N°55 | mars 24

SCENARIOECO

Société Générale Études économiques et sectorielles

A la croisée des chemins

- Une croissance stagnante et la baisse de l'inflation confortent notre scénario d'une première baisse des taux de la BCE au printemps. Avec le resserrement budgétaire en cours, une politique monétaire trop timide et trop tardive risquerait de faire basculer l'économie dans la récession.
- L'économie américaine a fait preuve de vigueur, mais des signes de ralentissement sont visibles, et l'immobilier commercial continue de susciter des inquiétudes. Nous prévoyons une première baisse des taux d'intérêt au printemps. La question clé est celle de la future orientation budgétaire, l'élection présidentielle de novembre prochain ajoutant à l'incertitude.
- Le rythme et la forme de la normalisation des politiques monétaires continueront de façonner le débat sur les marchés en 2024, l'attention se portant de plus en plus sur la gestion des bilans des banques centrales. La Fed et la BCE entrent toutes deux dans des eaux inconnues.
- La Chine reste confrontée à un exercice rééquilibrage entre un désendettement ordonné et la gestion de la crise immobilière qui en découle. Le rôle de la politique budgétaire restera essentiel. Les annonces suggèrent un certain soutien politique, mais des mesures supplémentaires seront nécessaires pour atteindre l'objectif officiel de croissance de 5 % d'ici 2024.
- Les économies émergentes bénéficieront des réductions de taux de la Fed aux États-Unis. Toutefois, les trajectoires de croissance sont très différentes d'une région à l'autre. Les plus dynamiques se trouvent en Asie et dans les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient.
- Les investissements liés à la transition climatique sont susceptibles de soutenir la croissance mondiale. Cela sera plus difficile dans les pays plus risqués ou moins développés, dont l'accès aux capitaux internationaux est plus limité, où la marge de manœuvre budgétaire est faible et où le secteur financier local est moins développé.
- La fragmentation géopolitique et le retour des politiques industrielles (protectionnistes) ajoutent des risques de divergence et de frictions. Les risques politiques resteront élevés en 2024.

Achevé de rédiger le 14/03/2024

Merci de consulter le disclaimer à la fin du document

Table des matières

Édito 3

Previsions economiques 7

Zone euro 9

Allemagne 12

France 15

Italie 18

Espagne 21

Royaume-Uni 24

États-Unis 27

Japon 30

Chine 34

Inde 39

Bresil 41

Afrique 44

Amerique Latine 46

Asie Émergente 48

Pays du Golfe 51

Europe Centrale et Orientale 53

Contacts 56

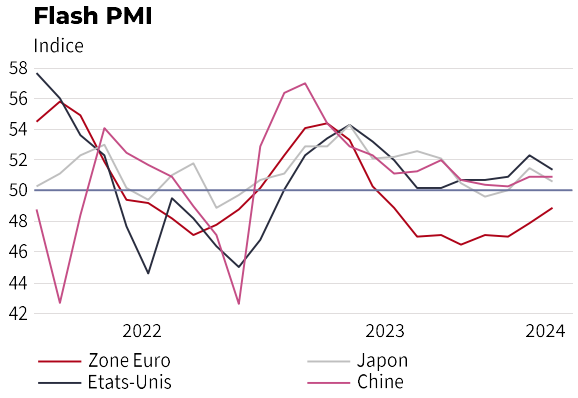
Disclaimer 57

ÉDITO

PROCHE DU MOMENT DECISIF

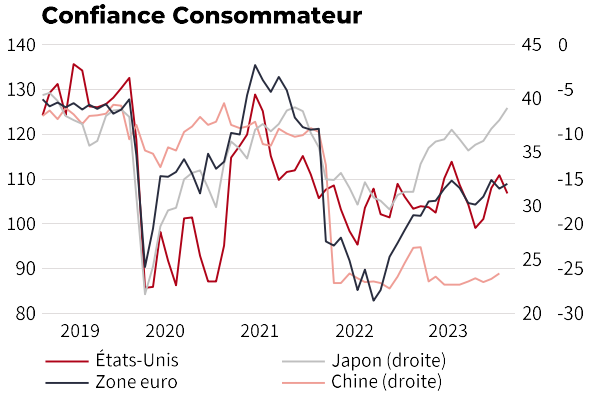
Depuis la fin de l'année 2023, la dynamique économique mondiale semble avoir atteint son point bas, mais il n'y a pas de redécollage pour le moment. Dans l'ensemble, l'activité reste faible, toujours affectée par des politiques monétaires restrictives et, dans un certain nombre de régions, par des politiques fiscales rigoureuses. Dans ce contexte, la légère amélioration des indicateurs de confiance ne semble pas indiquer une reprise durable. Les risques restent orientés à la baisse.

Des entreprises encore hésitantes…



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

…de même que les consommateurs



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

À ce stade, l'environnement mondial reste caractérisé par la faiblesse des perspectives de croissance. Les perspectives pour les cinq prochaines années indiquent l'une des périodes de croissance moyenne du PIB les plus faibles de ces trente dernières années.

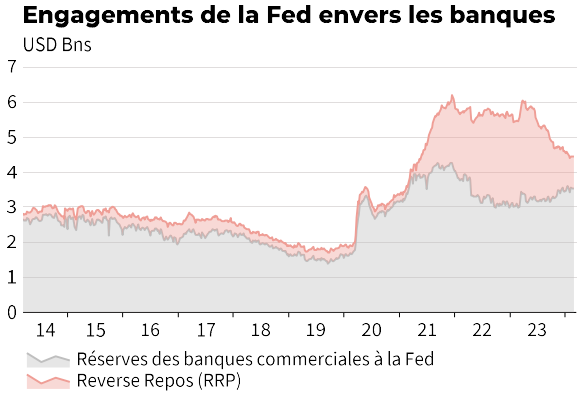
Cela s'explique par le resserrement des politiques économiques dans les marchés développés, au moins pour les deux prochaines années, et par la plus faible capacité de rebond des économies des marchés émergents.

En ce qui concerne les marchés développés, le rythme de la désinflation et les signes d'une diminution des tensions sur les marchés du travail devraient ouvrir la voie à de premières baisses de taux au premier semestre 2024. Toutefois, le niveau des taux d'intérêt restera supérieur à ce que nous pourrions considérer comme neutre ou même expansionniste. En outre, le resserrement quantitatif devrait se poursuivre des deux côtés de l'Atlantique en 2024.

Sur le plan budgétaire, nous prévoyons un certain resserrement aux États-Unis, mais l'incertitude est grande à l'approche des élections présidentielles. La réactivation des règles budgétaires dans la zone euro entraînera un resserrement continu de la politique budgétaire également. Le Japon devrait sortir de sa politique de taux négatifs au second semestre, dans un contexte d'inflation toujours élevée mais de

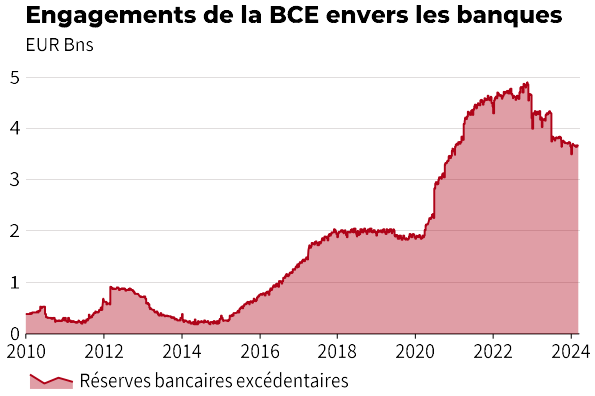
contraction des revenus des ménages. L'orientation budgétaire sera aussi plus restrictive dans ce pays, car de nombreuses mesures liées à la hausse des prix de l'énergie seront supprimées.

Le bon niveau de resserrement quantitatif…



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

…sera clé pour la liquidité globale



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

PAS DE NARRATIF UNIFIE POUR LES ECONOMIES EMERGENTES MAIS UN PAYSAGE PLUS FRAGMENTE.

Les économies émergentes ont des histoires différentes mais sont confrontées à la faiblesse de la demande mondiale et à un paysage géopolitique plus fragmenté. La marge de manœuvre budgétaire restera limitée et il est peu probable qu'elle soit un moteur de croissance majeur. Du côté positif, les économies émergentes devraient globalement bénéficier des politiques monétaires déjà en cours d'assouplissement dans certaines régions et des perspectives des premières baisses de taux aux États-Unis. Les investissements liés aux infrastructures et à la transition climatique devraient rester des moteurs de croissance, en fonction de la capacité des différents pays à canaliser les fonds.

La croissance devrait être la plus dynamique en Inde et dans le CCG. Ces pays bénéficient d'importants programmes d'investissements publics liés aux infrastructures (Inde) et de plans de transformation nationaux (transition énergétique, diversification) dans le Golfe.

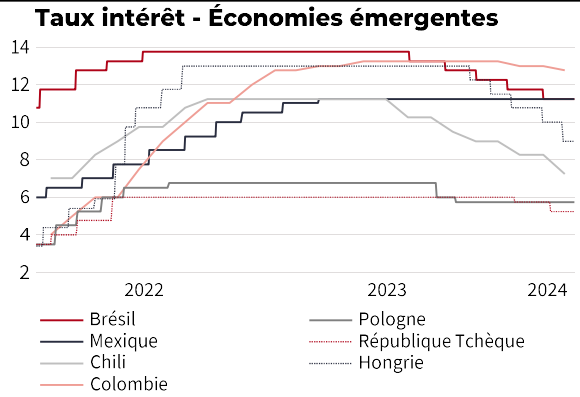
En Asie émergente, la Corée, la Malaisie et Taïwan devraient bénéficier de la reprise du cycle des semi-conducteurs, tandis que l'Indonésie et les Philippines confirment leur fort potentiel de croissance grâce à la dynamique démographique et de l'investissement. Cette situation contraste avec celle de la Chine, qui est confrontée à des problèmes structurel dûs à un endettement élevé et à la crise immobilière qui en découle. Ceci étant dit, l'objectif de croissance du PIB de 5 % pour 2024 (supérieur à notre prévision de 4,3 %) récemment annoncé par le Congrès national populaire implique un effort budgétaire plus important qui n'a pas encore été observé.

En Amérique latine, même si la région souffre d'une faiblesse structurelle des investissements et de faibles gains de productivité, le PIB pourrait surprendre à la hausse étant donné que l'assouplissement monétaire a déjà commencé et que les perspectives d'investissement du secteur minier dans les matériaux essentiels pourraient soutenir la croissance à moyen terme.

Quant à l'Europe centrale et orientale, la croissance devrait rester globalement affectée par la faiblesse de la zone euro ainsi que par les incertitudes liées à la guerre en Ukraine.

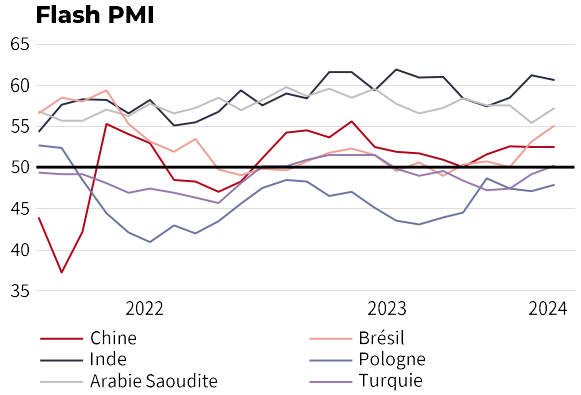
En Afrique, les perspectives de croissance ne sont pas suffisantes pour garantir une amélioration adéquate du revenu par habitant dans les années à venir. La région reste fragilisée par des niveaux élevés d'endettement et l'instabilité politique.

L'assouplissement monétaire a commencé



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

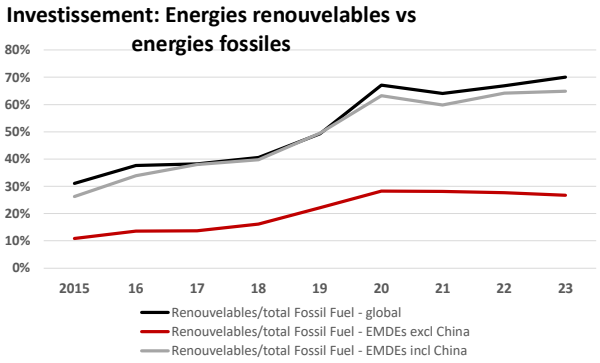
Des dynamiques de croissance différenciées



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

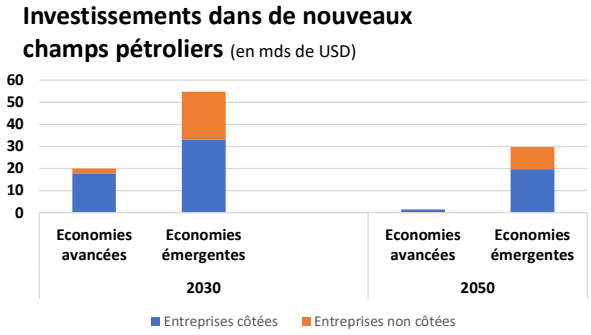
Les investissements liés à la transition climatique devraient rester un moteur de croissance dans les économies émergentes à moyen terme, même si les besoins financiers sont importants. En ce qui concerne les besoins d'investissement liés à la transition climatique, l'Agence Internationale de l'Energie estime que les économie émergentes auront besoin d'environ 2 milliards d'USD d'investissement par an (environ 4,6 % du PIB de ces économies en 2023 chaque année, soit environ 40 % des besoins d'investissement mondiaux) d'ici à 2030 pour parvenir à un niveau d'émissions nettes nulles en 2050. C'est cinq fois plus que les 400 milliards d'USD actuellement prévus pour la même période. Compte tenu de la marge de manœuvre budgétaire limitée pour canaliser les investissements publics, il est estimé qu'entre 80 et 90 % des besoins de financement devront être couverts par des fonds du secteur privé. Cela soulève la question du développement des systèmes financiers locaux et de l'accès au financement international des pays en développement. Si ces objectifs sont plus facilement réalisables par les grandes économies émergentes à revenu moyen, la situation sera beaucoup plus compliquée pour les économies à faible revenu qui dépendent presque totalement du financement international.

Les investissements dans les renouvelables restent relativement faibles



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

… mais élevés dans les hydrocarbures



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

En ce qui concerne les risques climatiques physiques, les effets potentiels d'El Nino en 2024 doivent être surveillés de près, car les estimations indiquent un risque élevé que cela conduise à l'une des années les plus chaudes jamais observées. Cela devrait avoir des répercussions importantes, notamment sur l'agriculture et les risques d'incendies de forêt.

LA FRAGMENTATION GEOPOLITIQUE DEMEURE UN RISQUE POUR LA CROISSANCE ET LA STABILITE FINANCIERE.

Au cours des quinze dernières années, l'idée de plusieurs formes de fragmentation a émergé. Cela a commencé avec la crise financière mondiale, qui a ouvert la voie à la possibilité d'une fragmentation financière mondiale. La montée des mesures protectionnistes depuis lors, et qui s'est intensifiée en 2017-2018, a soulevé l'idée d'une fragmentation du commerce et des chaînes d'approvisionnement. La question de la transition climatique et de la nouvelle concurrence dans les technologies vertes pèse également dans la balance. Les inquiétudes sur les chaînes d'approvisionnement ont été exacerbées par la crise du Covid, la guerre en Ukraine, les attaques en mer Rouge et les inquiétudes autour du détroit de Taïwan.

Les sanctions et les politiques de protectionnisme industriel exacerbent les risques de fragmentation. Les différentes formes de protectionnisme freinent par ailleurs la diffusion des technologies.

Comme on l'a observé au cours de la période, la part des flux financiers et commerciaux a eu tendance à stagner en part du PIB mondial, tandis que le nombre de restrictions commerciales imposées a augmenté. Par conséquent, les avantages des effets passés de la mondialisation sont susceptibles de s'estomper dans les années à venir et de peser sur la croissance et la stabilité financière.

PREVISIONS ECONOMIQUES

PIB en GA, %	2024p	2025p	2026p
Pays Développés	**0.9**	**1.4**	**1.4**
États-Unis	1.7	1.5	1.8
Japon	0.6	0.5	0.6
Royaume-Uni	0.2	0.9	0.9
Zone Euro	0.5	0.8	1.1
Allemagne	0.1	0.6	1.0
France	0.5	0.7	1.1
Italie	0.5	0.6	0.8
Espagne	1.4	1.1	1.4
Pays Émergents	**3.7**	**3.7**	**3.6**
Asie	4.4	4.4	4.3
Chine	4.3	4.0	3.8
Inde	6.1	6.2	6.2
Europe Centrale et O.	1.9	1.9	1.9
République Tchèque	1.6	2.0	2.1
Roumanie	2.8	2.8	2.8
Amérique Latine	2.3	2.4	2.4
Brésil	1.6	1.9	2.0
Moyen-Orient et Asie C.	3.3	3.4	3.1
Afrique	3.5	3.8	3.8
Monde (pondéré par PPA)	**2.6**	**2.9**	**2.8**

%, FdP (sauf indication contraire)	14 Mars	2024p	2025p	2026p
Taux Fed Funds (borne haute)	**5.50**	4.25	3.00	3.00
Taux 10 ans (gouv.), Etats Unis	**4.19**	3.75	3.25	3.50
BCE, taux refinancement	**4.50**	3.25	2.25	2.25
BCE, facilité de dépôt	**4.00**	2.75	1.75	1.75
Taux 10 ans (gouv.), Allemagne	**2.36**	2.25	1.75	2.00
Taux 10 ans (gouv.), France	**2.79**	2.75	2.25	2.50
Taux 10 ans (gouv.), Italie	**3.59**	4.05	3.55	3.80
Taux 10 ans (gouv.), Espagne	**3.15**	3.25	2.75	3.00
BoE, taux de pol. monétaire	**5.25**	4.75	3.50	3.25
Taux 10 ans (gouv.), Royaume-Uni	**4.02**	4.00	3.50	3.50
BoJ, taux de pol. monétaire	**-0.10**	0.00	0.00	0.00
Taux 10 ans (gouv.), Japon	**0.76**	0.75	0.80	0.85
EUR / USD	**1.09**	1.05	1.10	1.15
EUR / GBP	**0.86**	0.90	0.90	0.90
USD / JPY	**148**	140	125	125
USD / CNY	**7.2**	7.2	7.0	7.1
EUR / CZK	**25.2**	24.0	24.0	24.0
EUR / RON	**5.0**	5.0	5.0	5.0
Pétrole, Brent (USD/b)	**84**	75	70	70
Gaz naturel UE (TTF, EUR/MgW/h)	**25**	50	50	45
Carbone UE ETS (EUR/tonne)	**54**	80	90	100

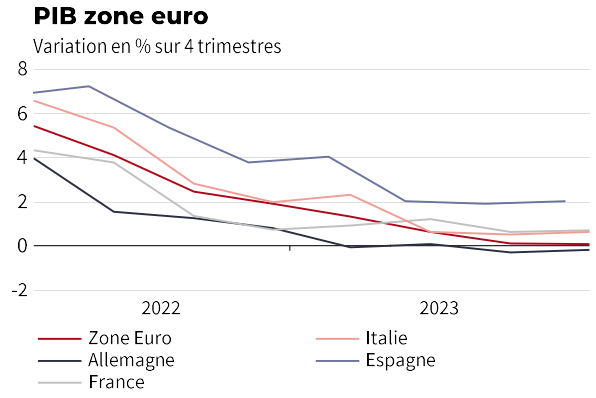
ZONE EURO

- **L'activité reste faible. La croissance continuera à ralentir en 2024 et restera modeste en 2025 dans un contexte de resserrement des politiques économiques.**
- **Les tensions sur le marché du travail s'atténuent en France et en Allemagne, et pas encore en Italie et en Espagne, mais nous prévoyons une hausse du chômage au cours des prochains trimestres.**
- **La BCE abaissera ses taux à partir du printemps 2024. Les conditions monétaires resteront néanmoins tendues dans le contexte du resserrement quantitatif en cours et de la faiblesse du crédit bancaire.**

L'union monétaire a enregistré deux trimestres consécutifs de contraction au second semestre 2023, la région affichant une faible consommation et souffrant de la faiblesse du commerce international. Jusqu'à présent, la consommation publique a contribué positivement, car la politique budgétaire est restée favorable. Cela ne devrait pas être le cas en 2024-2025. À ce stade, l'Allemagne apparaît comme le maillon faible de l'économie européenne en raison de la contraction de l'investissement et de l'atonie de la consommation privée.

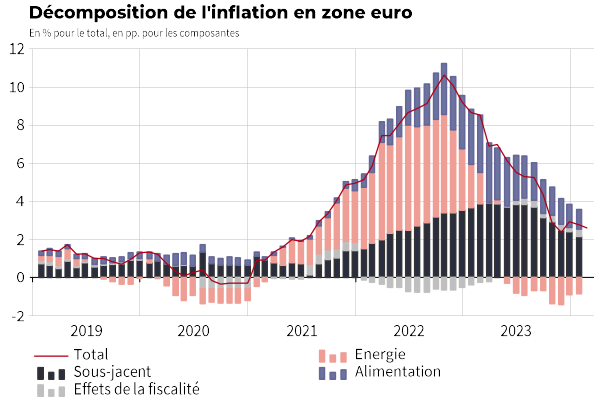
En 2024, l'activité continuera à ralentir, avant de repartir très modestement en 2025. Après le dynamisme de la période post-pandémique, le marché du travail sera moins porteur, le taux de chômage repartant à la hausse à partir de 2024. La demande des ménages en sera affectée. D'ici 2025, les conditions financières resteront tendues et la consolidation budgétaire se poursuivra, empêchant toute accélération significative de l'activité. Les risques liés à ce scénario restent majoritairement baissiers, notamment en raison des effets retardés du resserrement synchronisé des politiques budgétaires et monétaires.

Ralentissement toujours en cours…



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

…et une inflation qui diminue lentement



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

La croissance des dépenses d'investissement chutera aussi fortement en 2024, après une année plutôt résistante. Du côté des entreprises, l'affaiblissement de la demande, la hausse des coûts de financement et la persistance d'une forte incertitude pèseront sur la dynamique des affaires, malgré des marges encore résistantes. Du côté des ménages, l'investissement résidentiel continuera à ralentir. La demande est freinée par les taux hypothécaires élevés et le coût toujours élevé des travaux de construction. Là encore, seul un modeste rebond est attendu en 2025.

La croissance de la consommation des ménages sera faible sur l'horizon de prévision. Le pouvoir d'achat s'est redressé en 2023, grâce à la baisse de l'inflation, à la hausse des salaires et aux transferts publics. Mais son élan sera modeste en 2024-25. Avec la baisse de l'inflation, les entreprises chercheront à préserver leurs marges en modérant la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre. En conséquence, la croissance des salaires sera plus modeste, tout comme celle de l'emploi, ce qui entraînera une hausse du taux de chômage. La baisse des taux d'épargne, qui ne se sont pas encore normalisés dans toutes les économies, sera la principale source de soutien à la consommation. Les réserves d'épargne constituées depuis la pandémie, bientôt épuisées, n'offriront qu'une source limitée de croissance.

A partir de 2024, la réactivation des règles budgétaires européennes et la consolidation fiscale qui s'ensuivra constitueront un frein à l'activité. Au plus fort de la crise énergétique, les gouvernements ont élargi leur arsenal de mesures pour soutenir le pouvoir d'achat des ménages et des entreprises, mais ces mesures sont en train de s'inverser. En 2024-25, les plans budgétaires des Etats membres prévoient un resserrement général de la politique fiscale dans un contexte de hausse des taux d'intérêt. Sur le front de l'investissement, certains États membres notamment Italie et Espagne continueront néanmoins à bénéficier d'un soutien dans le cadre des fonds EU New Generation. Dans l'ensemble, la politique budgétaire, qui a constitué un soutien important à l'activité au cours des trois dernières années, devrait constituer un frein majeur à l'accélération de l'activité à moyen terme.

L'inflation continuera à baisser en 2024 et 2025, modulée par les tendances des prix de l'énergie. Elle devrait converger légèrement en dessous de l'objectif de la BCE en 2026-2027 dans un contexte de faible demande et d'endettement encore élevé. L'inflation sous-jacente reste élevée mais a également commencé à baisser avec le ralentissement de la demande orchestré par le resserrement du policy mix à partir de 2024. La BCE reste préoccupée par la dynamique des salaires, même si les chiffres de la fin du quatrième trimestre 2023 ont montré un certain ralentissement de la croissance de la rémunération des employés dans la zone euro et ainsi que des salaires négociés.

Dans ce contexte de ralentissement de la demande et d'atterrissage de l'inflation, la BCE devrait commencer ses premières baisses de taux au printemps 2024. Toutefois, la politique monétaire devrait rester sur une orientation restrictive au cours des deux prochaines années, la banque centrale continuant à réduire la taille de son bilan. La BCE devrait réduire progressivement ses taux pour les ramener juste en dessous de 2 % en 2025. Dans le même temps, si l'inflation reste conforme aux objectifs, le bilan continuera de se réduire via la réduction du portefeuille obligataire avec le programme d'achat d'actifs (APP) et le programme d'achat d'urgence en cas de pandémie (PEPP). Dans l'ensemble, la politique monétaire restera neutre, voire légèrement restrictive, à l'horizon des prévisions.

L'annonce du nouveau cadre opérationnel le 13 mars indique que la BCE vise à relancer progressivement le marché interbancaire dans un contexte d'abondance des réserves bancaires. Ce cadre devrait commencer à prendre pleinement effet dans 2 ou 3 ans, en fonction du niveau minimum de liquidités excédentaires effectivement contraignant pour le secteur bancaire. Les réserves excédentaires s'élèvent actuellement à 3,5 trillions d'EUR et plusieurs estimations indiquent que le niveau minimum critique pour est proche de 1,5 trillion.

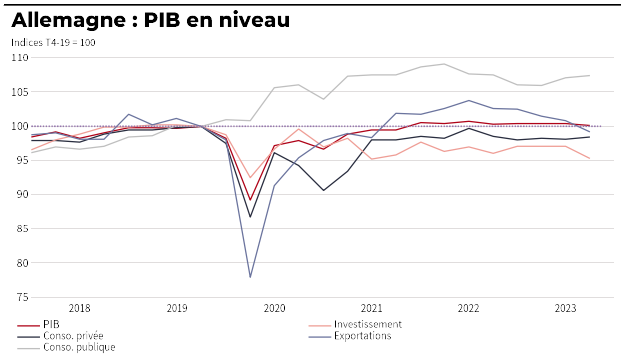
Zone euro	**2023**	**2024p**	**2025p**	**2026p**
PIB en volume, %	0.5	0.5	0.8	1.1
Consommation des ménages	0.5	0.6	0.7	0.9
Consommation publique	0.3	1.1	0.7	0.8
Investissement	0.8	0.5	0.8	1.4
Exportations de biens & services	-0.8	1.2	2.9	2.9
Importations de biens & services	-1.2	1.5	2.8	2.9
Inflation, % moyenne annuelle	5.4	2.5	2.3	2.0
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	5.0	2.6	2.2	2.0
Revenu disponible brut (RDB) en volume, % GA	1.2	0.0	0.1	0.6
Épargne des ménages, % du RDB	14.2	13.7	13.2	13.0
Chômage, % de la population active	6.5	7.0	7.4	7.5
Solde budgétaire, % du PIB	-3.2	-3.3	-3.2	-3.1
Dette publique, % du PIB	90	92	94	95
Solde courant, % du PIB	1.8	2.0	2.1	1.8

ALLEMAGNE

- **L'économie allemande restera stagnante dans le sillage d'une demande interne molle après une année2023 en décroissance.**
- **Les pressions à la hausse sur le chômage, notamment dans l'industrie, se poursuivront sur le court terme.**
- **L'effet de la modération de l'inflation et des taux d'intérêt sur la consommation et l'investissement sera modulé par l'incertitude et des comportements précautionneux.**

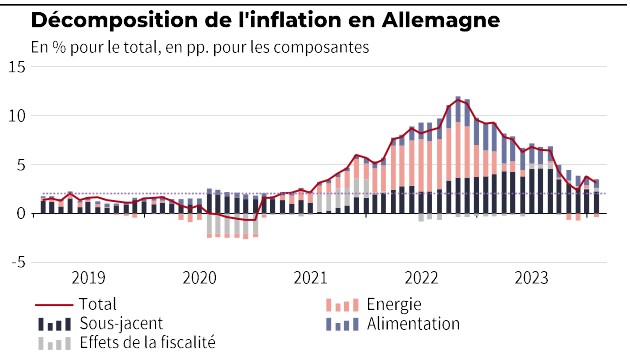
Après une année difficile marquée par une récession modérée, l'économie allemande ne se reprendra que modestement en 2024-25. Le rebond attendu des exportations après une année 2023 particulièrement atone sera limité par le ralentissement projeté de la demande mondiale et les persistantes difficultés dans l'industrie. L'invalidation par la Cour constitutionnelle de la trajectoire budgétaire, prévoyant notamment d'importantes subventions sur les prix de l'électricité pour l'industrie, est un nouveau vent contraire pour le secteur. Le principal soutien de la croissance proviendra de la baisse de l'inflation et des taux d'intérêt, mais l'activité évoluera sous son rythme potentiel et le taux de chômage poursuivra la remontée commencée en 2023. La balance des risques reste dégradée. L'industrie et les ménages demeurent exposés à l'augmentation des prix de l'énergie alors que l'action gouvernementale est bloquée. À plus long terme, la compétitivité de l'économie allemande, sa capacité d'exportation et son potentiel de croissance risquent d'être mis à mal par les défis qu'impose la transition énergétique à son industrie et les tensions géopolitiques.

Le PIB stagne et seule la consommation publique dépasse le niveau du T4-19



Source : Destatis, SG Études économiques et sectorielles

La désinflation continue avec des prix énergétiques contenus



Source : Eurostat, SG Études économiques et sectorielles

La reprise du commerce extérieur et notamment la vigueur des exportations resteront modestes sur l'ensemble de l'horizon de prévision, avec des taux de croissance nettement inférieurs à ceux observés avant la pandémie. Les exportations allemandes font face à un ralentissement de la demande externe, notamment de la Chine, premier partenaire commercial, et du bloc européen et

stagneront en 2024. Les coûts salariaux unitaires, en hausse depuis dix ans, conjugués avec la concurrence croissante de la Chine dans des secteurs à forts avantages comparatifs pour l'industrie allemande seront un frein à la croissance à moyen terme. C'est notamment le cas dans le secteur automobile qui, malgré avoir été nettement plus résilient que le reste de la manufacture en 2023, fera face à davantage de défis pour garder sa place dans le marché dans le contexte des transformations du secteur pour accommoder la production de véhicules à faibles émissions. Plus généralement, le besoin d'assurer la transition énergétique présente un défi structurel pour des secteurs clés du pays comme la chimie, l'acier et l'automobile. Hautement polluants, la transformation de ces secteurs est au cœur de la transition mais les rend vulnérables à des pertes conséquentes de compétitivité.

L'investissement se contractera en 2024 et restera sur une dynamique modeste par rapport à son comportement prépandémique à moyen terme. Sur l'horizon de prévision, le taux d'investissement total sera une fraction de sa moyenne historique établie à 2.2% entre 2010 et 2019. La demande totale anticipée atténuée et le niveau élevé des prix des biens d'équipement constituent des freins à l'investissement productif malgré une profitabilité des SNF qui s'améliore depuis 2023. L'investissement résidentiel quant à lui fait face à un ralentissement largement induit par la hausse des taux d'intérêt, ainsi que par des prix des matériaux élevés. Alors que le marché immobilier a vu une importante correction de ses prix à la baisse en 2023 (entre 9% et 20% d'après le Kiel Institute), la transmission de la politique monétaire restrictive de la BCE sur le marché se poursuivra en 2024. Ces baisses de prix arrivent alors que la mise en place des politiques climatiques du pays, qui nécessitent d'importants investissements, constitue une source de pression pérenne sur les prix à la hausse. En effet la moitié des bâtiments du pays nécessitent de rénovations pour que les émissions de l'immobilier arrivent à leur cible de moyen terme. Elle inclut notamment l'utilisation de systèmes de chauffage bas carbone onéreux et dont l'installation est aussi ralentie par la hausse des taux d'intérêt. Enfin, l'investissement public reste soumis à l'incertitude autour la politique budgétaire du pays.

La consommation des ménages commencera à se redresser dès 2024, à très basse vitesse. Le ralentissement de l'inflation, dans son niveau global ainsi que ses composantes, permettra d'avoir une légère amélioration du revenu disponible des ménages et de leur consommation. L'évolution du revenu disponible brut réel des ménages se rapprochera par le bas de sa moyenne historique entre 2010 et 2019 de 1.6% annuel. Hélas, la détérioration du marché du travail et la modération des hausses de salaire limiteront le redressement de la consommation et de sa contribution à la croissance sur l'horizon de prévision. Quant à l'épargne, sa mobilisation depuis la crise sanitaire à constituer un relais pour la croissance mais les comportements de précaution des agents limitent leur consommation. Le taux d'épargne brut est toujours amplement supérieur à sa moyenne prépandémique et

il a augmenté de près de 1pp en redépassant la barre de 20% en 2023 après deux ans de baisses conséquentes.

L'incertitude sur la politique budgétaire s'étend sur l'horizon de prévision avec une coalition gouvernementale fragmentée et sans accord pour s'adapter à la décision de la Cour Constitutionnelle. Le pays continue à réduire sa dette dans le sillage d'une consolidation budgétaire qui s'est accélérée pour être conforme avec le frein à la dette qui limite le déficit à 0.35% du PIB. Cette limite est devenue plus stricte depuis la décision de Karlsruhe, qui en invalidant la trajectoire budgétaire pluriannuelle a déclenché la suppression de fonds spéciaux hors-budgétaires déjà alloués. C'est le cas notamment du font pour le climat KTF (60 Mds EUR à horizon 2027), du fond pour la stabilisation économique WSF (200 Mds EUR) qui a financé les aides aux agents pendant la pandémie et la crise énergétique, el du fond de reconstruction crée à la suite des inondations de 2021. Globalement la brèche de financement est estimée aux alentours de 20 Mds EUR et les programmes comme les subventions à l'achat de voitures électriques et les subventions à l'industrie pour faire face à la hausse des prix de l'énergies sont déjà supprimés. Dans le court terme, cette contrainte budgétaire empêche des mesures contre-cycliques pour le secteur productif qui semblent nécessaires. La coalition n'a toujours pas trouvé de solution pour engager une politique fiscale efficace tout en respectant les règles budgétaires. La possibilité d'une flexibilisation du frein de dette a été évoquée, notamment par le Conseil des Experts Économiques, mais il ne semble pas y avoir d'espace politique pour la mettre en œuvre. Sans mesures pour s'accommoder à ce contexte, la perspective d'une consolidation budgétaire plus aiguë dégrade la balance des risques et questionne la capacité de l'Allemagne à tenir ses objectifs climatiques, et à répondre aux difficultés structurelles de son économie.

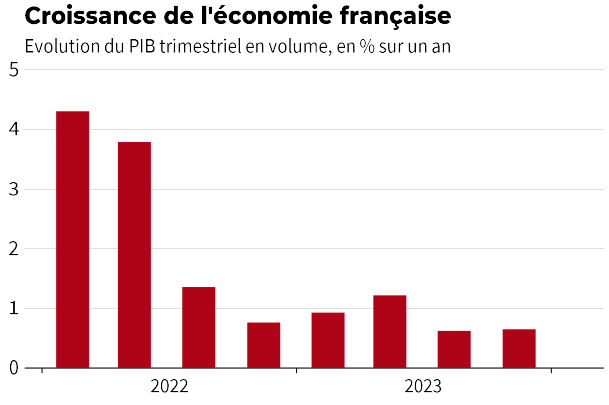
Allemagne	**2023**	**2024p**	**2025p**	**2026p**
PIB en volume, %	-0.1	0.1	0.6	1.0
Consommation des ménages	-0.6	0.3	0.6	0.9
Consommation publique	-1.5	0.8	0.7	0.9
Investissement	-0.2	-1.0	0.1	1.4
Exportations de biens & services	-1.7	0.0	2.8	2.9
Importations de biens & services	-3.0	-0.5	3.0	3.0
Inflation, % moyenne annuelle	6.0	2.7	2.2	2.0
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	5.1	2.8	2.2	2.0
Revenu disponible brut (RDB) en volume, % GA	-0.1	0.1	0.3	0.8
Épargne des ménages, % du RDB	20.5	20.6	20.3	20.2
Chômage, % de la population active	5.7	6.0	6.1	6.3
Solde budgétaire, % du PIB	-2.2	-2.7	-2.5	-2.2
Dette publique, % du PIB	65	65	66	67
Solde courant, % du PIB	6.8	5.7	5.7	5.5

FRANCE

- **Après une meilleure performance qu'anticipée en 2023, l'activité devrait ralentir modestement en 2024 et resterait atone en 2025, avant d'amorcer une reprise progressive à partir de 2026.**
- **L'inflation devrait revenir à la cible de 2%.**
- **Le déficit courant, qui s'est résorbé en 2023, ne devrait plus connaître de nouvelle dégradation sur l'horizon de prévision.**

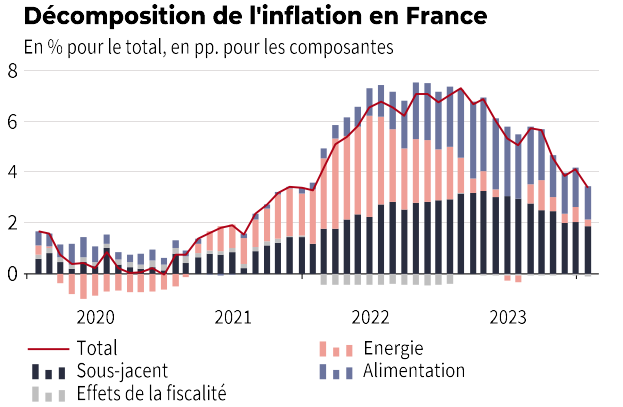
Perspectives de croissance médiocres pour 2024. Sur l'ensemble de l'année 2023, la croissance aura ainsi été principalement entamée par la faiblesse de la consommation des ménages et de leurs investissements. L'investissement des entreprises et le commerce extérieur, notamment avec la bonne tenue des exportations et la forte contraction des importations, en lien avec la baisse des importations d'énergie, auront été favorables à l'activité économique. Moins en capacité d'augmenter les prix comme entre 2021 et 2023, les entreprises chercheront à la modérer la croissance des coûts salariaux unitaires par des gains de productivité ; et la baisse de l'inflation projetée sur l'horizon de prévision devrait s'accompagner d'une remontée du chômage et d'une croissance relativement atone du pouvoir d'achat, et donc de la consommation et des investissements des ménages. Le crédit bancaire et le déficit public n'apporteront aucune impulsion à l'activité, en raison des délais dans la transmission de la politique monétaire et de la consolidation budgétaire. L'environnement international ne sera pas particulièrement porteur non plus ; la demande mondiale devrait rester faible.

Un ralentissement marqué en 2023



Source : INSEE, SG Études économiques et sectorielles

La désinflation se poursuit



Source : Eurostat, SG Études économiques et sectorielles

La croissance des exportations restera modeste sur l'horizon de prévision en raison de la faiblesse de la demande extérieure. Le déficit courant hérité de 2022 devrait néanmoins se résorber avec la baisse de la facture énergétique. La demande extérieure a nettement faibli, notamment chez les partenaires commerciaux européens de la France. Le volume des exportations reste en retrait

par rapport à son niveau de 2019, en raison notamment du redressement très progressif des exportations de biens d'équipements de transport, particulièrement dans l'aéronautique. Le déficit courant, qui avait atteint presque 2 % du PIB en 2022, en partie en raison de cette faible dynamique des exportations, s'est résorbé en 2023, avec le dégonflement de la facture énergétique. En effet, la France est à nouveau exportatrice nette d'électricité grâce à la normalisation de la production nucléaire, les prix de l'énergie importée ont fortement diminué, les besoins de reconstitution des stocks de gaz sont plus faibles qu'à la sortie de l'hiver 2021-22. Cependant, la trajectoire du solde courant restera exposée aux fluctuations du prix de l'énergie importée.

L'investissement des entreprises qui a fait preuve de résilience jusqu'à présent, devrait ralentir en 2024 sous l'effet conjugué de la baisse des profits et du maintien du coût de financement à un niveau élevé. Le ralentissement de la demande va réduire le pouvoir de fixation des prix des entreprises et ainsi induire une normalisation de leur profitabilité opérationnelle. Par ailleurs, les conditions de crédit resteront restrictives en réaction à la hausse des défaillances d'entreprises, ce qui devrait réduire l'appétit pour de nouveaux investissements. L'investissement productif devrait donc marquer le pas cette année.

La demande des ménages devrait rester modeste. L'investissement résidentiel va se contracter pour la troisième année consécutive en 2024, avant de se redresser modestement à partir de 2025. La persistance de taux élevés, la raréfaction du crédit et le coût élevé des travaux devraient continuer de contraindre la demande des ménages. La consommation devrait elle aussi rester atone ; la hausse du chômage et le ralentissement des salaires et la consolidation budgétaire pesant sur le pouvoir d'achat.

La trajectoire des finances publiques devrait pas se redresser rapidement. En effet, la consolidation budgétaire entrevue par le gouvernement aura un impact sur la croissance réelle à moyen terme. Le maintien de taux d'intérêt à des niveaux élevés devrait peser sur le service de la dette. La hausse des prix, attendue bien moins vigoureuse à partir de 2024, sera enfin moins en soutien de la croissance nominale. Au total, après une relative stabilité en 2023, le ratio d'endettement public repartirait à la hausse à partir de 2024, atteignant 114 % en 2025.

La baisse des prix à la consommation, amorcée mi-2023 devrait se poursuivre et passer sous le seuil de 3% en 2024. En 2023, la stabilité de l'inflation s'est expliquée par la hausse vigoureuse des prix de l'alimentation qui compense la désinflation énergétique, ainsi que les effets de seconds tours sur les prix des biens et des services. En 2024, la modération de l'inflation sera permise par le ralentissement de la demande. Toutefois, avec les risques qui entourent les perspectives d'évolution des prix de l'énergie, cette prévision reste sujette à des risques haussiers.

La balance des risques reste équilibrée, mais dégradée. Les risques associés à la crise énergétique se sont dissipés, mais ils resteront cependant présents tant que

perdurera le conflit en Ukraine. Le risque d'une consolidation structurelle plus forte des finances publiques que celle actuellement projetée est à surveiller. Il importe de noter que le soutien budgétaire au verdissement se maintient. Le « budget vert » de la France bénéficie de davantage de moyens, avec une hausse de EUR 7 Mds des dépenses pour la planification écologique (réaffectation d'une partie de la somme libérée par l'augmentation programmée des taxes sur le gaz et sur l'électricité).

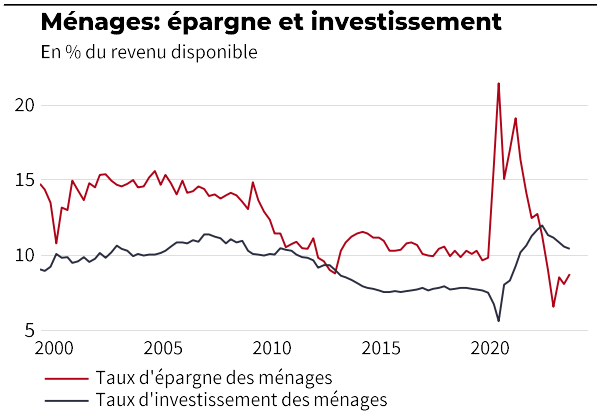
France	2023	2024p	2025p	2026p
PIB en volume, %	0.9	0.5	0.7	1.1
Consommation des ménages	0.7	0.9	0.9	1.3
Consommation publique	0.5	0.9	0.9	0.8
Investissement	1.2	0.0	1.2	2.0
Exportations de biens & services	1.5	0.9	2.0	2.4
Importations de biens & services	-0.3	-1.1	2.8	3.1
Inflation, % moyenne annuelle	5.7	2.5	2.0	2.0
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	4.0	2.3	2.0	2.0
Revenu disponible brut (RDB) en volume, % GA	0.7	0.4	0.2	0.2
Épargne des ménages, % du RDB	17.7	17.0	16.4	15.4
Chômage, % de la population active	7.1	8.0	8.3	8.6
Solde budgétaire, % du PIB	-4.8	-5.2	-5.1	-5.0
Dette publique, % du PIB	110	111	114	116
Solde courant, % du PIB	-1.2	-0.6	-0.5	-0.6

ITALIE

- **La croissance italienne a superformé la zone euro en 2023, mais elle ralentira sensiblement en 2024 et 2025.**
- **Les ménages verraient leur pouvoir d'achat se contracter légèrement en 2024 après une très faible hausse l'an passé, le taux d'épargne restant à un niveau historiquement bas.**
- **La dette publique retrouverait une trajectoire haussière dès 2024.**

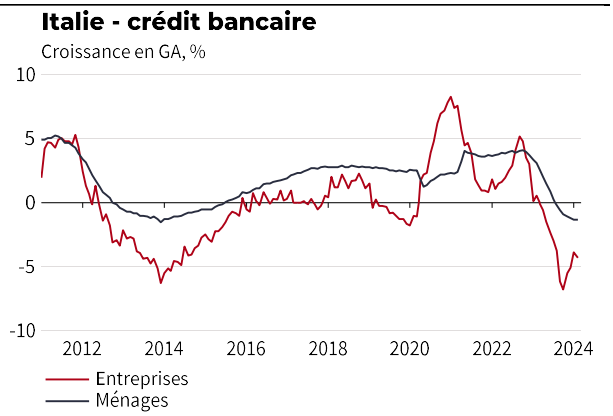
Le PIB italien affichera une croissance modeste en 2024 et 2025, en dessous de son potentiel de croissance. La croissance a bien résisté au ralentissement en zone euro en 2023, terminant l'année à 1%. Le PIB a été tiré par une croissance vigoureuse de l'investissement, soutenu par les fonds de Next Generation EU et aujourd'hui supérieur de 30% à son niveau pré-covid. Il y a eu un boom de l'investissement logement (+80% depuis le T4-19), avec les subventions gouvernementales pour la rénovation. Le PIB se situe aujourd'hui à un niveau supérieur de 4,2 % à celui du T4-2019. Néanmoins, si les ménages et les entreprises ont jusqu'à présent bien résisté à la forte hausse des prix, la situation économique se détériore pour tous les agents.

Le taux d'épargne se redresse quelque peu



Source : Istat

Forte contraction du crédit aux entreprises



Source : BCE

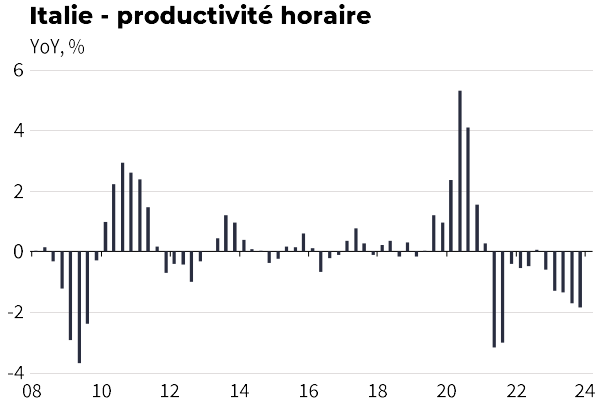
Après une faible progression du pouvoir d'achat en 2023, le revenu des ménages se contracterait légèrement en 2024. Les négociations de branche ont conduit à des hausses de salaire horaire, en particulier dans l'industrie, qui soutiendront le pouvoir d'achat dans un contexte de ralentissement de l'inflation. Cependant les subventions aux ménages seront moins généreuses qu'en 2023, avec en particulier le retrait des « chèques énergie » qui ont permis aux ménages de faire face à la crise énergétique. Le taux d'épargne, déjà à un plus bas historique, diminuerait en 2024 avant de stabiliser en dessous de 9%. La consommation des ménages resterait atone au cours des deux prochaines années.

L'inflation ralentirait fortement en 2024 et 2025 grâce au repli des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente resterait cependant supérieure à la cible de la

BCE, et les prix alimentaires progresseraient encore de plus de 5% en 2024. Les risques d'une boucle prix-salaires sont néanmoins limités en Italie en raison d'un marché du travail fondé sur la négociation collective, avec un processus très lent de renouvellement des accords de branche, une faible indexation des salaires sur les prix et l'absence de gains de productivité depuis 20 ans.

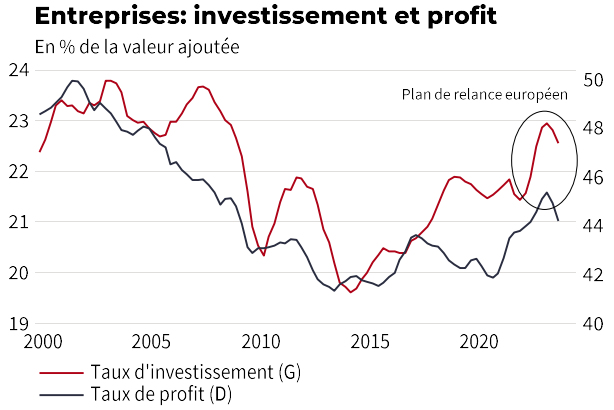
L'emploi se contracterait à partir du T1-24 après deux années de fortes créations d'emploi. L'effet du resserrement monétaire commence à se faire sentir sur la confiance et les marges des entreprises, qui vont limiter leurs embauches, d'autant que l'on observe un déclin de la productivité horaire depuis deux ans. Le taux de chômage remonterait à 8,3% de la population active à l'horizon 2025.

La baisse de la productivité horaire…



Source : Istat, Eurostat

… pèse sur les marges des entreprises



Source : Eurostat

L'investissement des entreprises devrait ralentir en 2024, après trois années de hausse record. L'investissement en biens d'équipement ralentit, mais reste en progression grâce notamment aux subventions du plan de relance européen. Cependant, l'investissement en construction se contracterait en 2024, du fait de la fin des aides d'Etat très avantageuses pour la rénovation de logement. La dynamique du crédit faiblit : les conditions de crédit se resserrent et l'encourt de crédit aux entreprises se contracte de 5 % sur un an. On s'attend à une poursuite de la contraction du crédit et une croissance modérée de l'investissement l'an prochain.

Les fonds européens soutiennent toujours l'économie. Le plan modifié, incluant le chapitre REPowerEU, a renforcé l'accent mis sur la transition écologique, en consacrant 39 % des fonds disponibles à des mesures qui soutiennent les objectifs climatiques. Les principaux investissements pour la transition verte sont : i) l'efficacité énergétique dans les bâtiments résidentiels et publics (16,9 Mds EUR), ii) la mobilité durable (34,5 Mds EUR), iii) le développement des énergies renouvelables et de l'économie circulaire et l'amélioration de la gestion des déchets et de l'eau (24,7 Mds EUR). Il restera près de 105 Mds EUR de fonds disponibles au gouvernement italien d'ici 2026 (5,2 % du PIB), et donc une forte incitation à conserver une attitude coopérative avec l'Union européenne et mettre en œuvre les réformes structurelles clé, en particulier celle de la refonte du système judiciaire.

Le solde primaire se réduirait en 2024 de -1,6 % à -1,0 % du PIB, mais serait loin de retrouver un excédent primaire de 2 %, condition nécessaire à la décrue tendancielle de la dette publique. Le coût des mesures extraordinaires de soutien aux ménages et aux entreprises va diminuer cette année, du fait de la baisse des prix de l'énergie, permettant d'économiser environ 1 point de PIB. Cependant, le gouvernement italien a adopté ou prolongé un certain nombre de mesures fiscales en faveur des ménages, dont le coût total avoisine 0,7% du PIB. Il s'agit de la prolongation jusqu'en 2024 de la réduction des cotisations de sécurité sociale pour les personnes à revenus faibles et moyens ; une déduction fiscale pour les entreprises qui embauchent des salariés à durée indéterminée ; et une première étape de la réforme fiscale générale qui (i) fusionne les première et deuxième tranches d'imposition sur le revenu, (ii) augmente la zone d'imposition et (iii) révise les déductions fiscales sur les hauts revenus.

La dette publique reprendrait une trajectoire ascendante. La hausse passée des taux d'intérêt et la faiblesse de la croissance vont peser sur la dynamique de la dette publique à moyen terme. En 2023, la dette publique se situe encore 5 points au-dessus de son niveau pré-Covid et reprendrait une trajectoire ascendante pour atteindre près de 146 % du PIB d'ici 2026.

La situation de la dette publique reste, de manière générale, assez vulnérable au risque de tensions souveraines, qui pourraient s'accroître avec une nouvelle hausse du ratio de dette publique. Le filet de sécurité mis en place par la BCE par le biais de la flexibilité dans la stratégie de réinvestissement des actifs PEPP arriverait à échéance fin 2024. Toutefois, le nouvel instrument de protection de la transmission monétaire (TPI) devrait limiter les risques de mouvements excessifs sur les marchés financiers. Cependant, cet instrument n'a jamais été utilisé et ne fonctionne que pour les Etats membres qui respectent les règles budgétaires européennes.

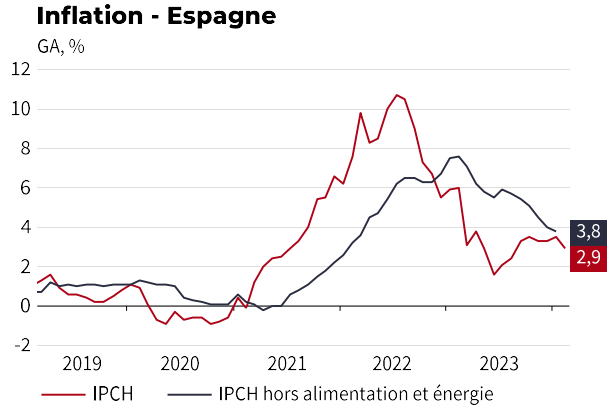
Italie	**2023**	**2024p**	**2025p**	**2026p**
PIB en volume, %	1,0	0,5	0,6	0,8
Consommation des ménages	1,2	0,2	0,3	0,5
Consommation publique	1,2	0,4	0,4	0,4
Investissement	4,9	2,4	1,4	1,6
Exportations de biens & services	0,5	2,2	2,1	2,3
Importations de biens & services	-0,2	0,9	2,0	2,2
Inflation, % moyenne annuelle	5,9	2,2	2,0	2,0
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	4,5	2,6	2,4	2,2
Revenu disponible brut (RDB) en volume, % GA	0,3	-0,2	0,4	0,6
Épargne des ménages, % du RDB	8,9	8,6	8,7	8,9
Chômage, % de la population active	7,7	8,0	8,3	8,2
Solde budgétaire, % du PIB	-5,3	-5,1	-5,0	-4,9
Dette publique, % du PIB	140	142	144	146
Solde courant, % du PIB	0,2	1,2	1,2	1,1

ESPAGNE

- **La croissance est restée dynamique jusque fin 2023, mais devrait ralentir en 2024 et passer en dessous du potentiel en 2025.**
- **Après une hausse record en 2023, le pouvoir d'achat des ménages va légèrement progresser en 2024 malgré la hausse du chômage.**
- **Le pays résorberait partiellement son déficit budgétaire et la dette publique se stabiliserait autour de 109 % du PIB.**

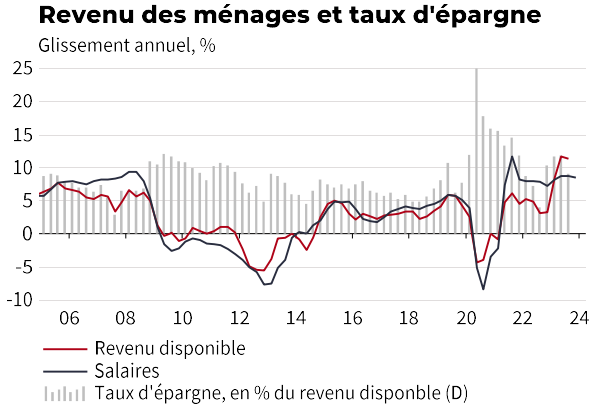
En 2024, le ralentissement sera notable, et la croissance sera inférieure à son potentiel en 2025. Elle restera cependant supérieure à celle de ses partenaires européens, soutenue par la forte hausse du revenu disponible des ménages (10% en 2023 et 4% en 2024). Le marché du travail, très tendu, devrait se retourner en 2024, et le chômage commencerait à augmenter. Le durcissement des conditions financières continuera d'impacter les entreprises pour le financement de leurs investissements, tandis que le revenu des ménages résiste plutôt bien à la hausse des charges d'intérêt, qui ont ponctionné 0,5pp de pouvoir d'achat l'an dernier.

Une lente désinflation…



Source : INE

…et un revenu disponible en forte hausse



Source : INE

La croissance a bien résisté au T4 2023, grâce à une demande externe favorable et un phénomène de restockage, et ce malgré un repli marqué de l'investissement des entreprises. L'investissement s'est contracté dans toutes ses composantes (construction, équipements et propriété intellectuelle), mettant ainsi fin à deux années de hausse.

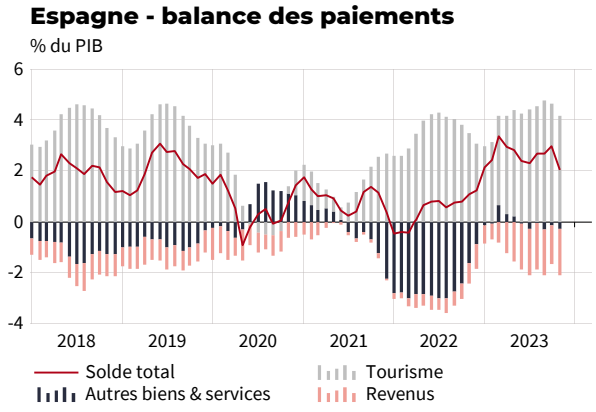
L'investissement des entreprises serait modéré en 2024, du fait de conditions financières resserrées et de la faiblesse de la demande interne. Il serait toutefois soutenu par des prêts et des subventions de la nouvelle version du plan de relance européen, qui a revu à la hausse le total des subventions à 80 Mds EUR (5,5 % du PIB). À l'automne 2023, la Commission européenne a approuvé le plan de relance modifié de l'Espagne, qui comprend un *chapitre REPowerEU* et 83 Mds EUR de prêts (5,7 % du PIB) en plus des subventions déjà allouées. 40 % du plan soutiendront les objectifs

climatiques. Les principaux investissements sont : i) plus de 12 Mds EUR dans l'efficacité énergétique des bâtiments publics et privés, y compris les nouveaux logements sociaux, ii) 13,2 Mds EUR dans la mobilité durable dans les zones urbaines et les grandes distances, iii) 6,9 Mds EUR pour la décarbonisation du secteur de l'énergie dans le cadre du chapitre REPowerEU et 22 Mds EUR dans le cadre de l'instrument financier ICO Green Line, dans les technologies et les infrastructures propres (y compris les réseaux de stockage et d'électricité) et l'accélération du développement et de l'utilisation des énergies renouvelables, dont l'hydrogène.

La consommation des ménages ralentirait en 2024, mais continuerait de soutenir la croissance grâce à de nouveaux gains de pouvoir d'achat après une année record en 2023. En effet, malgré le ralentissement anticipé du marché du travail et un début de hausse du chômage, le pouvoir d'achat progresserait encore en 2024 et 2025. Le ralentissement de l'inflation, les hausses de salaires négociées ainsi que les hausses des pensions soutiendront le revenu des ménages à l'horizon de notre prévision. Le taux d'épargne – revenu à un niveau supérieur à sa moyenne historique en 2023 – resterait élevé, permettant aux ménages de faire face à la dégradation attendue du marché du travail.

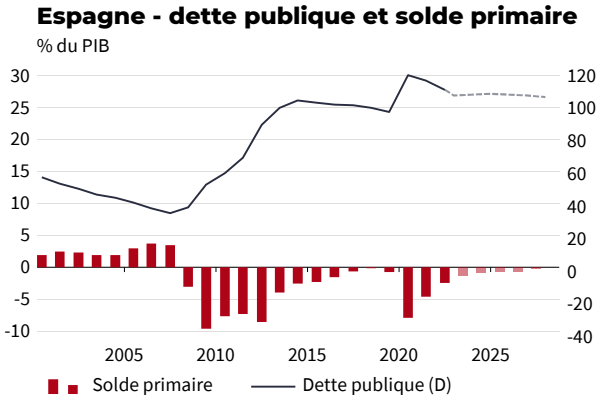
L'inflation harmonisée a fortement ralenti en 2023 et serait inférieure à 3 % en 2024. Cependant, l'inflation sous-jacente ralentirait également, mais resterait supérieure de 1 point à la cible de la BCE cette année, rendant délicate la décision de baisse des taux d'intérêt directeurs. Néanmoins, les effets de second tour sur les salaires ont été limités l'an dernier, malgré la hausse du salaire minimum de 8% en février 2023.

Le solde courant se maintient en excédent



Source : INE

La dette publique restera élevée, mais stable



Source : INE, SG Études économiques et sectorielles

La balance courante de l'Espagne s'est fortement redressée en 2023, et resterait nettement excédentaire à l'horizon de notre prévision. Alors que le solde positif de la balance courante avait pâti de l'arrêt du tourisme pendant la pandémie et de la hausse du prix des importations énergétiques suite à la guerre en Ukraine, il s'est nettement redressé et atteint 2,5 % du PIB en 2023. Le solde courant reviendrait vers un excédent de 2% du PIB à moyen terme, avec le rééquilibrage de l'économie.

La politique budgétaire prendrait un caractère restrictif en 2024, du fait du moindre coût des mesures d'aide pour pallier la hausse des prix de l'énergie. Le démantèlement progressif de ces mesures permettrait d'économiser environ 1% du PIB en 2024. Par ailleurs, le financement d'investissements via les subventions du plan de relance européen plutôt que de l'emprunt public permet de réduire de 0,5% du PIB leur coût budgétaire en 2024.

Le ralentissement de la croissance pèsera sur les finances publiques et le déficit public restera supérieur au seuil de 3% du PIB à l'horizon de nos prévisions. L'indexation des retraites sur l'inflation pèse sur la soutenabilité des finances publiques, car elle interdit le gel des dépenses qui est un moyen très efficace de limiter le déficit public en période de hausse des prix. Après deux années de baisse, la dette publique est encore supérieure de 10 points de PIB à son niveau pré-Covid, et se stabiliserait autour de 109 % du PIB à l'horizon de notre prévision.

Au-delà de 2024, l'orientation budgétaire du gouvernement redeviendra accommodante. Il y a des risques de blocage politique et une probabilité non nulle que le gouvernement de M. Sánchez, élu en novembre 2023 avec l'appui de Sumar et des indépendantistes catalans, n'arrive pas à son terme. La politique économique restera axée sur la lutte contre l'inégalité des revenus, la redistribution et les politiques sociales et environnementales.

Les difficultés du gouvernement de Mr Sánchez pourraient s'aggraver, car les régionalistes et les séparatistes gagnent du terrain dans toute l'Espagne. Le PSOE a déjà dû accepter un certain nombre de concessions pour s'assurer le soutien des partis régionaux, comme un allégement de la dette de la Catalogne et de la Galice (15 et 12,3 Mds EUR respectivement). Un allégement similaire de la dette pourrait être accordé à d'autres communautés autonomes. M. Sánchez a également donné son accord à un certain nombre de projets d'infrastructure locaux en Galice et a signé un accord avec le PNV dans lequel il s'engage à accorder une plus grande autonomie à la région basque.

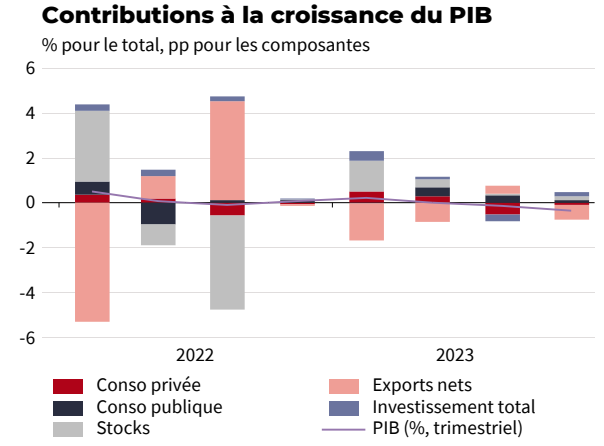
Espagne	2023	2024p	2025p	2026p
PIB en volume, %	2,5	1,4	1,1	1,4
Consommation des ménages	1,8	1,3	1,1	1,5
Consommation publique	3,8	0,8	0,8	0,8
Investissement	0,6	0,5	0,9	2,0
Exportations de biens & services	2,4	1,8	2,8	2,9
Importations de biens & services	0,3	1,7	2,5	3,0
Inflation, % moyenne annuelle	3,4	2,8	2,1	2,1
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	4,1	3,0	2,1	2,1
Revenu disponible brut (RDB) en volume, % GA	5,6	1,0	0,8	1,3
Épargne des ménages, % du RDB	10,5	10,2	9,9	9,8
Chômage, % de la population active	12,1	12,3	12,7	12,7
Solde budgétaire, % du PIB	-4,0	-3,6	-3,5	-3,3
Dette publique, % du PIB	108	108	109	109
Solde courant, % du PIB	2,4	2,2	2,2	2,2

ROYAUME-UNI

- **Le Royaume-Uni devrait échapper de peu à la stagnation en 2024, et croître modérément l'année suivante.**
- **La demande intérieure devrait s'affaiblir, les ménages restant prudents malgré la reprise des revenus réels.**
- **La baisse concomitante de l'inflation et les signes de faiblesse économique persistants devraient convaincre la BoE de commencer à réduire les taux au printemps.**

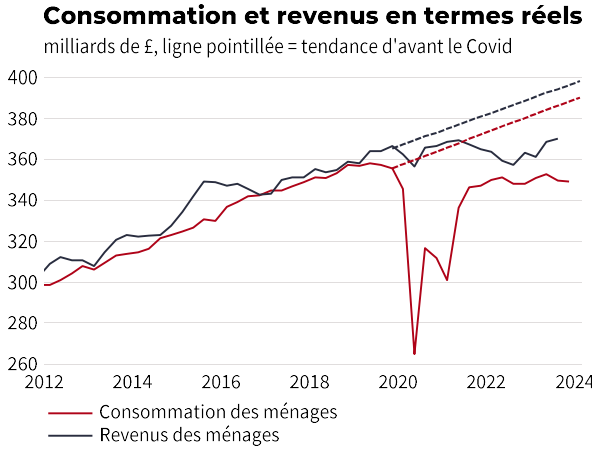
Après être entré en récession technique à la fin de l'année dernière, le Royaume-Uni devrait à peine échapper à la stagnation en 2024 malgré la baisse de l'inflation et la reprise des revenus réels. L'économie n'a progressé que de 0,1 % en 2023, le PIB s'étant contracté au cours des deux derniers trimestres consécutifs de l'année. Dans un contexte d'inflation toujours élevée, de tensions sur les marchés du travail et de faible croissance de la productivité, les deux secteurs moteurs du pays, la construction et les services, ont obtenu des résultats plutôt médiocres. Bien que le Royaume-Uni devrait renouer avec la croissance dès le premier trimestre, le scénario global de stagnation de la production, que nous observons depuis environ deux ans, se poursuivra probablement tout au long de l'année en cours, suivi d'un modeste rebond en 2025. En outre, les risques pesant sur les perspectives restent orientés à la baisse en raison des incertitudes persistantes aux niveaux national et mondial.

Le pays est tombé en récession technique fin 2023



Source : ONS, Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

Les revenus ont regagné une partie du pouvoir d'achat perdu, mais la consommation a stagné



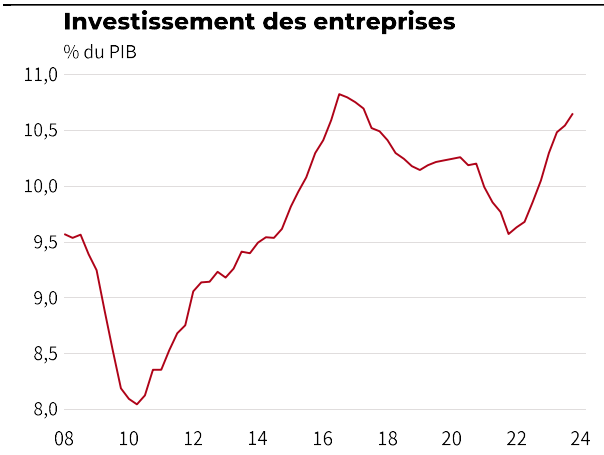
Source : ONS, Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

Une consommation privée anémique devrait affaiblir la demande intérieure cette année, car les ménages préfèrent rester prudents. Les volumes de consommation des ménages sont encore inférieurs d'environ 2 % à leurs niveaux d'avant la pandémie. Si l'inflation galopante en 2022 et début 2023 avait grignoté le

revenu réel et arrêté le rebond de la consommation post-Covid, les ménages britanniques sont restés prudents par la suite en dépit d'une inflation en décélération et d'une forte croissance des salaires nominaux. Un environnement économique toujours incertain et la renégociation des prêts hypothécaires à taux fixe pour de nombreux ménages devraient inciter les consommateurs à rester prudents en 2024, tempérant la dynamique de consommation dans un contexte de nouveaux gains de salaires réels. En outre, les entreprises pourraient préférer réduire leurs effectifs plutôt qu'augmenter les prix pour défendre leurs marges, ce qui affectera les niveaux d'emploi.

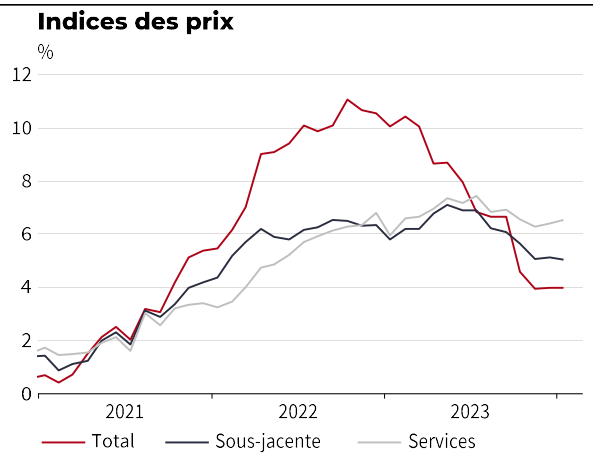
L'impact différé de la hausse des taux d'intérêt devrait avoir un impact négatif sur l'investissement privé, qui croîtra de nouveau en 2025. Après une longue période de baisse amorcée après le referendum sur le Brexit, les investissements des entreprises ont connu un rebond vigoureux au cours des deux dernières années, notamment grâce à un soutien important des politiques gouvernementales. L'investissement dans l'immobilier, quant à lui, a commencé à inverser une partie de son boom pandémique à la fin de 2022. Au cours de l'année en cours, les effets retardés du cycle de resserrement devraient affecter l'investissement privé dans tous les domaines. Elle devrait retrouver le chemin de la croissance l'an prochain, à mesure que la politique monétaire deviendra plus neutre. La relance des investissements est un instrument essentiel pour atteindre les objectifs plus larges consistant à niveler les inégalités régionales et à atteindre la neutralité carbone. Le gouvernement actuel et le prochain gouvernement devraient donc maintenir une politique bienveillante en ce qui concerne les investissements privés.

Les investissements ont rebondi après la pandémie



Source : S&P Global, Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

L'inflation persiste à 4 %



Source : GfK Group, CBI, Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

L'inflation devrait (temporairement) tomber à la cible de la banque centrale au T2, fournissant à la BoE un signe révélateur en faveur d'une première baisse de taux après la longue pause. Alors que l'inflation globale est restée autour de 4% entre novembre et janvier, tirée par une inflation sous-jacente et des services obstinément élevée, la tendance est certainement à la baisse. Au printemps, la

baisse des prix de l'énergie et le fort taux d'inflation du début 2023 sortant de la comparaison annuelle repousseront probablement l'inflation à la cible. Comme les contraintes du côté de l'offre ne devraient s'atténuer que partiellement, l'inflation sous-jacente ne baissera pas assez rapidement pour maintenir l'inflation à la cible pendant le reste de l'année. Néanmoins, la baisse concomitante de l'inflation globale et les signes clairs de faiblesse économique persistants devraient convaincre la BoE de réduire son taux directeur au cours du T2, avec un taux atterrissant à 4,75% à la fin de cette année.

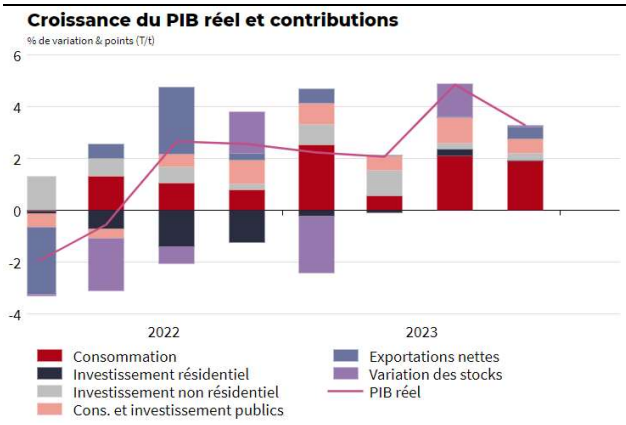
Royaume-Uni	**2023**	**2024p**	**2025p**	**2026p**
PIB en volume, %	0,1	0,2	0,9	0,9
Consommation des ménages	0,4	0,2	0,6	0,6
Consommation publique	0,6	1,2	1,1	1,2
Investissement	2,9	-1,0	1,1	1,0
Exportations de biens & services	-1,4	0,4	2,0	2,0
Importations de biens & services	-1,6	-0,2	1,6	1,6
Inflation, % moyenne annuelle	7,3	2,8	2,2	2,0
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	6,2	3,2	2,1	2,0
Revenu disponible brut (RDB) en volume, % GA	2,0	0,5	0,7	0,8
Épargne des ménages, % du RDB	9,7	9,6	9,6	9,7
Chômage, % de la population active	4,1	4,6	4,8	4,9
Solde budgétaire, % du PIB	-6,0	-5,8	-5,4	-4,9
Dette publique, % du PIB	98	100	102	104
Solde courant, % du PIB	-3,1	-3,1	-3,0	-3,0

ÉTATS-UNIS

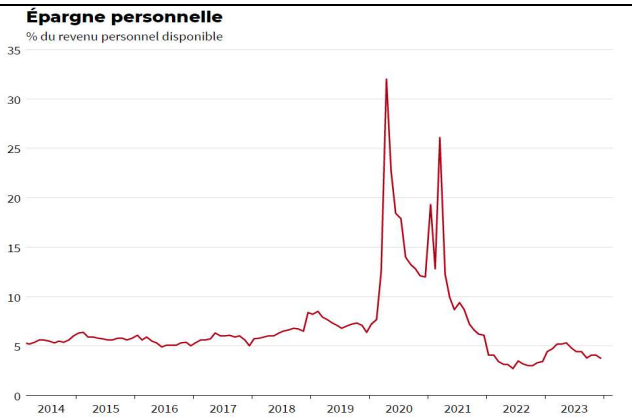
- **Nous révisons à la hausse nos prévisions de croissance du PIB pour 2024, sur la base d'un marché du travail solide et d'une forte croissance du revenu personnel disponible réel.**
- **L'activité économique reste en phase de ralentissement, confrontée à des vents contraires liés aux conditions fiscales et financières.**
- **La désinflation devrait se poursuivre, même si des risques de hausse persistent, ouvrant la voie à une première réduction des taux de la Fed en mai.**

Nous avons revu à la hausse nos prévisions de croissance pour 2024. Le PIB réel a dépassé les attentes avec une progression solide de 3,3 % en rythme trimestriel annualisé au quatrième trimestre de 2023 (tirée par la consommation, qui a contribué à hauteur de 1,9 point de pourcentage). En outre, jusqu'à présent, le marché du travail est resté plus dynamique que prévu, avec une moyenne de plus de 240 000 créations d'emplois non agricoles par mois au cours de l'année dernière (et une moyenne encore plus élevée de 289 000 au cours du dernier trimestre). Le taux de chômage est stable à 3,7 %. Nous avons donc revu à la baisse nos prévisions en matière de chômage. Dans le même temps, cependant, un assouplissement est en cours avec une baisse des offres d'emploi, qui ont diminué de 3 millions depuis leur pic de mars 2022, réduisant de manière significative le déséquilibre entre la demande et l'offre de travail et soutenant la désinflation. Nous nous attendons maintenant à ce que cet assouplissement se poursuive, principalement par le biais d'une diminution des postes vacants.

La croissance est tirée par la Consommation.



Le taux d'épargne reste faible



Source: Bureau of Economic Analysis, US Department of Commerce, Refinitiv, SG Economics and Sector Studies

Dans l'ensemble, le revenu personnel disponible réel devrait augmenter, compte tenu de la baisse de l'inflation et de la croissance des rémunérations des salariés. De plus, nous prévoyons également une augmentation significative des revenus d'intérêts, soutenant la consommation, malgré une augmentation (limitée) du taux

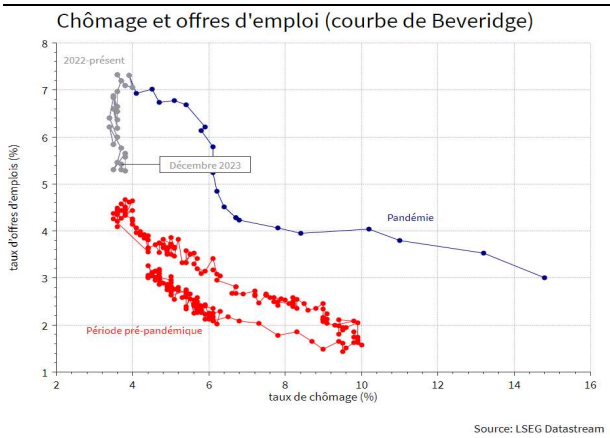
d'épargne. Ce dernier devrait augmenter de manière plus significative en 2025, compte tenu d'une progression du revenu personnel disponible réel d'environ 2 %. La consommation resterait modérée et les paiements d'intérêts personnels se contracteraient.

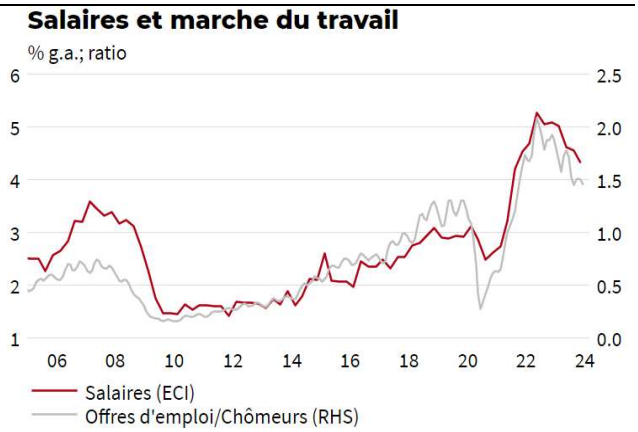
Nous prévoyons un ralentissement de l'activité économique en 2024, en raison de vents contraires fiscaux et financiers. Les entreprises privées non financières seront confrontées au défi du mur de refinancement à venir (notamment les entreprises cotées « *investment grade* ») ce qui contraindra les profits et les investissements.

Nous maintenons nos prévisions d'inflation supérieures au consensus, et prévoyons toujours un ralentissement significatif au cours de l'année. L'inflation a été légèrement plus forte que prévu en janvier, à 3,1 % en glissement annuel. L'inflation du logement a bondi de 0,6 % m/m en janvier (contre 0,3 % en moyenne au cours du trimestre précédent). Nous prévoyons que cette accélération sera de courte durée et que la contribution du logement à l'IPC diminuera de manière significative, reflétant le décalage temporel de cette mesure (qui reflète également les loyers continus, qui prennent du temps à s'ajuster) par rapport à l'inflation des loyers des nouveaux locataires (qui s'est déjà considérablement atténuée). La contribution de l'énergie sur l'année devrait être légèrement négative, mais des risques de hausse persistent, si les prix du pétrole augmentent plus fortement que prévu en liaison avec le conflit au Moyen-Orient.

À l'avenir, même si l'augmentation des salaires reste supérieure aux niveaux prépandémiques (selon l'indice du coût de l'emploi, ils ont progressé de é 4,2 % en glissement annuel au quatrième trimestre après un pic de 5,3 %, alors qu'ils progressaient de moins de 3 % en 2019). Ils devraient continuer à se détendre, reflétant la réduction significative de l'écart entre les emplois et les travailleurs au cours de l'année dernière et un nouvel assouplissement en cours de préparation. Toutefois, même si nous prévoyons un ralentissement de la croissance des salaires au cours de l'année à venir, les coûts de la main-d'œuvre devraient contribuer davantage à l'inflation au cours de la prochaine décennie, par rapport à la précédente. Cela s'explique par des facteurs démographiques (vieillissement) qui devraient freiner l'expansion de la main-d'œuvre, ce qui alimentera des pénuries et maintiendra les pressions à la hausse sur les salaires. Ceci motive, avec d'autres thèmes tels que la transition climatique et risques en relation aux chaînes d'approvisionnement plus fragmentées, nos prévisions d'inflation à moyen terme à 2,5 %, légèrement au-dessus de l'objectif de la Fed.

Le marché du travail se détend grâce à la baisse… soutenant une poursuite de la désinflation des offres d'emploi …





Source: Bureau of Labour Statistics, US Department of Labor, Refinitiv, SG Economics and Sector Studies

Nous ne prévoyons pas de baisse des taux avant mai, les taux étant ensuite ramenés à 4-4,25 % d'ici la fin de l'année, la Fed profitant de l'apaisement de l'inflation pour soutenir la croissance. En l'absence d'un autre choc, la détente des loyers et la baisse des salaires devraient convaincre la Fed que l'inflation diminue durablement. Dans le même temps, la croissance devrait ralentir par rapport à son rythme soutenu de 2024, sous l'effet de vents contraires fiscaux et financiers, ainsi que d'une pression croissante sur les bilans des ménages. Cela confirme les attentes de ralentissement des décideurs politiques de la Fed, comme de récents discours l'ont suggéré. Combinée à une inflation en baisse, cette situation devrait inciter les décideurs à soutenir les réductions des taux.

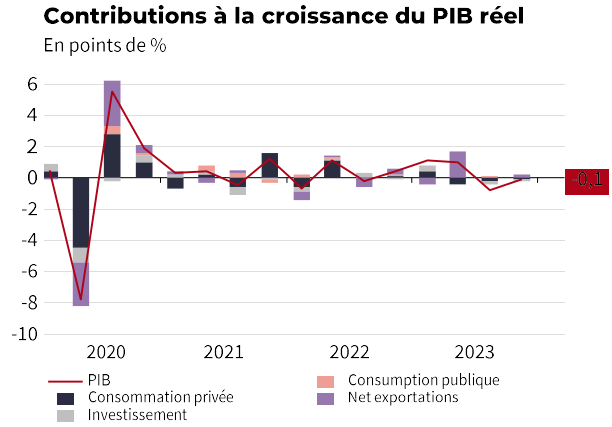
États-Unis	2023	2024p	2025p	2026p
PIB en volume, %	2,5	1,7	1,5	1,8
Consommation des ménages	2,2	1,4	1,8	2,1
Consommation publique	2,8	1,3	1,1	1,0
Investissement	1,9	2,5	1,9	2,7
Exportations de biens & services	2,7	1,0	2,0	2,0
Importations de biens & services	-1,7	2,0	3,3	3,3
Inflation, % moyenne annuelle	4,1	2,7	2,5	2,5
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	4,8	3,0	2,5	2,5
Revenu disponible brut (RDB) en volume, % GA	4,2	2,1	2,2	2,4
Épargne des ménages, % du RDB	4,5	4,7	5,7	5,9
Chômage, % de la population active	3,6	4,2	4,3	4,0
Solde budgétaire, % du PIB	-5,9	-5,3	-5,8	-5,6
Dette publique, % du PIB	98	99	101	102
Solde courant, % du PIB	-3,1	-2,9	-3,0	-3,1

JAPON

- **La croissance s'est contractée depuis deux trimestres. Elle restera relativement faible au cours de l'horizon de prévision.**
- **La consommation, jusqu'à présent faible, devrait être soutenue par l'augmentation des salaires, mais la demande extérieure est incertaine.**
- **L'inflation devrait ralentir en 2024, avec la diminution des pressions liées aux matières premières.**

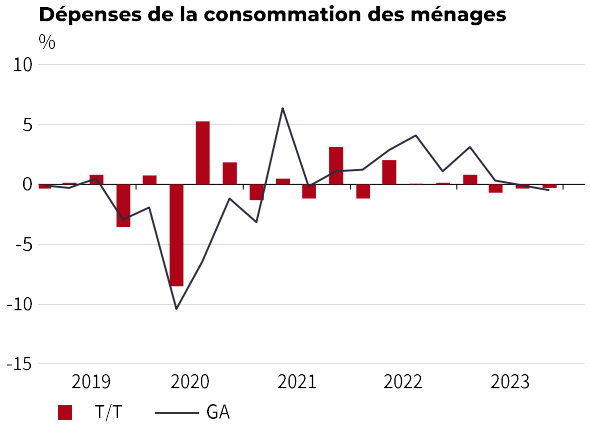
La croissance du PIB est entrée en contraction depuis T3, la dynamique de croissance devrait rester faible sur l'horizon de prévision. La persistance d'une inflation élevée continue de peser sur la consommation. La contraction du salaire réel contraint les dépenses des ménages.

La dynamique de croissance s'affaiblit...



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

La consommation des ménages reste fragile



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

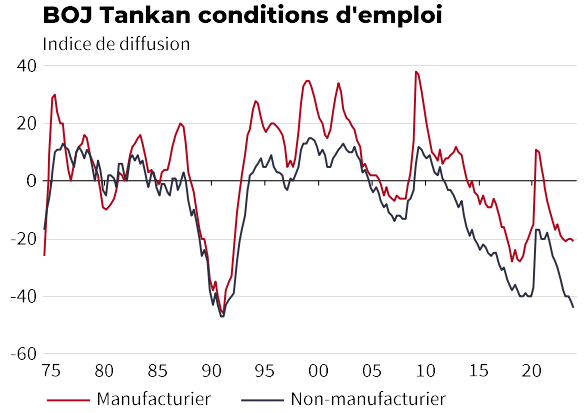
Les exportations bénéficient de la reprise du secteur des semi-conducteurs, mais les risques sont orientés à la baisse compte tenu de la faiblesse de la demande extérieure et des tensions géopolitiques. Les exportations ont commencé à ralentir en raison d'une baisse des exportations de puces et d'acier vers la Chine, compte tenu de l'affaiblissement de la demande extérieure. La reprise de l'industrie mondiale des semi-conducteurs devrait certes soutenir les exportations japonaises, mais celles-ci pourraient être freinées par les tensions géopolitiques dans ce segment, car le Japon s'aligne sur la position des États-Unis pour les contrôles à l'exportation dirigés vers la Chine. Les revenus du tourisme, qui représentaient près de 5 % des exportations japonaises avant la crise, ont retrouvé les niveaux prépandémiques depuis octobre.

L'investissement des entreprises devrait rester relativement modeste. Les bénéfices des entreprises ont été supérieurs aux niveaux d'avant la pandémie et ils bénéficient de la dépréciation du yen, ce qui soutient l'investissement. À l'avenir, les investissements devraient continuer d'augmenter, bien qu'à un rythme plus lent,

soutenus par des subventions gouvernementales, plus particulièrement pour les investissements verts et numériques.

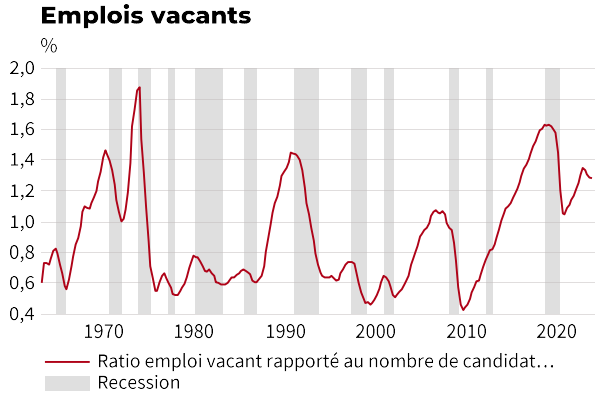
L'amélioration de la confiance et des bénéfices des entreprises conjuguée avec la pénurie de main-d'œuvre devraient en principe être favorable aux salariés lors des négociations salariales de printemps de 2024. Le syndicat des travailleurs (Rengo) s'est fixé un objectif d'augmentation d'au moins 5 %, dont une de 3 % ou plus du salaire de base (contre 2,8 % en 2023). Un marché du travail tendu avec un faible taux de chômage (2,4%, le plus faible taux depuis les années 90) et plus d'offres d'emploi que de candidats devrait inciter les entreprises à augmenter les salaires pour attirer les employés. Les inquiétudes des entreprises vis-à-vis d'une pénurie de main d'œuvre se sont intensifiées depuis la sortie de la crise sanitaire, reflétée par l'enquête Tankan de la BOJ. L'intensification de la pression sociale dans un contexte de salaires réels toujours négatifs devrait peser en faveur des salariés.

Le marché du travail reste tendu



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

Il y a plus d'offres d'emploi que de candidats

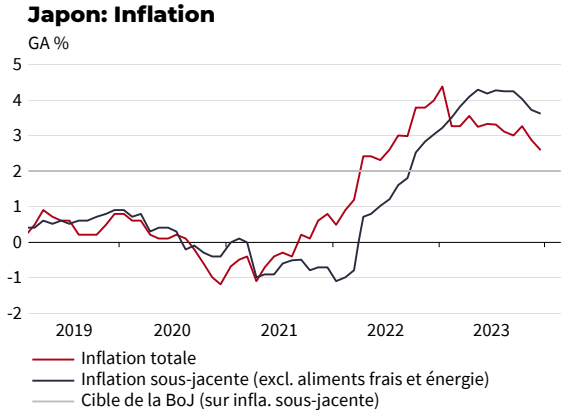


Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

La consommation des ménages soutiendra modestement la croissance. La consommation privée n'a pas retrouvé son niveau d'avant la pandémie, contrainte par une contraction persistante du revenu disponible réel. Le nouveau plan de relance du gouvernement devrait atténuer les effets inflationnistes sur la consommation, mais il est plutôt limité. Ces mesures de soutien, dont les subventions pour réduire les factures d'électricité des ménages, représentent 2 % du PIB, soit moins que le précédent programme de relance en 2022, et ne seront mises en œuvre qu'en juin 2024. La hausse des salaires pourrait également compenser en partie ces vents contraires sur le revenu disponible et le pouvoir d'achat des ménages.

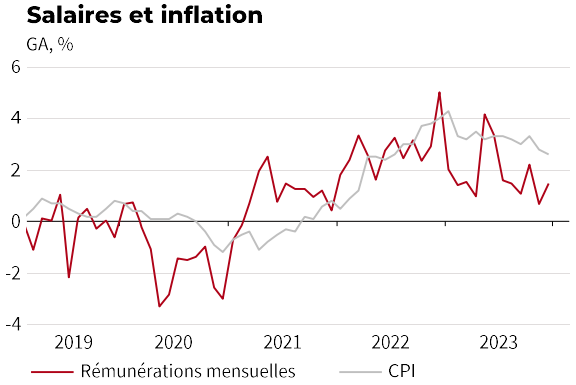
L'inflation diminuera progressivement à mesure que les prix de l'alimentation et de l'énergie reculeront. Le pic d'inflation globale et sous-jacente est déjà passée mais restent au-dessus de l'objectif de la BOJ. Ceci dit, la hausse salariale d'avril 2024 pourrait

L'inflation ralentit mais reste au-dessus de la cible



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

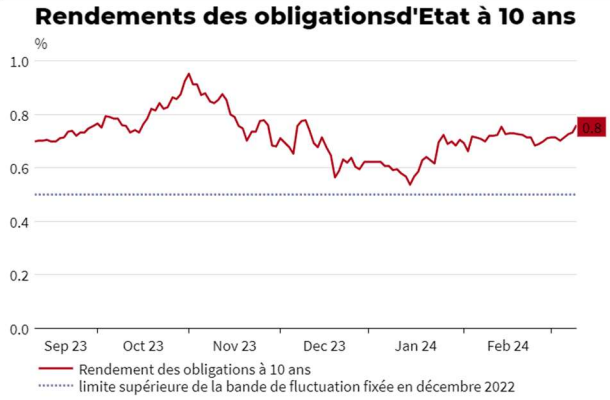
L'inflation accélère plus vite que les salaires



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

Avec un output gap qui se réduit et pourrait être positif l'année prochaine, la BoJ pourrait sortir de ses taux d'intérêt négatifs l'année prochaine après des discussions sur la révision de sa politique qui devraient se terminer en mai 2024. Les décideurs suivront de près l'évolution future des résultats des négociations salariales du printemps et des améliorations significatives des données salariales afin de former un cercle vertueux entre les salaires et les prix. Le YCC pourrait être supprimé lors du premier semestre de 2024, car les raisons initiales qui consistaient à éviter une baisse excessive des taux longs, ne sont plus pertinentes et la BoJ a depuis dilué l'importance du YCC au cours de l'année 2023, en offrant davantage de flexibilité. Le contrôle de la courbe des taux (YCC)est rendu plus flexible au T3 en changeant le plafond de 1% en un taux de référence en octobre 2023. Ce changement n'a pas entraîné de pression notable sur le rendement des obligations du gouvernement japonais à 10 ans, qui s'est stabilisé autour de 0,7% depuis. Un rattrapage progressif de la croissance des salaires vers une inflation plus élevée devrait donner plus de confiance à la BoJ dans le fait que l'objectif d'inflation de 2 % est réalisable et de sortir des taux négatifs au cours du premier semestre. Toutefois, nous ne nous attendons pas à des ajustements rapides du taux directeur qui pourraient affecter le système financier japonais, aggraver le service de la dette dans un contexte d'endettement élevé.

Le rendement des obligations d'État à 10 ans s'est relativement stabilisé



Source: SG Economic & Sector Studies, Refinitiv

Le JPY a commencé à s'apprécier contre le USD depuis le début du mois de mars

Source: SG Economic & Sector Studies, Refinitiv

Avec une demande privée plus résiliente, un output gap qui se réduit progressivement, les mesures de soutien de la politique budgétaire, en partie liées à l'aide à la pandémie, sont progressivement retirées. Le déficit budgétaire se réduira à court terme grâce à la diminution des mesures d'aide liées à la pandémie. En effet, le budget pour 2024, approuvé en mars, marque la plus forte baisse depuis une décennie (-2% par rapport à l'exercice 2023). Néanmoins, le budget reflète l'engagement des autorités à augmenter les dépenses de défense (+16%) et de sécurité sociale (2%). Les baisses d'impôts, qui visent à protéger les ménages contre les hausses de prix votées en décembre, seront également plus que compensées par la réduction des mesures d'inflation présentées dans le budget (-75% par rapport à l'exercice 2024). A moyen terme, les dépenses liées au vieillissement, en particulier dans le secteur de la santé, continueront d'exercer une pression sur le déficit et la dette publiques.

Japon	2023	2024p	2025p	2026p
PIB en volume, %	1,9	0,6	0,5	0,6
Consommation des ménages	0,7	0,7	0,7	0,7
Consommation publique	0,9	0,5	0,4	0,4
Investissement	3,7	1,0	0,8	0,8
Exportations de biens & services	3,0	1,7	0,8	1,6
Importations de biens & services	-1,4	1,5	1,3	2,0
Inflation, % moyenne annuelle	3,2	2,0	1,5	1,3
Inflation sous-jacente, % moyenne annuelle	3,1	1,7	1,3	1,0
Revenu disponible brut (RDB) en volume, % GA	-1,6	0,7	0,6	0,4
Épargne des ménages, % du RDB	0,6	1,3	1,2	1,0
Chômage, % de la population active	2,6	2,4	2,4	2,5
Solde budgétaire, % du PIB	-4,5	-4,0	-3,0	-3,0
Dette publique, % du PIB	258	258	259	259
Solde courant, % du PIB	2,0	3,0	2,7	2,2

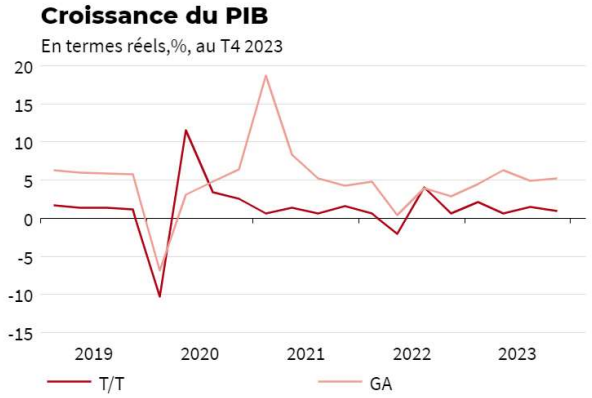
CHINE

- **La croissance du PIB ralentit, avec la correction en cours sur le secteur immobilier comme principal frein.**
- **L'inflation devrait rester faible en 2024 malgré la diminution attendue des pressions désinflationnistes exercées par les prix du porc.**
- **Davantage de mesures de soutien devraient atténuer les problèmes de liquidité liées au logement et aux problèmes d'endettement des gouvernements locaux, mais n'apporteront pas de solution structurelle.**

La croissance du PIB devrait connaître une décélération structurelle à l'horizon de prévision. La correction en cours sur le secteur immobilier continuera de peser sur les investissements dans un contexte de tensions financières persistantes parmi les promoteurs immobiliers et les gouvernements locaux, de ralentissement de la demande de logements et d'excédent de logements. Sur le front des exportations, les tensions croissantes avec les États-Unis et leurs alliés pèseront sur les avancées commerciales et technologiques de la Chine. Nous pensons que l'objectif de croissance de 5% annoncé lors du Congrès du Parti en mars semble difficile à atteindre, sans effet de base et avec des mesures de soutien similaires à celles de 2023. Aucune mesure de soutien à la consommation significative n'a été annoncée lors du Congrès, les autorités cherchant depuis des années à rééquilibrer la croissance vers la consommation, qui est le nouveau principal moteur de la croissance. Le rapport montre que les autorités se concentrent sur les « nouvelles forces productives » (le développement des technologies vertes), alors que le risque de surcapacité est déjà apparu.

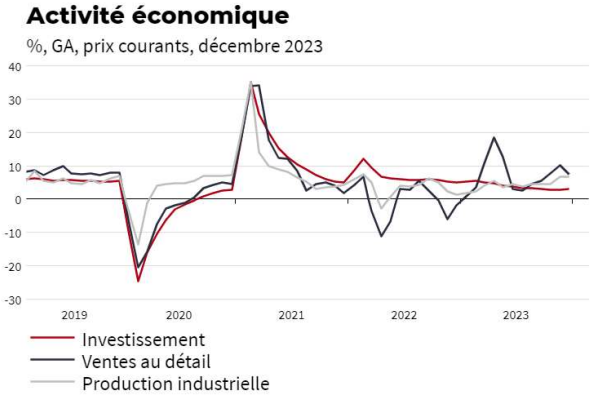
À moyen terme, les perspectives de croissance se détériorent en raison d'une crise de confiance prolongée et des effets durables du ralentissement du marché immobilier. Le rééquilibrage des efforts en faveur d'une croissance tirée par la consommation pourrait accroître le potentiel de croissance de la Chine. Cependant, jusqu'à présent, la pandémie et la crise du logement ont freiné les progrès d'un tel rééquilibrage. Dans un contexte de vieillissement de la population, le renforcement du filet de sécurité sociale pourrait réduire le besoin d'épargne de précaution. La politique de Prospérité Commune et les réformes du Hukou pourraient augmenter le revenu disponible des ménages en améliorant l'accès aux services publics, à condition que les pressions financières exercées par les gouvernements locaux s'atténuent. Malgré le ralentissement économique, le soutien de l'État et un compte de capital encore relativement fermé devraient contribuer à maintenir l'ordre dans le processus de désendettement.

La croissance a atteint l'objectif annuel en 2023



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

L'activité donne des signaux mitigés

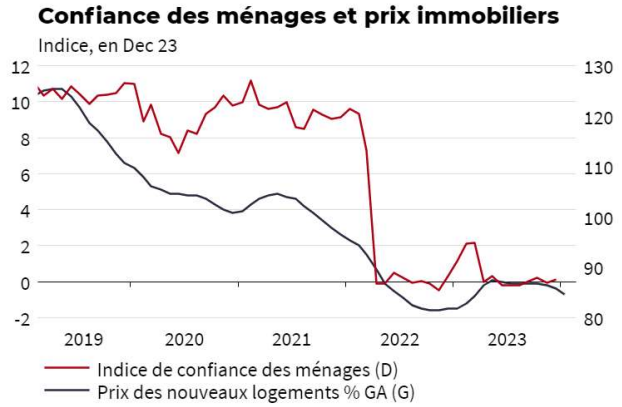


Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

Le ralentissement de l'immobilier restera un frein majeur à la croissance, autant du côté de l'offre que de la demande. La consolidation du marché immobilier depuis la mise en œuvre des trois « lignes rouges » a fortement limité les finances des promoteurs et la réalisation des projets. Le fait que la plupart des maisons neuves soient pré-vendues, que l'immobilier représente près de 60% du patrimoine des ménages et l'incapacité des promoteurs à achever des projets ont fortement détérioré la confiance des ménages. Les autorités sont intervenues à la fois du côté de l'offre en mettant des financements s à la disposition des promoteurs immobiliers en difficulté et du côté de la demande en assouplissant les conditions des mises de fonds et en réduisant les taux hypothécaires, mais peu d'améliorations ont été observées. La contraction des prêts hypothécaires et des prix des logements ont persisté. Cette tendance devrait perdurer sur l'horizon de prévision. La diminution de la population et le ralentissement de la croissance de la population urbaine réduiront structurellement la demande de logements dans les années à venir et rendront difficile l'absorption des stocks excédentaires.

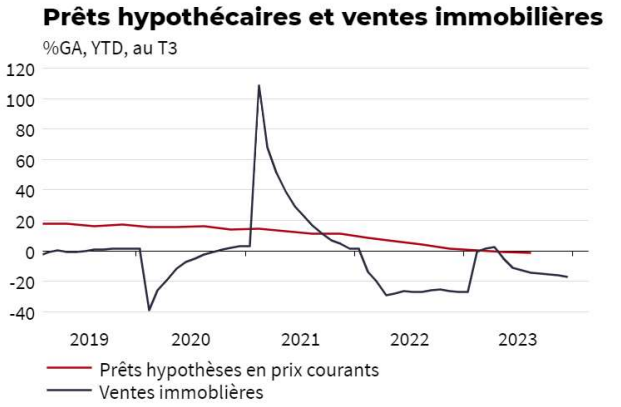
Les conditions financières restent tendues pour les collectivités locales et les véhicules de financement des collectivités locales (LGFV) en raison de la baisse de l'immobilier. Les gouvernements locaux tirent leurs revenus principalement de la vente de terrains (location de droits fonciers à des promoteurs dans le domaine du développement résidentiel et commercial) ce qui représente plus d'un tiers de leurs revenus. La baisse de la demande sur le marché immobilier et la diminution du nombre de projets ont entraîné une baisse des ventes de terrains, qui ont été divisées par deux depuis la mise en place des trois lignes rouges. En plus de l'impact direct sur les recettes des collectivités locales, la baisse des ventes foncières compromet également la stabilité financière des véhicules de financement des collectivités locales, qui sont détenus et utilisés par les collectivités locales pour lever des fonds en émettant de la dette pour financer des projets d'infrastructure. On estime qu'au moins 60 % de leurs revenus proviennent d'activités liées à l'aménagement du territoire. Leur dette a explosé (+20pp de PIB depuis 2016, estimée à 40% du PIB en 2023) en conséquence.

La confiance des ménages est corrélée aux prix immobiliers, et reste déprimée



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

La demande de logements peine toujours à redémarrer



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

La croissance des exportations devrait connaître une légère reprise en 2024, car le marché mondial de l'électronique a atteint son point le plus bas**, mais celle-ci sera modérée par les tensions commerciales.** La domination de la Chine dans la chaîne d'approvisionnement mondiale des énergies renouvelables compense une baisse de la demande dans d'autres secteurs. La Chine s'est assurée une position de producteur à faible coût dans des secteurs stratégiques tels que l'automobile, l'énergie solaire et éolienne et les métaux des terres rares pour les produire. Si l'on prend l'exemple des véhicules électriques, la Chine est passée d'importateur net en 2019 à exportateur net en 2023. Bien que les tensions persistantes avec les États-Unis et leurs alliés puissent entraver les progrès technologiques de la Chine (en particulier dans le domaine des semi-conducteurs), ces secteurs devraient générer une croissance supplémentaire des exportations dans les années à venir.

L'inflation restera faible en 2024, malgré une baisse des pressions désinflationnistes. Jusqu'à présent, la baisse des prix mondiaux des produits de base et la faiblesse des prix des denrées alimentaires ont contribué aux pressions désinflationnistes, qui pourraient s'avérer temporaires. Les prix du porc, l'un des principaux moteurs de l'IPC, suivent un cycle baissier depuis la fin de 2022 et se sont contractés depuis mai. Cependant, le cheptel porcin vivant s'est stabilisé au cours des derniers mois. Les prix du porc pourraient se stabiliser et le frein à l'inflation s'estomper graduellement.

Le policy mix restera accommodant en 2024 pour soutenir la croissance et de atténuer le stress de liquidité, mais ne devrait pas apporter de solution structurelle. Le gouverneur de la PBoC a signalé qu'il était possible d'assouplir davantage la politique monétaire lorsqu'il a annoncé une réduction du RRR en janvier. Il devrait y avoir une fenêtre d'opportunité pour réduire le LPR et le RRR lorsque la Fed aura commencé à assouplir le taux des fonds fédéraux au printemps, ce qui entraînera moins de pression sur le CNY. La politique budgétaire devrait rester accommodante et « proactive », comme l'a souligné la CEWC (Central Economic Work Conference). Les mesures de relance devraient permettre d'augmenter les

dépenses d'infrastructure pour aider à compenser la faiblesse de l'investissement immobilier. Dans un contexte de contraction des prix de l'immobilier, les transferts du gouvernement central vers les gouvernements locaux devraient soutenir les besoins de refinancement, même s'ils ne résoudront pas le problème de manière structurelle.

Immobilier	**24 janvier :** Près de 30 villes ont encore assoupli les mesures restreignant l'achat de logements : Suzhou, Shanghai et Guangzhou acceptent désormais les acheteurs quel que soit leur statut résidentiel. **24 janvier** : Les régulateurs ont rédigé une liste blanche de 50 promoteurs immobiliers en novembre. Un projet immobilier soutenu par l'État a reçu le premier prêt de développement. **23 août** : les incitatifs fiscaux mis en place pour la première fois en 2022 sont prolongés jusqu'en 2025, permettant aux contribuables qui achètent une nouvelle maison dans l'année suivant la vente de leur ancienne maison de bénéficier d'un remboursement d'impôt sur le revenu des particuliers.
Politique monétaire	**24 janvier :** baisse de 50 points de base du RRR, ce qui injectera l'équivalent de 140 milliards de dollars de liquidités sur le marché. **23 décembre** : reprise des prêts supplémentaires nantis (PSL) – injection de 50 milliards de dollars de fonds à faible coût dans des banques orientées vers la politique monétaire. **23 septembre** : baisse des taux d'intérêt sur les prêts hypothécaires existants pour les prêts hypothécaires à l'achat d'une première propriété.
Politique budgétaire	**23 octobre :** Les autorités ont annoncé leur intention d'émettre 1 billion de yuans en CGB, ce qui a porté l'objectif de déficit budgétaire pour 2023 à 3,8 % du PIB, contre 3 % initialement prévus. **23 octobre :** programme d'échange de dette des gouvernements locaux et reconduction de la dette existante des gouvernements locaux avec des prêts à plus long terme à des taux d'intérêt plus bas.

Les tensions géopolitiques et politiques continuent de peser sur les perspectives de croissance. Sur le plan géopolitique, les relations commerciales et de sécurité nationale avec les États-Unis continueront de peser et de façonner les chaînes de valeur mondiales et le rôle de la Chine dans celles-ci. Les principaux partenaires commerciaux ont imposé des contrôles à l'exportation sur les semi-conducteurs avancés et les produits connexes vers la Chine. En réponse, la Chine a imposé des restrictions à l'exportation sur les métaux des terres rares en août et sur la technologie de traitement des terres rares en décembre 2023, qui sont utilisées dans la production de puces haute performance, nécessaires à la fabrication des batteries des véhicules électriques. Étant donné que ces minéraux sont produits et raffinés principalement en Chine, de telles restrictions pourraient avoir des répercussions sur la production mondiale de puces et de véhicules électriques. Les questions géopolitiques et de sécurité à Taïwan restent également une source de risque. À la suite de la victoire de M. Lai au DPP à l'élection présidentielle de janvier, la rhétorique des autorités lors de la conférence de travail annuelle du parti sur Taïwan, qui s'est tenue en février à Pékin, s'est durcie à l'égard de Taïwan, augmentant la pression sur l'île alors que le président élu M. Lai se prépare à prendre ses fonctions en mai.

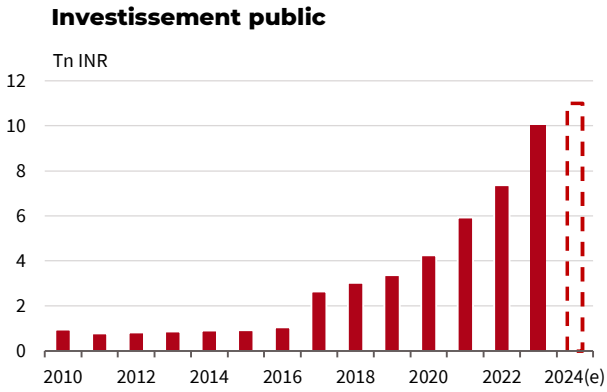
Chine	2023	2024p	2025p	2026p
PIB en volume, %	5,2	4,3	4,0	3,8
Consommation des ménages	7,9	5,6	4,9	3,8
Consommation publique	4,5	4,3	4,3	4,1
Investissement	4,2	3,9	3,9	3,8
Exportations de biens & services	1,1	3,2	2,0	2,6
Importations de biens & services	1,9	4,6	3,5	2,3
Inflation, % moyenne annuelle	0,3	1,2	1,6	2,0
Solde budgétaire, % du PIB	-6,8	-6,4	-6,3	-6,2
Dette publique, % du PIB	83	90	95	99
Dette externe, % du PIB	16	17	17	18
Solde courant, % du PIB	2,1	1,7	1,3	1,1

INDE

- **L'investissement public, après avoir soutenu la croissance en 2023, devrait ralentir dans le cadre de la consolidation fiscale…**
- **… couplée à une politique monétaire restrictive. Ainsi la croissance devrait retourner à son potentiel (6-6.5%) sur le moyen terme**

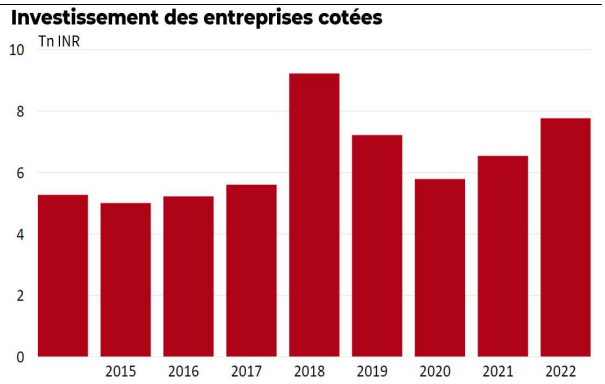
Après un rebond technique en 2022 lié à la seconde vague de covid-19, la croissance indienne devrait se normaliser autour de son potentiel (6-6,5% en g.a) sur le moyen terme. L'investissement public, contributeur majeur de la croissance sur les deux dernières années, devrait commencer à ralentir, selon le budget provisoire publié en février (provisoire car son implémentation dépend du résultat des élections). La croissance de l'investissement des entreprises privées est pour l'instant trop faible pour espérer prolonger la dynamique actuelle de l'investissement total.

L'investissement public devrait croître moins fortement en 2024



Source: CSO, SG Economics and Sector Studies

L'investissement des entreprises privées contribue moins à la croissance

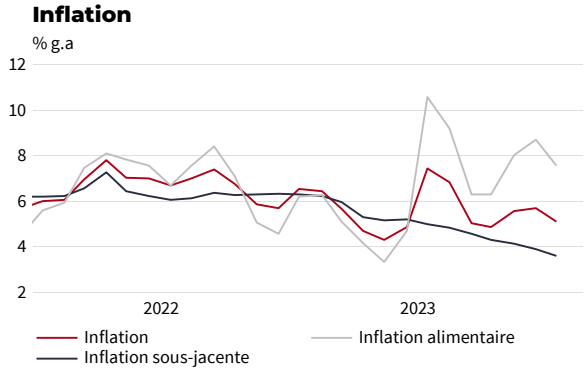


Source: Eikon, SG Economics and Sector Studies

La tendance baissière de l'inflation sous-jacente plaide en faveur d'une décélération de l'inflation en 2024. La hausse de l'inflation en début d'année est liée aux prix alimentaires, particulièrement volatiles. La tendance reste baissière sur les prix, comme en témoigne la décélération de l'inflation sous-jacente depuis 2023. Les effets décalés sur 2024 de la politique monétaire restrictive, qui pour l'instant ne semble pas impacter l'octroi de crédit (plus de 20% de croissance en g.a), devraient contribuer à une décélération de l'inflation.

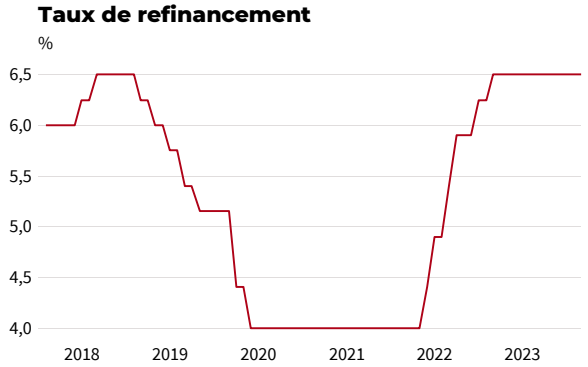
L'inclusion de l'Inde dans l'indice émergent de JP Morgan devrait contribuer à l'attractivité des obligations indiennes. Bien que d'une ampleur relative (USD 20-30 Mds attendus sur 2024), la vague d'entrée de capitaux liée aux investisseurs passifs devrait être bénéfique pour la roupie. Cette ouverture graduelle de l'Inde aux investisseurs étrangers soulève toutefois le risque de sorties de capitaux en temps d'aversion au risque, nécessitant une politique de change prudente par la banque centrale.

La hausse de l'inflation est (encore) liée à la volatilité des prix alimentaires



Source: RBI, Refinitiv and SG Economics and Sector Studies

La RBI est en haut de son cycle de resserrement



Source: RBI, Refinitiv and SG Economics and Sector Studies

La consolidation fiscale s'est amorcée, le solde budgétaire s'améliorera sur le moyen-terme. Depuis la pandémie, les emprunts publics annuels ont plus que doublé, impactant les dépenses d'intérêts (plus de 30% des revenus). Le budget provisoire pour 2024-2025 prévoit une contraction du déficit public du gouvernement central à 5,1% du PIB (vs. 5.8% anticipé pour 2023-2024). L'investissement public augmentera (certes moins rapidement qu'en 2023) légèrement plus vite que le PIB nominal et les dépenses régulières ne devraient pas connaître une expansion majeure en 2024. Ce budget provisoire relativement restrictif, annoncé par le Premier Ministre Modi, témoigne de sa confiance en sa future réélection en avril-mai.

La position officiellement neutre de l'Inde à l'égard de la Russie reste une source d'incertitude géopolitique. Les flux commerciaux sont croissants, les importations mensuelles en provenance de Russie ayant été multipliées par plus de dix par rapport à la moyenne historique. Cette situation soulève toutefois des questions sur la nature des relations internationales de l'Inde à moyen terme, et sur le risque d'exposition à d'éventuelles sanctions.

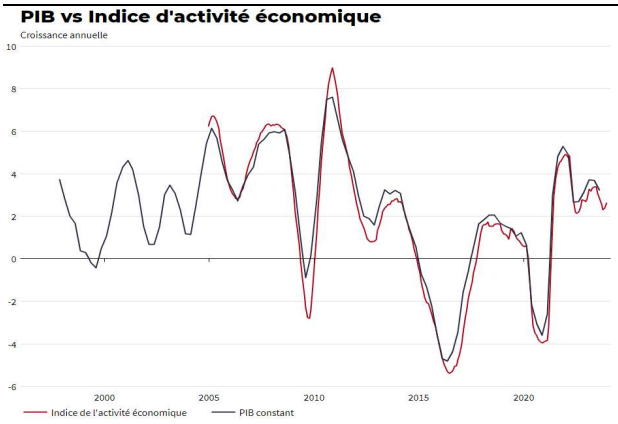
Inde	2023	2024p	2025p	2026p
PIB en volume, %	**6,8**	6,1	6,2	6,2
Consommation des ménages	**5,0**	6,0	6,0	6,0
Consommation publique	**7,0**	6,0	5,6	5,6
Investissement	**9,0**	7,0	6,5	6,2
Exportations de biens & services	**4,0**	7,5	6,0	6,0
Importations de biens & services	**11,0**	7,0	6,0	6,0
Inflation, % moyenne annuelle	**5,5**	4,7	4,5	4,5
Solde budgétaire, % du PIB	**-9,2**	-8,5	-8,0	-7,7
Dette publique, % du PIB	**84**	84	84	83
Dette externe, % du PIB	**17**	16	15	14
Solde courant, % du PIB	**-1,5**	-1,0	-1,5	-1,5

BRESIL

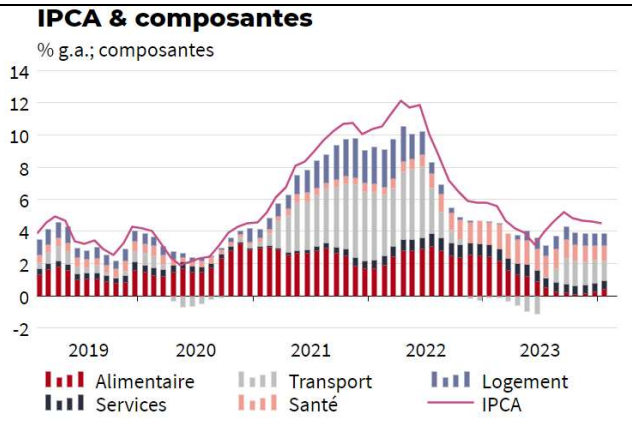
- **La croissance devrait ralentir en 2024, après forte expansion en 2023.**
- **La BCB devrait continuer à assouplir ses taux, grâce à des perspectives d'inflation favorables.**
- **Une réforme de simplification fiscale a été approuvée, alors que la loi de finances 2024 a fixé un objectif ambitieux d'élimination du déficit du solde primaire.**

La croissance a ralenti au troisième trimestre, conformément à nos attentes. La croissance du troisième trimestre 2023 s'est établie à 0,14 % par rapport au trimestre précédent, la consommation ayant augmenté (+0,7pp) et les investissements s'étant contractés (-0,5pp). Ce ralentissement fait suite à une croissance étonnamment forte au premier semestre et était attendu, étant donné les signaux des indicateurs à haute fréquence, tels que l'indice de l'activité économique de la Banque centrale (IBC-Br), qui est tombé à une moyenne trimestrielle de 1 % en glissement annuel en octobre (rebondissant ensuite plus près des taux d'avant la pandémie), par rapport à 3,5 % en juin. Bien que l'indice ait été volatile au cours de l'année écoulée, il a fait ses preuves dans l'anticipation des publications officielles du PIB, car il résume bien les indicateurs liés à l'agriculture, à l'industrie manufacturière et au secteur des services.

La croissance du PIB devrait ralentir



… soutenant le processus de désinflation



Source: Banco Central do Brasil, IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatistica, Refinitiv, SG Economics and Sector Studies

Malgré une reprise temporaire de l'inflation, la BCB devrait continuer à assouplir sa politique à mesure que les pressions inflationnistes sous-jacentes et l'activité économique se calment. L'inflation a rebondi durant l'été avec un second pic à 5 % en septembre (bien en dessous des sommets de plus de 12 % atteints en 2022) contre 3,2 % en juin, en lien avec l'effet de base et la contribution des transports (qui inclut l'énergie) redevenue positive, reflétant également l'arrêt de certaines réductions de taxes sur les carburants.

Comme prévu, toutefois, cette reprise a été de courte durée et l'indicateur est retombé à 4,5 % en janvier. Cela s'explique par le déclin de l'inflation de base, qui est tombée à 5,1 % en janvier (contre 5,6 % en octobre), et bien en dessous du pic de près de 10 % atteint en 2022. Le refroidissement des pressions inflationnistes sous-jacentes, ainsi que les anticipations d'un ralentissement de l'activité économique, dépeignent un scénario d'inflation plutôt bénin. Cela a donné confiance à la Banque Central du Brasil pour assouplir sa politique, avec une nouvelle réduction de 50 points de base en janvier, ce qui a ramené les taux à 11,25 %. Le consensus s'attend à ce que les taux baissent encore, à 10,75% en avril et à 9,25% en janvier 2025. Bien que le taux directeur ait été réduit de 250 points de base jusqu'à présent, les taux réels restent élevés, proches de 7 % (contre environ 3 % en 2019), grâce à la baisse de l'inflation.

Une réforme fiscale très attendue a finalement été approuvée et devrait introduire des simplifications. Après avoir déjà été adoptée par le Sénat, la réforme a finalement été approuvée par le congrès. Elle vise à simplifier le système notoirement complexe de l'impôt sur la consommation en supprimant les multiples taxes sur la production et la distribution et en les remplaçant par une double taxe sur la valeur ajoutée - l'une au niveau fédéral et l'autre au niveau régional -, ce qui simplifie le système et le rend plus clair pour les entreprises. L'augmentation de la charge fiscale devrait être limitée par un plafond fixé en % du PIB. Cette initiative s'inscrit dans un ensemble plus large de réformes économiques et financières, dont le point culminant est l'approbation du nouveau cadre budgétaire, qui assouplit les limites imposées aux dépenses publiques et supprime la règle limitant la croissance des dépenses au taux d'inflation. Selon la nouvelle règle, la croissance des dépenses réelles est limitée à 70 % de la croissance des recettes réelles, ce qui permet au budget de croître davantage que le taux d'inflation.

En outre, conformément à la loi de finances approuvée à la fin de l'année dernière, le gouvernement vise à éliminer son déficit budgétaire primaire déjà cette année. Cet objectif reste difficile à atteindre, car il dépend d'une augmentation record des recettes nettes. Au début de l'année dernière, le président Lula lui-même a émis des doutes sur la nécessité d'éliminer le déficit dès cette année, soulignant la nécessité de soutenir d'autres programmes, notamment les dépenses sociales. En outre, les charges d'intérêt resteront très élevées, ayant atteint environ 6pp du PIB à la fin de l'année dernière.

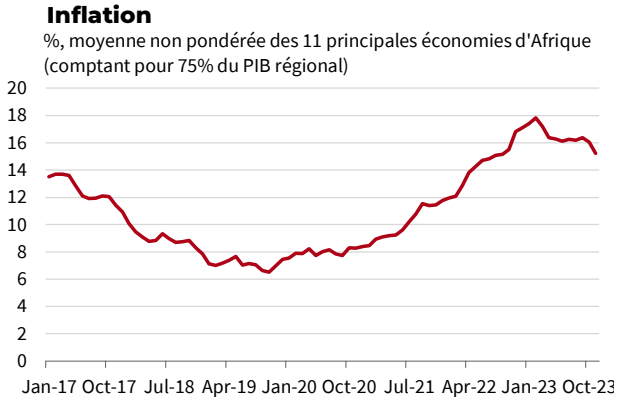
Brésil	2023	2024p	2025p	2026p
PIB en volume, %	3,0	1,6	1,9	2,0
Consommation des ménages	3,4	1,9	2,1	2,1
Consommation publique	1,5	1,5	1,5	1,3
Investissement	-3,0	1,2	1,8	2,0
Exportations de biens & services	9,0	4,0	3,5	3,5
Importations de biens & services	0,0	3,0	5,0	5,0
Inflation, % moyenne annuelle	4,6	4,0	3,5	3,5
Solde budgétaire, % du PIB	-8,0	-7,5	-6,0	-5,5
Dette publique, % du PIB	87	90	91	92
Dette externe, % du PIB	34	33	33	33
Solde courant, % du PIB	-1,7	-1,9	-2,2	-2,5

AFRIQUE

- **La croissance régionale a ralenti en 2023, à 3,2% (6ème plus mauvaise performance depuis 2000).**
- **Malgré le rétour de l'Afrique sur les marchés de capitaux et la baisse (lente) de l'inflation, le rebond prévu pour 2024 restera modéré.**
- **Plusieurs risques importants pèsent sur ces perspectives, parmi lesquels une progression sensible de l'instabilité politique.**

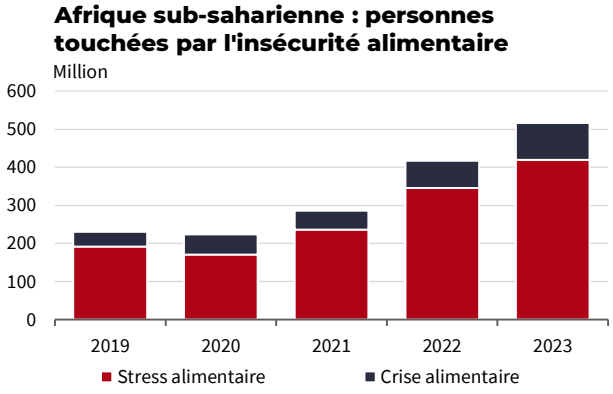
Les derniers chiffres de croissance disponibles pour la région (T3-23 pour la plupart des pays, T4-23 pour certains) **ont confirmé le ralentissement de la croissance moyenne régionale en 2023. Celle-ci est désormais estimée à 3,2%** (contre 3,9% en 2022), soit la 6ème plus mauvaise performance depuis 2000. Plusieurs raisons à cela : i) la demande privée reste obérée par une inflation certes en ralentissement mais toujours élevée historiquement, ii) la demande publique souffre des contraintes persistantes sur les finances publiques (notamment en monnaie locale), et iii) la demande extérieure – probablement la plus résiliente début 2023 – semble avoir ralentie au S2-23 (comme illustré par une balance commerciale régionale en rapide détérioration). En outre, les performances agricoles du continent restent sensibles à des conditions climatiques encore mauvaises (Sahel, Soudan, Éthiopie) ou fragiles (Afrique de l'Est, Australe et du Nord), alors que le secteur primaire reste souvent le 1er « employeur » en Afrique.

Des taux d'inflation qui restent élevés



Source : Refinitiv, Banque Mondiale, SG Études Économiques et Sectorielles

Une insécurité alimentaire en hausse

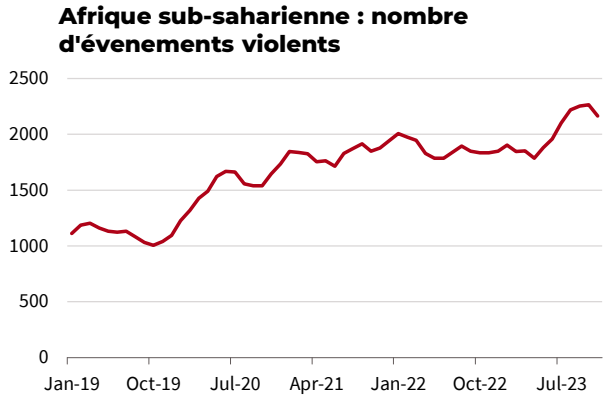


Source : Refinitiv, Banque Mondiale, SG Études Économiques et Sectorielles

La croissance est attendue en (trop) légère hausse pour 2024, aux alentours de 3,5%, avec d'importantes disparités entre la majorité des « petites » économies diversifiées (avec des taux de croissance souvent proches de 5%), et des « grandes » économies (habituellement exportatrices de ressources naturelles) plus à la peine : le Nigeria est confronté à d'importantes tensions sur le taux de change et la disponibilité des devises; l'Afrique du Sud pâtit de ses goulots d'étranglement structurels (énergie, transport) ; l'Égypte continue de faire face à une crise de sa

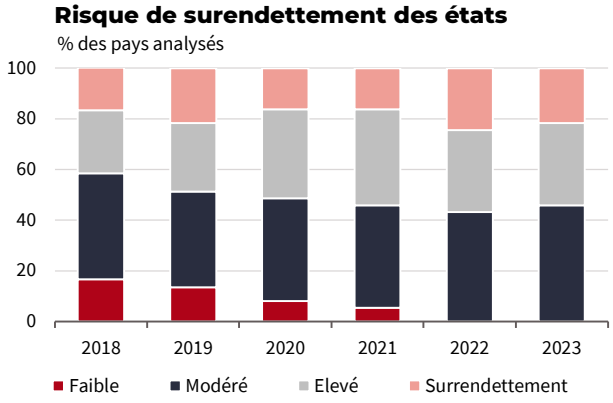
balance des paiements qui pèse fortement sur l'activité. Plus généralement, les épisodes d'instabilité politique et d'éruptions sociales se multiplient, que ce soit dans des pays déjà en difficulté (décision du Mali, du Burkina Faso et du Niger de se retirer de l'organisation régionale Ouest-Africaine – CEDEAO) ou des pays habituellement plus stables (report de l'élection présidentielle prévue pour janvier 2024 au Sénégal, à l'origine de manifestations). Ces troubles pèseront inévitablement sur les économies concernées, de manière plus ou moins limitée en fonction de leurs conclusions. D'un point de vue plus positif, comme attendu, les marchés de capitaux internationaux se rouvrent progressivement pour l'Afrique : la Côte d'Ivoire, le Bénin et le Kenya ont ainsi pu émettre des eurobonds, à des maturités relativement longues (plus court : 7 ans pour le Kenya ; plus long : 14 ans pour le Bénin) et avec des conditions financières globalement satisfaisantes (sauf pour le Kenya, dont l'émission est chère). Si les émissions des 2 premiers états ne sont pas surprenantes (étant parmi les mieux notés par les agences de notation en Afrique sub-saharienne), l'émission kényane témoigne du regain d'appétit des investisseurs internationaux pour le papier plus risqué (le pays ayant enregistré plusieurs *downgrades* au cours des derniers trimestres, et faisant face à une importante échéance de remboursement de dette publique en devise due en juin 2024).

Une instabilité politique et sociale en hausse



Source : Refinitiv, Banque Mondiale, ACLED, SG Études Économiques et Sectorielles

Des risques de surendettement élevé



Source : Refinitiv, Banque Mondiale, ACLED, SG Études Économiques et Sectorielles

Plusieurs risques continuent de peser sur cette légère amélioration attendue. Les améliorations perçues actuellement restent fragiles et devront être confirmées dans les trimestres à venir. La baisse actuelle de l'inflation, permise par la diminution des prix énergétiques/alimentaires mondiaux pourrait pâtir d'un retournement de tendance, par exemple en raison des troubles en Mer Rouge. La réouverture des marchés de capitaux internationaux est une bonne nouvelle, mais les conditions de financement des états en monnaie locale restent souvent tendues. Plus généralement, le problème de la faible soutenabilité des dettes publiques reste entier. Enfin, un calendrier électoral particulièrement chargé en 2024, alors même que les structures politiques et économiques de la région restent fragiles, constitue un risque de « déraillement » persistent.

AMERIQUE LATINE

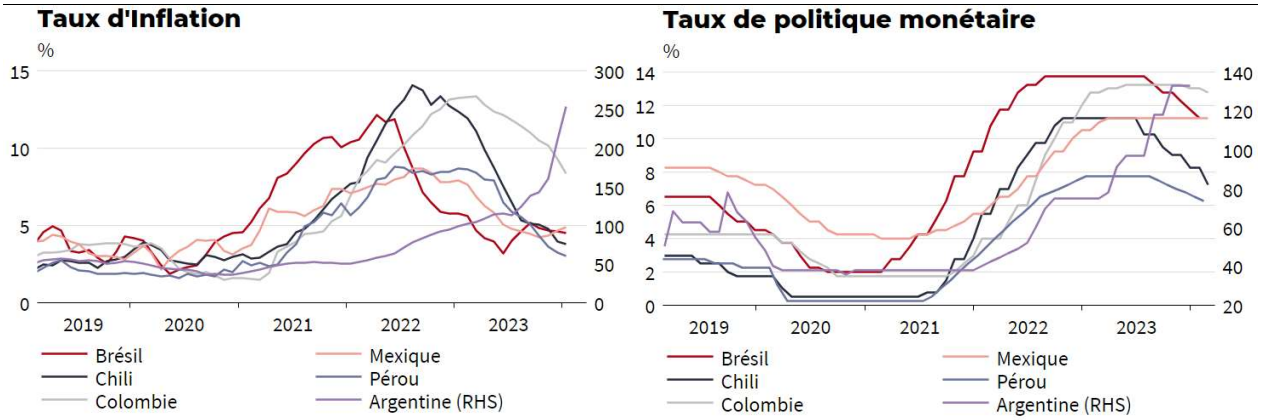
- **Le cycle d'assouplissement monétaire devrait se poursuivre dans la région.**
- **Cette perspective est soutenue par la baisse des prix des importations et une croissance modérée.**
- **Le sentiment de risque s'est amélioré grâce aux bonnes surprises macro-économiques, ce qui a également soutenu les bonnes performances des actions.**

La région a entamé un cycle d'assouplissement, la désinflation étant bien engagée. Les pressions inflationnistes ont continué à s'atténuer dans les plus grandes économies de la région. Les exceptions sont l'Argentine, aux prises avec une inflation incontrôlée, qui a augmenté de 250 % en glissement annuel en janvier, et le Mexique, qui a connu un léger rebond depuis novembre. Les prix à l'importation se contractent dans l'ensemble de la région, ce qui renforce le processus.

Depuis leur sommet, les taux directeurs ont déjà été réduits de 250, 400 et 150 points de base au Brésil, au Chili et au Pérou. L'assouplissement rapide au Chili reflète également la faiblesse de la croissance, puisque le pays devrait terminer l'année 2023 avec une croissance stagnante ou même une légère contraction.

En outre, il convient de noter que, malgré l'assouplissement, les taux réels restent élevés (à l'exception de l'Argentine), voire dans certains cas augmentent (comme dans le cas de la Colombie et du Pérou), grâce à la baisse des pressions inflationnistes.

L'inflation ralentit dans la plupart des pays… ouvrant la voie à un assouplissement monétaire

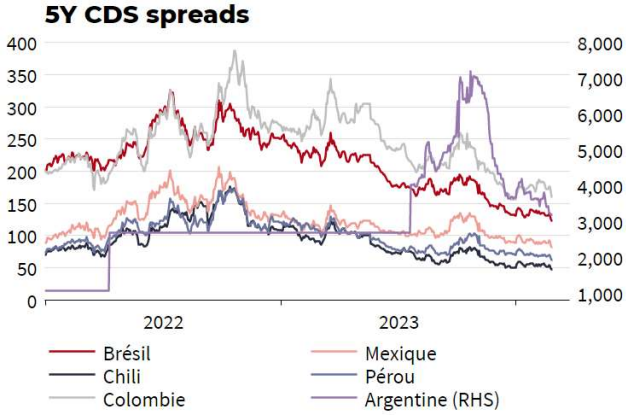


Source: National central banks and Statistics Institutes, Refinitiv, SG Economics and Sector Studies

Dans l'ensemble, la croissance devrait ralentir considérablement en 2024 et ne représenter qu'environ la moitié de l'expansion enregistrée en 2022 (~4 %), en raison des effets décalés du resserrement monétaire, de la faiblesse de la demande extérieure et de la baisse des prix des produits de base.

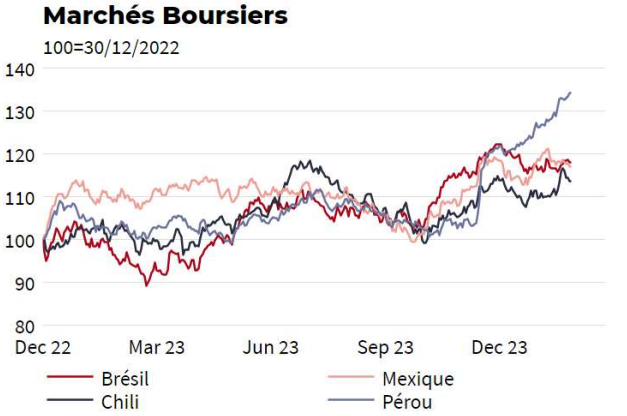
Le sentiment de risque s'est amélioré, grâce à des surprises macro-économiques positives, et a alimenté de fortes performances boursières au second semestre 2023. Les surprises plutôt positives (les prévisions d'inflation ont plutôt diminué, tandis que celles de croissance se sont largement améliorées, à quelques exceptions près) ont amélioré le sentiment des investisseurs. Les primes des CDS à 5 ans ont diminué depuis octobre, après une hausse de courte durée, parallèlement à l'augmentation des rendements des obligations américaines à long terme. Ces évolutions ont soutenu les bonnes performances des actions au second semestre 2023.

Le sentiment de risque s'est amélioré…



Source: Refinitiv, SG Economics and Sector Studies

… favorisant les bonnes performances des actions



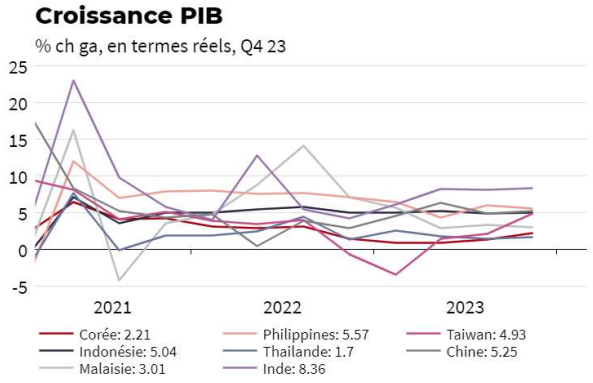
Source: Refinitiv, SG Economics and Sector Studies

ASIE ÉMERGENTE

- **L'Asie émergente ex-Chine, restera dynamique grâce à une demande domestique résiliente et la reprise de l'industrie des semiconducteurs.**
- **Les pressions inflationnistes se dissipent progressivement. Ceci dit, les risques climatiques comme El Nino peuvent exacerber les tensions sur les prix alimentaires.**
- **Les risques baissiers liés aux incertitudes économiques et géopolitiques peuvent peser sur les investissements et le commerce régional.**

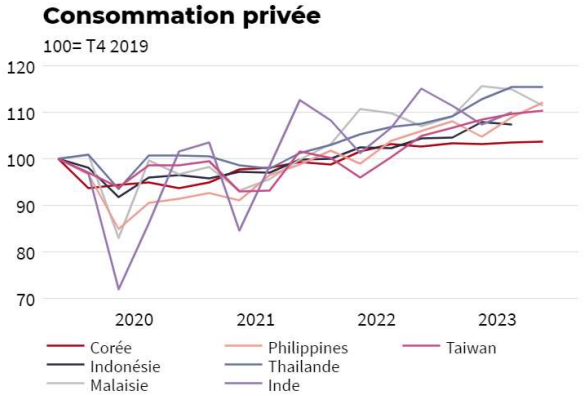
La croissance régionale devrait rester dynamique cette année. La consommation domestique, qui représente plus de la moitié du PIB pour la plupart des pays de la région, continuera de soutenir la croissance régionale. Le marché du travail s'améliore avec un taux de chômage dans la plupart des économies qui est déjà revenu aux niveaux prépandémiques. Le tourisme a continué à se redresser, soutenant la consommation et l'activité des services. Le commerce régional s'améliore progressivement, tiré par la reprise du secteur des semiconducteurs. Le commencement du cycle d'assouplissement de la politique monétaire aux Etats-Unis et en Europe pourrait donner une fenêtre d'opportunité aux banques centrales de la région pour baisser ses taux directeurs et renforcer l'attractivité des pays émergents auprès des investisseurs.

Malgré la faiblesse du commerce international, la dynamique régionale reste résiliente



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

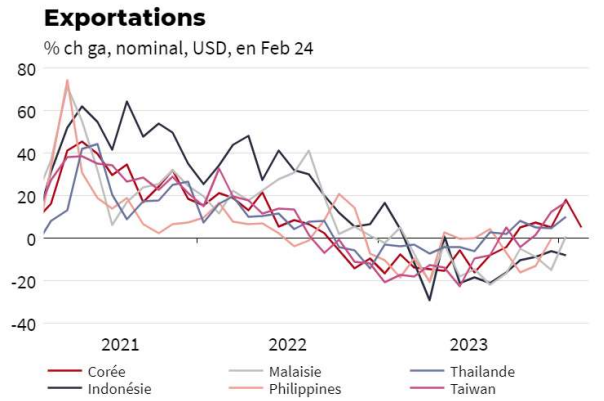
…soutenue par la consommation privée



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

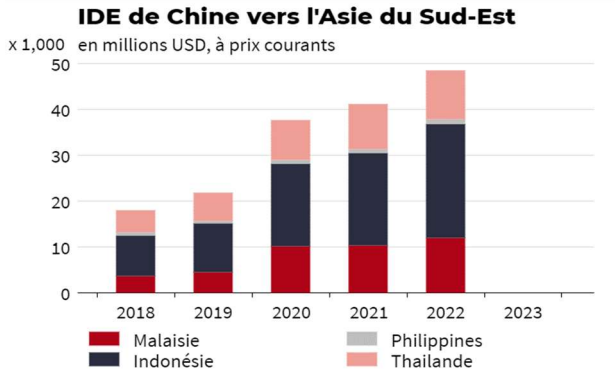
La demande extérieure s'améliore graduellement, le redressement du cycle des semiconducteurs améliore les perspectives de commerce de la région. Les exportations de la région se redressent progressivement, notamment pour les exportateurs de technologie (Taiwan et Corée du Sud). L'industrie des semi-conducteurs voit des premiers signes d'améliorations... Les exportations et la production de semi-conducteurs ont accéléré en Corée du Sud depuis août 2023, amorçant un redressement cyclique après la contraction de l'industrie qui a duré plus d'un an. En 2024, cette amélioration tirée par la reprise des semiconducteurs devrait se poursuivre. La politique de de-risking de l'Occident envers la Chine pourrait également constituer une opportunité pour l'Asie du Sud-Est pour améliorer sa position dans les chaînes de valeur, notamment pour les pays producteurs de semi-conducteurs tels que la Malaisie ou le Vietnam et en métaux de base comme l'Indonésie. La relative neutralité de la région envers la Chine et les Etats-Unis pourrait permettre d'attirer des investissements directs étrangers, notamment de Chine pour détourner les contrôles d'exportation imposés par l'Occident. Les investissements directs étrangers de Chine vers l'Asie du Sud-Est ont plus que doublé en l'espace de 5 ans, tirés par les secteurs EVs et énergie renouvelable.

La demande extérieure reprend progressivement



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

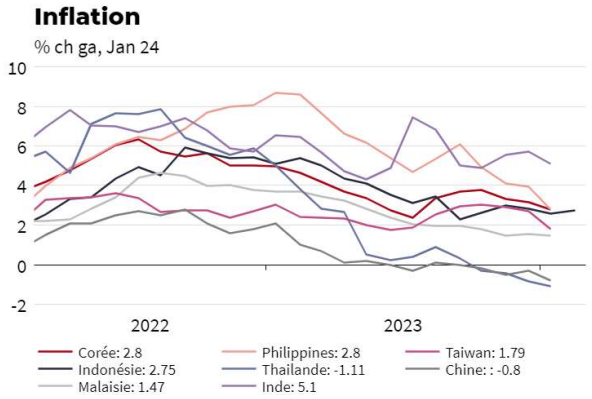
L'Asie du Sud-Est pourrait bénéficier de la politique de découplage Chine-Etats-Unis



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

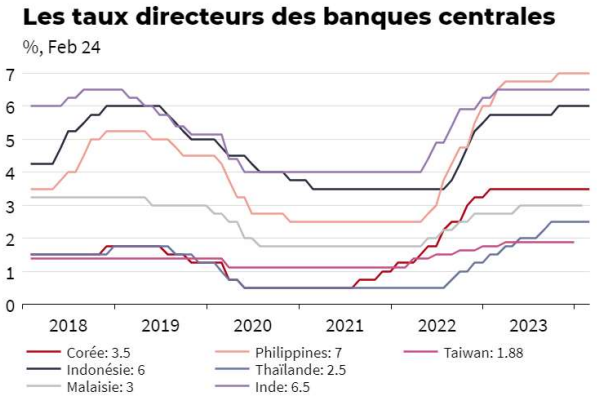
Les pressions inflationnistes continueront de s'atténuer mais des risques haussiers liés au changement climatique (El Nino) peuvent exacerber les prix alimentaires. La plupart des économies sont revenues aux moyennes d'inflation prépandémiques, avec le relâchement des pressions exercées sur les prix de l'énergie et des produits alimentaires. Cela étant dit, les changements climatiques combinés avec l'arrivée de El Nino peuvent affecter l'agriculture et les récoltes de la région, et venir exacerber les prix alimentaires alors que les conflits israélo-palestiniens en cours pourrait accroître les prix du pétrole.

Les pressions inflationnistes se sont graduellement dissipées



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

… permettant aux banques centrales d'arrêter leur cycle de resserrement



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

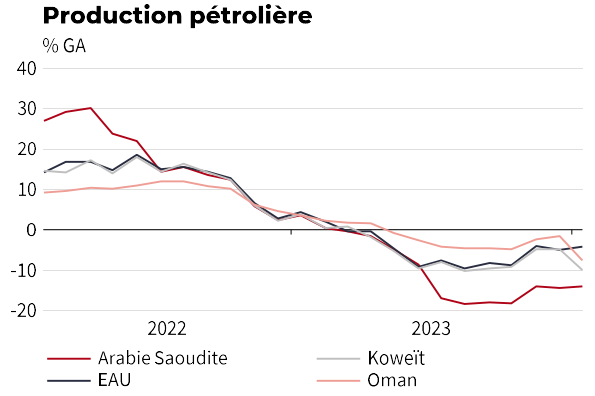
Les risques dans la région sont baissiers compte tenu des incertitudes liées à l'environnement extérieur qui restent élevées. Une inflation plus soutenue dans les économies développées pourrait entraîner un nouveau resserrement des conditions financières et pourrait exercer une pression sur la croissance et les investissements dans la région. Une correction plus marquée ou plusprolongée du marché immobilier en Chine pourrait affecter les pays de la région dont les exportations sont fortement liées à l'investissement ou la demande de matières premières de la Chine. Un ralentissement de la productivité et de l'investissement en Chine pourrait également peser sur la région, car la région dépend fortement de la demande chinoise, des investissements et des chaînes de valeur mondiales. À moyen terme, compte tenu de la détérioration des relations entre les États-Unis et la Chine, notamment sur les politiques commerciales et le statut de Taiwan (notamment avec les prochaines élections présidentielles américaines), les risques d'une nouvelle fragmentation du commerce mondial pourraient peser sur la région, qui est vulnérable face à la baisse des flux commerciaux et des investissements directs étrangers.

PAYS DU GOLFE

- **La croissance régionale a fortement ralenti en 2023, du fait de la contraction des productions d'hydrocarbures.**
- **Les secteurs non pétroliers ont été généralement plus résilients, et soutiendront le rebond attendu pour 2024.**
- **Le conflit entre Israël et le Hamas reste le principal risque.**

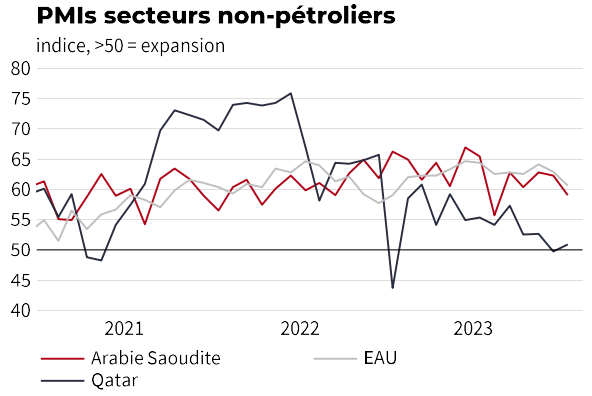
La croissance des pays du CCG (Conseil de Coopération du Golfe) a sensiblement ralenti en 2023, estimée légèrement au-dessus de 1% (vs. environ 7% en 2022). Ceci s'explique principalement par la contraction des productions pétrolières décidée par l'OPEP+ en avril 2023 (l'Arabie Saoudite y ajoutant une réduction volontaire de sa production d'un million de barils/jour). Au total, le PIB hydrocarbures de la région s'est vraisemblablement contracté de 1% l'année dernière. Bien qu'en ralentissement, la croissance hors hydrocarbure s'est montrée plus résiliente, toujours soutenue (entre autres) par d'importants projets d'investissement (infrastructures, tourisme, énergie, commerce) – notamment en Arabie Saoudite et aux Émirats Arabes Unis. Les performances hors hydrocarbures ont été plus modérées au Qatar (effet de base après une année 2022 marquée par la Coupe du Monde de football), ainsi qu'à Oman et à Bahreïn du fait des efforts de consolidation budgétaire.

Des productions pétrolières en berne



Source : Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

Des PMIs non-pétroliers résilients

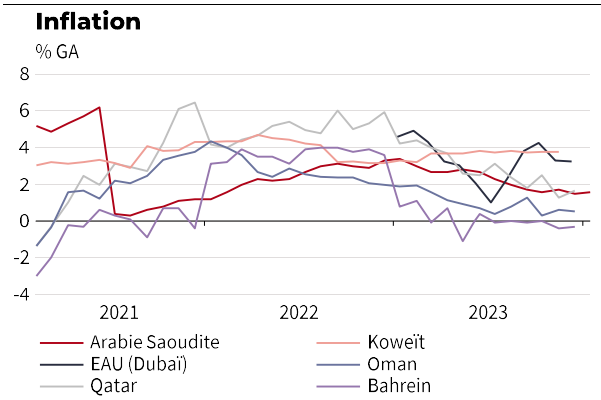


Source : Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

Les perspectives pour 2024 sont bonnes, même si les incertitudes se sont accrues quant à la reprise des secteurs pétroliers. Au total, la croissance régionale devrait s'établir aux alentours de 3,5%. Les indicateurs avancés disponibles (PMIs notamment) confirment que la bonne tenue des secteurs hors hydrocarbures devrait perdurer en 2024 et 2025. Des marchés du travail solides (avec par exemple des taux de chômage souvent revenus à leur niveau pré-Covid) et la baisse graduelle de l'inflation (en lien notamment avec la diminution des prix alimentaires mondiaux) devraient permettre un rebond de la consommation privée. La demande publique devrait demeurer robuste : bien que prévus en (légère) baisse, les prix pétroliers

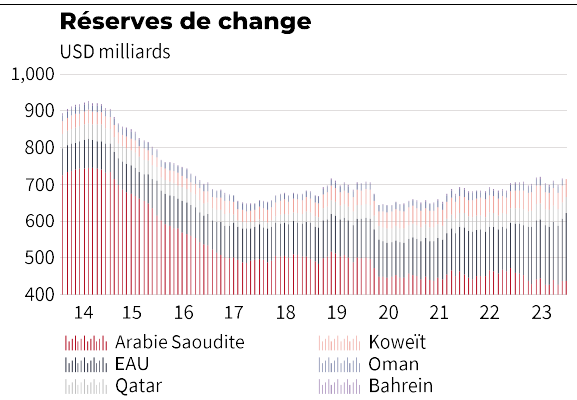
devraient rester, pour 2024 supérieurs aux prix d'équilibre budgétaire de la plupart des pays (ou proches, dans le cas de l'Arabie Saoudite). Seul le Bahreïn, avec un prix d'équilibre aux alentours de USD 100/b, devra vraisemblablement accélérer ses efforts de consolidation budgétaire. Plus généralement, et alors que la région demeure l'une des plus exposées aux risques climatiques (plus particulièrement aux risques de transition), les secteurs hors hydrocarbures continueront de bénéficier de la progression sensible des investissements « verts » (plus particulièrement, d'atténuation) et de diversification. Les perspectives pour les secteurs pétroliers sont plus incertaines. Alors que la plupart des observateurs s'attendaient à une accélération graduelle de la production dans la plupart des pays du CCG, l'abrogation en janvier 2024 par le ministère saoudien de l'Énergie d'une directive émise en 2020 à Saudi Aramco (la compagnie pétrolière d'État) visant à augmenter la « capacité maximale durable » de production pétrolière de 12 millions de b/j à 13 millions de b/j, laisse penser que le pays pourrait se satisfaire de sa production actuelle. Étant donné le poids politique de l'Arabie Saoudite au sein de l'OPEP, une posture régionale plus attentiste sur les hausses de production à venir n'est pas à exclure – afin de soutenir les prix face à une production américaine à son plus haut historique. Toutefois, plusieurs mégaprojets *oil & gas* émergeront dans les années à venir (expansion du champ gazier North Field au Qatar, par exemple).

Une baisse graduelle de l'inflation



Source : Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

Des réserves de change confortables



Source : Refinitiv, SG Études Économiques et Sectorielles

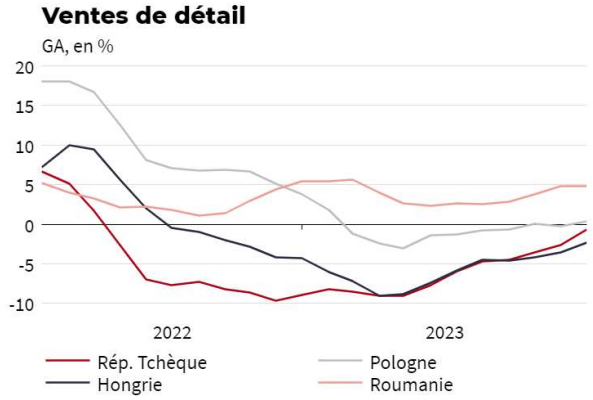
Plusieurs risques continuent de peser sur ces perspectives, même si les situations financières des pays de la région restent très confortables (excédents budgétaires importants, réserves de change élevées, etc.) – hormis à Bahreïn. Le plus important de ces risques reste le conflit entre Israël et le Hamas. Une escalade / généralisation du conflit (par exemple avec une implication de l'Iran) impacterait fortement les pays du Golfe : baisse de l'attractivité générale de la région du fait des questions sécuritaires ; perte de confiance des investisseurs qui mettrait à mal les différents projets initiés par les États dans le cadre de leur plan de diversification ; baisse des revenus touristiques, etc. Par ailleurs, des troubles plus importants en Mer Rouge viendraient inévitablement affecter les chaînes d'apprivoisement régionales (exportations d'hydrocarbures, importations des biens de consommation / d'équipement).

EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE

- **La croissance devrait légèrement rebondir en 2024-2025 portée par la reprise de la demande intérieure.**
- **L'inflation a ralenti, entraînant de premières baisses de taux en Pologne, en Hongrie et en République tchèque. Cette tendance devrait se poursuivre et de nouvelles baisses de taux devraient avoir lieu en 2024.**
- **Les risques baissiers sont principalement liés à une absorption des fonds européens plus lente que prévu, à la guerre en Ukraine et aux incertitudes qui en découlent.**

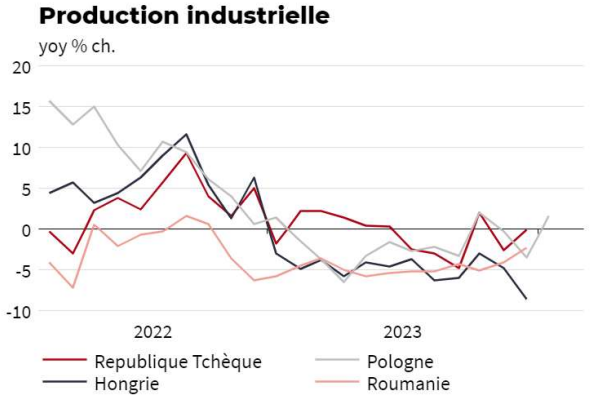
La croissance a ralenti en 2023, dans un contexte de ralentissement de l'activité dans la zone euro et de conditions financières tendues. La croissance est restée atone au troisième et au quatrième trimestre 2023 dans la région et en territoire négatif en République tchèque. Le ralentissement de la zone euro, principal partenaire commercial de la région, a pesé sur l'activité. Le maintien de taux d'intérêt élevés a affecté l'investissement des entreprises et l'investissement résidentiel des ménages, en particulier dans les pays où la part des prêts hypothécaires à taux variable est élevée, comme la Pologne. Cependant, avec la désinflation en cours, les salaires réels reviennent progressivement en territoire positif. Cela devrait soutenir la consommation au cours des prochains trimestres. La production industrielle reste en territoire négatif, sauf en Pologne.

La consommation est mieux orientée



Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

La production industrielle en territoire négatif



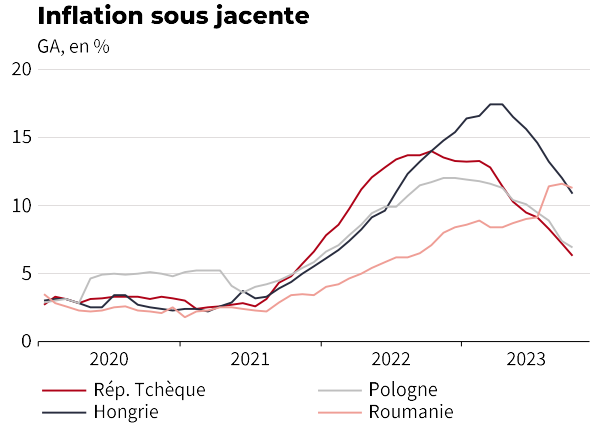
Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

Dans le sillage de la modération des prix du gaz, l'inflation a ralenti mais reste supérieure aux objectifs des banques centrales. Le prix du gaz sur le marché européen a culminé en août 2022 et a considérablement baissé depuis dans un contexte de baisse de la demande et d'offres supplémentaires de gaz naturel liquéfié en provenance de Norvège et d'Algérie. L'inflation sous-jacente (hors prix des produits alimentaires et de l'énergie) a culminé au premier semestre 2023 en République tchèque, en Pologne et en Hongrie et a ralenti depuis, sauf en Roumanie.

Dans ce contexte, plusieurs banques centrales ont commencé à baisser leurs taux directeurs depuis le T3-23 : la Pologne en septembre, la Hongrie en octobre et la République tchèque en février 2024.

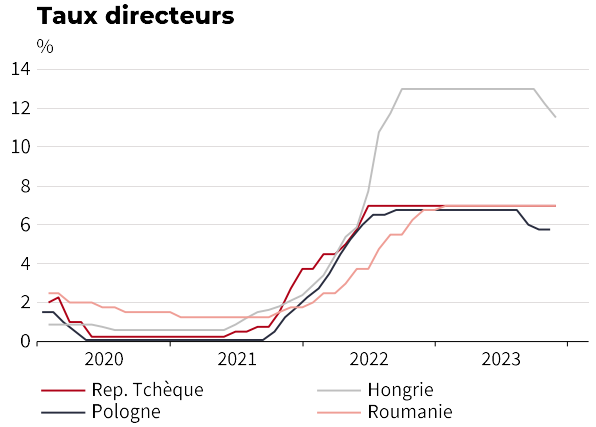
La désinflation se poursuivra en 2024-2025. Le ralentissement de l'inflation sera permis par la modération des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Dans ce contexte, les banques centrales de la région pourraient baisser leurs taux courant 2024.

L'inflation sous-jacente a atteint un pic début 2023 (sauf en Roumanie)



Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

De nouvelles baisses de taux directeur pourraient intervenir en 2024



Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

La croissance dans la région devrait légèrement rebondir en 2024-2025, portée par la reprise de la demande intérieure. Dans un contexte de modération de l'inflation, le pouvoir d'achat et la consommation des ménages devraient se redresser. Toutefois, la fin de plusieurs mesures de soutien aux ménages (comme en Pologne où le Bouclier Énergétique et le Bouclier Solidaire ont expiré en décembre 2023) limitera le rebond de la consommation privée. À horizon 2024-2025, la croissance dans la région devrait rebondir, tirée par le redressement de la demande interne.

L'investissement public devrait rester dynamique en raison de la poursuite de l'absorption des fonds européens : Fonds de cohésion et Facilité européenne pour la reprise et la résilience (NextGeneration EU). La Commission européenne a assoupli en janvier une partie des fonds de cohésion gelés pour la Hongrie. En février, elle a confirmé pour la Pologne que la facilité pour la reprise et la résilience (FRR) de 60 milliards d'euros commencerait à être décaissée en avril, ainsi que les Fonds de cohésion du budget 2021-2027. La première tranche du FRR s'élève à 6,3 milliards d'euros et celle du Fonds de cohésion à 600 millions d'euros.

L'investissement privé devrait rester faible, malgré la moindre friction dans les chaînes d'approvisionnement du secteur automobile, en raison du resserrement continu des conditions financières et de la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre dans un contexte de dynamique soutenue des salaires nominaux. La hausse

des coûts sera en partie répercutée sur les prix des entreprises, mais certainement pas en totalité, ce qui pèsera sur leurs marges.

La politique budgétaire devrait devenir plus restrictive en raison notamment de la réactivation des règles budgétaires européennes et la consolidation budgétaire qui s'en suivra, notamment en Roumanie qui affiche un déficit budgétaire substantiel.

Les risques baissiers pesant sur les perspectives de croissance sont principalement liés à la capacité d'absorption des fonds de l'UE qui pourrait s'avérer plus lente que prévu ou à une moindre efficacité des projets mis en œuvre pour améliorer les perspectives de croissance, ainsi qu'à une demande extérieure plus faible que prévu. Ils concernent également la guerre en Ukraine et les incertitudes qui en découlent concernant la disponibilité et le prix de l'énergie dans la région. Une coupure totale des approvisionnements en gaz russe aurait un impact significatif sur certains pays, avec un risque élevé de récession en Hongrie, en raison de la part élevée du gaz dans la consommation d'énergie primaire, également élevée en Croatie. La Pologne et la Roumanie sont moins exposées. Un autre risque réside dans l'évolution des stocks en 2024, après leur forte hausse depuis 2021. En Pologne et en République tchèque, un scénario de normalisation de leur trajectoire pourrait générer une surprise baissière sur la croissance.

CONTACTS

Michala MARCUSSEN
Chef économiste Groupe
+33 1 42 13 00 34
michala.marcussen@socgen.com

Olivier de BOYSSON
Chef économiste Pays émergents
+33 1 42 14 41 46
olivier.de-boysson@socgen.com

Emmanuel MARTINEZ
Chef économiste Environnement
+33 1 57 29 57 88
emmanuel.martinez@socgen.com

Ariel EMIRIAN
Responsable analyse macroéconomique
+33 1 42 13 08 49
ariel.emirian@socgen.com

Edgardo TORIJA ZANE
Responsable analyse macrosectorielle et macrofinancière
+33 1 42 14 92 87
edgardo.torija-zane@socgen.com

Foly ANANOU
Zone euro, France, Allemagne
+33 1 57 29 37 39
foly.ananou@socgen.com

Benoit ASTIER
Asie centrale et du sud, Turquie, Climat
+33 1 42 14 39 06
benoit.astier@socgen.com

Evelyne BAHN
Asie
+33 1 57 29 37 39
evelyne.bahn@socgen.com

Paul BERTHIER
Analyse macrosectorielle
+33 1 42 14 38 90
paul.berthier@socgen.com

Constance BOUBLIL-GROH
Climat, Europe centrale et orientale, Russie
+33 1 57 29 08 73
constance.boublil-groh@socgen.com

Jacopo Maria D'ANDRIA
Analyse macrofinancière, Royaume-Uni
33 1 42 14 25 51
jacopo-maria.d'andria@socgen.com

Joe DOUAIHY
Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 64 87
joe.douaihy@socgen.com

Clément GILLET
Afrique, Moyen-Orient
+33 1 42 14 31 43
clement.gillet@socgen.com

Erwan JAIN
Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 05 35
erwan.jain@socgen.com

Giovanni PACCHIARDI
Amériques
+33 1 58 98 27 11
giovanni.pacchiardi@socgen.com

Francesco PESTRIN
Analyse macrosectorielle
+33 1 57 29 01 59
francesco.pestrin@socgen.com

Danielle SCHWEISGUTH
Europe de l'ouest
+33 1 57 29 63 99
danielle.schweisguth@socgen.com

Stéphanie HUET
Assistante
+33 1 57 29 34 97
stephanie.huet@socgen.com

Yolande NARJOU
Assistante
+33 1 42 14 40 07
yolande.narjou@socgen.com

Société Générale | Société Générale Études Économiques et Sectorielles | 75886 PARIS CEDEX 18

Abonnez-vous aux publications des économistes :

https://www.societegenerale.com/fr/s-informer-et-nous-suivre/etudes-economiques/nos-etudes

DISCLAIMER

La présente publication reflète les vues du département des études économiques et sectorielles de Société Générale S.A. à la date de sa publication. Cette publication est susceptible d'être modifiée à tout moment sans préavis. Elle est fournie à titre purement informatif et ne constitue ni une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement au sens de la réglementation en vigueur. Cette publication n'a aucune valeur contractuelle. Cette publication n'est pas produite par le département Recherche de SG et ne doit pas être regardé comme tel.

Ni les informations qui y figurent, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation visant à souscrire, acheter, vendre un produit ou exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale SA ou de l'une quelconque de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Les particuliers, clients professionnels ou contreparties éligibles qui viendraient à en obtenir un exemplaire ne doivent nullement fonder leurs décisions d'investissement sur la seule base du présent document, mais doivent s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.

L'exactitude, le caractère exhaustif ou la pertinence des informations tirées de sources extérieures ne sont pas garantis, même si elles proviennent de sources jugées dignes de foi. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale SA décline toute responsabilité à cet égard. Les informations économiques citées dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné, et peuvent donc changer à tout moment.

Société Générale S.A. est un établissement de crédit français agréé et supervisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR »), régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »). Société Générale S.A est également agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle britannique) et dispose des autorisations nécessaires à la conduite de ses activités.

Société Générale est soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation anglaise) et de la Prudential Regulation Authority. La nature et l'étendue de la protection des clients peut différer selon que l'entreprise est située au Royaume-Uni ou non. La succursale Londonienne de Société Générale dispose des autorisations nécessaires à la conduite de ses activités par la Prudential Regulation Authority et est soumise à la réglementation de la FCA et de la PRA. Des informations détaillées concernant le Régime temporaire de permission, qui permet aux entreprises situées au sein de l'Espace économique européen d'exercer leur activité au Royaume-Uni pour une période limitée en attendant une autorisation complète, sont disponibles sur le site internet de la Financial Conduct Authority.

Avis aux investisseurs américains : cette publication est écrite par des analystes économiques de SG localisés en dehors des Etats-Unis et a vocation à être distribuée uniquement à destination des Grands (Major) investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Cette publication n'est pas produite par le département Recherche de SG et ne doit pas être regardé comme tel. Elle n'a pas été préparée conformément aux dispositions destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. Tout Grand (Major) investisseur institutionnel américains souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions sur un titre financier ou un instrument financier évoqué dans cette publication doit le faire auprès ou via les vendeurs de SG Americas Securities, LLC. Le siège social de SG Americas Securities LLC est situé au 245 Park Avenue, New York, NY, 10167 (212) 278-6000.

Avis aux investisseurs asiatiques : ce document est destiné à être distribué en Asie uniquement à des clients sophistiqués et professionnels et a été préparé à cette fin. Vous devez donc être qualifié en tant qu'investisseur professionnel, « accrédité », « wholesale », expert ou institutionnel (quelle que soit la définition de ces termes dans votre territoire).

La présente publication ne peut en aucun cas être reproduite (en tout ou en partie) ou transmise à toute autre personne ou entité sans l'autorisation écrite préalable de Société Générale SA.

© 2024