



ECONOMIE & MARCHÉS FINANCIERS

UNE NOUVELLE ÈRE TRUMP

François Duhén
Chef Economiste et Stratégiste
francois.duhen@cic.fr
+33 1 53 48 81 02

23 janvier 2025

CIC *Market Solutions*

Elections américaines

La victoire de Donald Trump redistribue les cartes

Programme de Donald Trump – nos hypothèses

Un programme d'éléphant dans un magasin de porcelaine

Principales hypothèses de la politique de Donald Trump

Thèmes	Propositions de campagne	Scénario central CIC ↓ Donald Trump « édulcoré »	Donald Trump « dur »	Ce qui ne sera pas mis en place
Guerre commerciale	Monde : taxe universelle de 10% sur tous les produits Chine : au moins 60% de taxe (base de négociation) pour tous les produits chinois	Europe : conflits commerciaux pour certains secteurs (dont l'automobile) Chine : hausse généralisée, mais inférieure à 60%	Promesses de campagne pour la Chine, taxes nombreuses pour le reste du monde	Taxe généralisée de 10% sur l'ensemble des biens du monde
Immigration	Fermeture des frontières et expulsion de 11 à 13 millions d'immigrés en situation irrégulière	Fermeture de la frontière mexicaine, expulsions réduites	Expulsions de plusieurs millions	Plus de 10 millions d'expulsés
Relations géopolitiques	Sortie de l'OTAN comme prétexte de négociation / Accord de paix entre Kiev et Moscou / Ton dur contre l'Iran / Faire participer Taiwan à l'effort de défense	Ouverture de négociations sur tous les sujets, ton ferme mais sans « rupture majeure » Sanctions contre l'Iran	Conflit majeur avec l'Iran	Sortie de l'OTAN Abandon du soutien à Taiwan
Fiscalité	Réforme fiscale pour maintenir les exonérations de 2017 + nouvelles mesures + abrogation IRA	Mise en place des promesses	-	-
Finances publiques	Revenir au niveau de dépenses discrétionnaires de 2019, ajusté de l'inflation	Déficit public qui augmente à 7 et 8% du PIB, « limité » par des droits de douane	D'avantage de rentrées fiscales grâce aux droits de douane	Un équilibre plus soutenable des finances publiques
Fed	Intervention dans le processus de décision + volonté de contraindre Jerome Powell	Discours fort, mais incapacité à agir. Non-reconduction de J. Powell en 2026	Tentative de passer un texte pour modifier l'autonomie de la Fed	Modification effective de l'autonomie de la Fed
Impact sur l'inflation		+	++	++ puis -
Impact sur la croissance		+ puis =	-	--

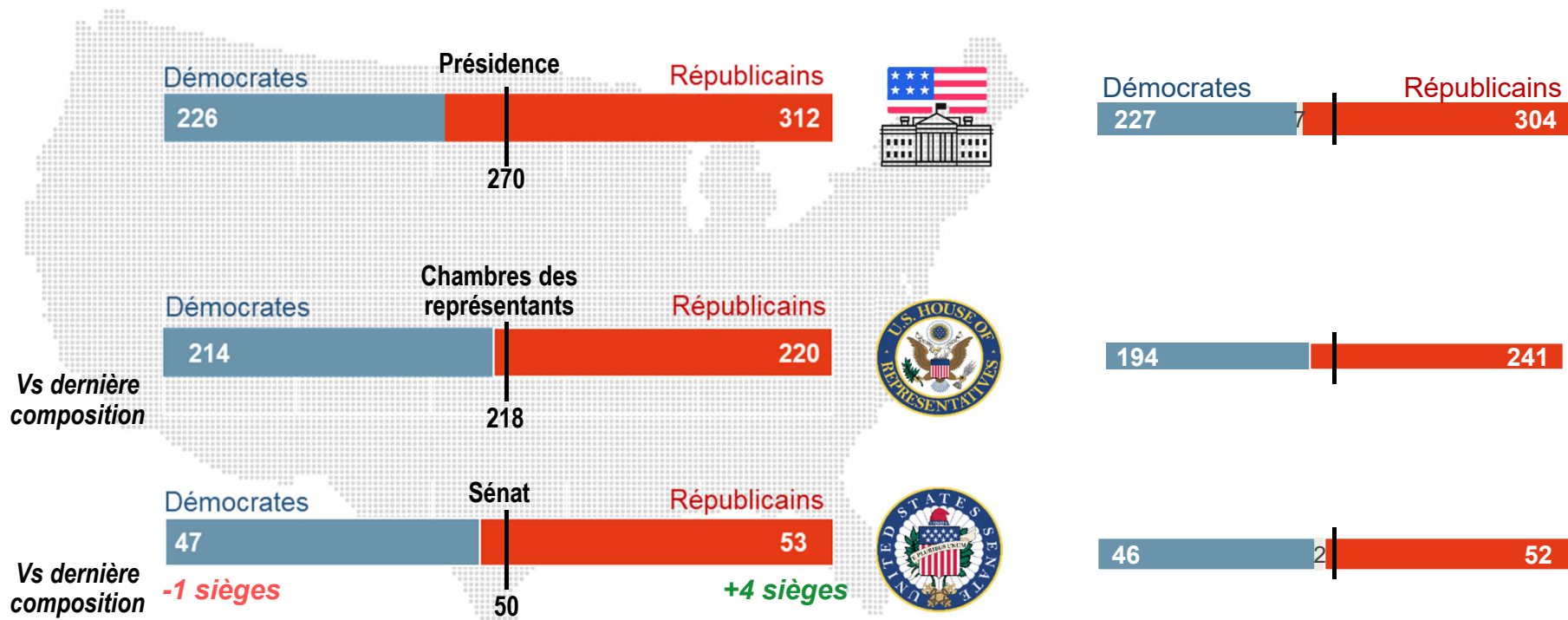
Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Etats-Unis : résultats des élections

Donald Trump devra composer avec une courte majorité à la Chambre des représentants

Résultats provisoires des élections du 5 novembre 2024

Lors du 1^{er} mandat de Donald Trump en 2016

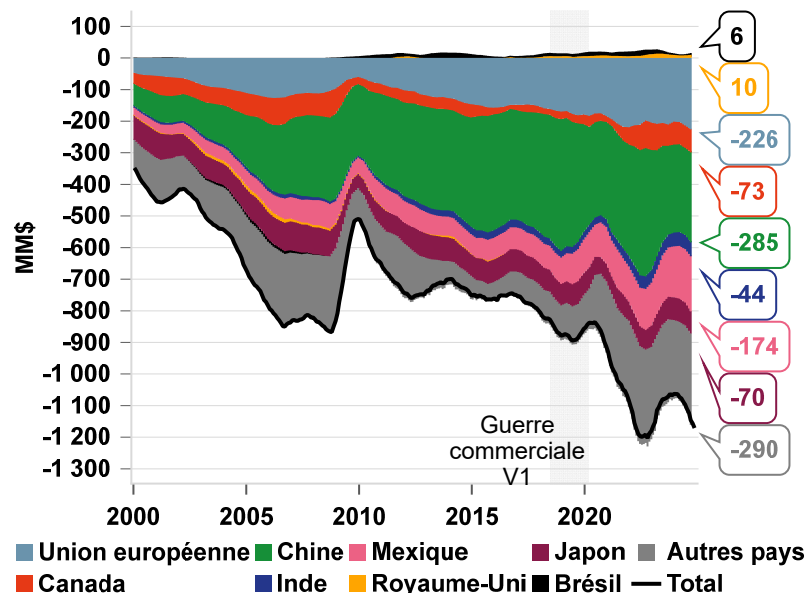


Une équipe bien mieux préparée à prendre le pouvoir et à occuper les postes stratégiques pour mettre plus rapidement en œuvre son programme. Cependant, D. Trump devra composer avec une majorité courte (surtout à la Chambre des représentants). Il suffirait que quelques élus ne votent pas certains des textes visant à appliquer son programme pour en perturber la mise en œuvre

Etats-Unis : état des échanges commerciaux

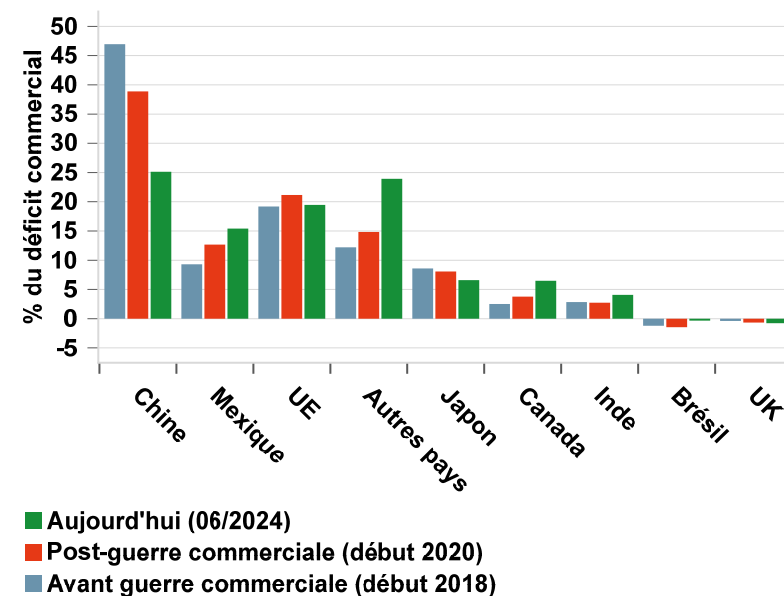
Guerre commerciale : à qui le tour ?

Etats-Unis : évolution et décomposition du déficit commercial
(solde des biens, agrégée sur 12 mois en MM\$)



Sources : Macrobond, CIC Market Solutions

Etats-Unis : proportion de chaque pays dans le déficit commercial américain de biens (%)



- Lors de la précédente guerre commerciale, le déficit américain ne s'était que très peu réduit, et la tendance de dégradation avait repris rapidement à partir du Covid
- Si la proportion de la Chine dans ce déséquilibre des échanges américains a été nettement réduite, de nombreux autres pays ont pris le relais

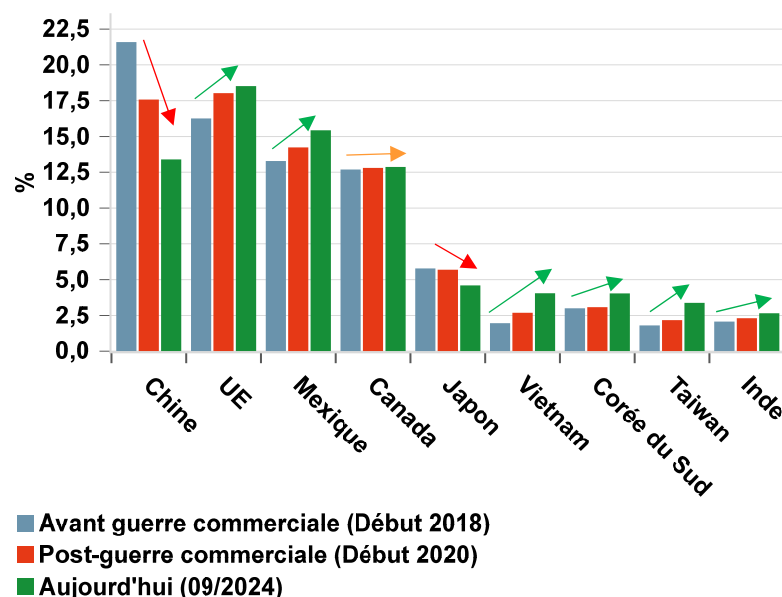
Si le combat contre la Chine va reprendre, car il s'agit d'un enjeu stratégique dépassant largement le cadre commercial, D. Trump va probablement tenter une méthode plus généralisée qui s'avère nécessaire pour éviter les contournements (mais qui requerra l'aval du Congrès)

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Commerce mondial : diversification, démondialisation ou relocalisation

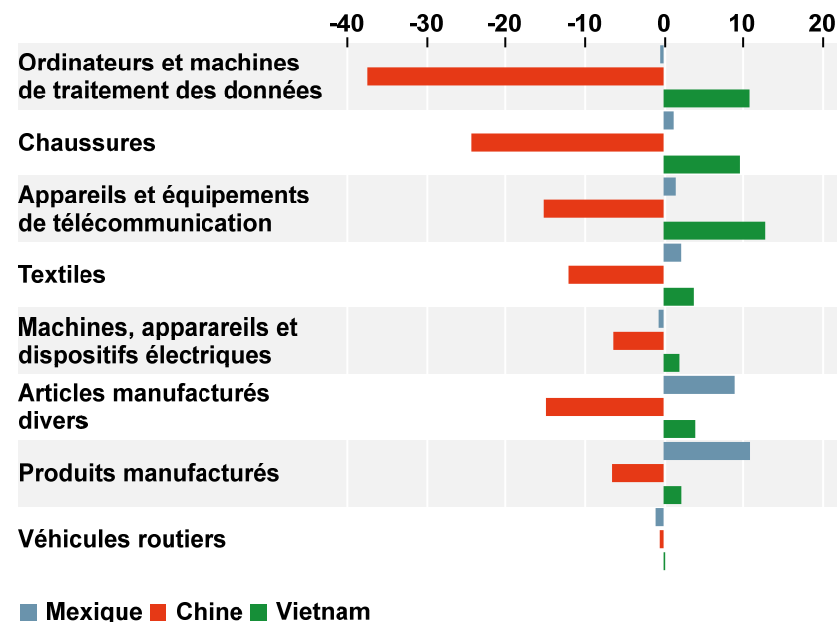
Des conséquences durables liées à la guerre commerciale Etats-Unis / Chine

Etats-Unis : poids des pays dans les importations américaines de biens (% de part de marché)



Sources : Macrobond, CIC Market Solutions

Etats-Unis : évolution des importations depuis 2017 (% de part de marché)



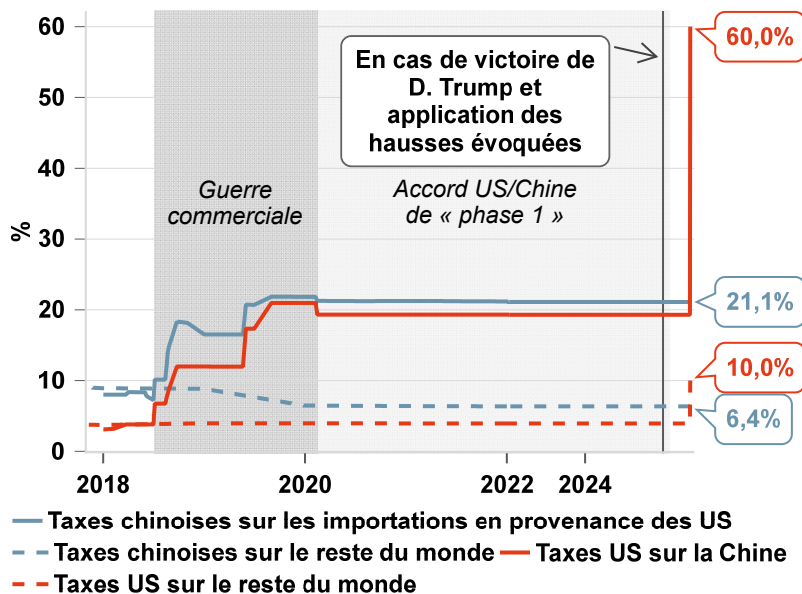
Post-guerre commerciale puis Covid, les échanges mondiaux ont évolué vers davantage de diversification et de régionalisation sans pour autant remettre en cause la mondialisation. Dans la durée, cela aura toutefois un impact haussier progressif sur l'inflation des biens, et une nouvelle escalade protectionniste plus généralisée en augmenterait la portée (surtout si la hausse de droits de douane est généralisée)

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Guerre commerciale

Cette fois, Donald Trump souhaite taper plus fort et plus large

Etats-Unis et Chine : droits de douane appliqués (%)



Sources : PIIE, Macrobond, CIC MS

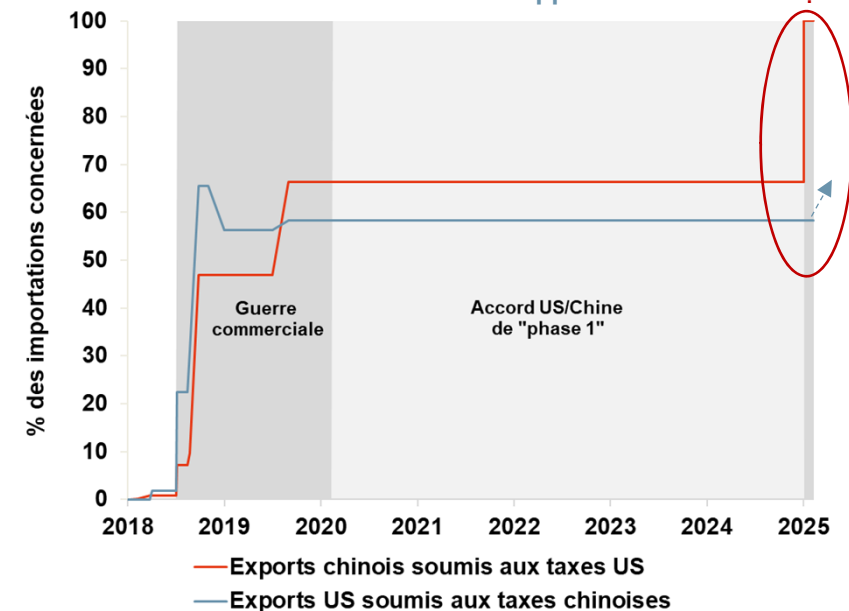
- La deuxième vague protectionniste pourrait être plus dommageable, car : 1/ les hausses seraient plus larges et importantes ; 2/ elles limiteraient davantage la capacité de contournement via des pays intermédiaires ; 3/ les entreprises pourraient cette fois les considérer comme définitives alors que les précédentes mesures n'ont pas été remises en cause par J. Biden

- Rappelons que l'accord de « phase 1 », qui avait permis de mettre fin aux hostilités (en échange de promesses d'augmentation des importations chinoises de produits américains), n'a jamais été suivi d'une phase 2 (retrait des droits de douane)

Un coût économique plus important si Donald Trump parvient à ses fins, et une déstabilisation de la Chine plus forte dans un contexte où le pays est déjà fragilisé

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
 Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

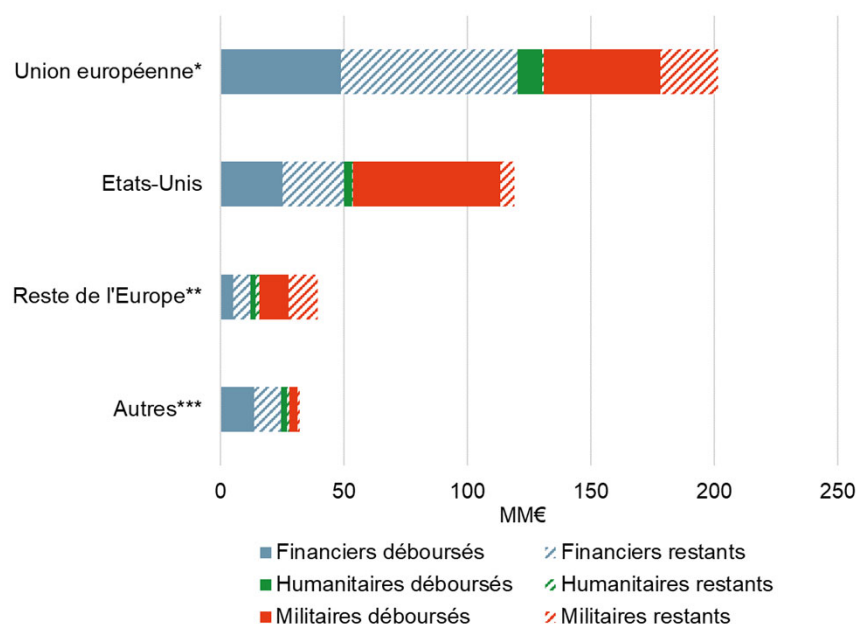
Etats-Unis et Chine : proportion de produits touchés par les droits de douane supplémentaires



Ukraine / Russie : soutien occidental à Kiev

Donald Trump peut-il forcer la main des Européens ?

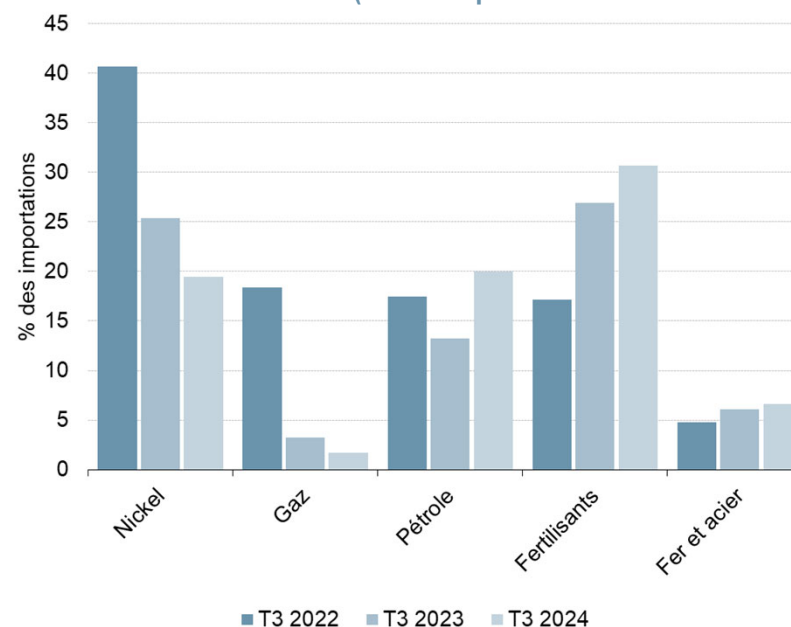
Ukraine : engagements de soutien par zone entre janvier 2022 et octobre 2024 (MM€)



* Contribution de l'UE + individuelle des pays membres

** Royaume-Uni, Norvège, Suisse et Islande

Union européenne : poids des importations en provenance de Russie (% des importations totales de l'UE)



*** Canada, Japon, Corée du Sud, Australie, Nouvelle-Zélande, Taiwan

Sources : CIC Market Solutions, IFW Kiel, Eurostat

- Les Européens restent les principaux contributeurs. Même sans Washington, un soutien pourrait se poursuivre tant l'enjeu de long terme est crucial pour l'Europe
- Un accord de paix nécessiterait que des concessions soient faites à l'Ukraine (territoire, OTAN...), ce qui risque d'être difficile à négocier

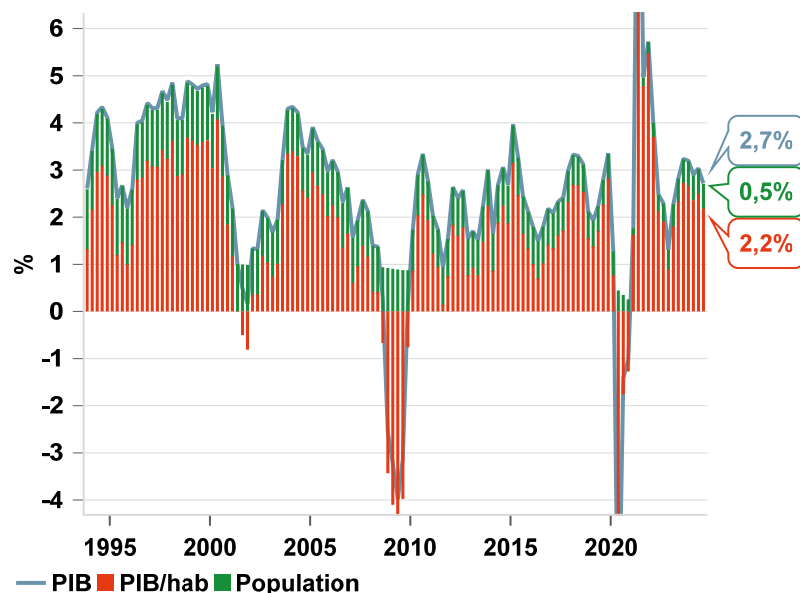
Même si Donald Trump interrompt le soutien américain à l'Ukraine, les sanctions occidentales ne seront pas levées, ce qui réduira fortement l'impact sur les prix des matières premières

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Etats-Unis : immigration

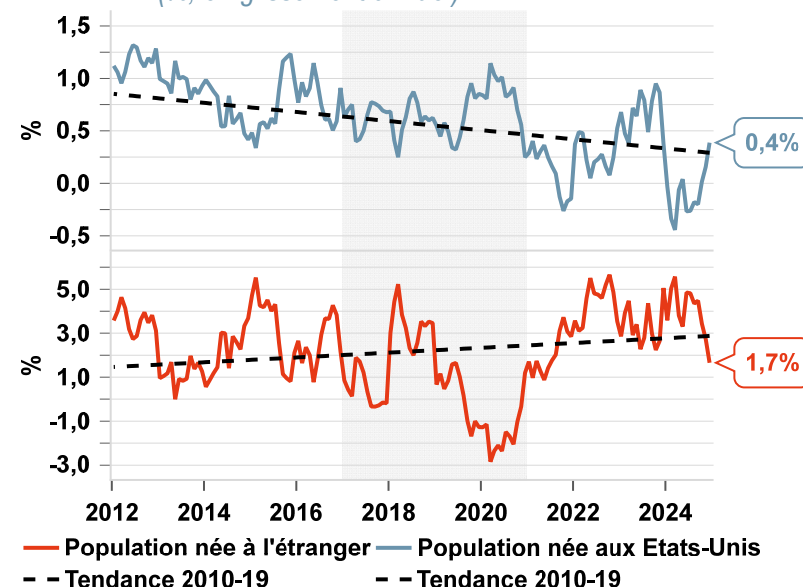
Une croissance et une démographie de plus en plus dépendantes de l'immigration

Etats-Unis : évolution du PIB et de la population



Source : Macrobond

Etats-Unis : évolution de la population par catégories
(%, en glissement annuel)



- Depuis le début du siècle, un tiers de la croissance américaine découle de la hausse de la population
- Or, cette démographie favorable est de plus en plus dépendante des flux migratoires

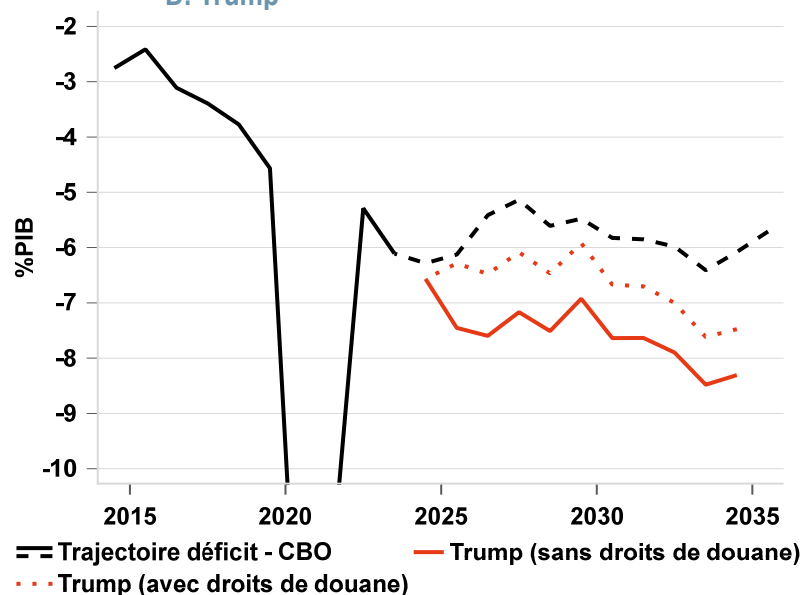
Une remise en cause de la politique migratoire pourrait avoir des conséquences fortes sur les perspectives de croissance et d'inflation, dont l'ampleur dépendra des choix faits par la future administration Trump

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Etats-Unis : programme de D. Trump et finances publiques

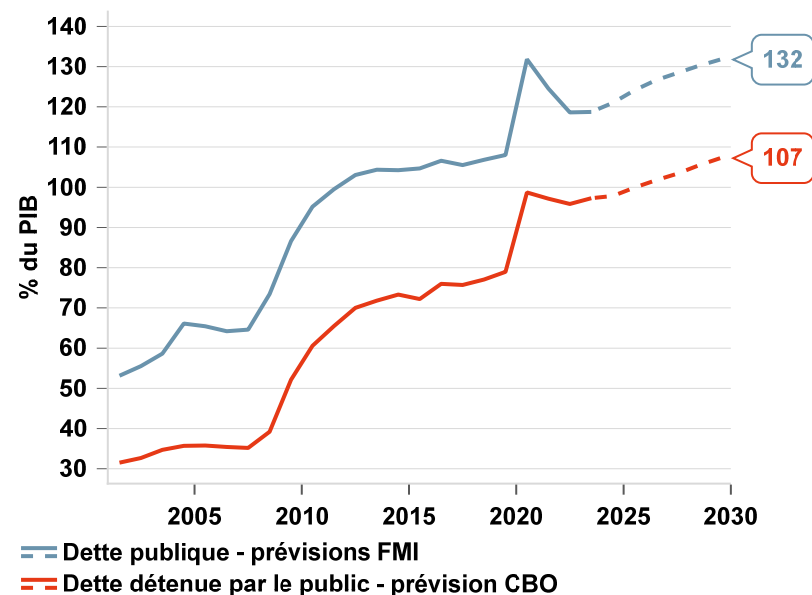
Une trajectoire de déficit encore plus à risque

Etats-Unis : déficit budgétaire et scénario de trajectoire sous D. Trump



Sources : Macrobond, Tax Foundation, CIC Market Solutions

Etats-Unis : dette publique scénarios du FMI et du CBO*



* Congressional Budget Office, organe rattaché au Congrès chargé des analyses et des prévisions économiques et budgétaires.
 Prévisions qui ne tiennent pas compte du programme de D. Trump

- En amont des élections, la trajectoire de déficit et de dette publique était déjà très défavorable
- Appliqué dans son ensemble, le programme de D. Trump dégraderait encore plus les perspectives pour le Trésor américain, surtout en cas d'échec à obtenir des rentrées fiscales via le renforcement notable des droits de douane

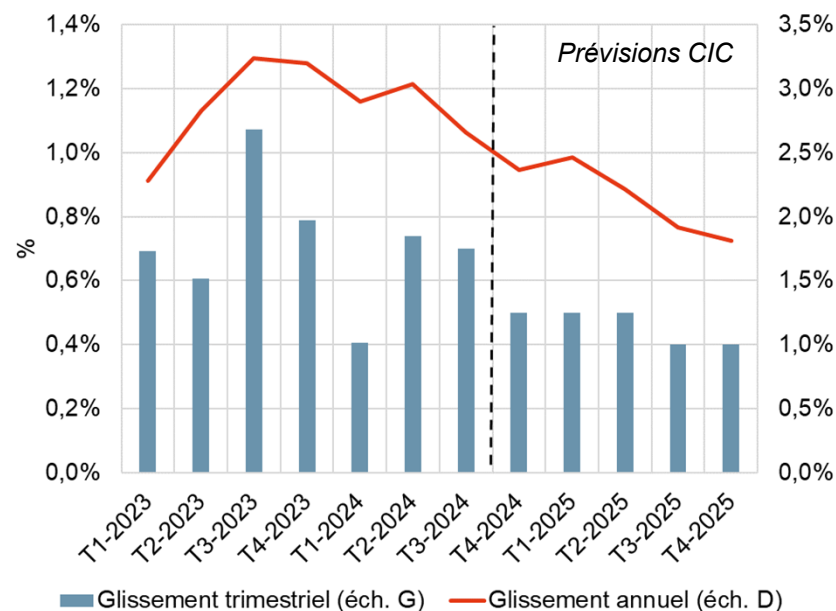
La mise en place du programme de Donald Trump conduira à relever de manière notable la prime de terme exigée sur la détention de dette américaine

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
 Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

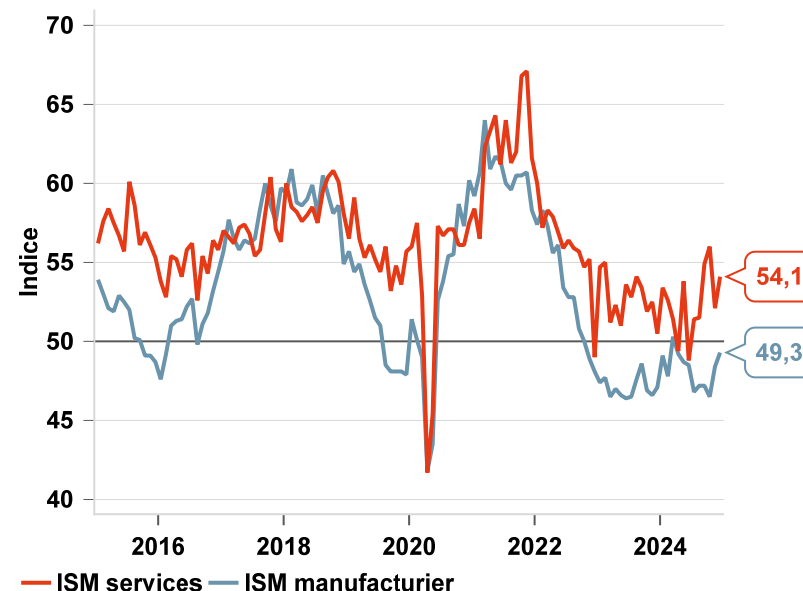
Etats-Unis : croissance

Un ralentissement seulement modeste

Etats-Unis : PIB



Etats-Unis : indices ISM



Sources : Macrobond, CIC Market Solutions

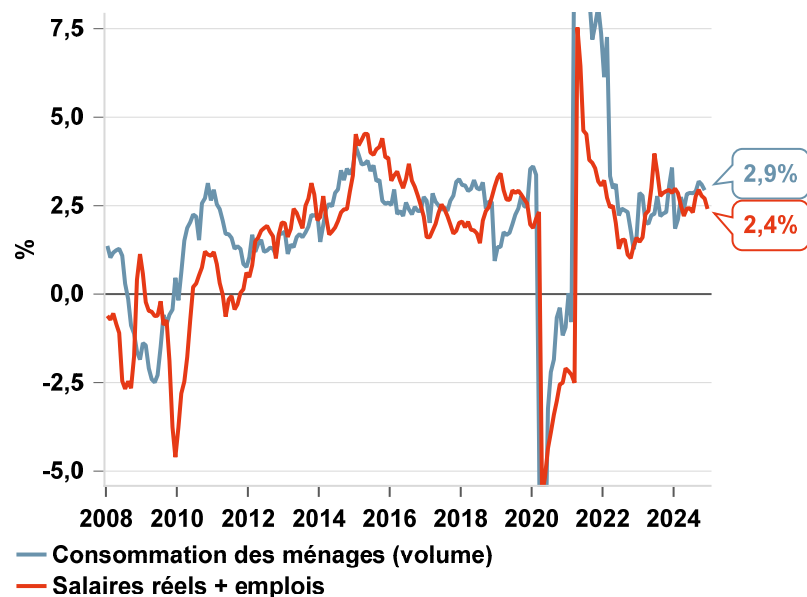
- Si certains indicateurs ont inquiété pendant l'été, les chiffres de croissance du 3^{ème} trimestre ont une nouvelle fois démontré la résilience de l'économie américaine
- La croissance continue de s'appuyer sur une demande domestique particulièrement dynamique, notamment grâce à la consommation des ménages et aux dépenses publiques

Les craintes d'un ralentissement brutal de l'économie américaine ont été tempérées alors que la demande profite des gains de pouvoir d'achat des ménages et de l'assouplissement monétaire

Etats-Unis : consommation

Les salaires réels resteront un soutien à la consommation

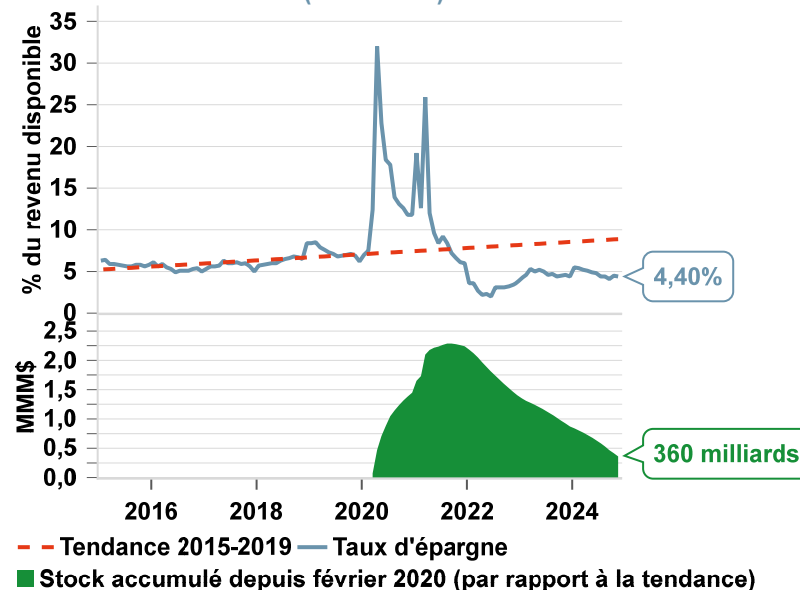
Etats-Unis : consommation et revenu salarial réel* + emplois



* Evolution des salaires de l'enquête emploi corrigés de l'inflation

Sources : Macrobond, CIC Market Solutions

Etats-Unis : taux d'épargne des ménages en valeur (%) et écart à la tendance (2015-2019)



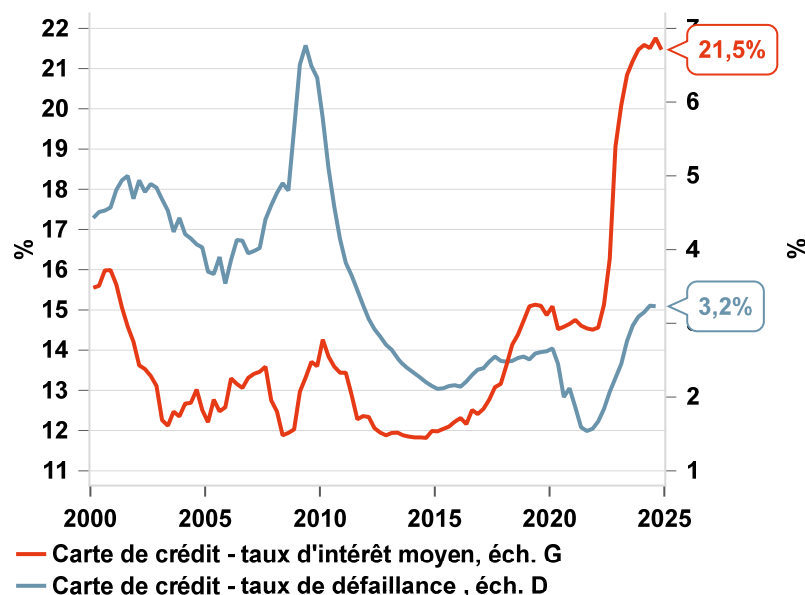
- Les salaires réels resteront en territoire positif outre-Atlantique, ce qui limitera le ralentissement de la consommation
- Anciennement estimé à moins de 3%, le taux d'épargne est finalement moins faible mais reste à un niveau bas en absolu qui limite la capacité des ménages à le réduire pour soutenir la consommation

Un moteur de la croissance qui devrait perdre en puissance mais restera suffisant pour éviter un atterrissage brutal

Etats-Unis : taux d'intérêt et activité

Attention à la force de rappel des taux d'intérêt

Etats-Unis : taux d'intérêt et de défaillance sur les cartes de crédit



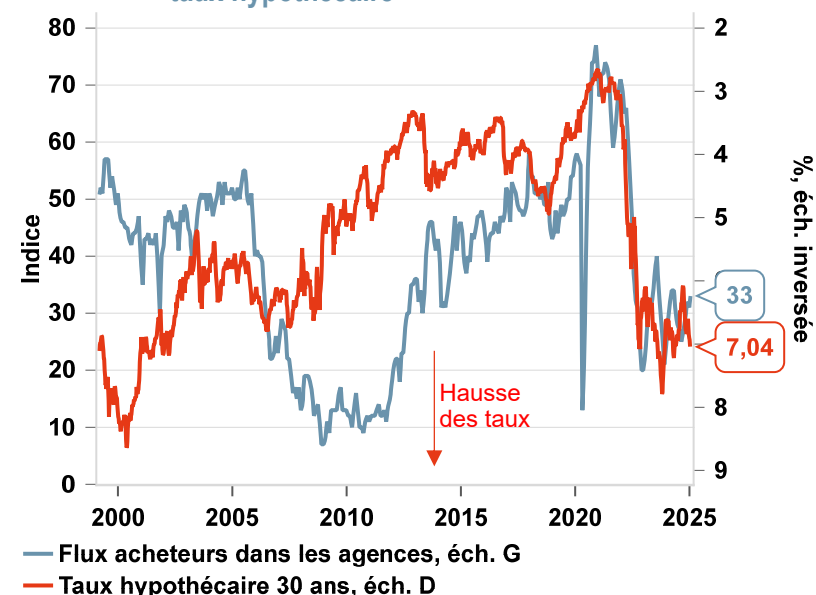
Sources : Macrobond, CIC Market Solutions

- Le coût de la dette des ménages a augmenté fortement en raison de la remontée des taux d'intérêt, amputant leur capacité à consommer. Par ailleurs, le coût des dépenses à crédit est beaucoup plus élevé, ce qui limite les marges de manœuvre des ménages et commence à engendrer des défauts plus nombreux
- Les taux hypothécaires se maintiennent autour de 7%, limitant la capacité d'investissement des ménages

Le rebond récent des taux souverains pourrait finir par affecter négativement la consommation et l'investissement en cas de vigueur prolongée, ce qui pèsera sur les taux souverains

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

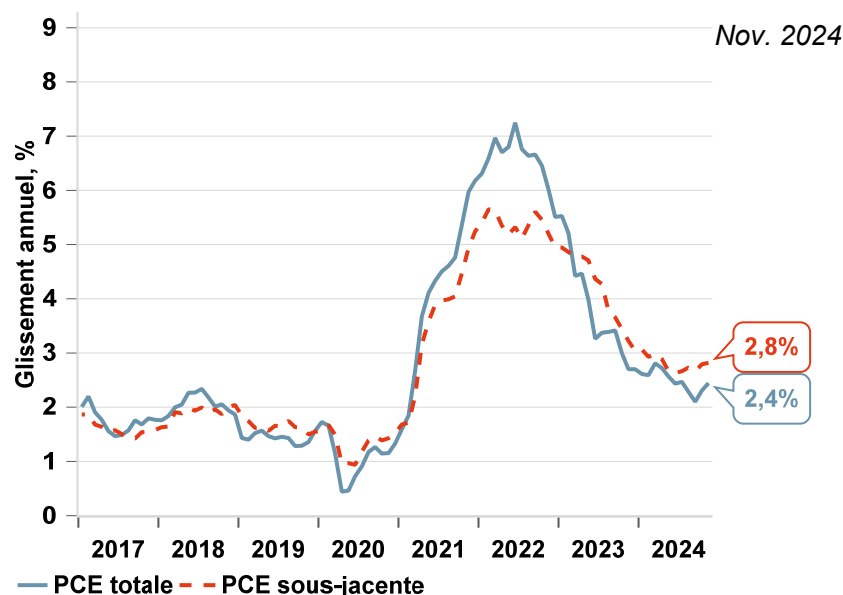
Etats-Unis : flux acheteurs dans les agences immobilières et taux hypothécaire



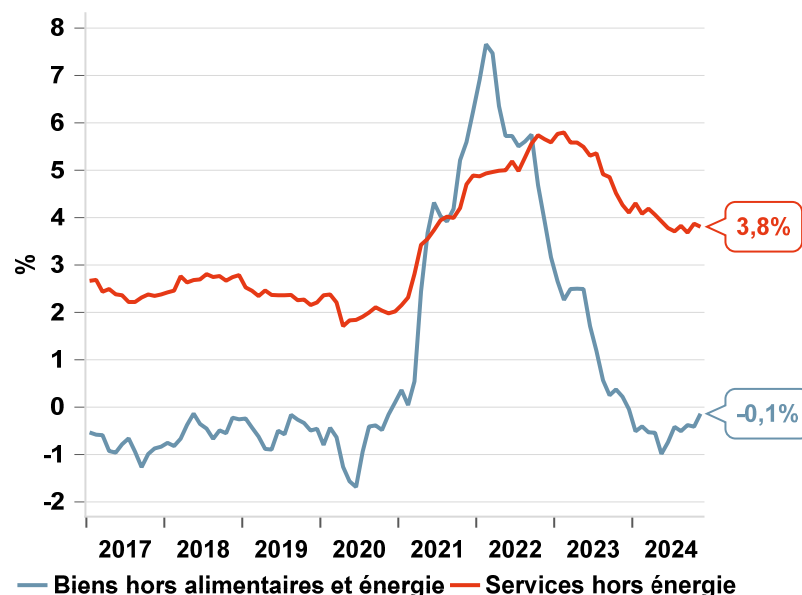
Inflation américaine

Le ralentissement de l'inflation est à l'œuvre mais prend du temps

Etats-Unis : inflation PCE totale et sous-jacente
(glissement annuel)



Etats-Unis : décomposition de l'inflation sous-jacente
(glissement annuel)



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

- L'inflation totale a été sensiblement réduite à la faveur de la dissipation des chocs liés à l'épidémie et à la guerre
- La partie sous jacente a été plus résiliente notamment du fait de la persistance des hausses de prix dans les services en lien avec le coût du travail

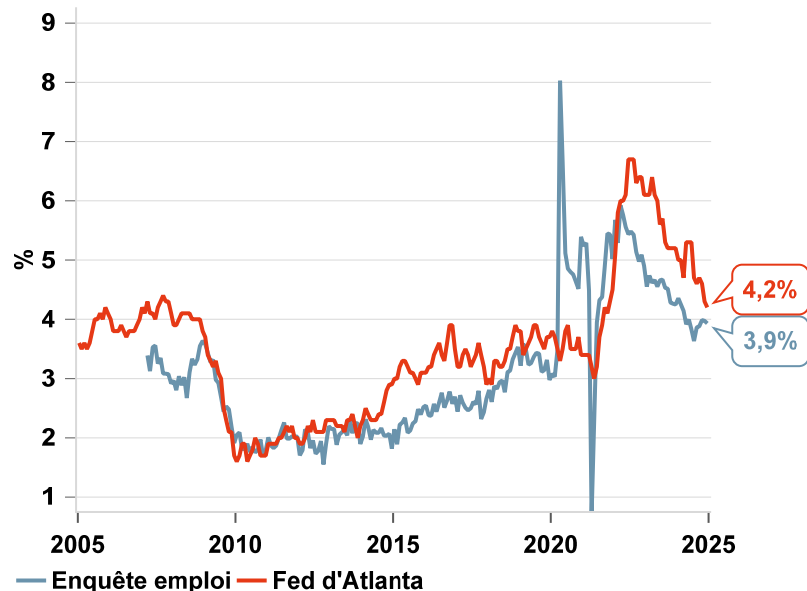
L'inflation américaine a enfin repris sa tendance baissière mais le retour vers l'objectif de 2% prendra du temps en raison des effets de second tour provoqués par les hausses de salaires

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Inflation américaine et marché du travail : les salaires

Les salaires reflètent la réduction des tensions

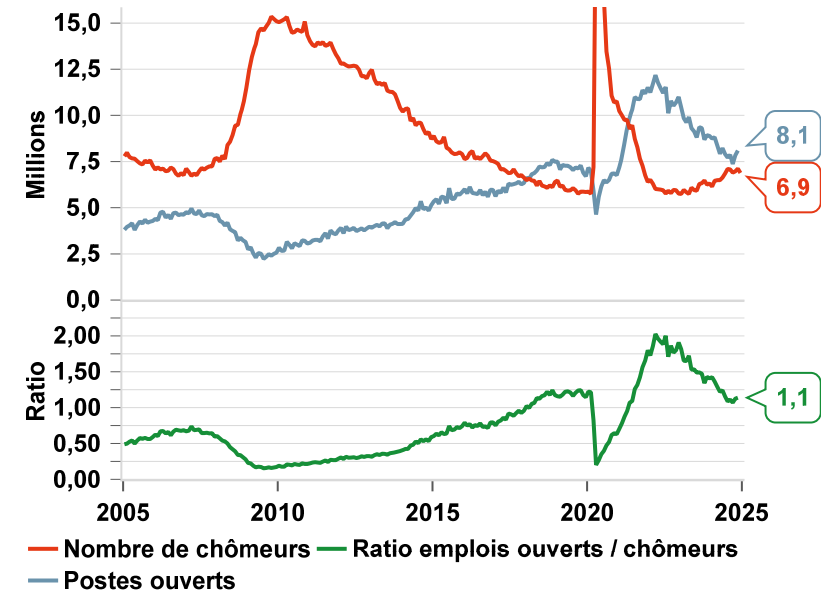
Etats-Unis : salaires (glissement annuel, %)



Enquête emploi : salaire horaire moyen

Fed Atlanta : salaire médian insensible aux effets de structure sur le marché du travail

Etats-Unis : postes ouverts et nombre de chômeurs



Sources : Macrobond, CIC Market Solutions

- Le marché du travail reste résilient avec des entreprises qui continuent d'embaucher
- Elles ont toutefois nettement moins de difficultés de recrutement, ce qui contribuera à freiner les salaires

Le tassement des salaires devrait se poursuivre avec une situation qui s'approche de celle qui prédominait avant le Covid mais attention aux restrictions sur les flux migratoires qui pourraient recréer des tensions

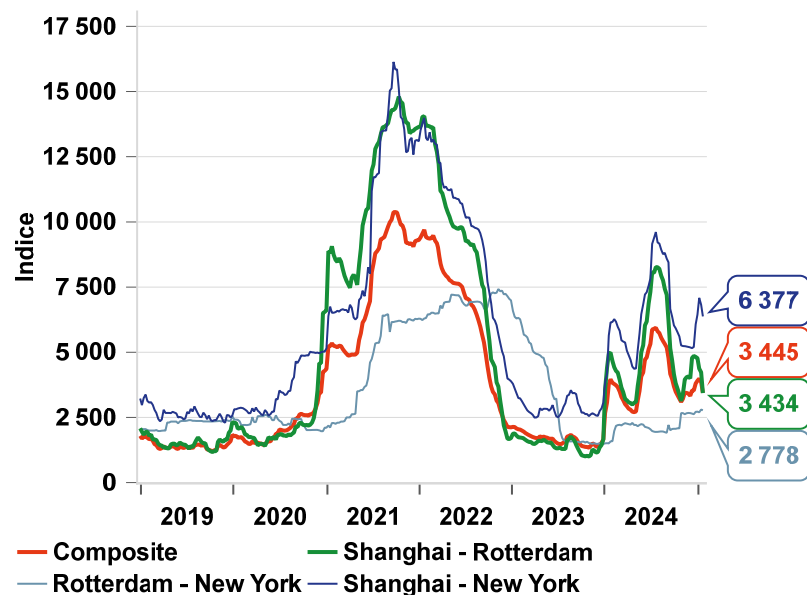
Zone euro

La rechute de l'inflation favorise le rebond de la croissance

Monde : fret et chaînes d'approvisionnement

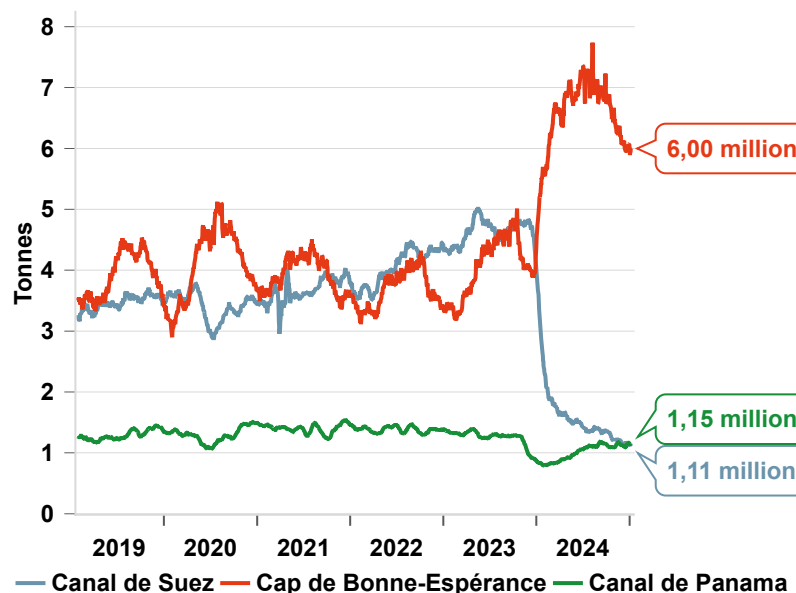
Une situation toujours propice à la volatilité

Fret maritime : prix du transport



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

Fret maritime : volumes exportés



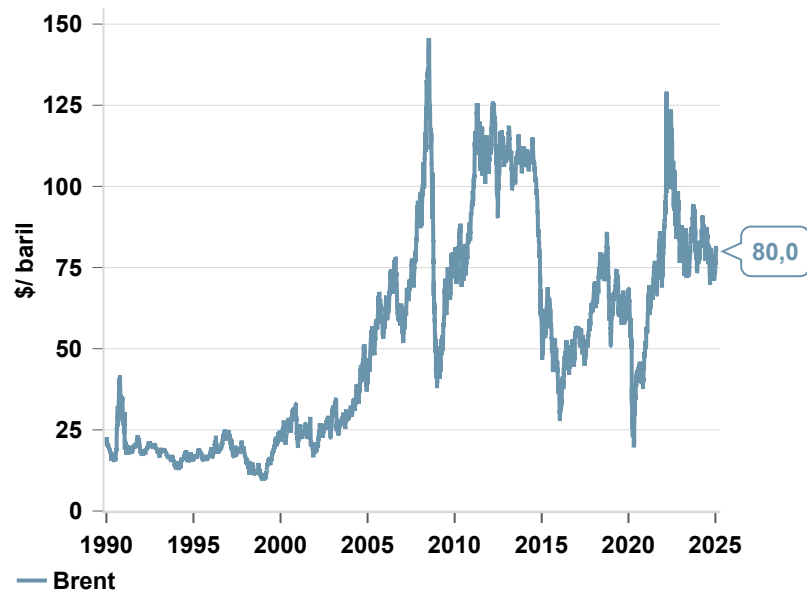
- La nécessité de contourner le canal de Suez a créé des tensions sur le coût du transport maritime mais l'accord de cessez le feu entre Israël et le Hamas permet d'espérer une accalmie
- Les prix devraient toutefois rester très volatils dans un contexte de fortes incertitudes géopolitiques et commerciales en lien avec le retour de Donald Trump au pouvoir

La volatilité récente des prix du fret freine la désinflation et rappelle le risque pour les banques centrales de relâcher trop tôt leurs efforts

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Vers un match OPEP+ vs Trump

Evolution du prix du Brent (\$/b)



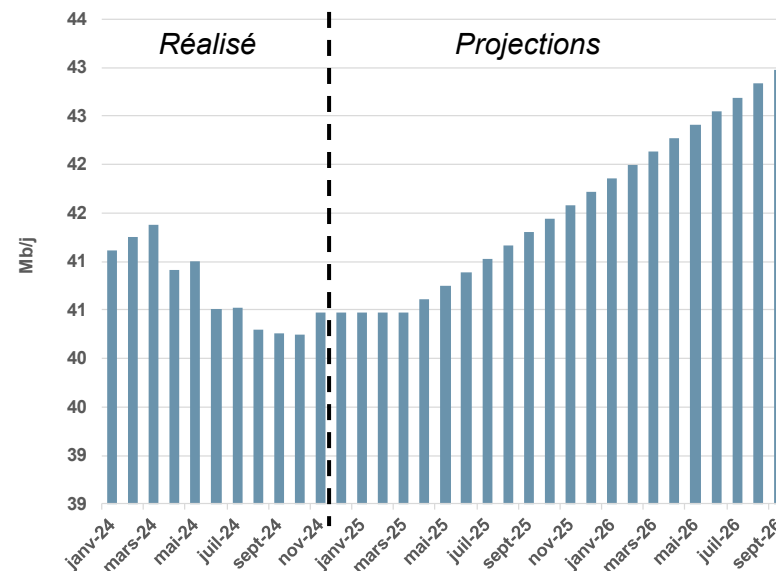
Sources : Bloomberg, Macrobond, CIC Market Solutions

- L'arrivée au pouvoir de D. Trump fait peser un risque de hausse sensible de la production américaine. La capacité du président élu à réellement inciter les producteurs reste toutefois incertaine, tout comme l'ampleur et la cadence de son implication dans les conflits géopolitiques (Russie, Iran)
- Nous maintenons l'hypothèse centrale d'une OPEP+ durablement en soutien des cours, et qui n'hésitera pas à continuer d'ajuster sa politique d'offre, à l'instar de la nouvelle prolongation des coupes de production décidée lors de la réunion du 5 décembre

Un poids de D. Trump à ne pas négliger même si des facteurs de rappel persistent pour le Brent (dont les tensions à venir avec l'Iran), justifiant un cours d'équilibre à 75 \$/b

*Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation*

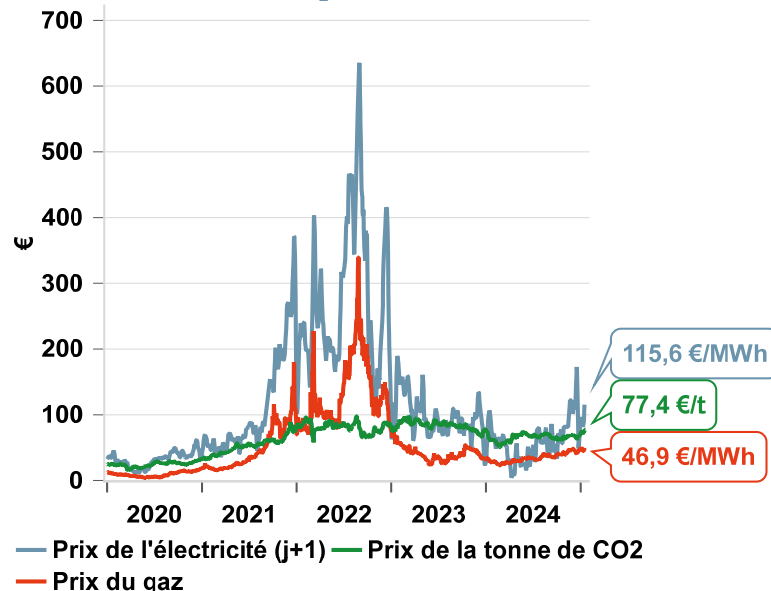
Evolution de la production de l'OPEP+ (hors Iran et Libye) et projections selon le calendrier officiel



Zone euro : crise énergétique

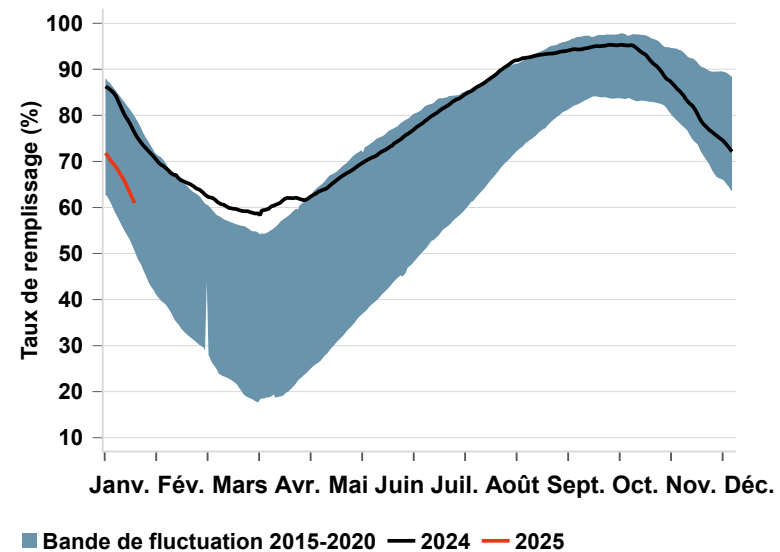
Un risque moins fort, mais durable

Prix de l'électricité en France, prix du gaz en Europe (€/MWh) et prix de la tonne de CO₂



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

Taux de remplissage des stocks de gaz en Europe



- Les stocks de gaz restent sur des niveaux élevés en Europe, permettant d'appréhender la saison hivernale avec une relative confiance
- L'aléa climatique reste toutefois à surveiller, avec de premières indications pointant vers un hiver plus froid que l'année dernière en Europe, ce qui a alimenté une remontée progressive des cours
- L'entrée en service des capacités d'importation et de production à partir de mi-2025/2026 contribuera à éviter une envolée persistante des cours, tout comme la destruction durable de la demande

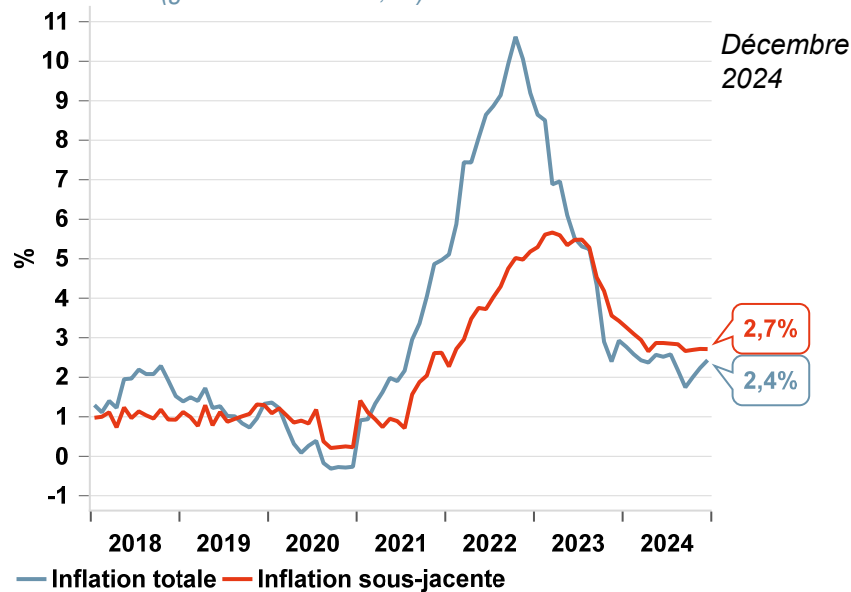
Une saison hivernale qui reste à surveiller, mais sans alerte majeure à ce stade

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Zone euro : inflation totale et sous-jacente

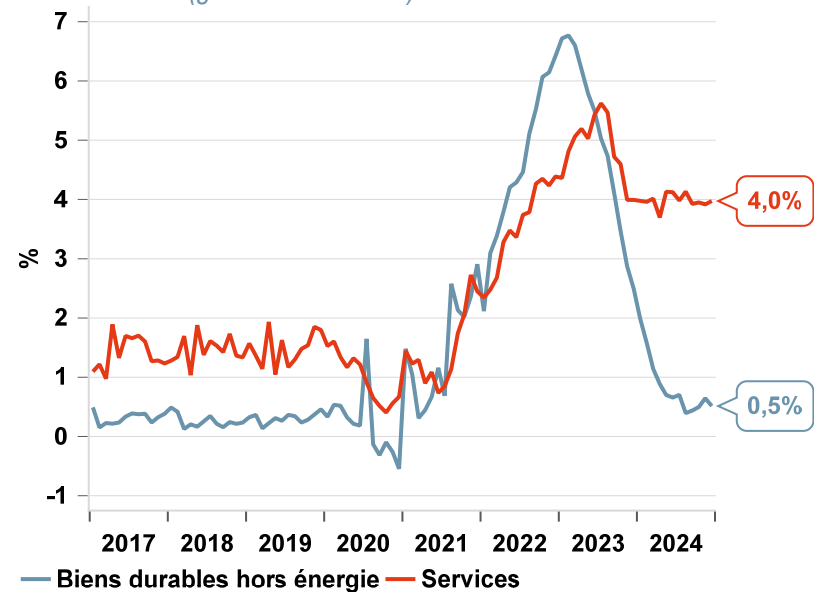
Le dernier kilomètre reste difficile à parcourir

Zone euro : inflation totale et sous-jacente
(glissement annuel, %)



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

Zone euro : décomposition de l'inflation sous-jacente
(glissement annuel)



- Le ralentissement de l'inflation totale s'est interrompu en raison du rebond des prix de l'énergie et d'un effet de base qui sera défavorable encore jusqu'au T1-2025
- La partie sous-jacente stagne en raison de la résilience des prix des services et de la fin du ralentissement des prix des biens

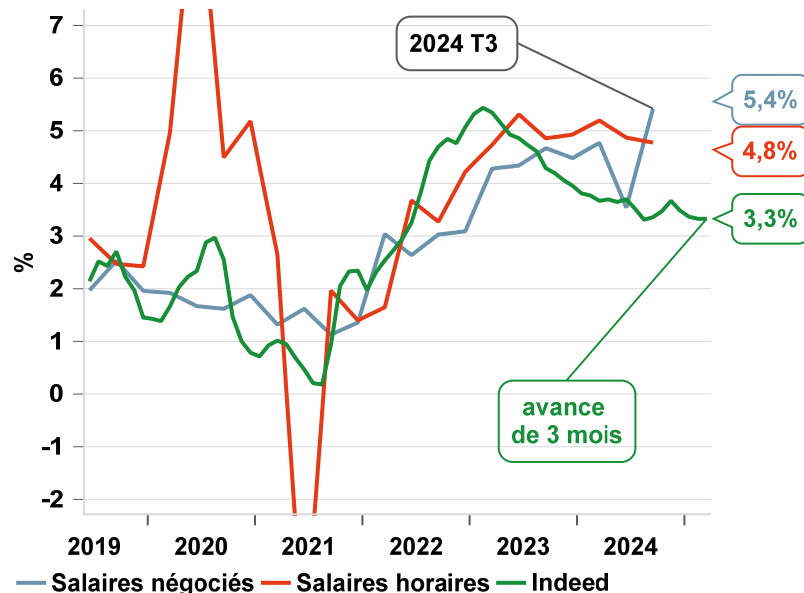
L'inflation a nettement ralenti mais la page n'est pas encore totalement tournée avec une partie sous-jacente qui ne pourra ralentir plus nettement qu'avec la fin de la boucle prix-salaire

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Zone euro : salaires

Les effets de second tour liés aux salaires s'essouffent... mais lentement

Zone euro : évolution des salaires négociés, des salaires horaires et des offres d'emplois Indeed (glissement annuel, %)



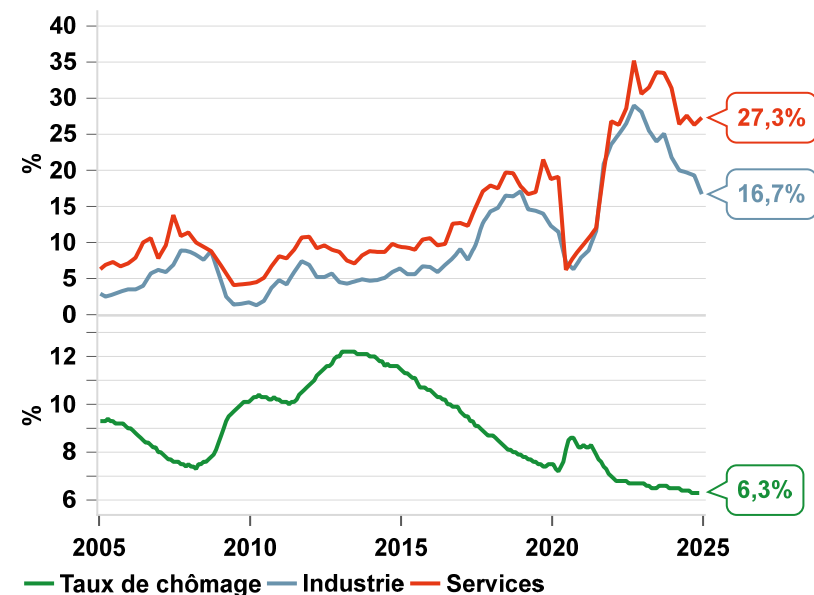
Source : Macrobond, CIC Market Solutions

- Après s'être infléchis au 2^{ème} trimestre, les salaires négociés ont nettement rebondi au 3^{ème}. Cette donnée est toutefois perturbée par le versement de primes ponctuelles en Allemagne et ne reflète pas un changement de tendance
- Les salaires poursuivront leur ralentissement mais lentement en raison du niveau de tension élevé sur le marché du travail dans les services

Les premiers signes de tassement des salaires apparaissent mais la BCE ne pourra pas relâcher la pression trop rapidement sous peine de risquer de relancer l'inflation

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

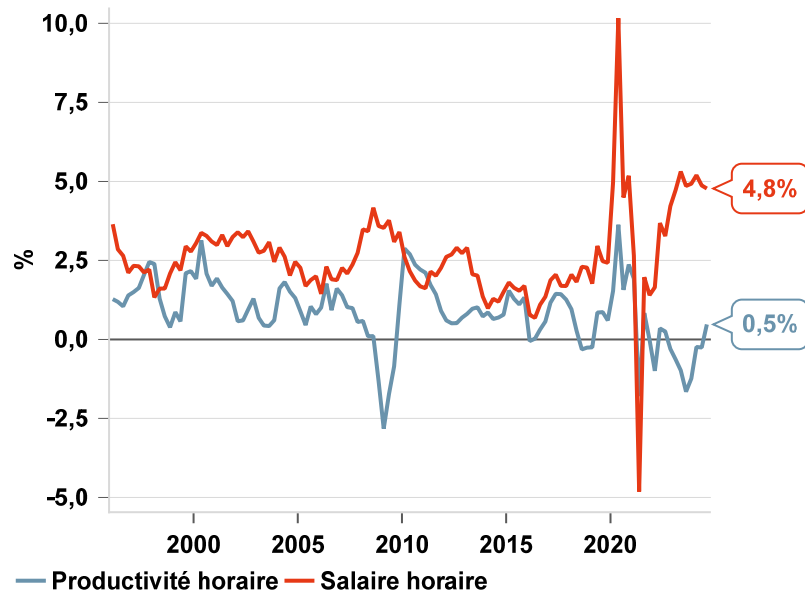
Zone euro : part des entreprises considérant que le manque de main-d'œuvre limite leur production et taux de chômage



Zone euro : inflation, salaires et profits

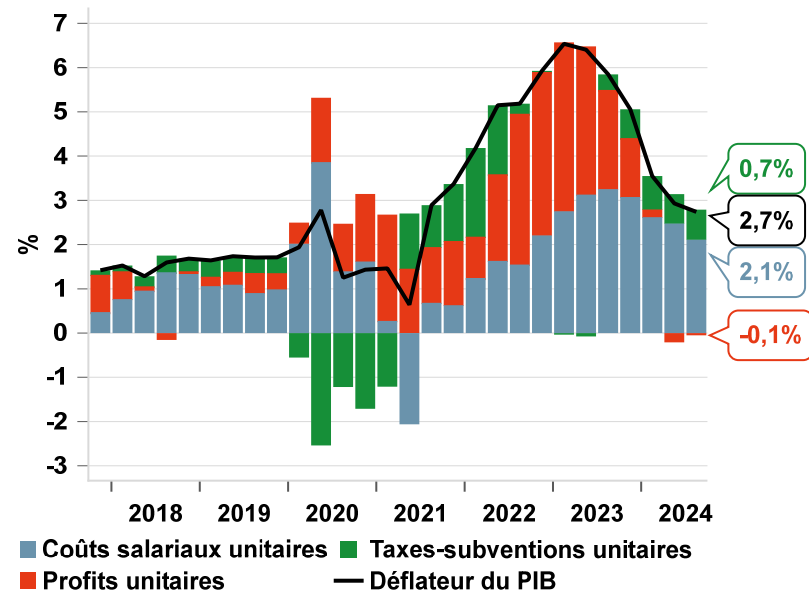
Une normalisation bienvenue sur le front de la productivité et des profits

Zone euro : productivité et coûts salariaux



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

Zone euro : répartition du déflateur du PIB* (glissement annuel, %)



* Mesure de l'inflation dans les comptes nationaux (PIB)

- La fin de la détérioration de la productivité (qui devrait se poursuivre car les entreprises ont conservé un surplus de main-d'œuvre pendant la phase de ralentissement économique et ont moins la nécessité d'embaucher) est une bonne nouvelle pour normaliser davantage l'évolution des coûts salariaux. Ceci est nécessaire pour la poursuite du sentier désinflationniste alors que les hausses des profits des entreprises ont déjà marqué le pas depuis l'été 2023

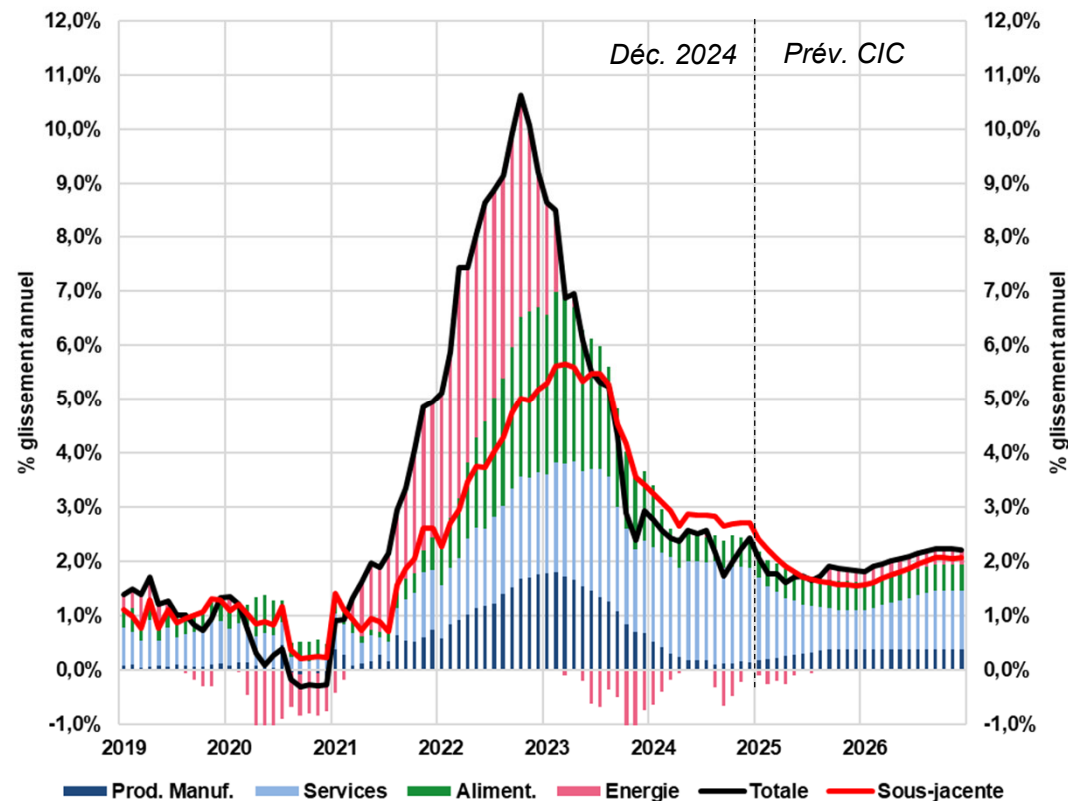
Le ralentissement du coût du travail et des profits offrira les marges de manœuvre à la BCE pour continuer de baisser ses taux directeurs en 2025

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Zone euro : notre schéma d'inflation

Le retour vers 2% est en bonne voie, mais continuera de nécessiter de la prudence

Zone euro : projection d'inflation et contributions (glissement annuel, %)



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

L'inflation poursuivra son ralentissement progressif avec un passage en dessous de 2% pour la partie sous-jacente qui devrait inciter la BCE à adopter jusqu'en 2027 une politique accommodante pour s'assurer qu'elle ne ralentisse pas plus

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Zone euro : notre scénario d'inflation

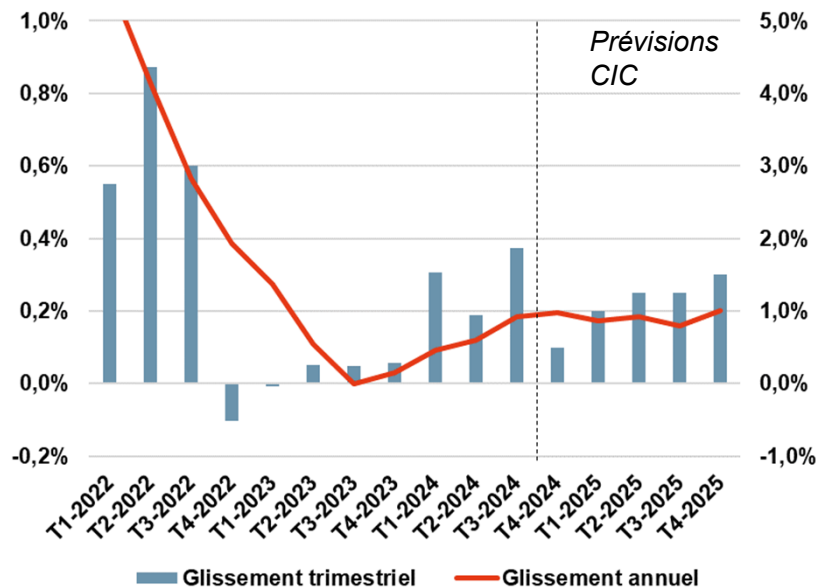
	2023	2024e	2025e	2026e
Taux d'inflation	5,5%	2,4%	1,8%	2,1%
BCE	5,4%	2,4%	2,1%	1,9%
Taux d'inflation sous-jacente	5,0%	2,8%	1,8%	1,9%
BCE	4,9%	2,9%	2,3%	1,9%

- La différence entre notre scénario et celui de la BCE mis à jour en décembre tient à nos trajectoires de croissance et de chômage un cran moins favorables (regain d'incertitude pour l'activité en Europe avec la victoire de D. Trump), ce qui engendre des salaires et une inflation sous-jacente moins vigoureux

Zone euro : activité et perspectives

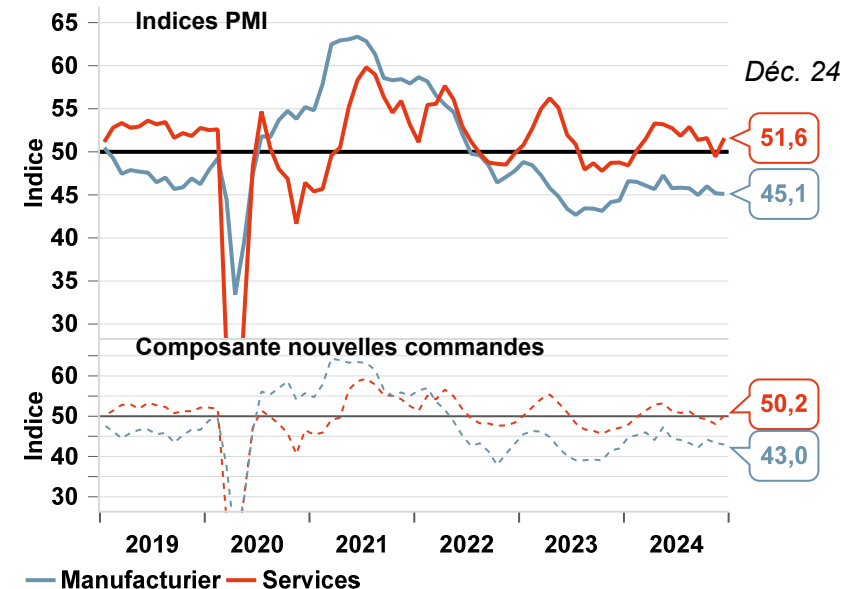
Un rebond bienvenu mais qui va se heurter aux incertitudes de 2025

Zone euro : évolution du PIB et projections



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

Zone euro : indices d'activité PMI et composantes



- Après un troisième trimestre mieux orienté, les perspectives économiques européennes se sont sensiblement dégradées en fin d'année en raison d'une industrie toujours affaiblie et des difficultés domestiques en France et en Allemagne
- En 2025, les incertitudes qui entourent la future politique commerciale de Donald Trump pèseront sur l'activité européenne. Si l'impact négatif direct de nouveaux droits de douane sur la croissance peut rester modéré, l'économie européenne pourrait être davantage affectée par le canal de la confiance

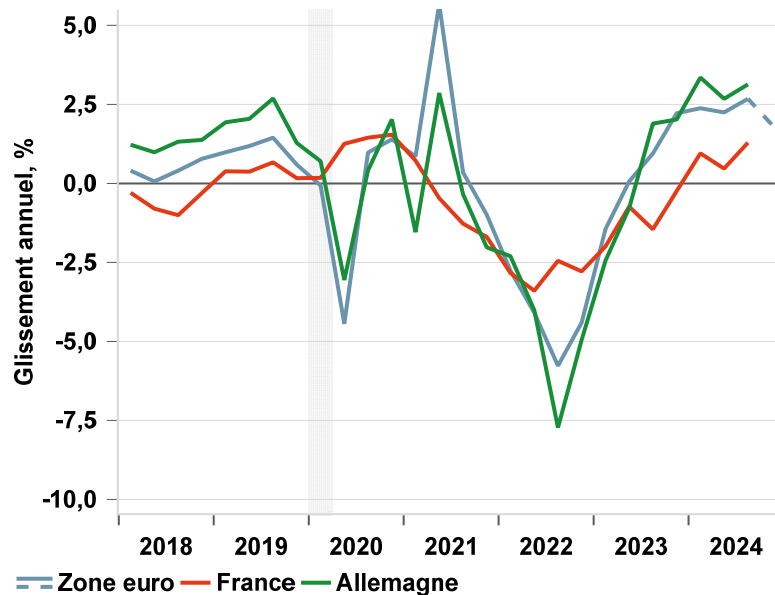
Le rebond économique a eu lieu mais va devoir affronter des vents contraires en 2025 : incertitudes commerciales et politiques vs augmentation du pouvoir d'achat des ménages et recul des taux

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Zone euro : pouvoir d'achat des ménages

La croissance européenne s'appuiera sur la demande

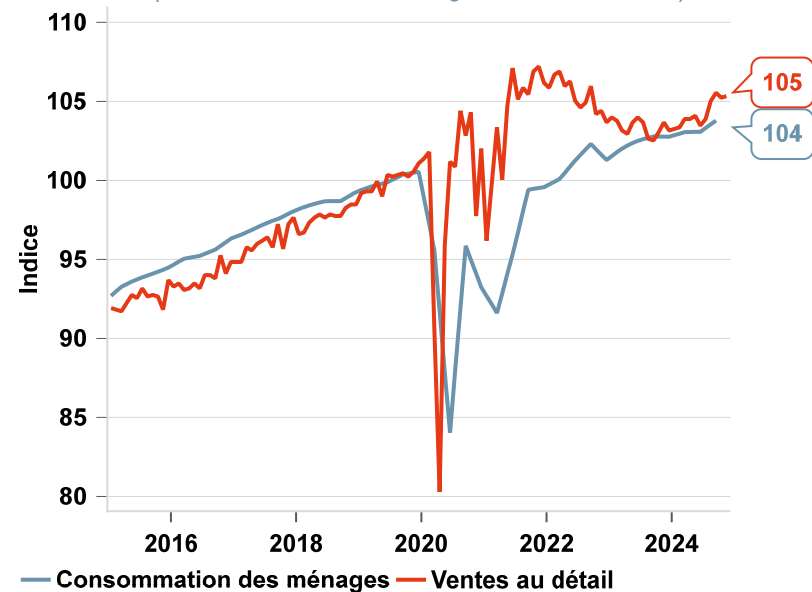
Zone euro : salaires réels* (glissement annuel, %)



Salaires réels : évolution des salaires (+4,7% en 2024) corrigée de l'inflation (+2,4%)

Source : Macrobond, CIC Market Solutions

Zone euro : consommation des ménages et ventes au détail en volume
(indice base 100 = 2019, glissement mensuel)



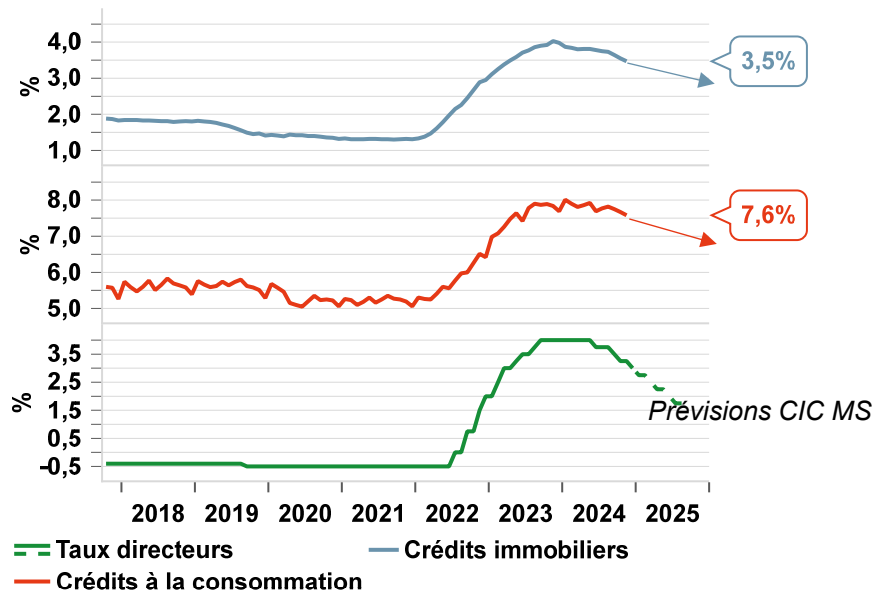
- Le retour de la croissance des salaires réels en territoire positif continuera d'apporter un soutien à la consommation au fil des prochains trimestres
- D'abord concentré dans les services, le rebond de la demande semble enfin évoluer vers les biens

Le redressement du pouvoir d'achat limitera une détérioration additionnelle de la confiance des ménages, déjà affectée par le climat d'incertitude, et permettra à la consommation d'être le principal moteur de la croissance européenne cette année

Zone euro : conditions bancaires et crédits

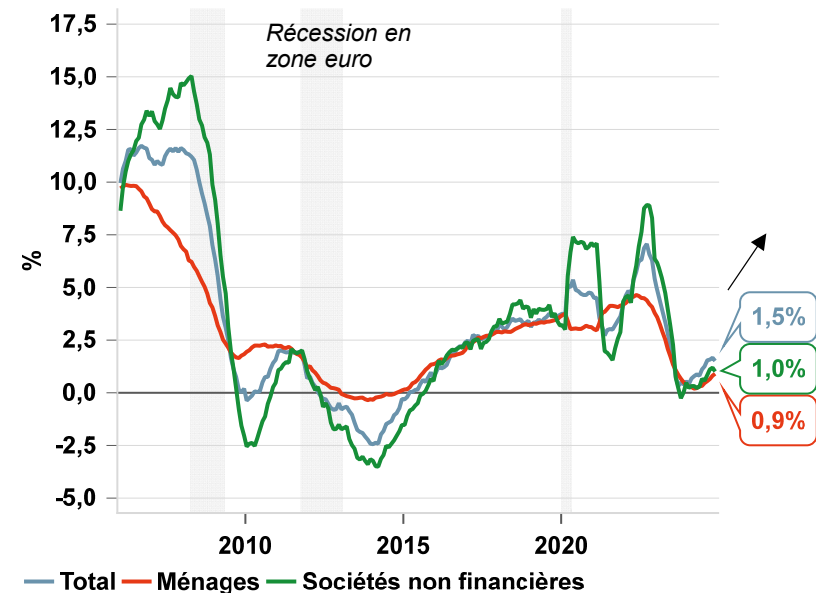
L'assouplissement monétaire commence à se transmettre

Zone euro : taux directeurs et taux d'intérêt moyen sur les nouveaux crédits (%)



Sources : Macrobond, CIC Market Solutions

Zone euro : évolution de l'encours des crédits bancaires



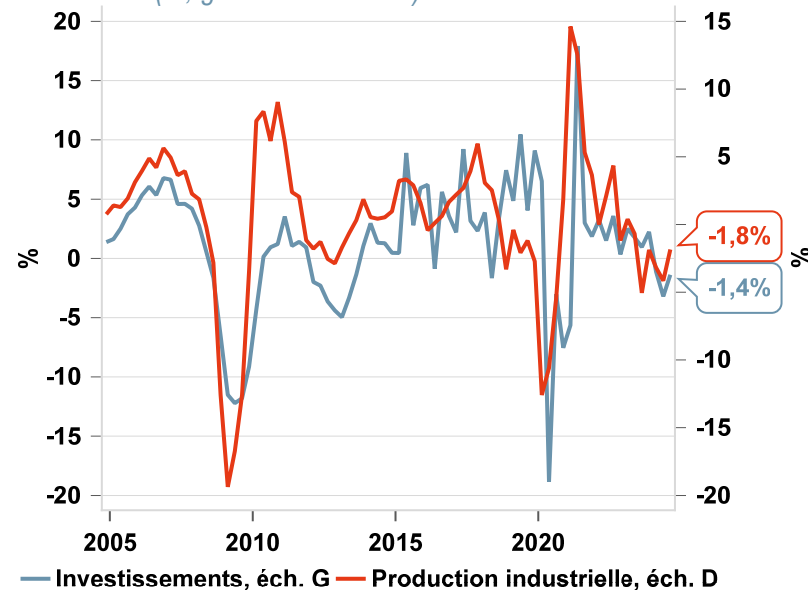
- L'assouplissement de la politique monétaire se répercute progressivement sur le marché du crédit, à l'image de début d'inflexion sur les taux d'intérêt et le rebond amorcé de la demande

A mesure que la BCE poursuivra son assouplissement monétaire, la détente des conditions de financement permettra à la dynamique du crédit de repartir de l'avant et de devenir un nouveau relais de croissance

Zone euro : investissement

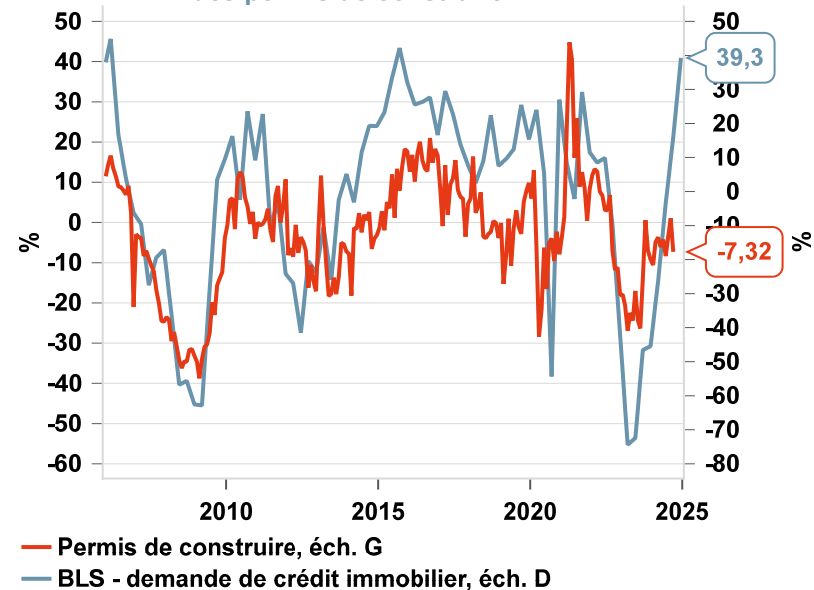
L'industrie reste fragilisée alors que l'immobilier voit le bout du tunnel

Zone euro : investissements et production industrielle
(%, glissement annuel)



Sources : Macrobond, CIC Market Solutions

Zone euro : évolution de la demande de crédit immobilier et des permis de construire



- La faiblesse de l'industrie reste le principal frein à la croissance européenne, le secteur étant toujours fortement pénalisé par des investissements en berne et à un déficit de demande
- La dynamique dans le marché immobilier est plus favorable et l'investissement dans ce secteur profitera de l'assouplissement des conditions de financement

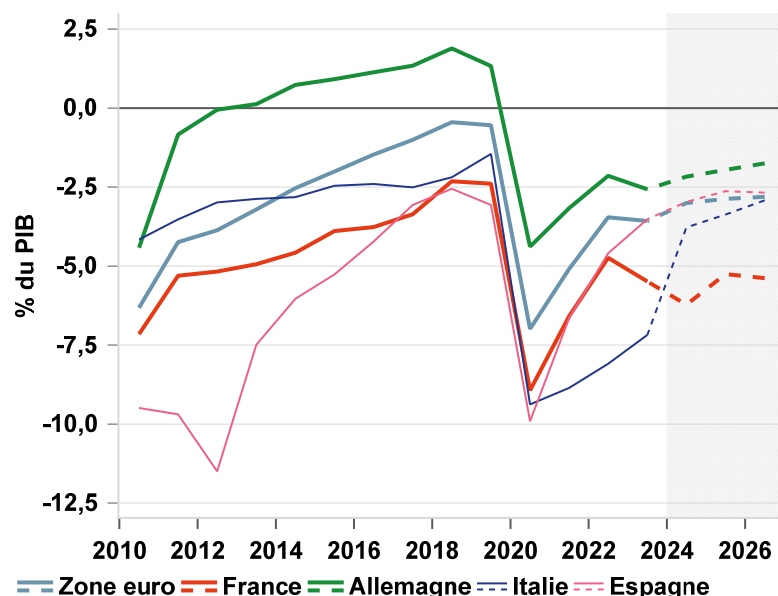
L'industrie européenne sera confrontée à de nouveaux vents contraires en cas de guerre commerciale mais l'assouplissement monétaire de la BCE offrira un nouveau souffle au secteur de l'immobilier

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Politique budgétaire européenne

Des forces contradictoires au niveau national et au niveau européen

Zone euro : déficit budgétaire (% du PIB)



Source : Commission européenne, CIC Market Solutions

Zone euro : impact politique budgétaire (prévisions décembre 2024)

	2023	2024	2025	2026
Orientation budgétaire ⁽¹⁾	-0,2	0,9	0,1	0,1
Solde budgétaire des administrations publiques	-3,6	-3,2	-3,1	-3,0
Solde budgétaire structurel ⁽²⁾	-3,8	-3,1	-3,0	-3,0
Dettes brutes des administrations publiques	87,4	87,8	88,3	88,7

- 1) L'orientation des politiques budgétaires est mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite du soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Les chiffres indiqués sont également ajustés pour tenir compte des subventions attendues au titre du programme « Next Generation EU » (NGEU) du côté des recettes. Un chiffre négatif (positif) implique un assouplissement (durcissement) de l'orientation budgétaire.
- 2) Calculé comme le solde budgétaire, net des effets transitoires du cycle économique et des mesures considérées comme temporaires selon la définition du Système européen de banques centrales.

- Après des années de déficit budgétaire élevé, les Etats européens s'attaquent au rééquilibrage des finances publiques à un rythme plus ou moins rapide en fonction des situations
- A l'échelle de la zone euro, les politiques nationales restrictives seront en grande partie compensées par le déploiement du plan *Next GenerationEU*

La politique budgétaire restera légèrement restrictive, ce qui pèsera sur la croissance, mais donnera des marges à la BCE pour baisser ses taux directeurs

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Croissance économique en zone euro

Prévisions par pays

Zone euro : scénario de croissance (en glissement annuel, %)

		2022		2023		2024		2025		2026	
	Poids	Var°	Contrib°	Var°	Contrib°	Var°	Contrib°	Var°	Contrib°	Var°	Contrib°
PIB		3,6%		0,5%		0,7%		0,8%		1,1%	
dont :											
Allemagne	29%	1,4%	0,4%	-0,1%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,4%	0,1%	1,1%	0,3%
France	20%	2,6%	0,5%	1,1%	0,2%	1,1%	0,2%	0,5%	0,1%	0,9%	0,2%
Italie	15%	4,1%	0,6%	1,0%	0,1%	0,7%	0,1%	0,5%	0,1%	0,9%	0,1%
Espagne	10%	6,2%	0,6%	2,7%	0,3%	3,0%	0,3%	2,2%	0,2%	1,8%	0,2%
Belgique	4%	4,2%	0,2%	1,3%	0,1%	1,0%	0,0%	1,0%	0,0%	1,1%	0,0%

Source : CIC Market Solutions



**Facteurs clés
2024 - 2025**



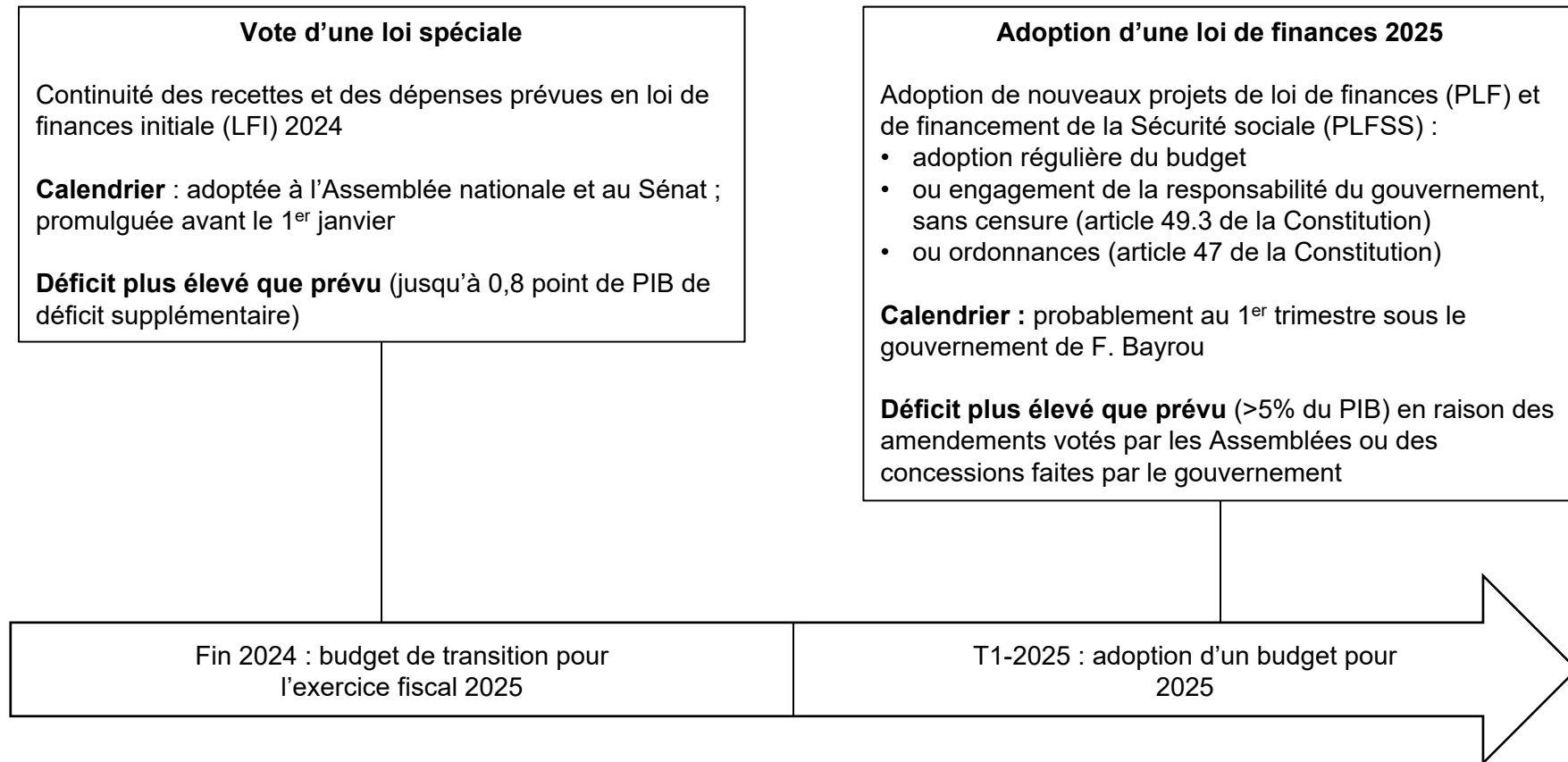
Consommation	- Hausse des salaires réels - Taux d'épargne déjà élevé - Résilience du marché du travail	Retrait du soutien budgétaire
Investissement	- Plans de relance - Amélioration des chaînes d'approvisionnement - Baisse des stocks	- Coût de l'énergie toujours élevé - Incertitudes politiques, commerciales et financières - Faillites d'entreprises
Commerce extérieur	- Faiblesse de l'euro - Tourisme	- Affaiblissement de la demande mondiale - Tensions commerciales et barrières douanières

France et Allemagne

Un plongeon dans l'inconnu politique

France : budget

Un nouveau calendrier budgétaire

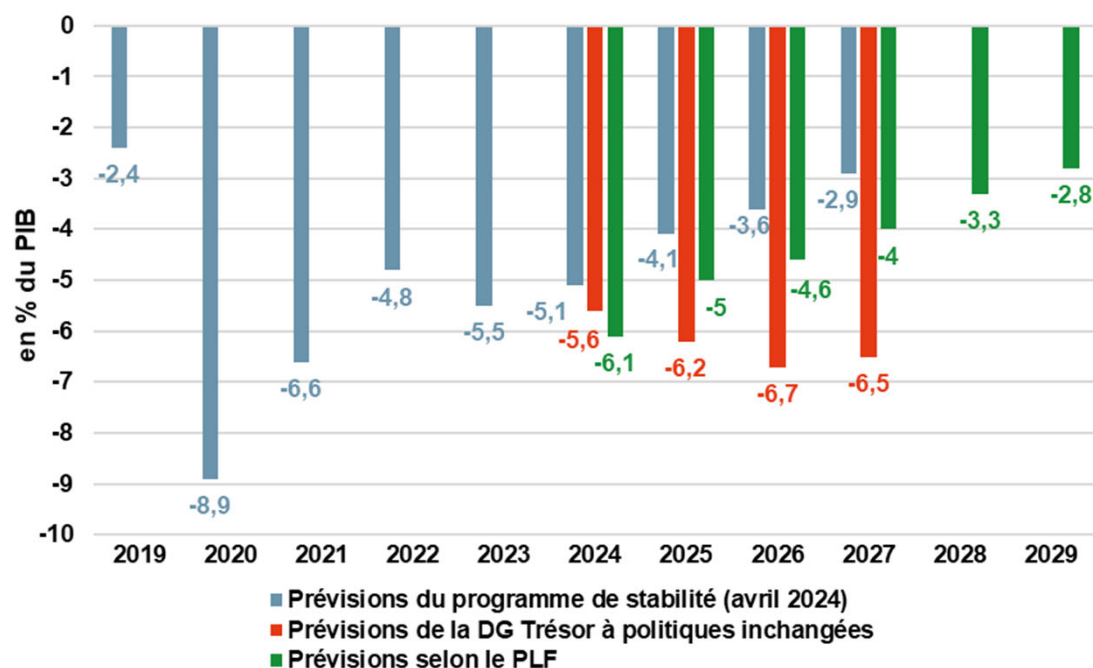


Le budget de l'Etat et de la Sécurité sociale de 2024 a été reconduit en 2025 par une loi spéciale budgétaire

France : finances publiques

Des marges de manœuvre déjà fortement réduites

France : trajectoire de déficit public (en % du PIB)



Sources : Macrobond, CIC Market Solutions

- Les finances publiques sont déjà fortement dégradées en France avec un déficit qui devrait atteindre 6,1% du PIB en 2024 selon les dernières estimations (vs 4,4% initialement)
 - Face à cette situation, la Commission européenne a placé la France dans la liste des Etats qui n'ont pas respecté les règles budgétaires communautaires et qui risquent des sanctions dans le cadre de la procédure pour déficit excessif
- En l'absence de vote d'un nouveau budget, celui de 2024 pourrait être reconduit, ce qui porterait le déficit public autour de 5,2%-5,5% du PIB à hypothèse de croissance inchangée

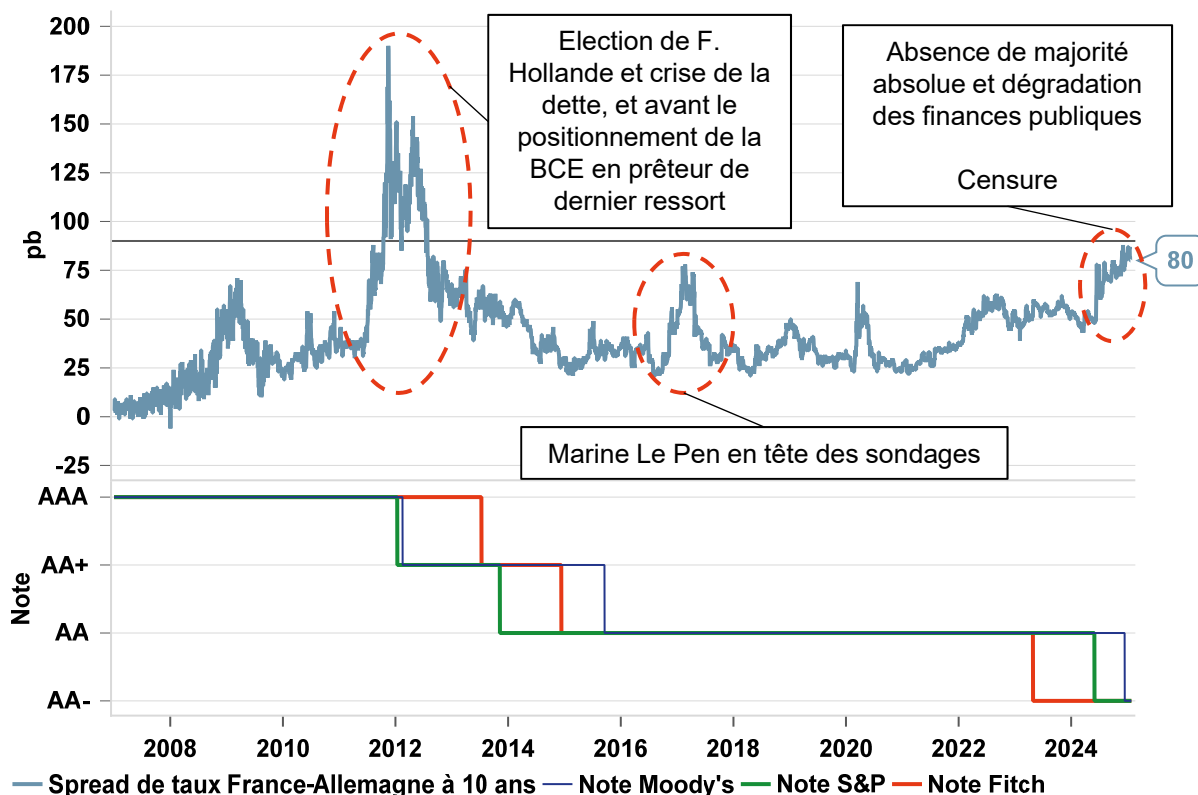
La visibilité s'est encore assombrie. Pour pouvoir voter un budget, le gouvernement Bayrou devra faire des concessions qui limiteront la réduction du déficit budgétaire, ce qui entretiendra les pressions haussières sur les taux

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Taux souverains français

Vers une dégradation durable des conditions de financement

France : spread entre les taux 10 ans français et allemand et notations souveraines



Sources : Macrobond, CIC Market Solutions

Les incertitudes politiques et le retard pris dans la réduction du déficit public dégraderont durablement les conditions de financement de la France. L'écart de taux à 10 ans avec l'Allemagne risque d'évoluer aux alentours de 90 pb dorénavant

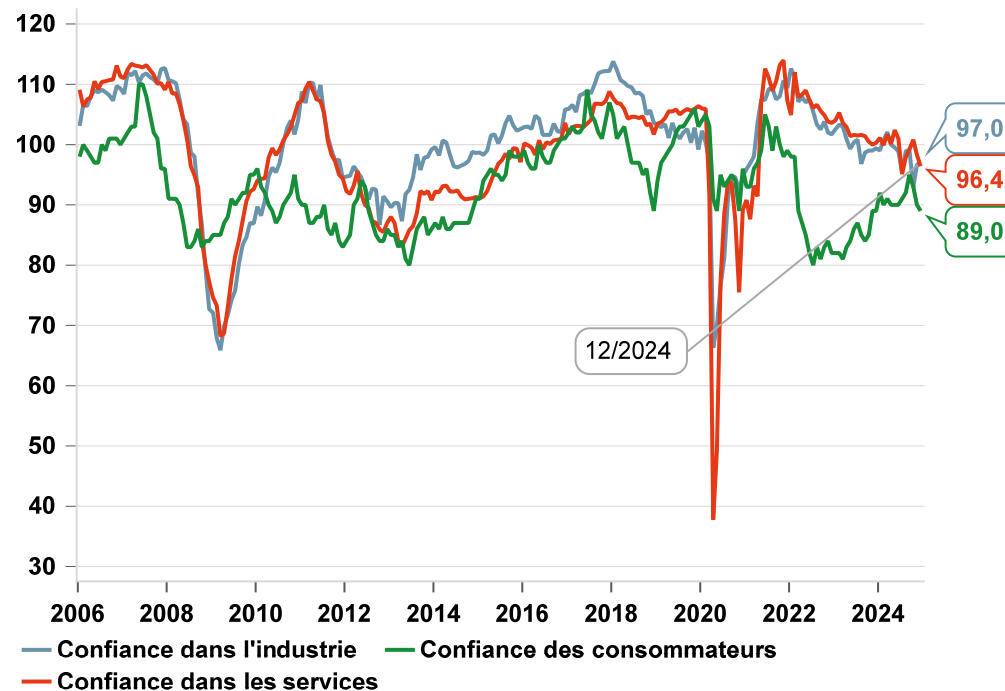
Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

- La fragmentation politique contribuera à l'affaiblissement des finances publiques du pays au cours des prochaines années, et empêchera le gouvernement de F. Bayrou de mener une consolidation budgétaire suffisante pour réduire substantiellement le déficit
- Dès lors, si le *spread* OAT-Bund à 10 ans a pu connaître un répit depuis la censure, un écartement du *spread* vers 90 pb sanctionnant le déséquilibre durable des finances publiques françaises est selon nous probable

Indicateurs d'activité en France

Une confiance abimée par les incertitudes politiques

France : indices de confiance de l'Insee



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

- La croissance a marqué le pas au 1^{er} semestre en raison d'une demande domestique atone freinée par la perte de pouvoir d'achat passée des ménages et par la hausse des taux sur les investissements
- Au 3^{ème} trimestre, la croissance aura profité de l'effet Jeux Olympiques, avant un contrecoup sur la fin de l'année
- Pour la suite, le rebond économique sera soutenu par le rebond des salaires réels et l'assouplissement monétaire mais ralenti par la politique budgétaire et la guerre commerciale

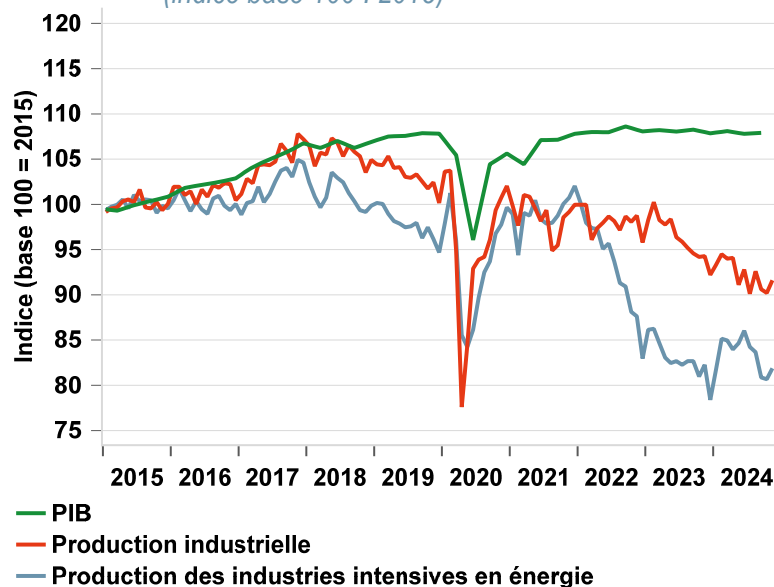
Les incertitudes politiques dégraderont les perspectives économiques dans un contexte où le pays est contraint de rééquilibrer ses finances publiques

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Allemagne : croissance

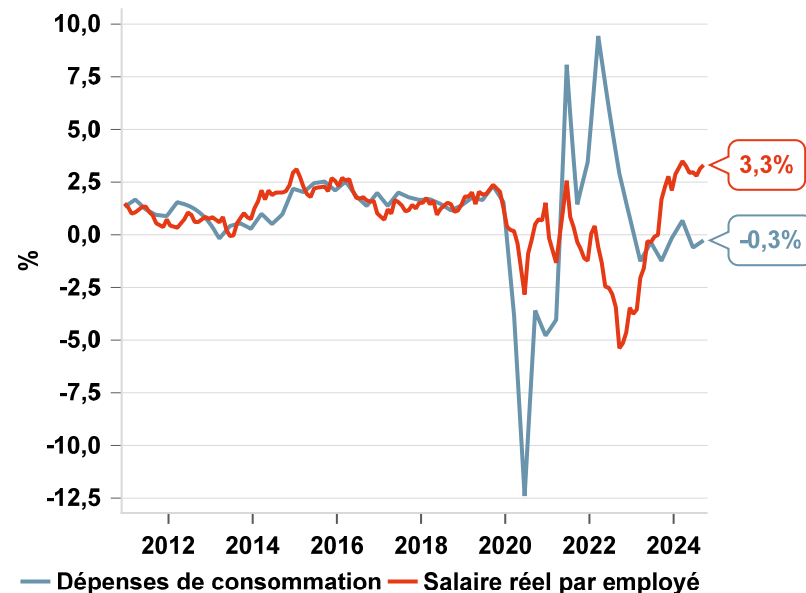
L'économie allemande a un genou à terre

Allemagne : PIB et production industrielle
(indice base 100 : 2015)



Sources : Macrobond, CIC Market Solutions

Allemagne : consommation et revenu des ménages



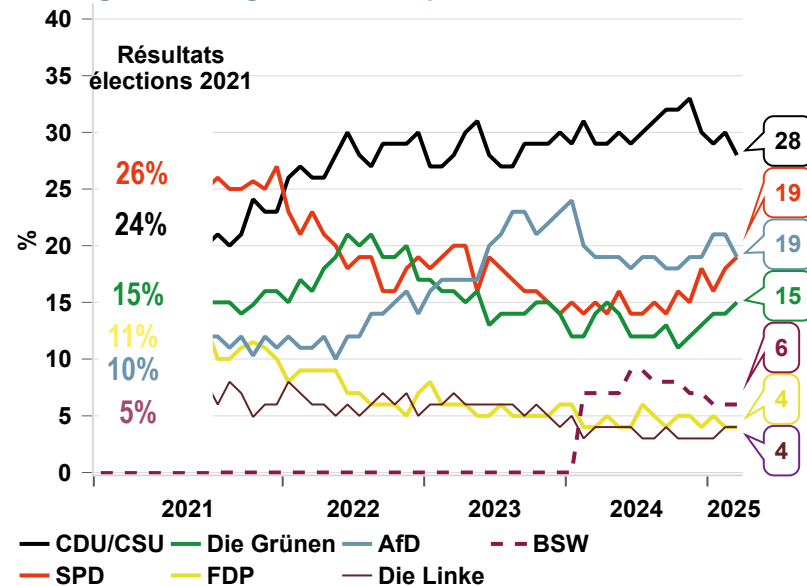
- Suite aux différents chocs (crise énergétique, affaiblissement de la demande chinoise et mondiale, transition écologique), l'industrie allemande a été davantage pénalisée et est particulièrement exposée au risque de guerre commerciale
- Pour les ménages, le choc inflationniste a été compensé par des hausses de salaires conséquentes qui porteront la consommation au cours des prochains trimestres

L'économie allemande a marqué le pas mais elle devrait pouvoir éviter une récession grâce au consommateur en attendant une réponse politique à la crise industrielle

Allemagne : élections de février

Des incertitudes politiques et budgétaires

Allemagne : sondages en vue de prochaines élections fédérales



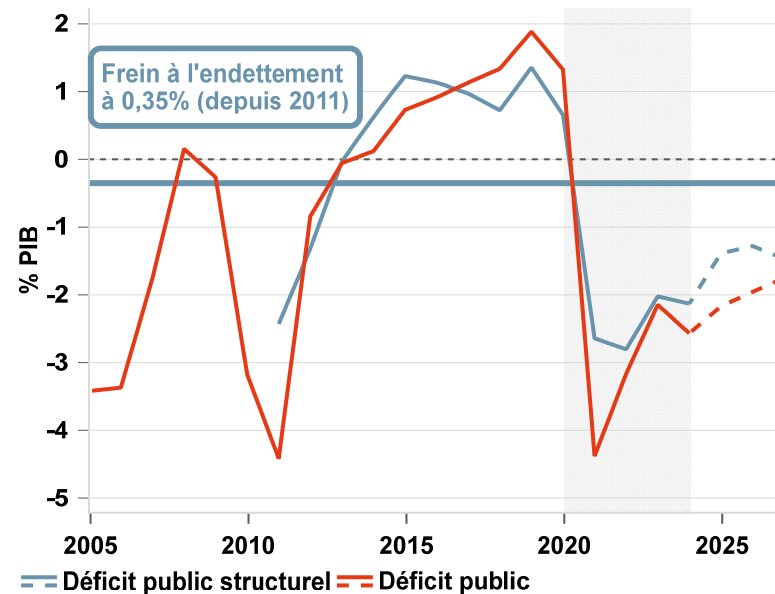
Source : Macrobond, CIC Market Solutions

- Des élections législatives anticipées se tiendront le 23 février prochain. L'adoption formelle d'un budget fédéral pour 2025 attendra la formation d'un nouveau gouvernement
- Bien que la CDU/CSU soit en tête dans les sondages, l'alliance de F. Merz devrait probablement former une coalition, ce qui pourrait s'avérer difficile compte tenu des divergences politiques notamment en matière de relance budgétaire. La question de la levée partielle du « frein à l'endettement » est incertaine, après des positions contradictoires de ce responsable politique

Les taux allemands intègrent probablement déjà davantage de dépenses publiques, un cran trop selon nous. Si ces dernières améliorent la trajectoire de la dette (davantage de croissance + réduction des ratios d'endettement), l'impact sur les taux serait probablement baissier

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Allemagne : solde budgétaire (% du PIB)



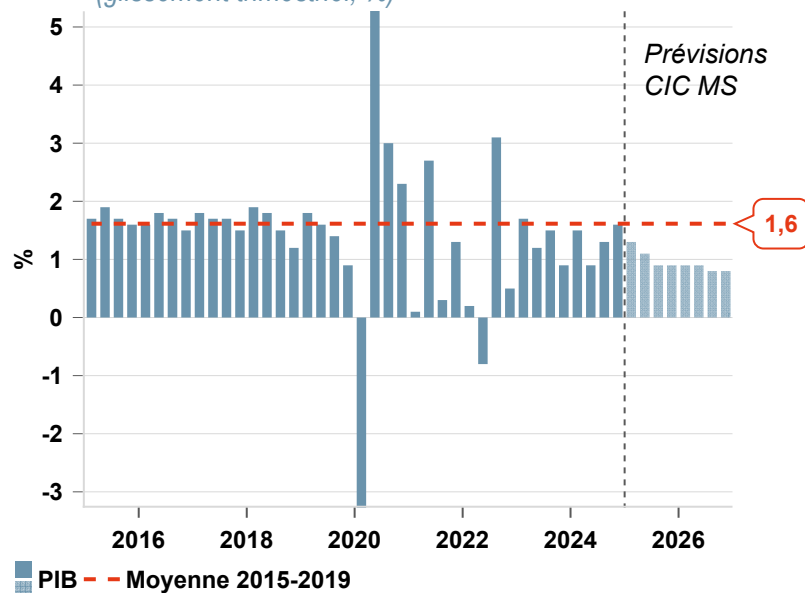
Pays émergents

La Chine peine repartir de l'avant

Chine : scénario de croissance

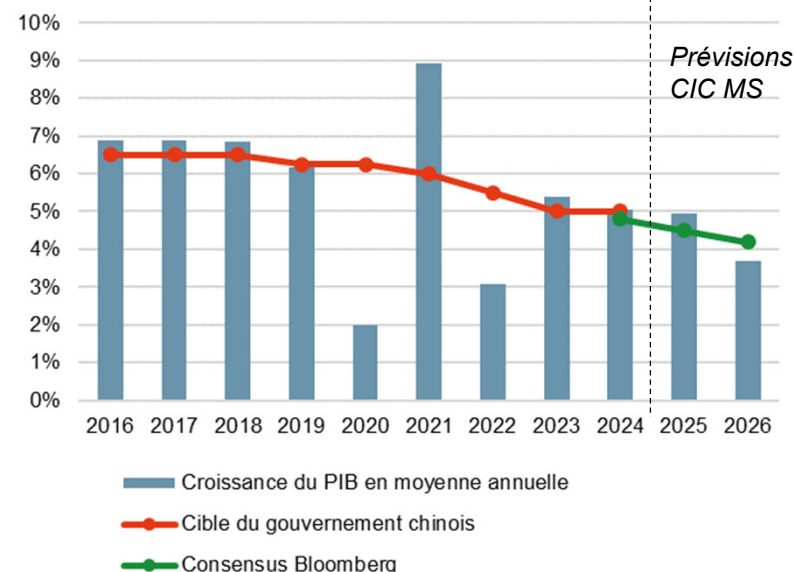
Un rebond à court terme, mais une croissance potentielle durablement en déclin

Chine : croissance du PIB et prévisions de croissance
(glissement trimestriel, %)



Sources : Macrobond, CIC Market Solutions

Chine : croissance annuelle du PIB et prévisions de croissance
(moyenne annuelle, %)



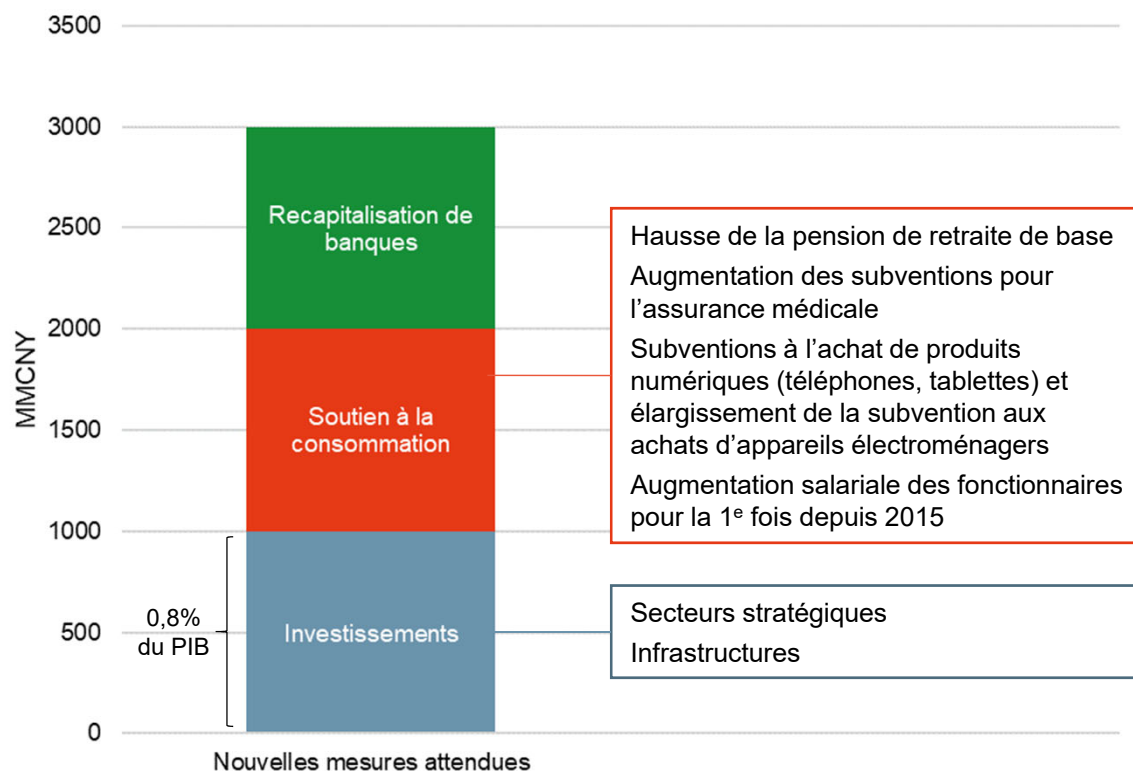
- L'Etat a multiplié les annonces pour accroître la relance budgétaire et monétaire face à une situation économique qui a continué de se dégrader au cours de l'été
- Si ces mesures permettront à la croissance chinoise de rebondir au cours des trimestres à venir, elle devrait se stabiliser sur un niveau bien inférieur à celui qui prévalait par le passé, d'autant que l'arrivée au pouvoir de D. Trump freinera le commerce extérieur

Les fragilités structurelles continueront de peser sur la dynamique de croissance chinoise, laquelle sera plus limitée que par le passé

Chine : politique budgétaire

Enfin des mesures de soutien à la consommation

Chine : potentielles émissions d'obligations souveraines (Etat) spéciales de long terme*



* Dette souveraine comptabilisée hors budget destinée traditionnellement au financement d'infrastructures

Sources : CIC Market Solutions, Reuters

Le gouvernement entend mener une politique budgétaire « plus proactive », mais sans pour autant accepter de prendre des mesures économiques trop improductives, ce qui limite l'impact

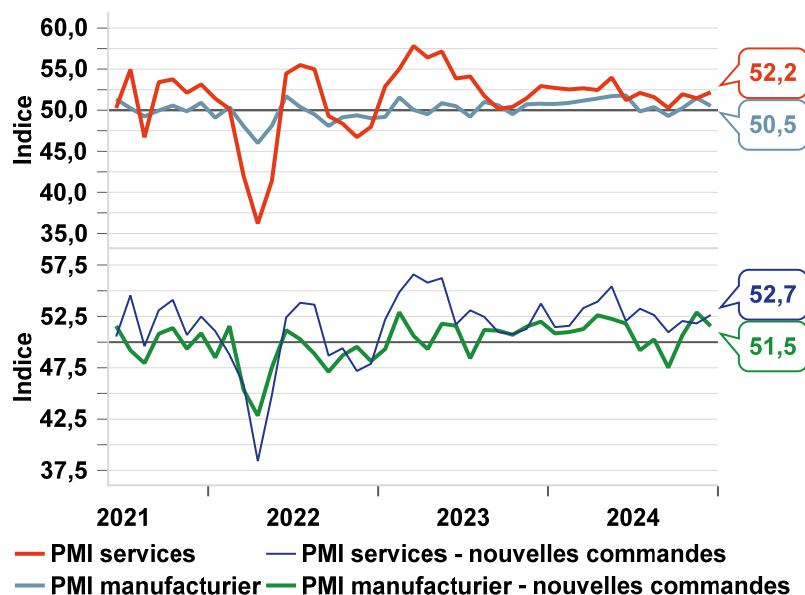
Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

- Le gouvernement a annoncé en fin d'année des mesures de soutien direct de la consommation, en renforçant notamment le système de sécurité sociale et les aides aux ménages
- Ces aides, dont le montant pourrait atteindre 1000 MMCNY (140 MM\$) selon des informations de presse, soutiendront la demande domestique dans un contexte où la demande mondiale risque d'être freinée par le renouvellement des tensions commerciales
- La cible de déficit budgétaire devrait être relevée (de 3 à 4% du PIB) en 2025

Chine : une relance modeste

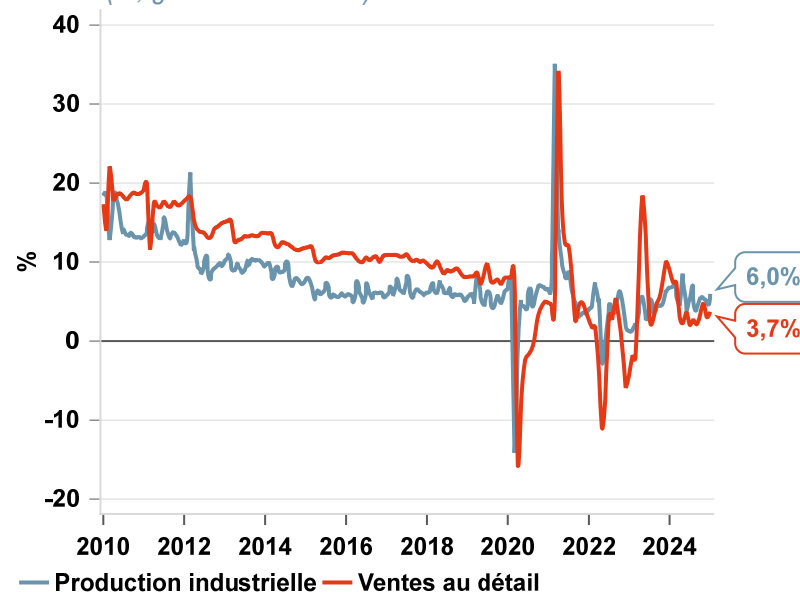
La reprise de l'activité est en cours mais sans excès

Chine : indices PMI Caixin



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

Chine : ventes au détail et production industrielle
(%, glissement annuel)



- Pour l'heure, la faiblesse de l'activité reste marquée, mais de premiers signes d'amélioration sont visibles à la faveur des mesures de soutien prises par Pékin
- L'économie chinoise reste encore en proie à la déflation, symptôme d'une demande interne trop faible, ce qui laisse encore des marges de manœuvre à la banque centrale pour poursuivre une politique expansionniste

La multiplication des mesures de soutien actuelles permettra d'éviter une dégradation brutale de l'activité, mais nous n'anticipons pas un rebond puissant et durable

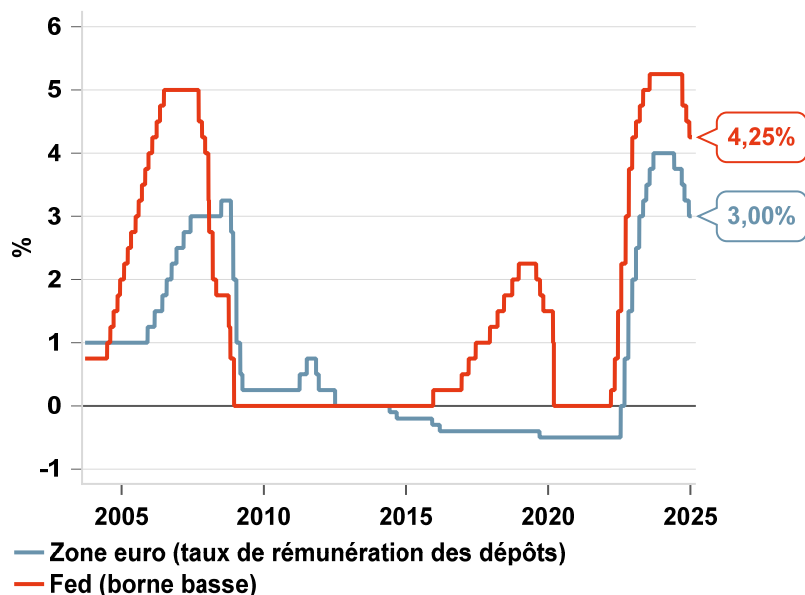
Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Impact sur les différentes classes d'actifs ces prochains mois

Schéma de sortie des banques centrales

La baisse des taux directeurs peut se poursuivre

Fed et BCE : taux directeurs

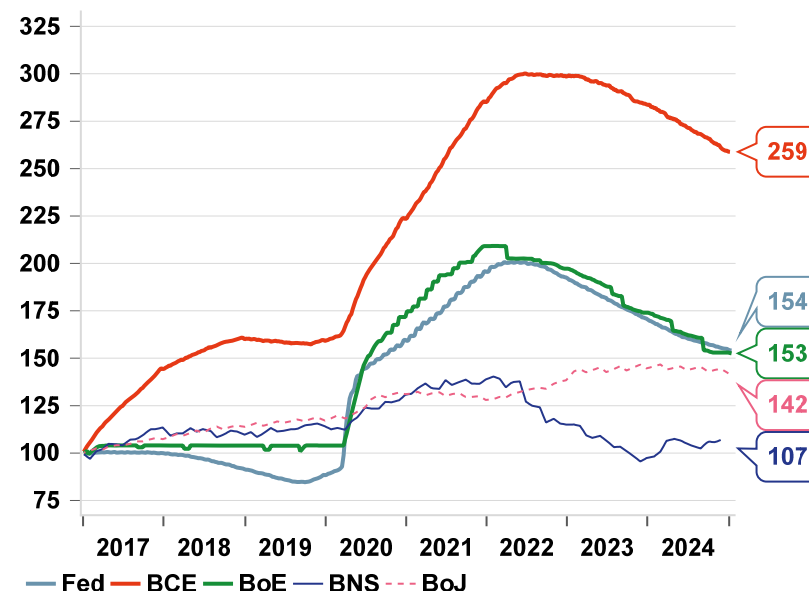


Source : Macrobond, CIC Market Solutions

- Débordées par l'inflation, les banques centrales sont revenues rapidement vers une politique monétaire restrictive (qui freine la demande, la croissance et donc l'inflation)
- Après une longue pause, le ralentissement de l'inflation est dorénavant suffisant et la phase de baisse des taux directeurs peut se poursuivre

La BCE poursuivra la baisse des taux directeurs en 2025 afin d'adopter une politique monétaire légèrement accommodante. La Fed devra composer avec des politiques plus inflationnistes aux Etats-Unis, ce qui réduira ses marges de manoeuvre

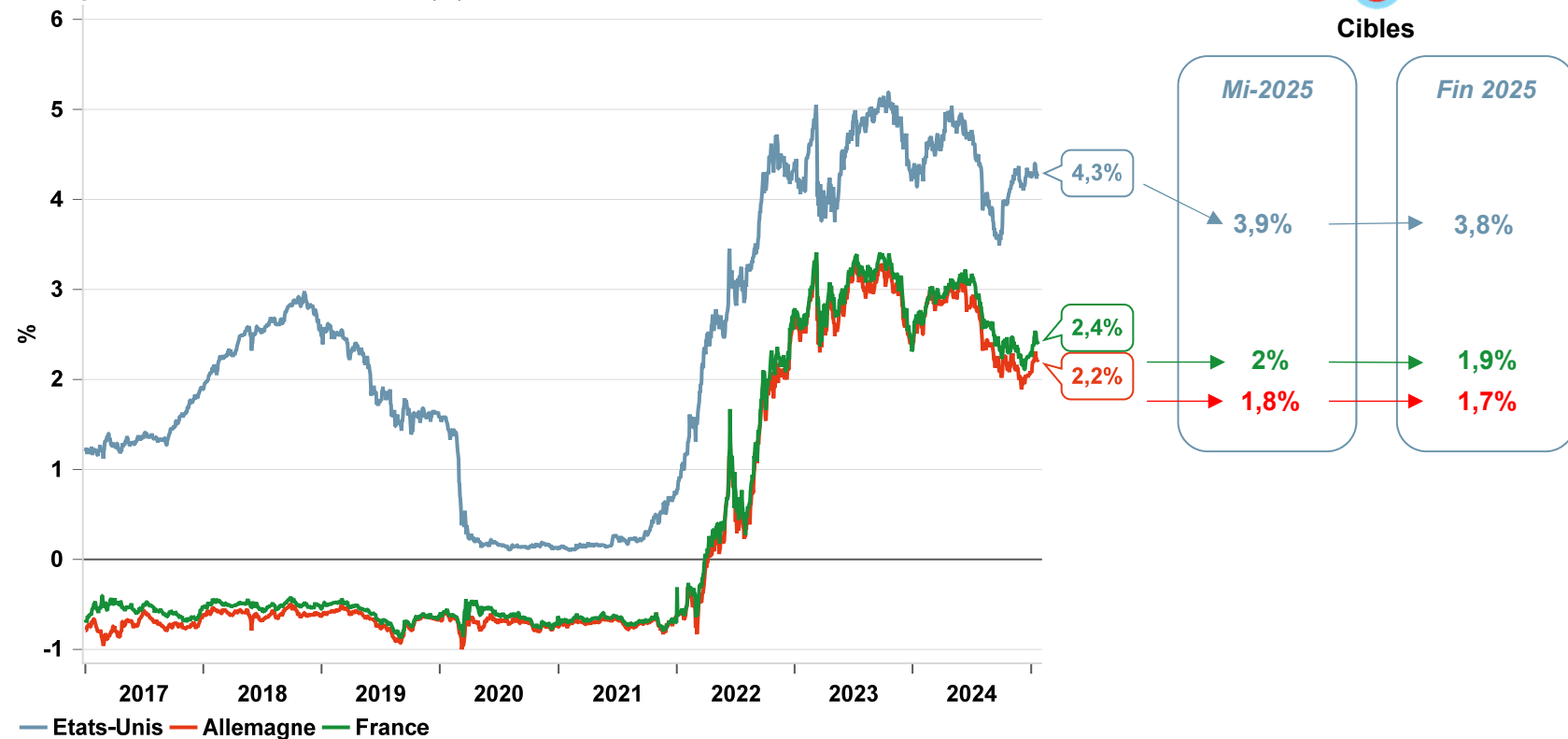
Détention d'actifs des principales banques centrales (BCE, Fed, BoE et BoJ) rebasés à 100 au 1er janvier 2017



Taux souverains à 2 ans

Un potentiel de baisse retrouvé

Principaux taux souverains à 2 ans (%)



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

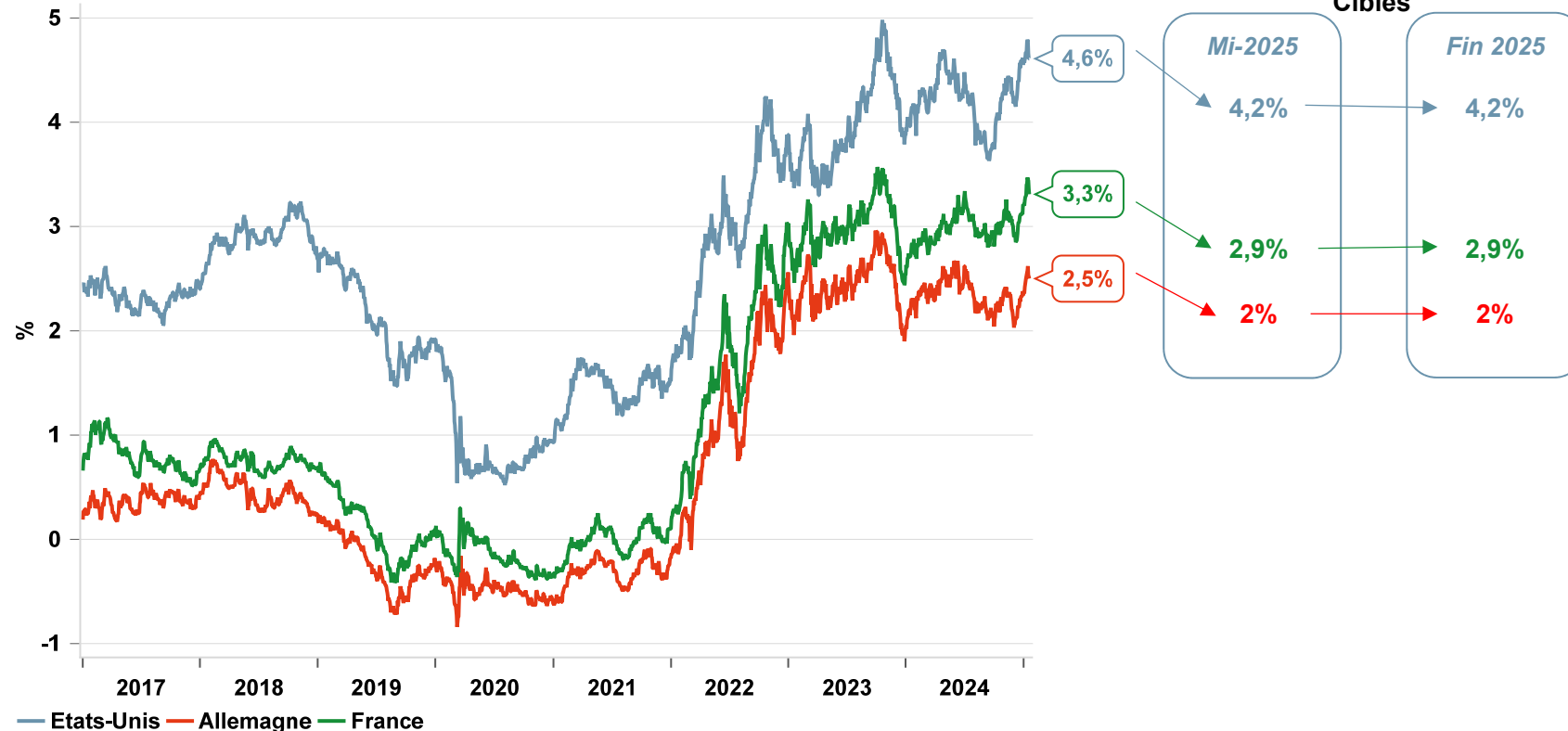
Du potentiel de baisse aux Etats-Unis, car la Fed va poursuivre les baisses de taux directeurs sauf si D. Trump applique l'intégralité de son programme de manière rapide, ce qui entraînerait un net rebond de l'inflation. En zone euro, le potentiel de baisse est désormais identique, et se matérialisera avec la confirmation que l'inflation s'oriente vers la cible de 2%

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Taux souverains à 10 ans

De nouveau du potentiel de baisse

Principaux taux souverains à 10 ans (%)



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

Aux niveaux actuels, le niveau de rémunération redevient attractif aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe. Il y a toutefois moins de risque de connaître un emballement des taux souverains en zone euro qu'aux Etats-Unis alors que ces derniers sont davantage liés aux incertitudes autour de la mise en œuvre du programme économique de Donald Trump

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Taux souverains

Notre scénario

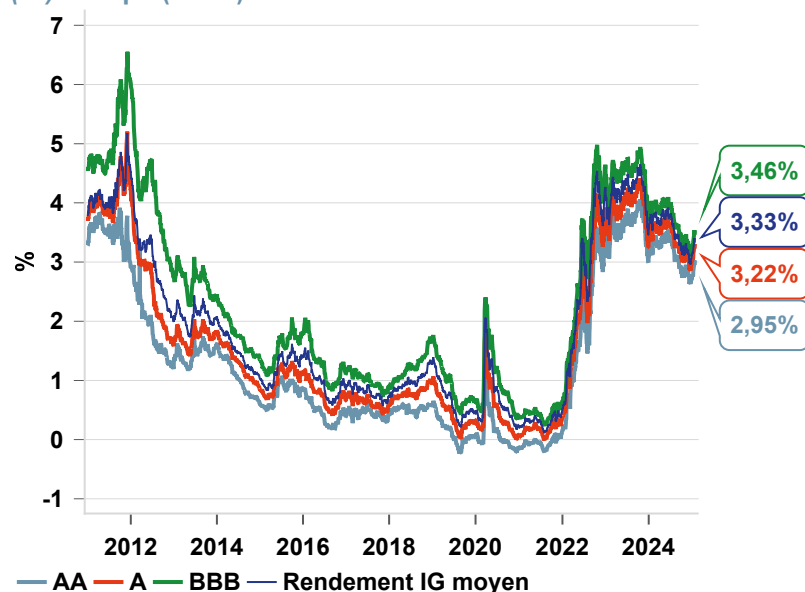
Taux d'intérêt	Dec-23	Dec-24	Mar-25e	Jun-25e	Sep-25e	Dec-25e
Taux directeurs						
BCE - taux de refi	4,50%	3,15%	2,65%	2,15%	1,90%	1,90%
BCE - taux de dépôts	4,00%	3,00%	2,50%	2,00%	1,75%	1,75%
BOE	5,25%	4,75%	4,50%	4,25%	4,00%	3,75%
BNS	1,75%	0,50%	0,25%	0,00%	0,00%	0,00%
Fed - bome basse	5,25%	4,25%	4,00%	3,75%	3,75%	3,75%
Fed - bome haute	5,50%	4,50%	4,25%	4,00%	4,00%	4,00%
BoJ	-0,10%	0,25%	0,50%	0,50%	0,75%	0,75%
Taux courts						
€ster	3,88%	2,91%	2,40%	1,90%	1,65%	1,65%
Euribor 3 mois	3,91%	2,71%	2,40%	1,95%	1,85%	1,85%
Taux souverains à 2 ans						
Allemagne	2,38%	2,08%	1,90%	1,80%	1,70%	1,70%
France	2,33%	2,30%	2,10%	2,00%	1,90%	1,90%
Royaume-Uni	3,98%	4,37%	4,20%	4,00%	3,80%	3,60%
Suisse	1,10%	-0,01%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
Etats-Unis	4,23%	4,25%	4,00%	3,90%	3,80%	3,80%
Japon	0,04%	0,61%	0,60%	0,70%	0,80%	0,80%
Taux souverains à 10 ans						
Allemagne	2,02%	2,36%	2,10%	2,00%	2,00%	2,00%
France	2,54%	3,21%	3,00%	2,90%	2,90%	2,90%
Royaume-Uni	3,60%	4,55%	4,20%	4,00%	3,90%	3,80%
Suisse	0,66%	0,32%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%
Etats-Unis	3,88%	4,58%	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%
Japon	0,62%	1,12%	1,10%	1,20%	1,30%	1,40%

Source : CIC Market Solutions

Obligations corporate Europe

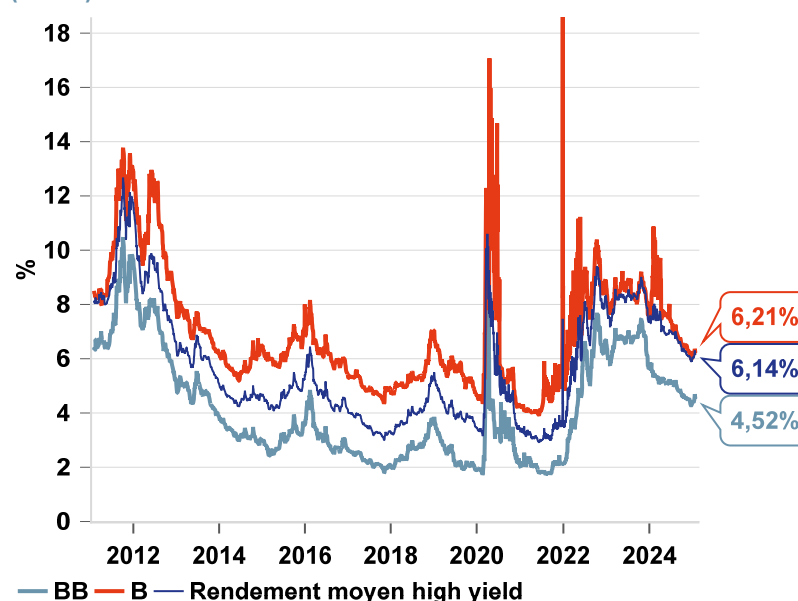
Des rendements plus attractifs pour le *High Yield* que l'*Investment Grade*

Évolution des taux/rendements* corporate *Investment grade* (IG) Europe (5 ans)



Source : Bloomberg, Macrobond, CIC Market Solutions

Evolution des taux/rendements* corporate *High Yield (HY)* Europe (4 ans)



* Rendement au pire (le moins favorable pour l'investisseur entre rendement à échéance et rendement au remboursement par anticipation)

- La combinaison de la baisse des taux souverains et du resserrement des *spreads* a permis un recul des taux/rendements depuis 2023. La sensibilité à la variation des taux souverains est importante, en témoigne la remontée récente
- Le rebond de croissance en zone euro permettra aux rendements de rester sur des niveaux attractifs pour l'investisseur, mais ceci correspond à des taux plus élevés que par le passé pour les entreprises

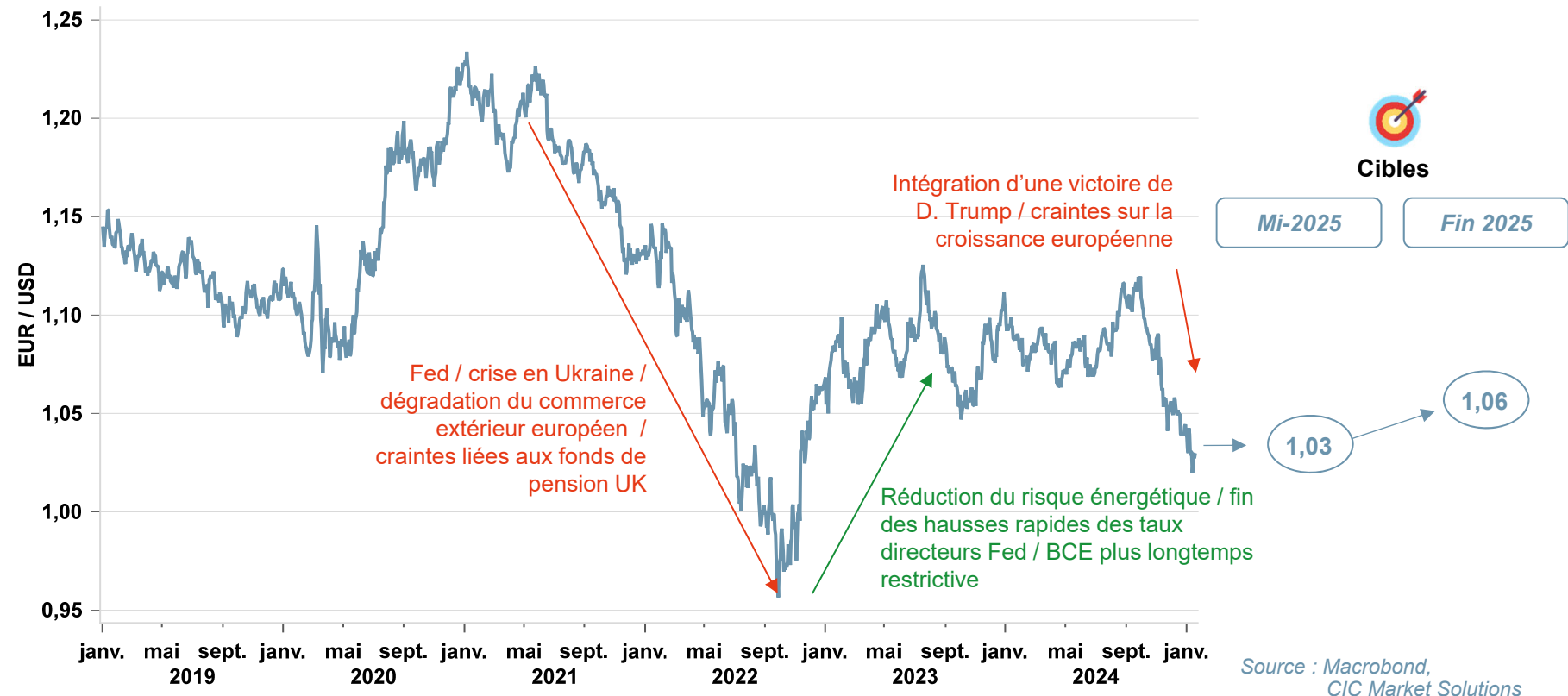
Des taux/rendements qui resteront à des niveaux plus élevés que par le passé

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Taux de change euro/dollar

Un début d'année difficile pour l'euro

Dollar : évolution du taux de change EUR / USD

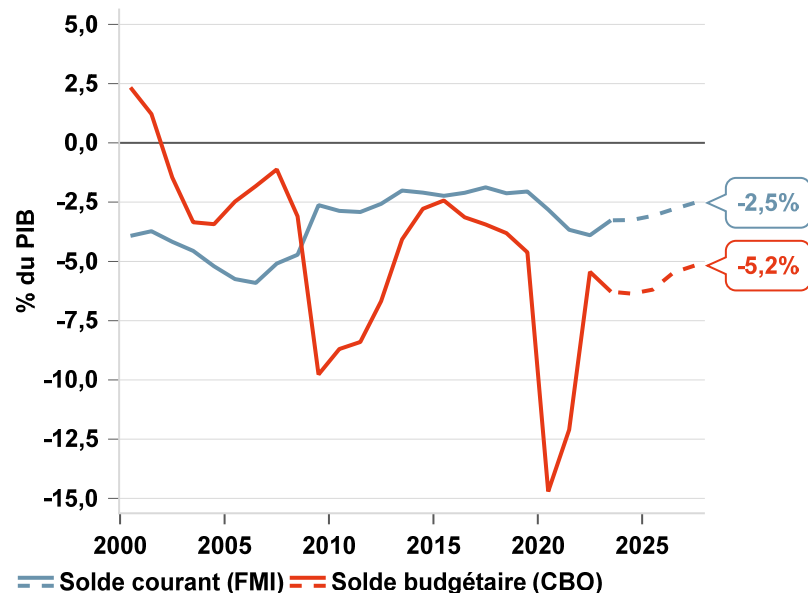


L'euro continuera de rester bas ces prochains trimestres. La monnaie unique sera pénalisée par la faiblesse de la croissance, l'assouplissement monétaire de la BCE (en territoire accommodant) et les incertitudes politiques. Le dollar restera porté par la politique inflationniste liée aux mesures voulues par D. Trump et les risques géopolitiques mais le soutien additionnel est faible

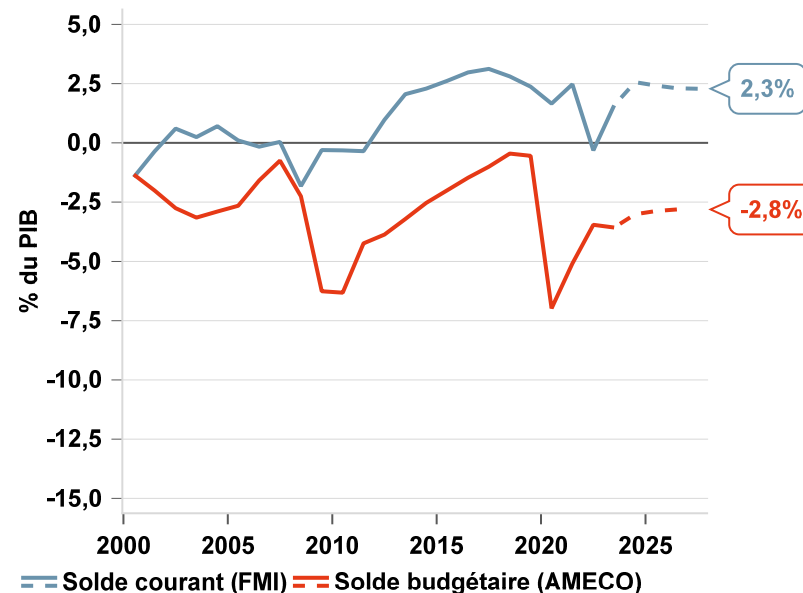
Euro/dollar : facteurs structurels

Avantage à la monnaie unique sur le front des déficits

Etats-Unis : déficit commercial et déficit budgétaire



Zone euro : déficit commercial et déficit budgétaire



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

- La zone euro est parvenue à rétablir son excédent courant en 2023 grâce à la réduction de sa facture énergétique et à la reprise des exportations et du tourisme
- Aux Etats-Unis, le maintien d'un déficit budgétaire élevé a contribué à entretenir une demande domestique forte, soutenant le déficit courant et la situation pourrait s'aggraver encore avec la politique économique de Donald Trump

Les équilibres budgétaires et commerciaux restent favorables à l'euro et cela devrait perdurer en 2025

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Taux de change

Notre scénario

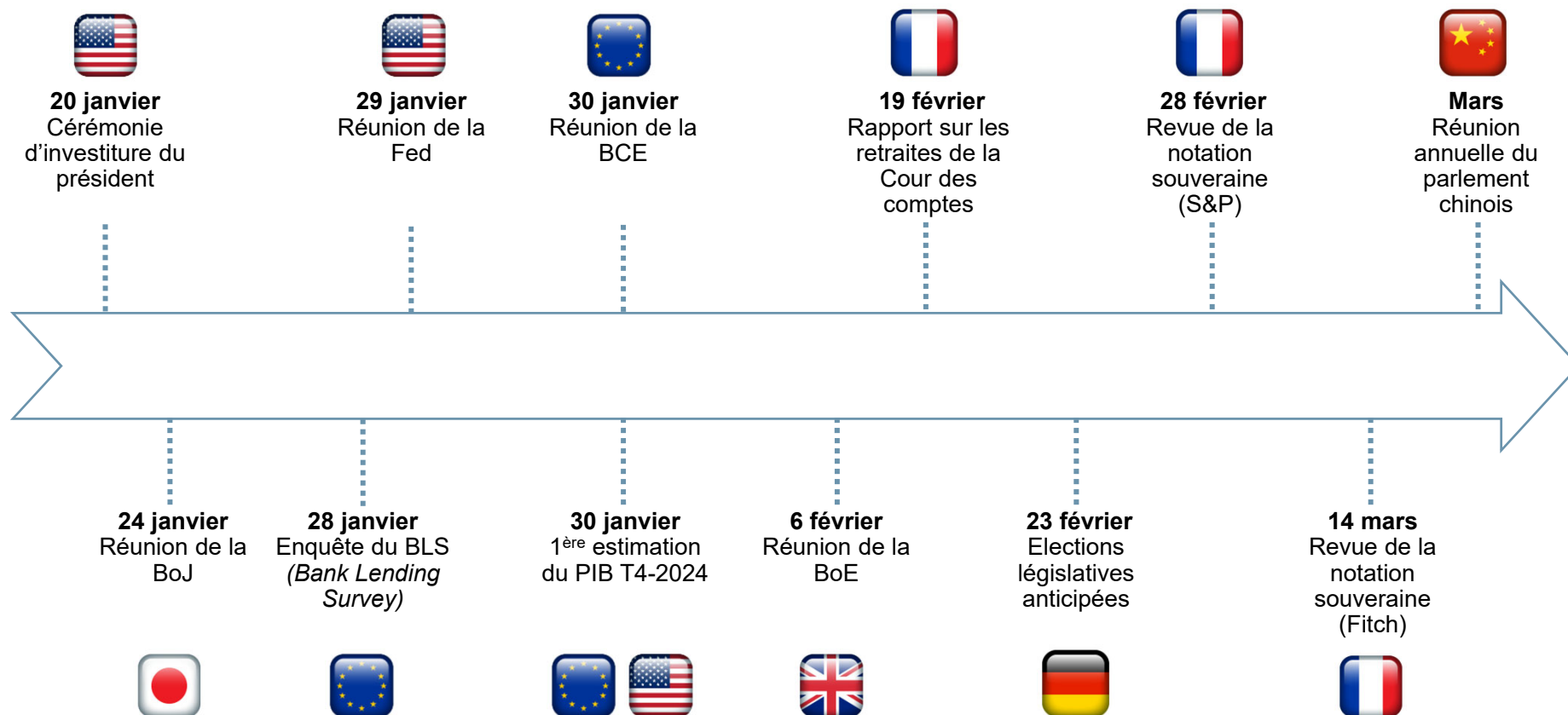
	Dec-23	Dec-24	Mar-25e	Jun-25e	Sep-25e	Dec-25e
<i>Taux de change (vs Euro)</i>						
USD	1,11	1,04	1,03	1,03	1,04	1,06
GBP	0,87	0,83	0,83	0,83	0,83	0,84
JPY	156	163	155	152	151	151
CHF	0,93	0,94	0,92	0,92	0,93	0,95

Source : CIC Market Solutions

- \$:** L'euro continuera de rester bas ces prochains trimestres. La monnaie unique sera pénalisée par la faiblesse de la croissance, l'assouplissement monétaire de la BCE (en territoire accommodant) et les incertitudes politiques. Le dollar restera porté par la politique inflationniste liée aux mesures voulues par D. Trump et les risques géopolitiques mais le soutien additionnel est faible
- £ :** La livre sterling profite à court terme du soutien du plan de relance et des incertitudes politiques en zone euro (France et Allemagne). Ensuite, les problématiques structurelles toujours sensibles (conséquences du Brexit) et un assouplissement monétaire plus important à long terme engendreront une tendance modérément baissière
- CHF :** La BNS n'a plus besoin d'amplifier la hausse du franc suisse pour lutter contre l'inflation. Elle devrait stabiliser son bilan, voire l'augmenter et continuer de baisser les taux directeurs, ce qui alimentera un rebond graduel de l'EURCHF
- ¥ :** Alors que le yen avait bénéficié de la hausse des taux directeurs et des attentes de baisse de taux aux Etats-Unis, la résilience de l'économie américaine et le résultat des élections aussi bien au Japon qu'aux Etats-Unis ont pénalisé le yen et nous ont conduits à abaisser nos cibles. Le yen devrait toutefois être en mesure de reprendre sa dynamique positive

Calendrier de l'aversion au risque

Échéances des prochains mois



La dynamique économique, l'inflation et le comportement des actifs dépendront fortement de ce que D. Trump parviendra à faire voter au S1-2025

Recherche Economie & Marchés financiers

Présence digitale

Sur l'**application mobile CIC Market Solutions** et sur notre site web, l'analyse de l'actualité économique en continu et en vidéo, en formats **Live & Replay**, ainsi que **toutes nos publications**



Application disponible
sur iOS et Android

www.cic-marketsolutions.eu

- **Décryptez l'actualité économique :**
 - Rebond à chaud sur l'actualité : « HOT »
 - Programme quotidien : « Eclairer »
 - Points hebdomadaire : « Echo Hebdo »
 - Publications régulières : « Equity Hebdo », « Macro Hebdo »
- Retrouvez **l'actualité des sociétés** par leur dirigeant, nos **analyses**, et nos publications phare à lire, dont le « 19h15 »
- **Echangez avec des experts** lors de nos webinaires « Décryptage »

Les + : Un accès unique au site web et à l'application, un agenda pour retrouver tous nos événements

Point de contact : votre correspondant CIC habituel



Annexes

Croissance

Notre scénario

		2022	2023	2024e	2025e	2026e
Monde *	PIB (PPP**)	3,6%	3,3%	3,2%	3,2%	3,3%
	PIB (Taux changes courants = TCC ; FMI)	3,2%	2,8%	2,7%	2,8%	2,7%
	PIB ajusté par CIC MS (TCC)	3,0%	2,8%	2,6%	2,8%	2,6%
Etats-Unis	PIB	2,5%	2,9%	2,8%	2,2%	1,8%
	Consommation des ménages	3,0%	2,5%	2,6%	2,2%	1,8%
	Investissement "privé" FBCF	2,7%	2,4%	4,2%	2,7%	1,9%
	Taux de chômage (en % de la pop active)	3,5%	3,7%	4,1%	4,0%	4,0%
	Taux d'inflation PCE (% moyen)	6,6%	3,8%	2,5%	2,4%	2,4%
Zone euro	PIB	3,6%	0,5%	0,7%	0,8%	1,1%
	Consommation des ménages	4,9%	0,7%	0,9%	1,3%	1,2%
	Investissement "privé" FBCF	2,2%	1,8%	-2,0%	1,3%	1,5%
	Taux de chômage (en % de la pop active)	6,7%	6,5%	6,4%	6,6%	6,5%
	Taux d'inflation CPI (% moyen)	8,4%	5,5%	2,4%	1,8%	2,1%
Royaume-Uni	PIB	4,8%	0,3%	0,8%	1,3%	1,7%
	Consommation des ménages	7,3%	0,5%	0,7%	1,7%	1,8%
	Investissement "privé" FBCF	5,1%	-0,1%	1,5%	2,0%	2,4%
	Taux de chômage (en % de la pop active)	3,8%	4,0%	4,4%	4,6%	4,5%
	Taux d'inflation CPI (% moyen)	9,1%	7,4%	2,5%	2,4%	2,4%
Japon	PIB	0,9%	1,5%	-0,2%	1,0%	0,9%
Pays émergents *	PIB FMI	4,0%	4,4%	4,2%	4,2%	4,2%
	PIB CIC MS	3,7%	4,3%	4,0%	4,4%	4,2%
Europe centrale & orientale *	PIB	2,0%	3,0%	2,9%	2,8%	3,2%
Russie	PIB	-0,6%	3,3%	3,6%	2,1%	2,0%
Chine	PIB	3,0%	5,5%	4,6%	4,5%	3,6%
Inde	PIB	6,5%	7,7%	5,8%	5,4%	6,6%
ASEAN *	PIB	5,4%	4,0%	4,5%	4,5%	4,5%
Brésil	PIB	3,1%	3,2%	3,1%	1,9%	1,2%
Mexique *	PIB	3,7%	3,2%	1,5%	1,3%	2,0%
Prix du pétrole \$	(moyenne annuelle)	99	82	80	75	75

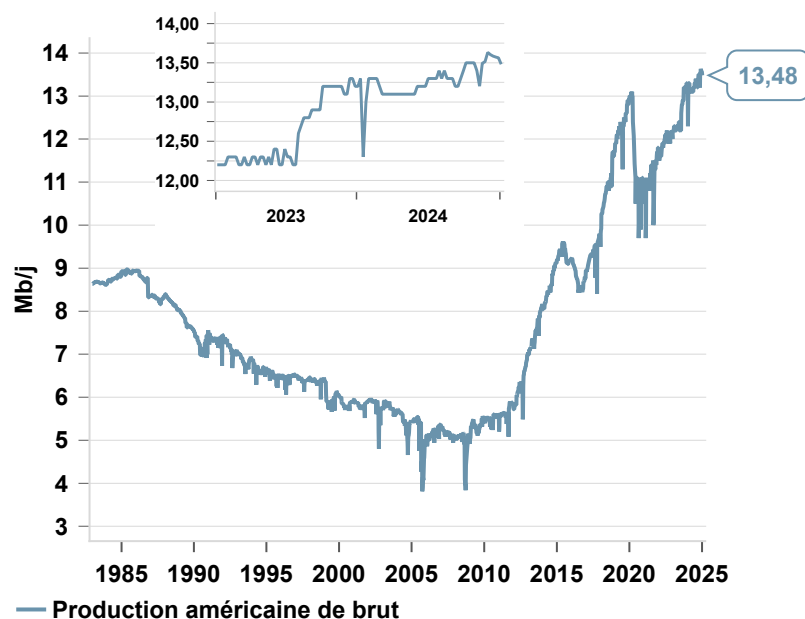
* Prévisions FMI ; ** PPP = parité de pouvoir d'achat

Sources : FMI, CIC Market Solutions

Pétrole

Une hausse sensible de la production américaine loin d'être acquise

Evolution de la production de pétrole américaine (Mb/j)

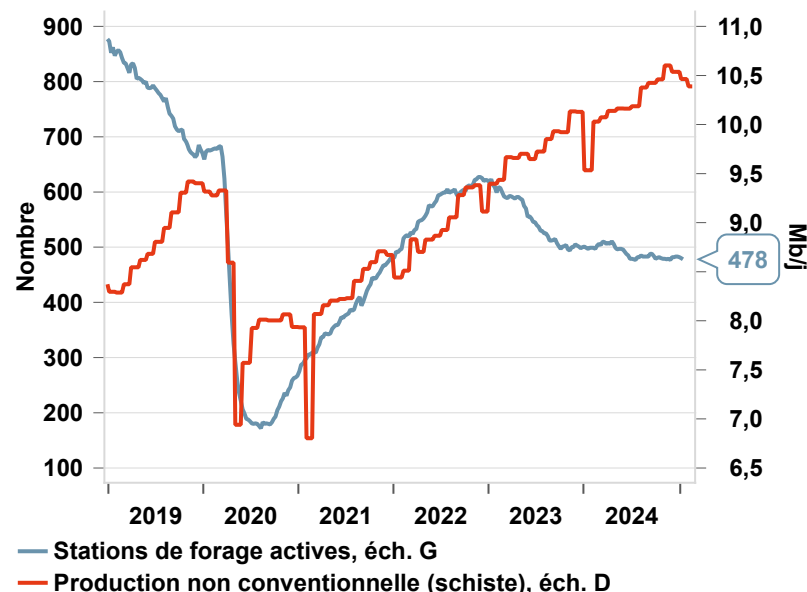


Sources : Macrobond, Bloomberg, CIC Market Solutions

- La production américaine a déjà fortement progressé ces derniers trimestres sur fond de moindres restrictions de financement (réduction du soutien des principaux fonds d'investissement américains à certaines restrictions ESG), limitant l'effet incrémental de la dérégulation souhaitée par D. Trump sur ce sujet

L'objectif de +3 Mb/j évoqué par l'administration Trump semble très offensif. Même si une proportion non négligeable venait à se matérialiser, l'OPEP réagira et ralentirait encore davantage le rythme du redémarrage de ses capacités de production

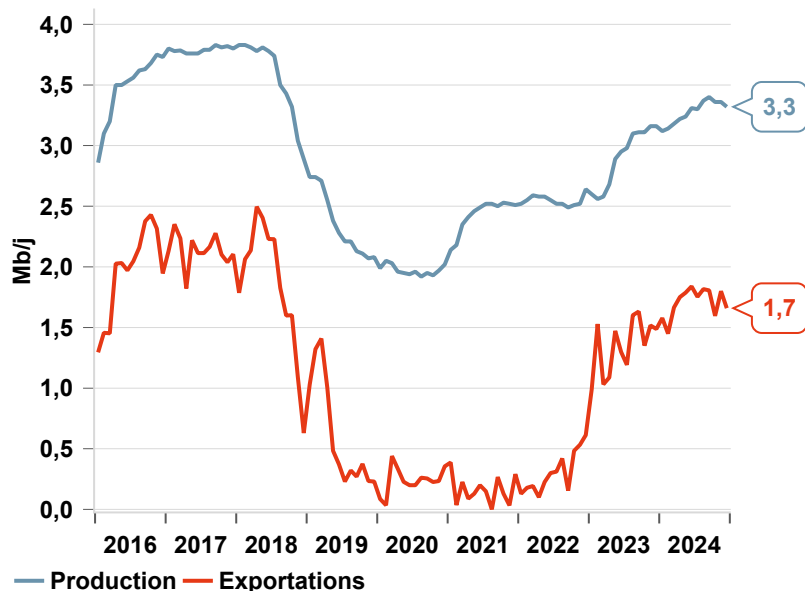
Stations de forage actives aux Etats-Unis, et évolution de la production non conventionnelle (pétrole de schiste)



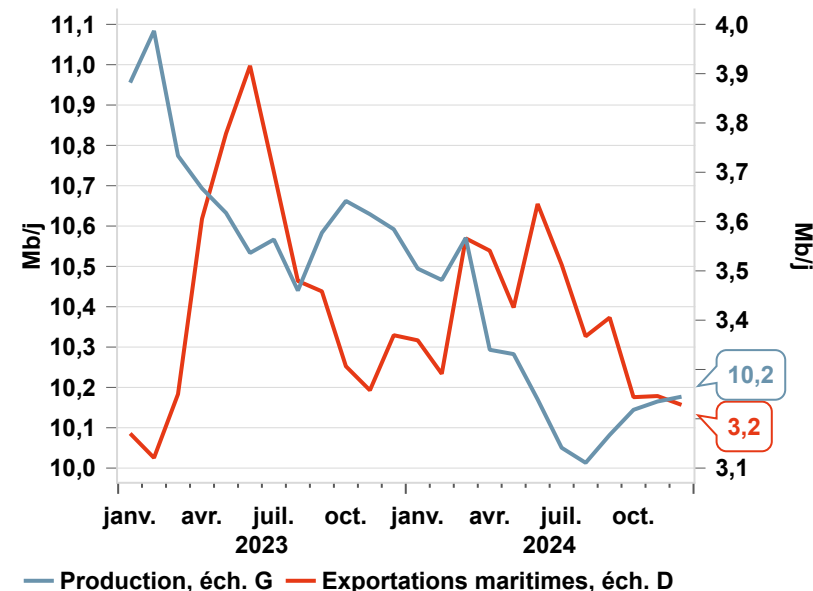
Pétrole

Une réduction des exportations iraniennes comme hypothèse majeure de notre scénario

Iran : production et exportations de pétrole (Mb/j)



Russie : production et exportations maritimes de pétrole (Mb/j)



Sources : Macrobond, CIC Market Solutions

- Un durcissement des sanctions américaines à l'encontre du pétrole iranien est à attendre (des mesures ont déjà été annoncées à l'encontre de plusieurs transporteurs maritimes), Washington étant peu enclin à tolérer la manne financière perçue par Téhéran suite à la hausse récente des exportations
- Quant à la Russie, la position de D. Trump est incertaine. Rappelons : 1/ que le pays est tenu par ses engagements vis-à-vis de l'OPEP ; 2/ que les pays européens maintiendront certainement les sanctions, d'autant que leur application est déjà laxiste

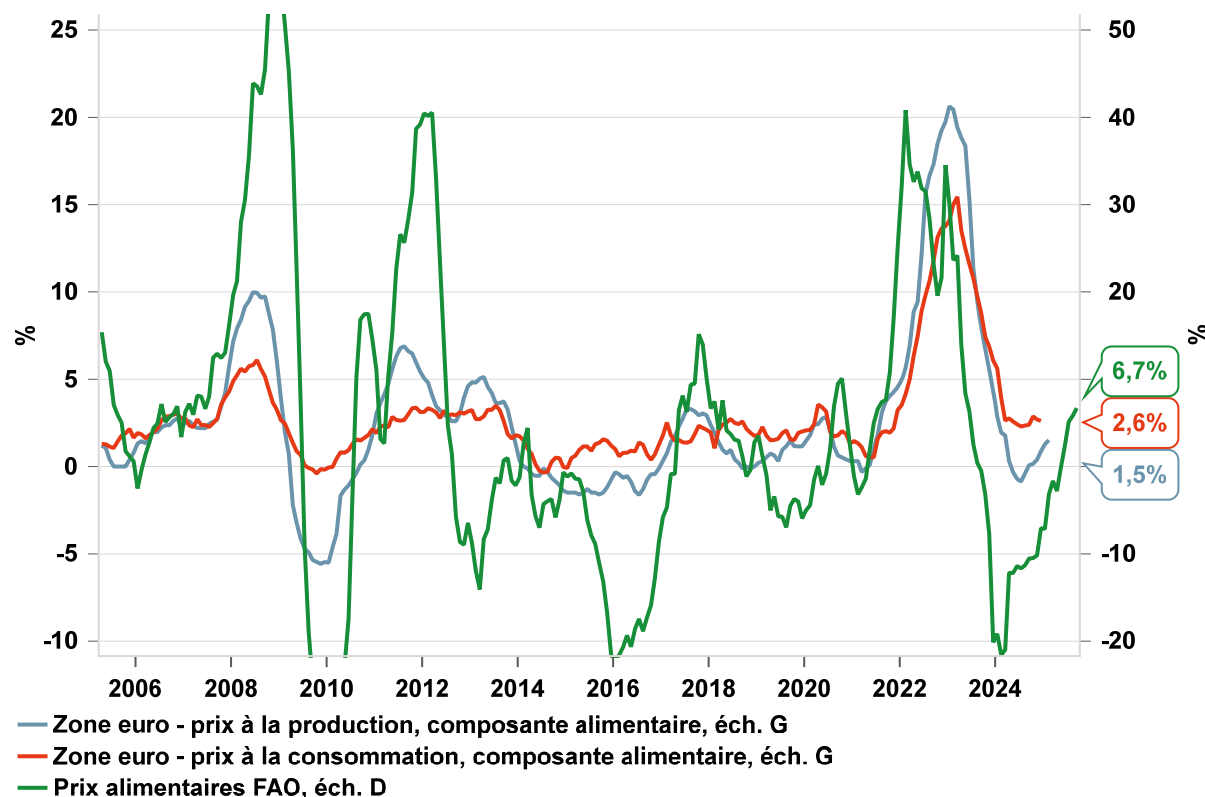
D. Trump cherchera à réduire les exportations iraniennes, ce qui devrait permettre au prix de se stabiliser vers 75 \$/b même en cas de hausse de la production américaine

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Prix des produits alimentaires

Une détente qui s'amplifie mois après mois mais qui touche à sa fin

Monde : évolution des indices de prix alimentaires (production, consommation et cours de marché)



Source : Macrobond, Bloomberg, CIC Market Solutions

- Une production mondiale suffisante a permis une rechute des cours qui se retrouve au fil des trimestres dans les indices de prix à la consommation
- Attention, toutefois aux perturbations climatiques (El-Nino / El-Nina)
- ...qui ont provoqué un léger rebond des prix des matières premières depuis le début de l'année

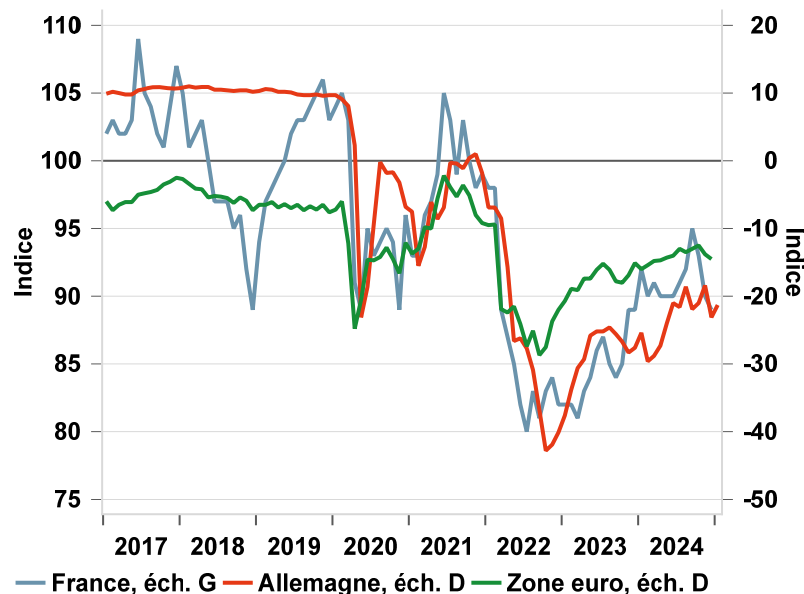
La faiblesse des prix des matières premières agricoles continue de tirer à la baisse la contribution de l'alimentation à l'inflation mais son effet approche de son terme

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

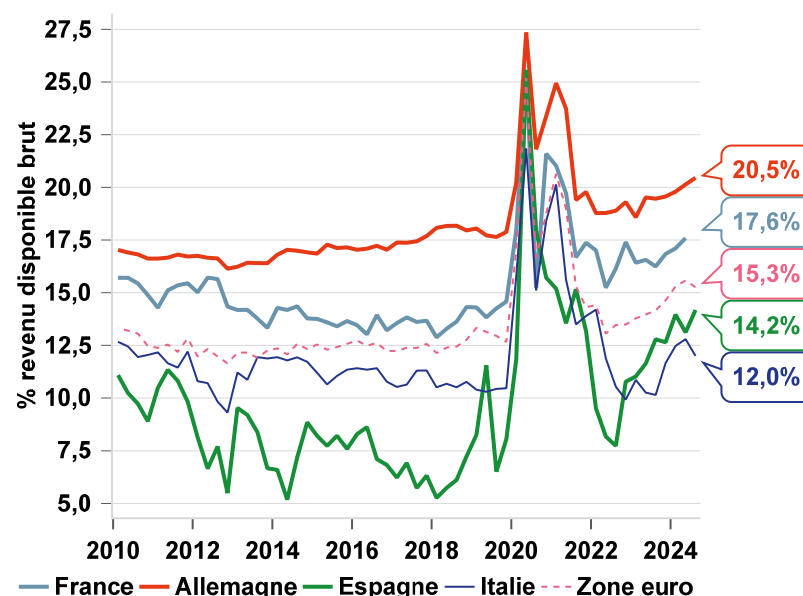
Zone euro : confiance des ménages et épargne

Les ménages restent prudents mais le regain de confiance est là

France, Allemagne et zone euro : confiance des consommateurs



Zone euro : taux d'épargne



Sources : Macrobond, CIC Market Solutions

- La confiance des ménages se redresse progressivement depuis le deuxième trimestre 2023, mais reste toujours inférieure aux niveaux pré-Covid, ce que corrobore le faible dynamisme de la consommation en particulier en Allemagne, laquelle explique en grande partie la fragilité de la demande en zone euro
- Le regain de pouvoir d'achat conjugué à la détente des conditions financières favorisa le redressement de la confiance des ménages et ces derniers seront plus enclins à cesser d'accroître leur taux d'épargne

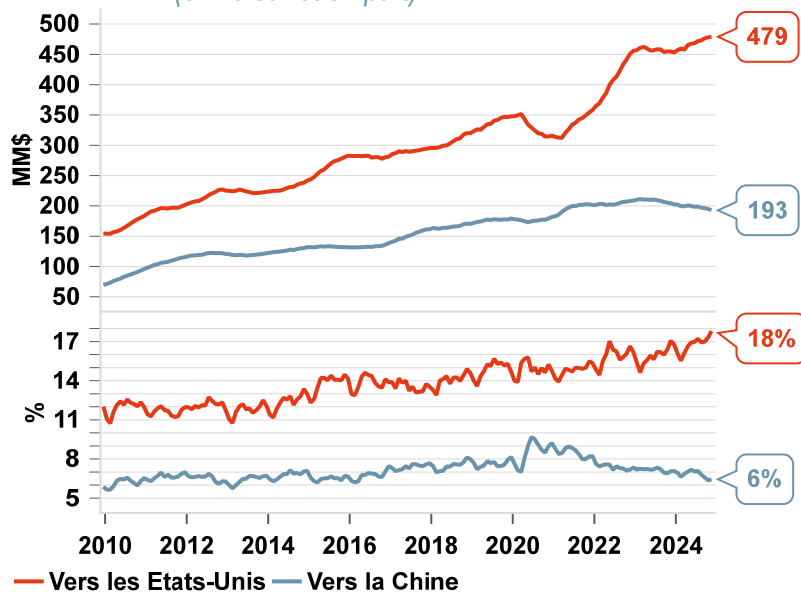
Au regard des niveaux élevés d'épargne, la zone euro dispose d'un immense réservoir de croissance. Son utilisation nécessitera toutefois une amélioration de la confiance des ménages, que les consolidations budgétaires, en France et en Italie par exemple, freinent encore à ce stade

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Zone euro : commerce extérieur

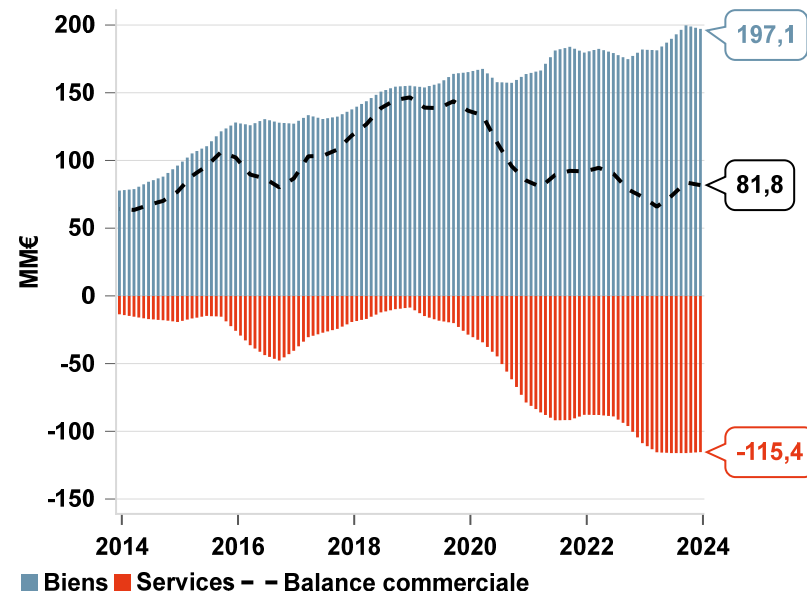
Une dépendance grandissante vis-à-vis de l'économie américaine

Zone euro : exportations de biens vers les Etats-Unis et la Chine
(en valeur et en part)



Sources : Macrobond, CIC Market Solutions

Zone euro : composition de la balance commerciale avec les Etats-Unis



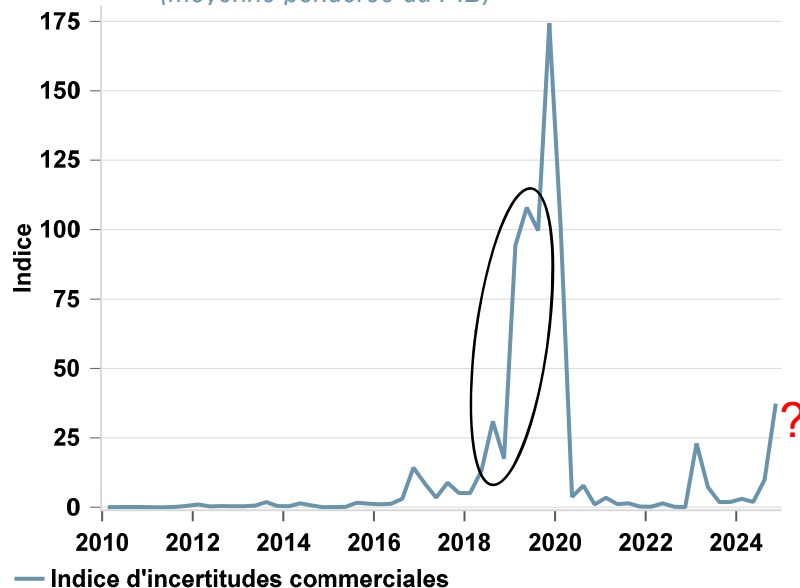
- Alors que les exportations vers les Etats-Unis ont fortement progressé depuis la reprise post-Covid (473 MM€ de biens), une hausse de la barrière douanière à 10% représenterait un surcoût de 47 MM€. Cette somme reste limitée à l'échelle de l'économie de la zone euro (environ 0,3 % du PIB)
- À l'image de l'offensive européenne en 2018 (taxation des Gafa), la force de négociation de l'UE réside dans sa capacité à taxer les services, pour lesquels les échanges sont largement en faveur des US

L'Union européenne a l'intention de riposter rapidement à toute hausse des droits de douane américains, ce qui pourrait entraîner une guerre commerciale dommageable pour les deux zones

Zone euro : commerce extérieur

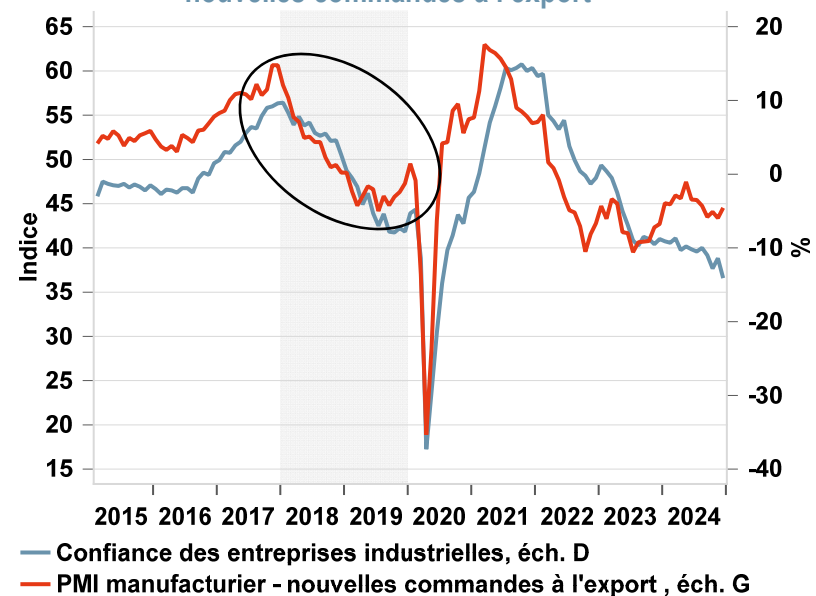
L'incertitude, un risque à prendre en compte

Zone euro : indice d'incertitude du commerce mondiale WTU
(moyenne pondérée du PIB)



Sources : Macrobond, CIC Market Solutions

Zone euro : confiance des entreprises industrielles et nouvelles commandes à l'export



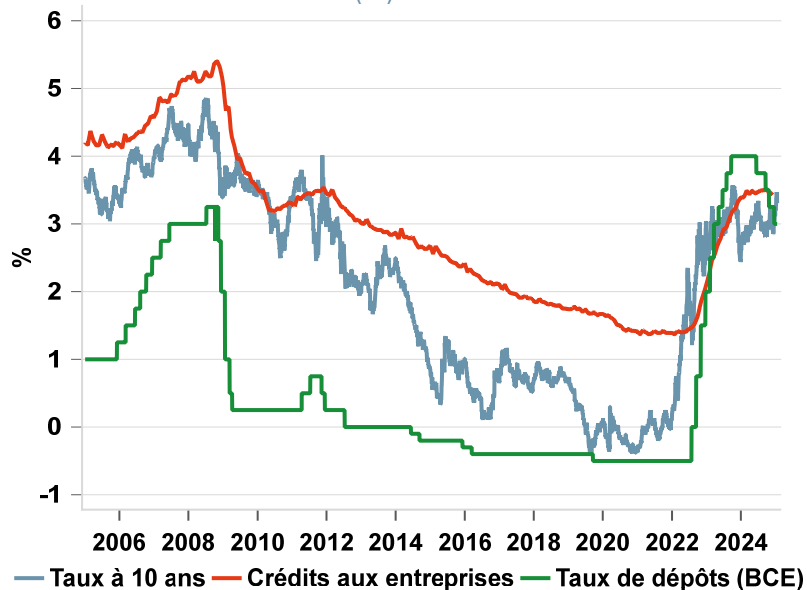
- En 2018, l'épisode d'incertitude résultant des tensions commerciales avait largement impacté la confiance et la dynamique de demande en s'ajoutant aux difficultés du secteur automobile. Face au manque de visibilité, le risque est que les entreprises suspendent leurs investissements
- La conséquence d'un euro plus faible pourra toutefois permettre de compenser une partie de la perte de visibilité et de compétitivité imputable à la hausse des droits de douane

Le volet d'incertitude lié au retour des tensions commerciales risque de peser sur la confiance des entreprises déjà affaiblie impactant ainsi la dynamique d'investissement

Faillites d'entreprises

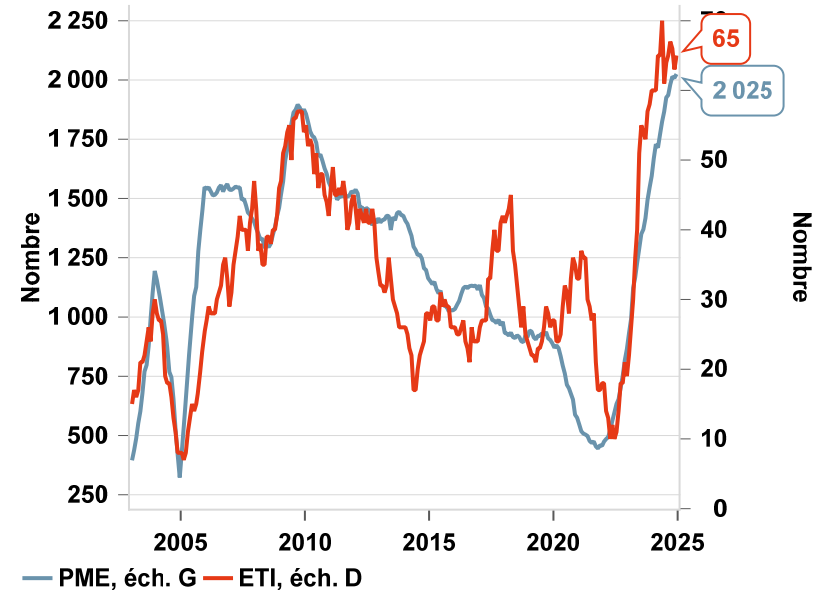
Les faillites atteignent des sommets

France : taux directeur, taux souverains et taux sur les nouveaux crédits (%)



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

France : défaillances d'entreprises par taille



- Le durcissement des conditions financières et la fin des aides dans un contexte de ralentissement économique a entraîné un fort rebond des défaillances des entreprises, surtout des ETI et des PME

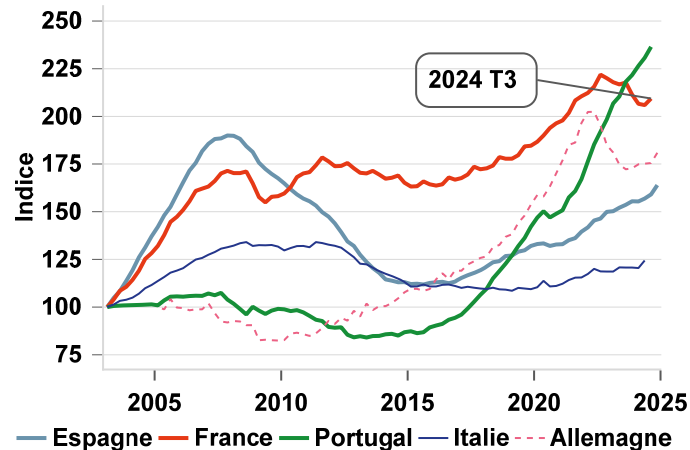
Les défaillances d'entreprises ont atteint un pic en 2024 et devraient refluer progressivement dans le courant de 2025 alors que l'effet rattrapage post covid perdra en puissance

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

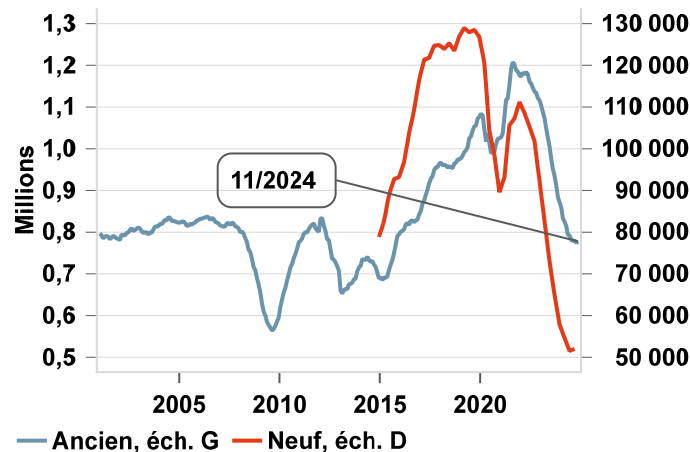
Immobilier en France

Coup de froid sur l'activité

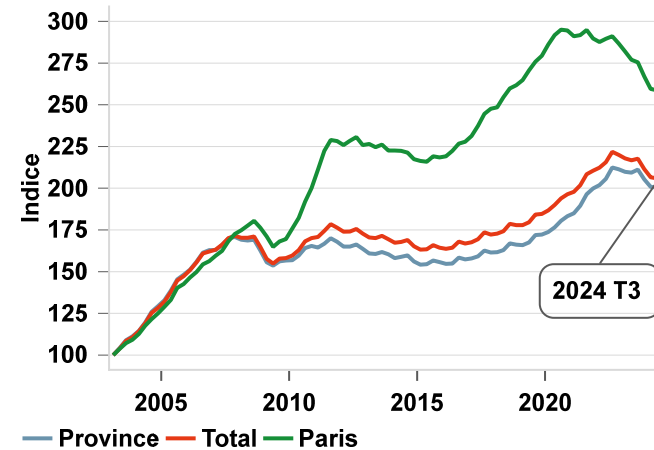
France : indice des prix immobiliers (base 100 en 2003)



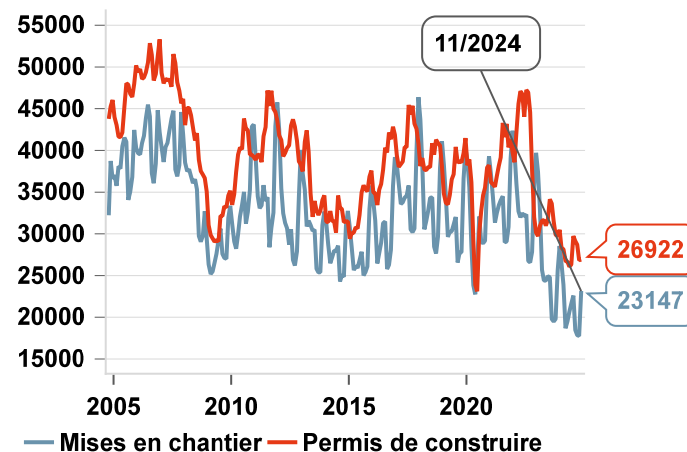
France : ventes de logements (chiffres cumulés 12 mois)



France : indice des prix immobiliers (base 100 en 2003)



France : mises en chantier, permis de construire (moy. mob. 3 mois)



Chine : la japonisation de l'économie

La Chine marche-t-elle dans les pas du Japon ?

	Le cas japonais du début des années 1990		Chine d'aujourd'hui
	Démographie	Début du déclin démographique	Baisse de la population depuis 2022
	Dettes publique / privée	Dettes privées à 200% du PIB Dettes publiques à 90% du PIB	Dettes privées à 220% du PIB Dettes publiques à 120% du PIB
	Risque de trappe à liquidité	Baisse des taux d'intérêt et politique monétaire ultra accommodante et inefficace	Baisse des taux d'intérêt Faiblesse du yuan Relance monétaire inefficace
	Secteur bancaire	Crise bancaire (faiblesse du crédit, pertes liées aux créances douteuses) Restructuration tardive	Crédit bancaire faible Entreprises zombies Absence de restructuration
	Crise immobilière	Explosion de la bulle spéculative, chute des prix Effondrement de l'activité dans la construction	Sur-construction avant Covid Chute des prix et de l'investissement depuis 2021
	Productivité très faible	Productivité des facteurs en baisse au cours des années 1990	Recul de l'industrie qui pèse sur les gains de productivité
	Tensions commerciales	Mesures protectionnistes sous R. Reagan (1985) et baisse du commerce bilatéral	US / ZE qui intensifient les barrières tarifaires et non tarifaires
	Spéculum de la déflation	Période des « trois décennies perdues » d'inflation faible Recul tendanciel des anticipations des ménages et des entreprises	Inflation : +0,2% en 2023 Prix à la production : -2,7% en 2023 Recul tendanciel des anticipations des ménages et des entreprises

De nombreux parallèles structurels sont observés entre la Chine d'aujourd'hui et le Japon des décennies 1990-2010. Le risque pour la Chine est de s'enfoncer durablement dans une spirale désinflationniste et une croissance très nettement plus faible que ces dernières années

Allemagne : élections de février et programme des partis

Programmes des principaux partis

	BSW	Die Linke	Die Grünen	SPD	FDP	CDU/CSU	AFD
Finances publiques & Economie	Réduire les dépenses liées à l'immigration Réformer le frein à l'endettement	Augmenter les retraites	Favorables à une réforme modérée des règles budgétaires et au frein à l'endettement		Réduire les subventions	Réduire les dépenses sociales (100 MM€)	Réduction des dépenses sociales
	Augmentation du salaire minimum à 15 €/h et fonds d'investissement pour les infrastructures et l'industrie (100 MM€ pour le SPD)				Favorables au maintien de l'équilibre budgétaire et au frein à l'endettement		
Fiscalité	Augmenter l'impôt sur le capital	Réforme de l'IR et rétablir impôt sur la fortune Suppression de la TVA sur l'alimentaire de base et les transports	Investissements subventionnés par l'Etat avec une prime de 10% pendant 5 ans	Crédit d'impôt de 10% pour les investissements en Allemagne Imposition des hauts revenus	Réduire le taux d'IS à moins de 25% Suppression de la surtaxe de solidarité	Exonérer les heures supplémentaires Baisse du taux d'IS à 25%	Réduire les impôts pour les ménages et les entreprises
Climat		Sortie du charbon et du gaz naturel 2035 : neutralité carbone	Compensation pour les consommateurs en fonction du prix du carbone	Réductions fiscales pour l'achat de véhicules électriques	Reporter la neutralité climatique à 2050 et abroger l'interdiction des moteurs à combustion	Respecter les objectifs de l'Accord de Paris Favorable au renouvelable et à une remise en service des centrales nucléaires	Réduire les dépenses en faveur de la protection du climat
Politique étrangère	Arrêt des livraisons d'armes à l'Ukraine	Favorable à un cessez-le-feu et en Ukraine	Augmenter les dépenses de défense au-delà de l'objectif de 2% PIB	Maintenir le soutien militaire à l'Ukraine		Equiper davantage l'armée ukrainienne	Arrêt des livraisons d'armes à l'Ukraine

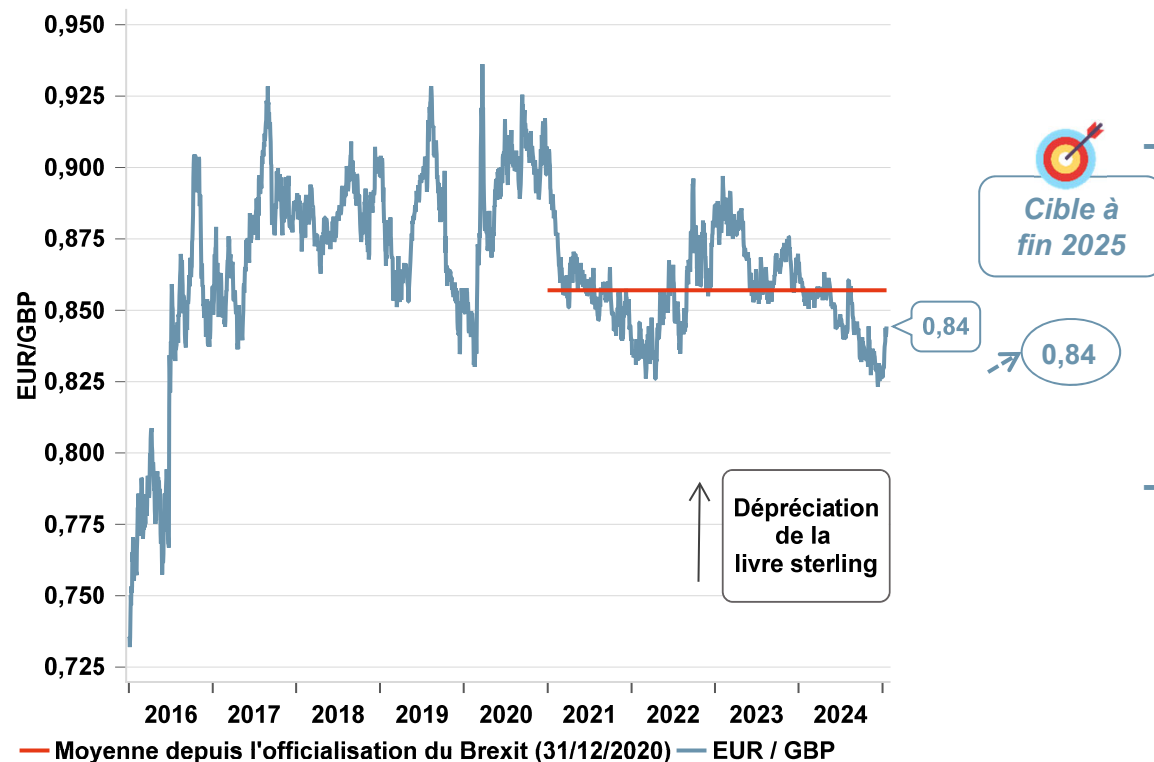
Compte tenu des divergences entre les partis, en particulier sur la question des règles budgétaires, la recherche d'une alliance viable risque de prendre du temps

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Focus livre sterling

Encore soutenue par une Banque d'Angleterre qui doit rester plus prudente que la BCE

Evolution du taux de change EUR/GBP



Sources : Macrobond, CIC Market Solutions

- La livre sterling a été soutenue depuis fin 2023 par le différentiel de croissance et de politique monétaire avec la zone euro
- L'intégration d'une forte augmentation des investissements publics suite à l'annonce du budget a poussé les investisseurs financiers à intégrer une Banque d'Angleterre qui se montrerait plus prudente dans son cycle de baisses de taux directeurs
- Le potentiel haussier additionnel est désormais très limité pour les raisons suivantes :
 - Dépendance vis-à-vis de l'extérieur toujours plus importante depuis le Brexit
 - Le potentiel de baisse des taux directeurs qui subsiste est plus élevé au Royaume-Uni à long terme

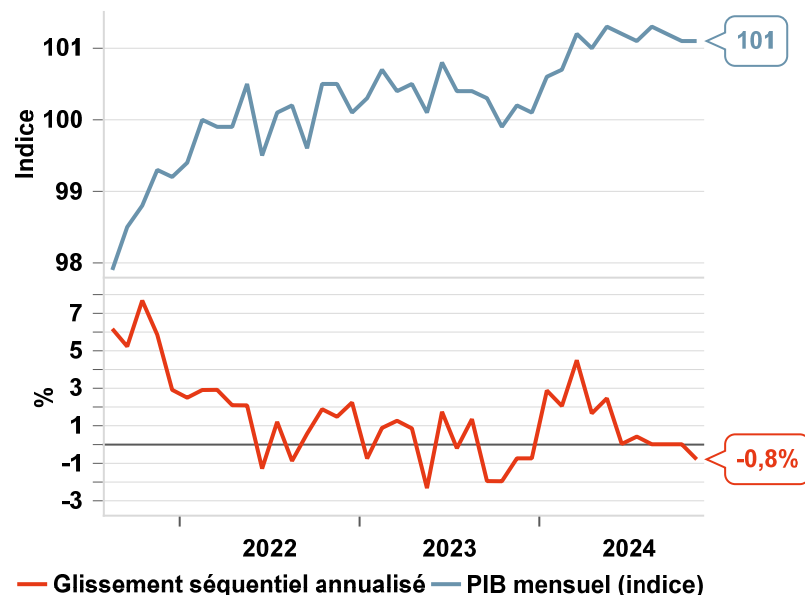
La livre sterling profite à court terme du soutien du plan de relance et des incertitudes politiques en zone euro (France et Allemagne). Ensuite, les problématiques structurelles toujours sensibles (conséquences du Brexit) et un assouplissement monétaire plus important à long terme engendreront une tendance modérément baissière

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Royaume-Uni : croissance et inflation

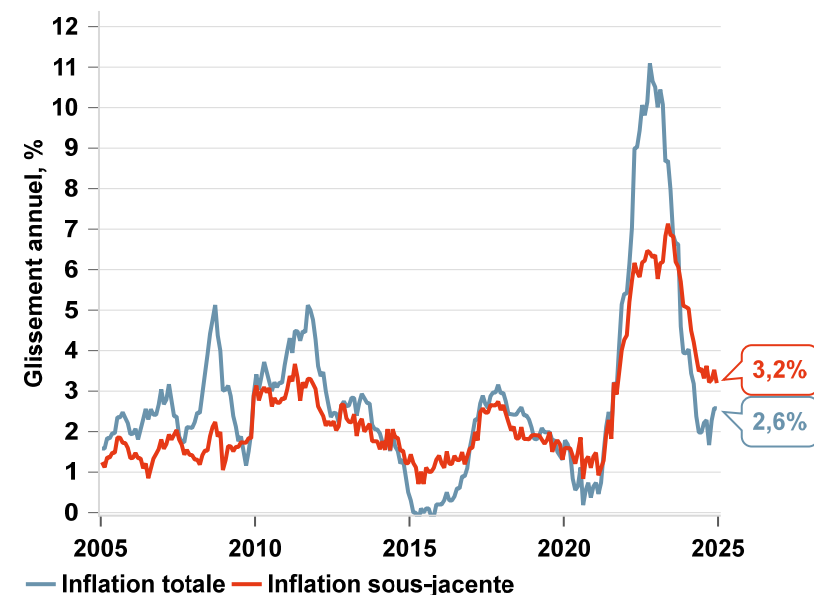
Une situation propice aux inquiétudes mais qui est appelée à évoluer

Royaume-Uni : PIB mensuel



Source : CIC Market Solutions

Royaume-Uni : taux d'inflation (glissement annuel, %)



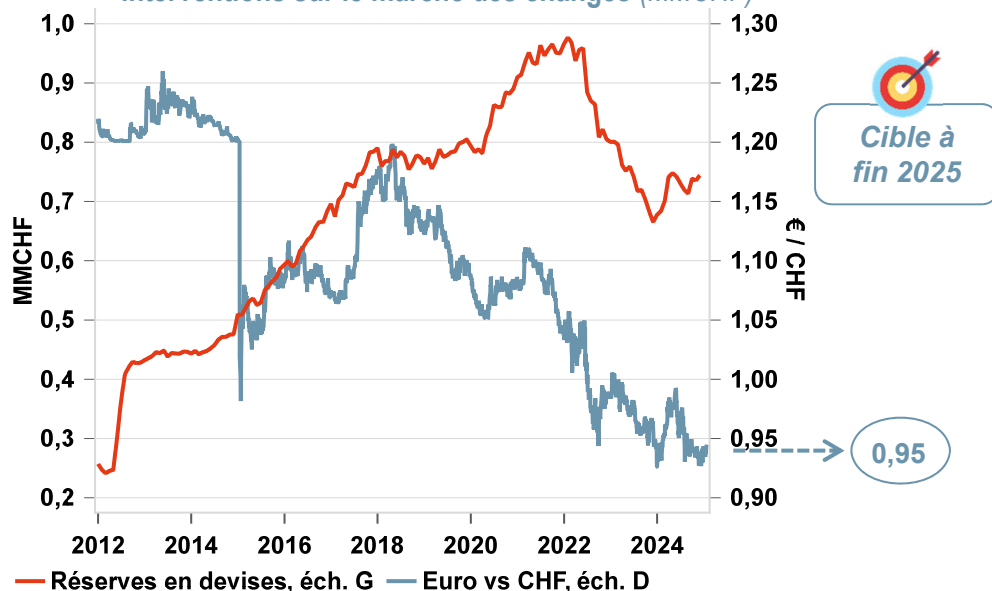
- Le rebond de l'activité s'est tari depuis cet été. Même si les perspectives s'amélioreront avec les investissements du budget, l'économie britannique restera encore longtemps sous son potentiel, ce qui poussera la Banque d'Angleterre à poursuivre ses baisses de taux directeurs progressives
- La normalisation des salaires et de l'emploi reste graduelle, mais devrait se poursuivre, d'autant que la hausse de la fiscalité (40 MM£) pèse directement sur les entreprises, ce qui commence à les contraindre à revoir leurs recrutements et les hausses de salaire à la baisse, ce qui pèsera sur l'inflation

Face à une croissance faible et une inflation qui continuera de revenir vers sa cible, la BoE baissera progressivement les taux directeurs et favorisera une détente sur les marchés obligataires

Focus Franc suisse (CHF)

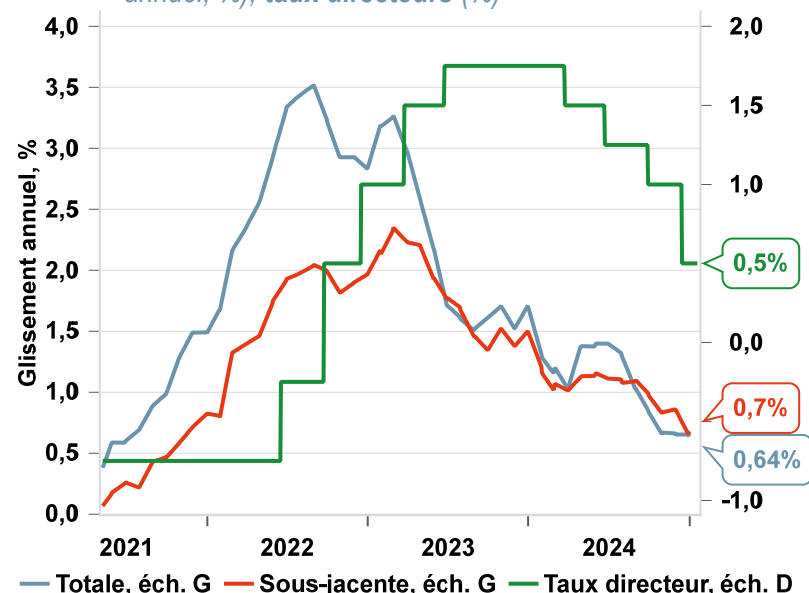
La Banque nationale suisse (BNS) prend les devants

Suisse : taux de change du franc suisse avec l'euro et interventions sur le marché des changes (MMCHF)



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

Suisse : taux d'inflation totale et sous-jacente (glissement annuel, %), taux directeurs (%)



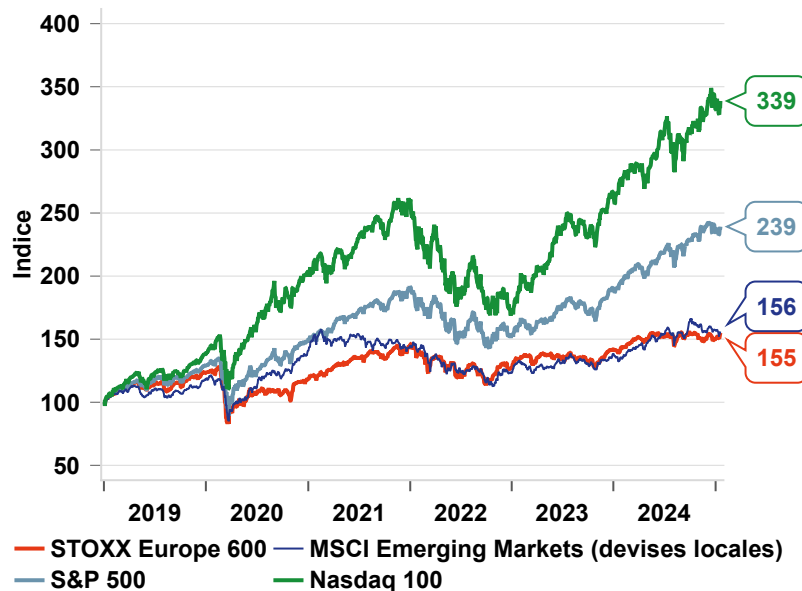
- Dès lors, la BNS devrait fortement réduire ses interventions, en soutien à la devise sur le marché des changes, limiter la baisse de son bilan (en devises étrangères), et donc favoriser la hausse de l'EURCHF
- En parallèle, la banque centrale devrait poursuivre la baisse de ses taux directeurs

La BNS n'a plus besoin d'amplifier la hausse du franc suisse pour lutter contre l'inflation. Elle devrait stabiliser son bilan, voire l'augmenter et continuer de baisser les taux directeurs, ce qui alimentera un rebond graduel de l'EURCHF

Marchés d'actions mondiaux

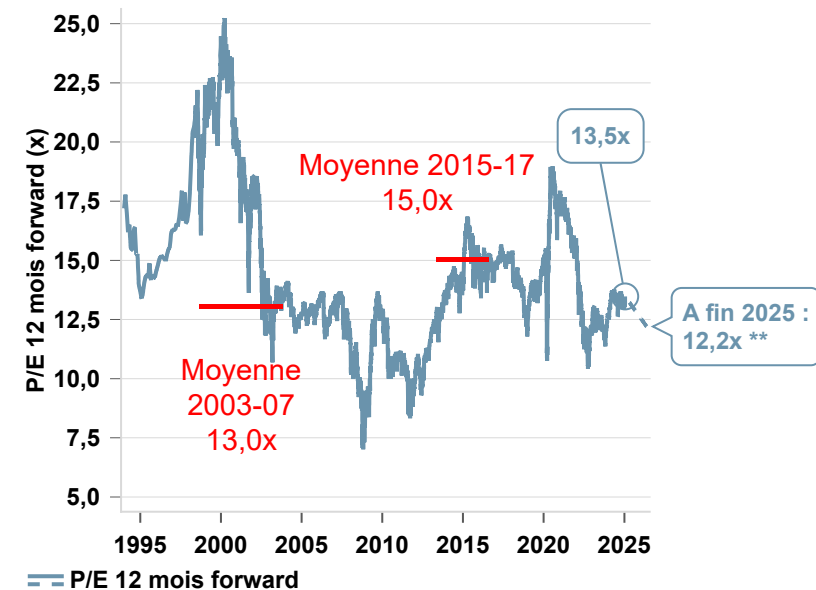
Des dynamiques très diverses

Evolution des principaux indices actions en devises locales
(rebasés à 100 le 01/01/2019)



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

Stoxx Europe 600 : évolution du PER 12 mois *forward**



* Ratio cours / résultats attendus dans les 12 prochains mois, indicateur de la valorisation d'un indice ou d'une entreprise

** Projections sur la base du consensus FactSet

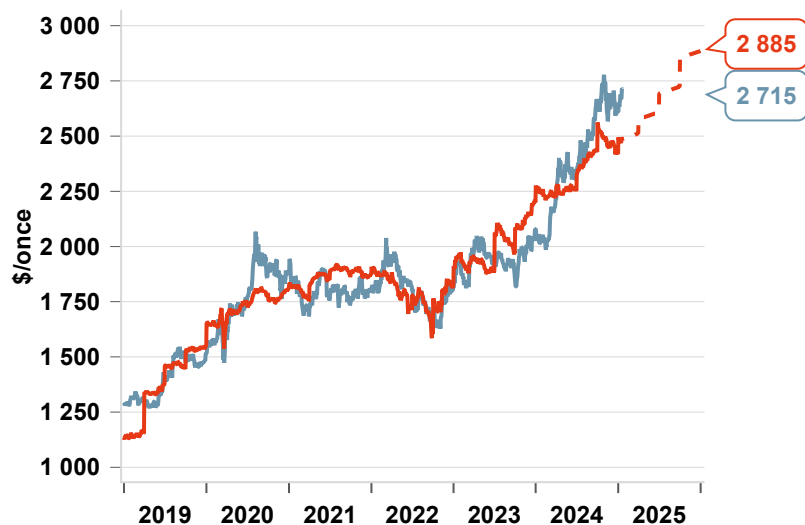
Les principaux indices actions présentent encore du potentiel haussier à ce stade, sous l'hypothèse que D. Trump édulcorera certaines de ses mesures (flux migratoires et protectionnisme notamment)

Ce document, daté du 23/01/2025, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Or

Des catalyseurs persistants, mais en bonne partie intégrés

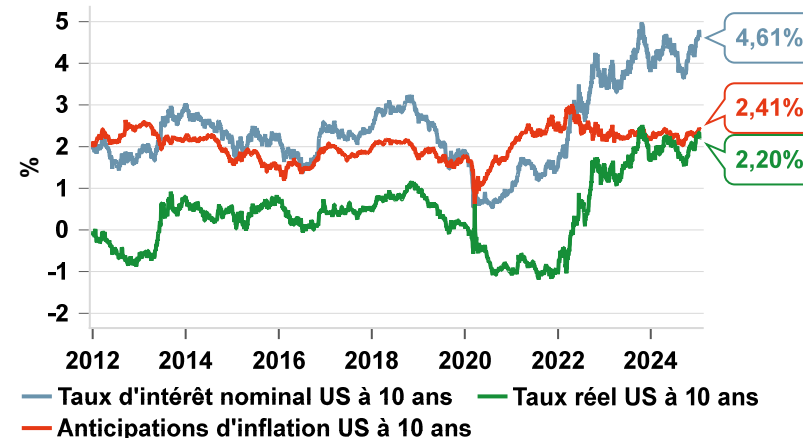
Evolution du cours de l'or vs modèle économétrique



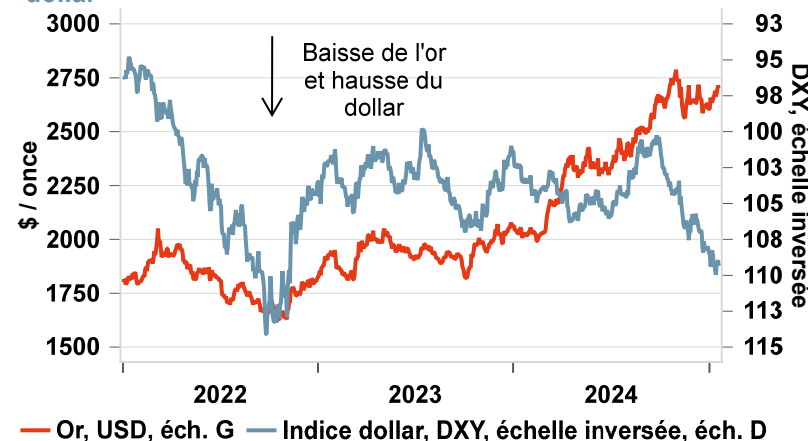
* Projections à fin 2025 selon notre scénario pour le taux réel US et le DXY, et avec l'hypothèse de poursuite des achats des banques centrales au même rythme que ces derniers trimestres

- Les principaux catalyseurs du cours de l'or (achats des banques centrales émergentes, baisse des taux réels, repli du dollar) sont en bonne partie intégrés
- Le risque géopolitique reste prégnant, mais nous continuons d'exclure tout renforcement additionnel durable dans notre scénario central

Composition des taux souverains réels US 10 ans



Performance comparée de l'or et du taux de change effectif du dollar



Potentiel haussier additionnel limité pour l'or, sauf à tabler sur un scénario de « hard Trump »

L'équipe de Recherche Economie & Marchés financiers de Crédit Mutuel Alliance Fédérale

François Duhén
Directeur de la Recherche Economique et de la Recherche Marchés financiers
francois.duhen@cic.fr
+33 1 53 48 81 02

Benoit Rodriguez
Responsable Recherche
Economie
benoit.rodriguez@cic.fr
+33 1 53 48 80 99

Marie Birg
Economiste
Marie.birg@cic.fr
+33 1 53 48 76 79

Gabriel Corbassière
Economiste
gabriel.corbassiere@cic.fr
+33 1 53 48 25 59

Anne-Lise Cornen
Economiste
annelise.cornen@cic.fr
+33 1 53 48 81 84

Adrien Régnier-Laurent
Economiste
adrien.regnierlaurent@cic.fr
+33 1 53 48 80 42

Eric Baron
Responsable Recherche
Marchés financiers
eric.baron@cic.fr
+33 1 53 48 80 96

Nicolas Bouthors, CFA
Stratégiste
nicolas.bouthors@cic.fr
+33 1 53 48 60 42

Maxime Garcia
Stratégiste
maxime.garcia@cic.fr
+33 1 53 48 81 01

Emmanuelle Thollon Pommerol
Stratégiste Crédit
emmanuelle.thollonpommerol@cic.fr
+33 1 53 48 80 43

Eva Bellin
Responsable Recherche
Analyse technique
eva.bellin@cic.fr
+33 1 53 48 81 00

Fabrissa Tassin
Analyste technique
fabrissa.tassin@cic.fr
+33 1 53 48 60 71



FRANCE

CIC Market Solutions

CIC

6 avenue de Provence
75009 Paris

Tel. : +33 (0)1 53 48 81 93



ETATS-UNIS

CIC Market Solutions, Inc.

Member FINRA / SIPC

c/o CIC New York
520 Madison Ave.
New York, NY 10022

Tel. : +1 (212) 659 6250



ALLEMAGNE

M.M.Warburg & CO

Ferdinandstrasse 75
20095 Hamburg

Tel. : +49 40 3282-0



Disclaimer :

CIC Market Solutions est une marque de Crédit Industriel et Commercial, établissement de crédit agréé en France par l'ACPR et entité de Crédit Mutuel Alliance Fédérale. Le CIC est membre du réseau ESN (European Securities Network) et sous la surveillance de l'ACPR (Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution) et de l'AMF (Autorité des marchés financiers).

Le CIC a mis en place une organisation et des procédures (ou Muraille de Chine) destinées à garantir l'indépendance des analystes financiers et la primauté des intérêts des clients. Il est notamment interdit aux analystes financiers de négocier des instruments financiers pour leur propre compte en relation avec les émetteurs et les secteurs qu'ils suivent.

Ni le CIC, ni ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de celles-ci) ne sauraient être tenus pour responsables de la transmission correcte et intégrale de ce document, ni de tout retard dans sa distribution. Toute utilisation, communication, reproduction ou distribution non autorisée du présent document est interdite.

Les informations et explications reproduites dans cette étude sont l'expression d'une opinion ; elles sont données de bonne foi et sont susceptibles d'être changées sans préavis. La valorisation et la recommandation qui en résulte sont fondées sur l'analyse de l'information publique à une date donnée, celle indiquée sur le document consulté. L'évolution notamment de l'environnement politique, économique, concurrentiel, réglementaire et de l'entreprise analysée peut conduire à une modification de cette valorisation et de l'opinion sans aucune obligation pour le CIC de mettre à jour le présent document ni d'informer les destinataires à cet effet.

Il est strictement interdit de reproduire le présent document intégralement ou en partie ou de le transmettre à des tiers sans autorisation. Le présent document a été préparé et publié par le CIC. Les informations contenues dans le présent document proviennent de différentes sources.

Ni le CIC, ni ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de ceux-ci) ne garantissent leur exactitude ni leur intégralité, et ni le CIC, ni ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de celles-ci) ne sauraient être tenus pour responsables d'éventuelles erreurs ou omissions, ni de toute perte ou perte indirecte liée à de telles erreurs ou omissions.

Les informations contenues dans le présent document, et toute opinion exprimée dans celui-ci ne constituent en aucun cas une offre, une invitation à faire une offre d'achat, de vente ou de souscription d'instruments financiers de quelque genre que ce soit. Le CIC, ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de celles-ci) peuvent rendre des services d'investissement ou des services connexes, ou solliciter des mandats pour des services d'investissement ou des services connexes aux sociétés ou personnes ou autres entités mentionnées dans le présent document.

Le présent document a été préparé à l'intention des seuls clients du CIC et ses filiales. Il ne répond pas aux objectifs d'investissement, à la situation financière ou aux besoins particuliers de tout individu susceptible de le recevoir. Il est déconseillé de prendre une décision sur la seule foi de ce document. Les investisseurs devraient solliciter l'avis d'experts externes, notamment de conseillers financiers, de juristes, de fiscalistes, comptables ou autres spécialistes afin de s'assurer de l'adéquation des investissements avec leurs objectifs et leurs contraintes de gestion, et devraient comprendre que des opinions relatives aux perspectives futures peuvent ne pas se réaliser. Les investisseurs devraient noter que tout revenu provenant de ces titres peut fluctuer et que le cours des titres peut augmenter ou baisser. Ainsi, les investisseurs peuvent récupérer moins que leur investissement initial. Les performances passées ne présument en rien des performances futures. Les taux de change des devises peuvent avoir une incidence négative sur la valeur, le prix ou les revenus des titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. En outre, les investisseurs qui détiennent des titres comme les American Depositary Receipts (ADR), dont la valeur varie en fonction de la devise du titre sous-jacent, assument effectivement un risque de change.

Dans le cas où le présent document a été commandé par l'émetteur, cette information est mentionnée dans les potentiels conflits d'intérêts.

Cette recherche est destinée au seul usage interne du destinataire, sauf accord préalable du CIC.

Ce document est destiné aux clients classés « professionnels » ou « contrepartie éligible » au sens de la Directive 2014/65/UE (« MIF2 »). Si un particulier « non professionnel » au sens de la Directive susvisée venait à être en possession d'une analyse contenant une recommandation ou une valorisation d'un titre, il ne devra pas fonder son éventuelle décision d'investissement uniquement sur la base dudit document mais devra consulter ses propres conseils.

Le CIC et MM Warburg sont liées par un accord de coopération dans le domaine de la banque d'investissement, afin d'étendre la gamme de services offerts aux entreprises en Allemagne, en France et en Amérique du Nord. Cette coopération a débuté avec les services d'aide à la décision d'investissement et les activités d'intermédiation et de primaire actions.

Si vous avez reçu ce document par erreur, merci de le détruire ou de le signaler immédiatement à analyse-ms@cic.fr

Pour toutes informations supplémentaires ou disclaimer spécifique, connectez-vous au site Internet de CIC Market Solutions : www.cic-marketsolutions.eu