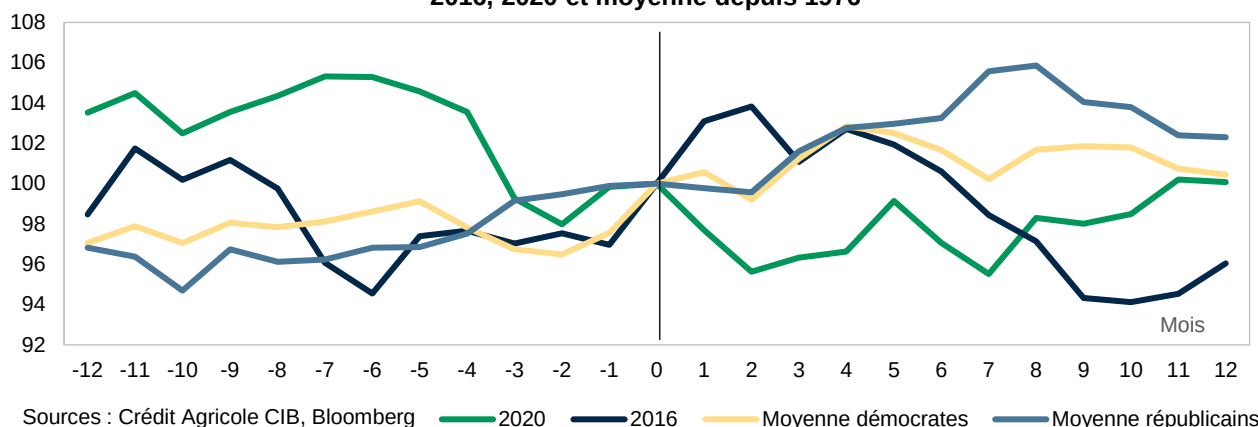
dollar canadien la devise affichant la meilleure performance.

Notre scénario 2024 pour le marché des changes table sur une légère sous-performance du dollar par rapport à la plupart des devises du G10 (à l'exception notable de l'euro) aux deuxième et au troisième trimestres, puis sur une remontée au quatrième trimestre. Ce scénario est cohérent avec l'évolution historique du cours du dollar lors du début,

à la fois, des cycles d'assouplissement de la Fed et des récessions américaines. Les risques haussiers sur le dollar sont doubles. Il s'agit d'une absence d'atterrissage aux États-Unis et d'une victoire de Donald Trump. Alors que l'issue de l'élection présidentielle américaine reste incertaine, celle-ci serait de nature à encourager les opérateurs haussiers sur le dollar au quatrième trimestre 2024.

Valentin MARINOV

Évolution du dollar avant et après les élections présidentielles américaines : 2016, 2020 et moyenne depuis 1976



PAYS ÉMERGENTS : DES PERSPECTIVES RELATIVEMENT POSITIVES MAIS POSSIBLE COMPLICATION EN VUE

Nous tablons sur une légère appréciation des devises émergentes face au dollar au cours des prochains mois, en raison principalement de deux facteurs.

Le renforcement de la demande intérieure et l'assouplissement monétaire de la Fed

Tout d'abord, la baisse des taux directeurs dans de nombreux pays (en Europe centrale et en Amérique latine notamment) devrait soutenir la demande intérieure et permettre à la croissance annuelle des pays émergents d'être à peu près stable en 2025 par rapport à 2024, malgré le ralentissement américain. L'écart de croissance entre les pays émergents et les

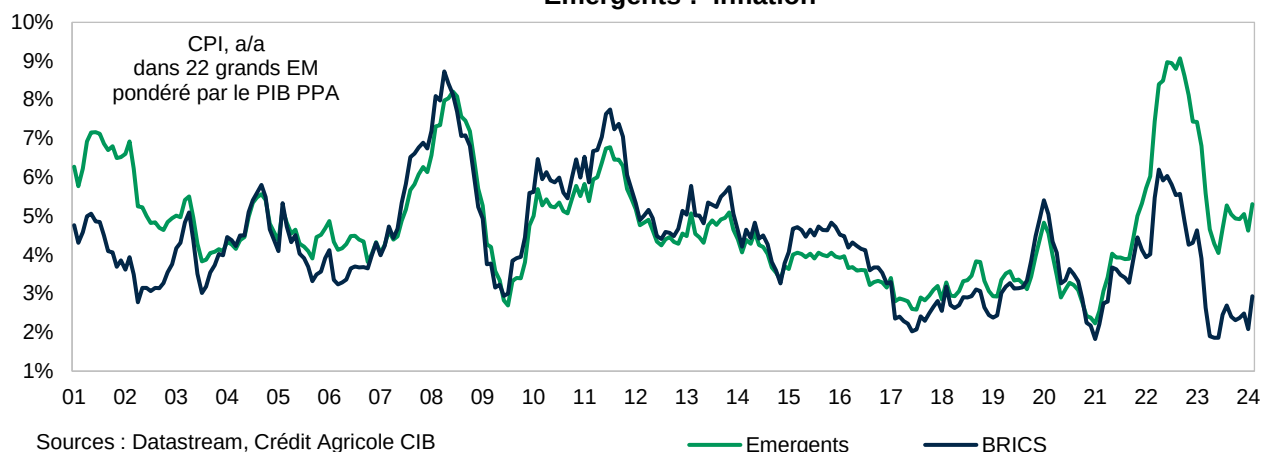
pays développés devrait se creuser au profit des pays émergents.

Le début probable des baisses de taux de la Fed devrait servir de déclencheur, soulager la pression sur les pays émergents les plus fragiles et soutenir les flux de portefeuille vers les pays émergents.

Deux angles d'investissement

Les investisseurs devraient considérer les marchés émergents selon deux axes. Le premier est le **portage**. Il reste plus élevé dans de nombreuses devises émergentes (principalement en dehors de l'Asie) qu'en

Emergents : inflation



dollar. Cet avantage tend à diminuer à mesure que les banques centrales émergentes assouplissent leur politique monétaire, mais la baisse des taux directeurs aux États-Unis et dans la zone euro devrait permettre de le préserver en partie.

Face à ces perspectives relativement positives pour les devises émergentes, une possible complication en vue : l'élection américaine.

Le deuxième thème est **la croissance**. Si l'atterrissage économique aux États-Unis se fait en douceur, les économies émergentes connectées au cycle mondial seront probablement en position de bénéficier d'une augmentation des flux vers la sphère émergente. Les marchés asiatiques semblent bien positionnés de ce point de vue.

Possible complication en vue

Face à ces perspectives relativement positives pour les devises émergentes, la possible complication en vue est **l'élection américaine**. Si Donald Trump est élu pour un second mandat et met en œuvre certaines des mesures qu'il a évoquées, l'appréciation des devises émergentes pourrait être remise en question. Donald Trump a notamment évoqué des droits de douane généralisés et des pressions accrues sur la Chine. Si cela devait se concrétiser, le commerce mondial en pâtirait et l'intensification des pressions sur la Chine créerait des risques de tension sur les chaînes d'approvisionnement. La Fed pourrait devenir moins accommodante, au moins à la marge, si un gouvernement républicain se montrait particulièrement

favorable aux entreprises et aux marchés boursiers. De plus, une moindre implication des États-Unis vis-à-vis de l'Ukraine pourrait conduire à de plus grandes incertitudes géopolitiques, un repli vers les valeurs refuges (*flight-to-quality*) et une appréciation du dollar, au détriment notamment des devises émergentes. Un tel scénario est peut-être à envisager plutôt pour l'année prochaine, mais les marchés pourraient commencer à l'anticiper dans le courant du second semestre de cette année, avec un effet avancé sur les devises émergentes.

L'incertitude chinoise

Ce qui se passe en Chine reste évidemment un sujet important. **Jusqu'à présent, la politique visant à soutenir la demande des consommateurs n'a pas été totalement couronnée de succès.** Cela s'explique par la propension à épargner de la population chinoise, plus forte qu'il y a quelques années en raison de la montée des incertitudes (crise immobilière, épisode du confinement, volatilité accrue du chômage). **Autre facteur, les autorités se sont montrées prudentes en termes de mesures de relance budgétaire, pour ne pas aggraver les ratios d'endettement.** Les investissements dans les infrastructures et dans la transition verte devraient cependant permettre de garantir un certain niveau de croissance économique, lequel serait suffisant pour conduire à une appréciation graduelle et limitée du yuan face au dollar.

Sébastien BARBÉ



PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES & FINANCIÈRES

Scénario économique

Taux d'intérêt

Taux de change

Matières premières

Comptes publics

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE DU GROUPE CRÉDIT AGRICOLE

	PIB (a/a, %)			Inflation (a/a, %)			Balance courante (% du PIB)		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Etats-Unis	2,5	1,8	0,4	4,1	3,0	2,5	-3,1	-3,1	-3,0
Japon	1,9	-0,1	0,4	4,0	2,2	0,8	3,4	2,0	2,0
Zone euro	0,5	0,7	1,5	5,4	2,6	2,1	3,0	3,1	3,1
Allemagne	-0,1	0,1	1,1	6,0	2,6	2,1	6,3	6,6	6,5
France	0,9	0,9	1,3	5,7	2,8	2,1	-1,0	0,1	0,1
Italie	1,0	0,8	0,9	5,9	1,5	2,0	0,6	2,3	2,3
Espagne	2,5	1,9	2,0	3,4	3,3	2,1	2,5	1,1	0,9
Pays-Bas	0,1	0,7	1,1	4,1	2,8	2,3	9,9	7,6	7,5
Belgique	1,5	1,3	1,3	2,3	4,4	2,6	-0,8	-0,3	-0,3
Autres pays développés									
Royaume-Uni	0,1	0,5	1,4	7,3	2,3	1,9	-3,3	-2,4	-3,0
Canada	1,1	0,5	2,0	3,8	2,5	2,0	-0,8	-0,8	-0,8
Australie	1,8	1,2	2,0	5,8	4,0	3,4	0,6	-0,7	-0,8
Suisse	0,9	1,8	1,2	2,2	2,0	1,7	8,0	8,0	7,6
Suède	-0,2	0,6	1,9	8,5	3,7	2,1	6,6	4,9	4,3
Norvège	1,1	0,5	1,1	5,5	3,4	2,9	17,7	16,8	16,0
Asie	4,9	4,6	4,6	2,2	2,0	2,5	1,5	1,2	1,1
Chine	5,2	4,4	4,2	0,2	0,6	1,4	1,8	1,2	0,8
Inde	6,1	5,8	6,3	5,7	4,5	5,2	-1,8	-1,8	-1,6
Corée du Sud	1,3	2,3	2,1	3,6	2,4	2,2	1,9	3,5	3,5
Indonésie	5,0	5,1	5,0	3,7	2,8	3,0	-0,2	-0,4	-0,7
Taiwan	1,4	3,0	2,3	2,5	2,1	1,9	13,9	11,5	11,3
Thaïlande	1,9	3,4	3,2	1,3	1,0	2,0	1,1	2,8	4,6
Malaisie	3,7	5,0	4,7	2,5	2,4	2,3	2,2	2,8	3,0
Singapour	1,1	2,7	2,8	4,8	3,3	3,0	19,8	17,0	16,7
Hong Kong	3,2	3,0	3,1	2,1	2,2	2,2	8,6	9,2	9,6
Philippines	5,6	5,8	5,7	6,0	3,6	3,3	-2,3	-2,1	-2,0
Vietnam	5,1	6,0	6,3	3,3	3,3	3,2	4,1	4,1	4,1
Amérique latine	0,3	2,0	2,1	5,9	3,4	2,6	-3,0	-3,1	-2,6
Brésil	2,9	1,5	1,8	4,6	3,8	3,5	-1,3	-1,7	-2,0
Mexique	3,2	1,8	1,5	5,6	3,8	3,5	-0,3	-1,4	-1,0
Europe émergente	2,9	2,7	2,6	20,3	20,3	8,2	-0,4	-0,3	-0,4
Russie	3,6	2,5	1,5	5,9	7,7	5,5	2,5	1,6	1,3
Turquie	4,5	3,0	3,0	53,4	59,0	18,0	-4,3	-3,0	-3,0
Pologne	0,2	2,8	4,6	11,6	3,3	3,6	1,6	1,6	1,1
Rép. tchèque	-0,2	2,1	2,9	10,8	2,7	2,1	-0,7	0,1	1,2
Roumanie	1,5	3,5	3,0	10,5	5,3	3,6	-7,2	-6,5	-6,0
Hongrie	-0,5	2,3	3,4	17,7	4,8	3,9	-2,2	-0,9	0,5
Afrique, Moyen-Orient	1,5	2,7	3,3	16,0	12,5	8,4	3,5	2,4	2,0
Arabie saoudite	-0,9	3,1	4,1	2,3	2,1	2,0	4,0	3,2	2,8
Emirats Arabes Unis	3,1	3,7	4,0	2,4	2,2	2,2	10,5	9,9	10,4
Afrique du Sud	0,5	1,1	1,6	5,9	5,0	4,5	-1,7	-2,4	-2,6
Egypte	3,1	3,5	4,4	33,9	32,8	17,5	-1,8	-2,5	-2,3
Algérie	2,9	2,5	2,5	9,3	6,9	6,2	2,4	1,1	-1,0
Qatar	1,9	2,2	2,5	3,0	2,5	2,1	16,2	15,2	13,3
Koweït	-0,5	1,7	3,0	3,7	2,6	2,2	19,0	15,0	13,2
Maroc	2,7	3,0	3,2	6,1	2,9	2,5	-1,0	-2,1	-2,0
Tunisie	0,4	1,5	1,9	9,3	7,9	7,1	-3,1	-3,4	-3,5
Total	2,8	2,7	2,6	5,8	4,4	3,2	0,6	0,4	0,3
Pays industrialisés	1,5	1,1	1,0	4,8	2,7	2,1	0,1	0,0	0,0
Pays émergents	3,8	3,9	3,9	6,6	5,8	4,0	1,0	0,7	0,6

	2023				2024				2025			
Croissance PIB, t/t, %	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Etats-Unis (annualisée)	2,2	2,1	4,9	3,2	1,5	1,1	0,5	-0,8	-0,5	1,1	1,4	2,0
Japon	1,0	1,0	-0,8	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Eurozone	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3
Allemagne	0,1	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2
France	0,0	0,6	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,4
Italie	0,5	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1	0,4	0,1	0,2
Espagne	0,5	0,5	0,4	0,6	0,4	0,4	0,6	0,5	0,6	0,5	0,4	0,2
Royaume-Uni	0,2	0,0	-0,1	-0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4

	2023				2024				2025			
Prix à la consommation, a/a %	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Etats-Unis	5,8	4,0	3,5	3,2	3,2	3,1	2,7	2,8	2,4	2,4	2,4	2,5
Japon	3,5	4,2	4,3	3,8	3,2	2,5	1,8	1,4	1,0	0,7	0,7	0,8
Eurozone	8,0	6,2	5,0	2,7	2,7	2,6	2,4	2,6	2,3	2,1	2,0	2,1
Allemagne	8,7	6,9	5,8	3,0	2,8	2,6	2,3	2,6	2,4	2,0	2,0	2,1
France	7,0	6,1	5,5	4,2	3,1	2,8	2,9	2,5	2,4	2,1	1,8	2,1
Italie	9,5	7,8	5,8	1,0	1,2	1,4	1,6	1,9	1,9	2,1	1,9	2,0
Espagne	5,0	2,8	2,6	3,3	3,2	3,5	3,2	3,4	2,6	2,2	1,8	1,9
Royaume-Uni	10,2	8,4	6,7	4,2	3,5	1,7	1,9	2,1	2,0	2,0	1,9	1,8

	2023				2024				2025			
Taux de chômage, %	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Etats-Unis	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	4,0	4,2	4,3	4,4	4,6	4,6	4,5
Japon	2,6	2,6	2,7	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7
Eurozone	6,7	6,6	6,6	6,6	6,7	6,8	6,6	6,6	6,6	6,6	6,5	6,5
Allemagne	2,9	3,0	3,0	3,1	3,2	3,2	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0
France	7,1	7,4	7,4	7,5	7,8	8,0	8,0	7,8	7,9	7,8	7,8	7,7
Italie	7,9	7,7	7,6	7,4	7,5	7,5	7,6	7,6	7,6	7,7	7,7	7,7
Espagne	12,8	12,0	11,9	11,8	12,2	12,0	11,2	11,2	11,8	11,6	11,0	10,9
Royaume-Uni	3,9	4,3	4,0	3,9	4,0	3,8	4,0	4,0	4,0	3,9	3,9	3,8

NORMALISATION(S) ? I PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

	PIB (b)	Consom- mation privée (b)	Consom- mation publique (b)	FBCF (b)	Exportations (b)	Importations (b)	Exportations nettes (a)	Variations de stock (a)
Zone euro								
2023	0,5	0,5	0,7	1,4	-0,9	-1,4	0,2	0,6
2024	0,7	1,1	1,2	1,3	1,5	2,0	-0,2	0,4
2025	1,5	1,5	0,7	1,9	2,4	2,4	0,1	0,4
T1 2024	0,2	0,2	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	0,3
T2 2024	0,3	0,4	0,1	0,2	0,9	0,9	0,0	0,4
T3 2024	0,4	0,4	0,3	0,4	1,3	1,4	0,0	0,4
T4 2024	0,4	0,5	0,2	0,6	1,9	2,2	0,0	0,4
Allemagne								
2023	-0,1	-0,6	-1,5	-0,2	-1,7	-3,0	0,6	0,0
2024	0,1	1,0	0,9	-1,1	1,7	2,3	-0,2	-0,2
2025	1,1	1,3	0,7	1,1	0,5	0,5	0,0	0,0
T1 2024	0,0	0,2	-0,2	0,0	0,2	0,4	0,0	0,0
T2 2024	0,1	0,3	0,0	0,2	1,0	1,3	-0,1	0,0
T3 2024	0,3	0,4	0,6	0,2	2,5	3,0	-0,1	0,0
T4 2024	0,3	0,6	0,2	0,4	5,0	5,8	-0,1	0,0
France								
2023	0,9	0,7	0,5	1,1	1,5	-0,1	0,5	-0,4
2024	0,9	1,3	0,9	-1,1	1,9	0,5	0,4	-0,2
2025	1,3	1,4	0,7	1,4	1,8	1,9	0,0	0,1
T1 2024	0,2	0,3	0,2	-0,5	0,6	0,8	-0,1	0,1
T2 2024	0,3	0,5	0,2	-0,3	0,5	0,7	-0,1	0,1
T3 2024	0,4	0,5	0,2	0,0	0,8	0,7	0,0	0,1
T4 2024	0,4	0,4	0,2	0,3	0,5	0,5	0,0	0,1
Italie								
2023	1,0	1,2	1,2	4,9	0,5	-0,2	0,2	-1,2
2024	0,8	0,0	0,2	1,9	2,2	0,3	0,6	-0,3
2025	0,9	1,1	-0,6	1,4	2,0	2,2	0,0	0,1
T1 2024	0,2	0,2	-0,1	-0,2	0,2	0,2	0,0	0,2
T2 2024	0,2	0,3	-0,1	-0,2	0,5	0,5	0,0	0,1
T3 2024	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,4	0,4	0,0	0,1
T4 2024	0,3	0,3	-0,1	0,4	0,4	0,5	0,0	0,1
Espagne								
2023	2,5	1,8	3,8	0,6	2,4	0,3	0,8	-0,1
2024	1,9	1,8	2,1	0,3	2,7	2,4	0,2	0,2
2025	2,0	2,1	1,0	3,2	3,6	3,9	0,1	0,0
T1 2024	0,4	0,3	0,0	0,4	1,3	0,9	0,2	0,0
T2 2024	0,4	0,3	0,0	0,7	1,1	1,0	0,1	0,0
T3 2024	0,6	0,4	0,1	1,3	1,3	1,0	0,2	0,0
T4 2024	0,5	0,5	0,1	1,1	1,2	1,5	0,0	0,0
Portugal								
2023	2,3	1,6	1,2	2,4	4,2	2,2	0,9	-0,4
2024	1,6	1,4	1,5	5,5	4,5	5,0	-0,2	0,0
2025	2,2	1,9	0,1	4,6	2,8	2,5	0,1	0,0
T1 2024	0,2	0,5	0,3	1,2	1,2	1,0	0,1	0,0
T2 2024	0,4	0,3	0,1	0,7	1,1	0,9	0,1	0,0
T3 2024	0,9	0,5	0,1	1,7	1,3	0,8	0,2	0,0
T4 2024	0,6	0,6	0,0	1,5	0,5	0,6	-0,1	0,0
Pays-Bas								
2023	0,2	0,4	3,6	1,9	-1,4	-0,7	-0,7	-0,6
2024	0,7	1,7	3,2	-2,4	-0,2	0,3	-0,4	0,1
2025	1,1	1,2	2,2	0,8	1,6	2,1	-0,2	0,0
T1 2024	0,3	0,3	0,7	0,0	0,5	0,6	0,0	0,0
T2 2024	0,2	0,3	0,7	0,1	0,5	0,7	-0,1	0,0
T3 2024	0,2	0,3	0,7	0,2	0,5	0,7	-0,1	0,0
T4 2024	0,3	0,3	0,7	0,3	0,4	0,6	-0,1	0,0
Royaume-Uni								
2023	0,1	0,2	0,5	2,2	-0,5	-1,5	0,3	-0,9
2024	0,5	0,9	1,8	1,1	-0,3	0,8	-0,4	-0,1
2025	1,4	2,0	1,6	3,3	1,6	3,7	-0,7	0,0
T1 2024	0,3	0,6	0,2	0,5	-0,2	0,5	-0,2	0,0
T2 2024	0,4	0,5	0,2	0,5	0,4	0,6	-0,1	0,0
T3 2024	0,4	0,4	0,4	0,8	0,4	0,7	-0,1	0,0
T4 2024	0,4	0,5	0,4	0,8	0,3	0,7	-0,1	0,0

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

(b) t/t, %

TAUX D'INTÉRÊT

NORMALISATION(S) ? I PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Taux courts		avr.-24	Jun-24	Sep-24	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
Etats-Unis	Fed funds	5,50	5,50	5,25	5,00	4,50	4,00	3,50	3,50
	Sofr	5,34	5,32	5,07	4,82	4,32	3,82	3,32	3,32
Japon	Call rate	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,25
	Tonar	0,08	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,25
Zone euro	Dépôt	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50
	€str	3,91	3,66	3,41	3,16	2,91	2,66	2,41	2,41
	Euribor 3m	3,86	3,46	3,21	2,96	2,71	2,60	2,60	2,60
Royaume-Uni	Taux de base	5,25	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50
	Sonia	4,94	4,69	4,44	4,20	3,95	3,71	3,46	3,21
Suède	Repo	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75	2,75	2,75
Norvège	Deposit	4,50	4,50	4,25	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25
Canada	Overnight	5,00	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50

Taux 10 ans		avr.-24	Jun-24	Sep-24	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
Etats-Unis		4,39	4,30	4,25	4,20	4,00	3,85	3,90	3,95
Japon		0,78	0,82	0,84	0,86	0,82	0,80	0,84	0,97
Zone euro (Allemagne)		2,40	2,56	2,42	2,39	2,30	2,33	2,40	2,46

Spread 10 ans / Bund		avr.-24	Jun-24	Sep-24	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
France		0,52	0,54	0,56	0,57	0,60	0,61	0,61	0,62
Italie		1,44	1,58	1,58	1,59	1,61	1,62	1,60	1,61
Espagne		0,87	0,99	1,02	0,99	1,00	0,97	1,00	0,94

Asie		avr.-24	Jun-24	Sep-24	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
Chine	1Y deposit rate	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Hong Kong	Taux de base	5,75	5,75	5,50	5,25	4,75	4,25	3,75	3,75
Inde	Taux repo	0,00	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50	5,50	5,50
Indonésie	BI rate	6,00	6,00	5,75	5,50	5,25	5,00	5,00	5,00
Corée	Taux de base	3,50	3,50	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50	2,50
Malaisie	OPR	3,00	3,00	2,75	2,50	2,25	2,00	2,00	2,00
Philippines	Taux repo	6,50	6,50	6,25	5,75	5,25	5,00	4,75	4,75
Singapour	6M SOR	3,70	3,65	3,55	3,40	2,95	2,40	2,10	2,10
Taiwan	Redisc	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,88	1,88	1,75
Thaïlande	Repo	2,50	2,50	2,25	2,00	1,75	1,75	1,50	1,50
Vietnam	Refinancing rate	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Amérique Latine									
Brésil	Overnight/Selic	10,75	9,75	9,25	9,25	9,00	8,50	8,50	8,50
Mexique	Taux overnight	11,00	10,50	10,00	9,50	9,00	8,50	8,00	7,75
Europe Emergente									
Rép. tchèque	Repo 14 j.	5,75	4,75	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00
Hongrie	Repo 2 sem.	8,25	6,75	6,00	5,25	4,75	4,75	4,75	4,75
Pologne	Repo 7 j.	0,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25
Roumanie	Repo 2 sem.	7,00	6,75	6,50	6,00	5,75	5,50	5,25	5,00
Russie	1W auction rate	16,00	14,00	12,00	10,00	9,00	8,00	7,00	7,00
Turquie	Repo 1 sem.	8,25	8,25	8,25	7,75	6,25	5,50	5,50	5,50

TAUX DE CHANGE

USD Exchange rate

Industrialised countries		Apr-24	Jun-24	Sep-24	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
Euro	EUR/USD	1,08	1,07	1,06	1,05	1,07	1,09	1,10	1,12
Japan	USD/JPY	151,6	148,0	146,0	144,0	142,0	142,0	140,0	138,0
United Kingdom	GBP/USD	1,26	1,26	1,26	1,25	1,27	1,30	1,33	1,35
Switzerland	USD/CHF	0,91	0,92	0,91	0,90	0,89	0,88	0,88	0,88
Canada	USD/CAD	1,36	1,37	1,34	1,36	1,34	1,32	1,30	1,28
Australia	AUD/USD	0,65	0,68	0,70	0,72	0,70	0,70	0,72	0,74
New Zealand	NZD/USD	0,60	0,62	0,62	0,64	0,62	0,62	0,64	0,66

Euro Cross rates

Industrialised countries		Apr-24	Jun-24	Sep-24	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
Japan	EUR/JPY	163	158	155	151	152	155	154	155
United Kingdom	EUR/GBP	0,86	0,85	0,84	0,84	0,84	0,84	0,83	0,83
Switzerland	EUR/CHF	0,98	0,98	0,96	0,94	0,95	0,96	0,97	0,98
Sweden	EUR/SEK	11,56	11,30	11,20	11,30	11,00	10,80	10,60	10,50
Norway	EUR/NOK	11,67	11,30	11,00	11,50	11,10	10,80	10,50	10,20

Asia		Apr-24	Jun-24	Sep-24	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
China	USD/CNY	7,23	7,18	7,15	7,06	7,03	7,00	6,90	6,80
Hong Kong	USD/HKD	7,83	7,80	7,78	7,76	7,75	7,75	7,75	7,75
India	USD/INR	83,32	82,50	82,50	82,00	82,00	82,00	81,50	81,00
Indonesia	USD/IDR	15895	15500	15300	15300	15200	15000	14800	14500
Malaysia	USD/MYR	4,75	4,70	4,65	4,60	4,60	4,55	4,50	4,50
Philippines	USD/PHP	56,3	55,8	55,5	55,0	55,0	54,5	54,5	54,0
Singapore	USD/SGD	1,35	1,33	1,33	1,32	1,31	1,31	1,31	1,30
South Korea	USD/KRW	1351	1325	1320	1300	1280	1260	1250	1220
Taiwan	USD/TWD	32,0	31,5	31,5	31,2	31,0	31,0	31,1	31,0
Thailand	USD/THB	36,6	36,5	36,5	36,0	35,5	35,3	35,0	34,8
Vietnam	USD/VND	24900	24500	24500	24400	24200	24000	23800	23600
Latin America									
Brazil	USD/BRL	5,06	5,05	5,08	5,10	5,15	5,20	5,25	5,25
Mexico	USD/MXN	16,55	17,60	17,75	18,00	18,25	18,50	18,75	19,00
Africa									
South Africa	USD/ZAR	18,77	18,50	18,30	18,00	18,00	18,00	18,00	18,00
Emerging europe									
Poland	USD/PLN	3,98	4,00	4,02	4,04	3,95	3,87	3,83	3,75
Russia	USD/RUB	92,47	95,00	90,00	90,00	90,00	90,00	90,00	90,00
Turkey	USD/TRY	32,04	34,50	35,00	34,00	34,00	35,00	35,50	36,00
Central Europe									
Czech Rep.	EUR/CZK	25,28	25,20	25,10	25,00	24,90	24,80	24,70	24,50
Hungary	EUR/HUF	394	388	387	385	384	382	380	377
Poland	EUR/PLN	4,29	4,28	4,26	4,24	4,23	4,22	4,21	4,20
Romania	EUR/RON	4,97	4,97	4,97	4,97	4,96	4,96	4,96	4,96

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix moy. du trim.		2-avr	2024			2025			
			T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Brent	USD/BBL	88	85	85	87	85	87	90	90

Prix moy. du trim.		2-avr	2024			2025			
			T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Or	USD/oz	2.259	2.100	2.100	2.100	2.100	2.150	2.150	2.200

COMPTES PUBLICS

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dettes publiques (% du PIB)		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Etats-Unis	-6,0	-5,8	-5,8	98,2	100,2	101,6
Japon	-3,5	-4,0	-2,5	244,2	240,9	235,1
Zone euro	-4,1	-3,3	-2,9	93,2	93,0	92,8
Allemagne	-2,3	-1,3	-0,9	64,3	63,0	62,6
France	-5,5	-4,8	-4,2	110,6	110,7	110,7
Italie	-7,2	-4,5	-3,9	137,3	139,0	139,0
Espagne	-4,1	-3,5	-3,4	108,5	106,4	105,1
Pays-Bas	0,0	0,0	0,0	48,0	48,0	47,9
Belgique	-4,9	-4,8	-5,0	106,3	107,5	110,0
Grèce	-1,8	-0,8	-0,6	164,6	151,7	146,7
Irlande	-1,6	-4,1	-3,9	43,1	49,6	52,8
Portugal	0,6	0,2	0,3	107,1	104,1	102,5
Royaume-Uni	-5,2	-3,6	-3,0	96,7	99,8	102,5

Achevé de rédiger le 4 avril 2024

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

Comité de rédaction

Pays développés

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

Secteurs d'activité

Stéphane FERDRIN – Pétrole & gaz
Bertrand GAVAUDAN – Transport maritime

Pays émergents

Sébastien BARBÉ – Pays émergents
Xiaojia ZHI – Chine
Catherine LEBOUGRE, Olga YANGOL – Amérique latine
Olivier LE CABELLEC – Afrique du Nord & Moyen-Orient
Tania SOLLOGOUB – Russie, Europe centrale et orientale,
Asie centrale, géopolitique
Sophie WIEVIORKA – Asie émergente

Marchés financiers

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

Documentation : Elisabeth SERREAU – Statistiques : Datalab ECO

Maquette & Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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

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

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com>
Application Etudes ECO disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)