

Perspectives

Hebdomadaire – N°23/035 – 3 février 2023

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Les banques centrales ne lâchent pas	2
☞ France : le PIB résiste, l'inflation plafonne	3
☞ Zone euro : une croissance à peine positive du PIB au T4 2022 dont il ne faut pas trop se réjouir	4
☞ BCE : après un guidage de court terme, retour sur une action conditionnée par les données	5
☞ Allemagne : moins d'entreprises anticipent d'augmenter leurs prix.....	6
☞ Italie : l'inflation vers la fin du pic.....	7
☞ Portugal : le PIB est résilient au T4 2022	8
☞ BoE : « il est encore trop tôt pour crier victoire »	9
☞ En Asie du Sud, le grand espoir d'un redémarrage chinois.....	12
☞ Brésil : la détermination sans faille de la banque centrale.....	14
☞ Liban : une dévaluation en trompe-l'œil	16
☞ Tunisie : encore des mauvaises nouvelles.....	16
☞ L'Afrique sub-saharienne face à l'urgence alimentaire.....	17

Les banques centrales ne lâchent pas

Trois banques centrales-clés étaient, cette semaine, sous les radars : la Fed, la BoE et la BCE. Elles n'ont pas délivré de surprise majeure, se contentant de procéder à des hausses de taux en ligne avec les anticipations. Elles confirment que le pic de l'inflation est très probablement derrière nous, mais avertissent qu'il est encore tôt pour crier victoire. Elles n'ont pas opéré de changement notable dans leur guidage des anticipations, si ce n'est pour consolider le sentiment selon lequel le pic du resserrement monétaire était proche. L'incertitude reste significative et les empêche de s'engager prématurément sur une fin imminente du resserrement.

En annonçant une hausse de 25 points de base (après 50 en décembre) de la fourchette-cible du taux des *Fed funds* à [4,5%-4,75%], seule la Fed a ralenti, comme anticipé, son rythme de resserrement monétaire. Cette décision a été prise à l'unanimité. Le communiqué de la Fed a maintenu inchangé le guidage des anticipations indiquant que « plus de hausses de taux seraient appropriées ». Ce guidage reste plus agressif que ne l'anticipe le marché : ce dernier prévoit une seule hausse de taux après celle de février. Le communiqué de la Fed était donc sans ambiguïté *hawkish*.

Le ton du président de la Fed Jerome Powell, lors de la conférence de presse, a néanmoins surpris par sa clémence vis-à-vis des marchés. Certes, Powell a réitéré, d'une part, que deux hausses de taux étaient « dans les tuyaux » au cours des prochains mois et, d'autre part, que les taux devaient être maintenus à un niveau élevé pendant un moment. Même si le processus de désinflation est entamé, le risque d'une nouvelle remontée des prix demeure. En revanche, concernant les conditions financières, Powell n'a pas fait de déclaration susceptible de contrarier radicalement les anticipations *dovish* du marché. Il a même noté qu'il n'était pas trop préoccupé par la divergence entre la trajectoire des taux de la Fed envisagée par le marché et ses propres prévisions : un changement par rapport aux minutes de décembre qui faisaient état d'une certaine inquiétude quant à une mauvaise interprétation de la fonction de réaction de la Fed. Powell a reconnu que la trajectoire de la Fed pourrait changer si l'inflation venait à baisser plus rapidement ouvrant (timidement) la porte à un assouplissement plus précoce que prévu.

Notre scénario maintient une prévision de hausses supplémentaires de 25 points de base chacune en mars et mai pour un taux terminal avec une borne supérieure de 5,25 %. Cela serait conforme aux commentaires de la conférence de presse de Powell centrés sur deux hausses supplémentaires.

La BoE, confrontée à des risques de persistance de l'inflation plus prononcés qu'ailleurs (notamment en raison de conditions toujours très tendues sur le marché du travail) a relevé son taux directeur de 50 points de base à 4%. Elle a indiqué que d'autres hausses de taux seraient nécessaires si les risques haussiers sur l'inflation se matérialisent. La BoE, qui a entamé son resserrement avant les autres banques centrales, est donc probablement arrivée au terme de son resserrement, sous réserve que les signaux à venir du côté de l'inflation rassurent. Un grand « si », nous l'admettons.

La BCE a également décidé de relever ses taux de 50 points de base mais, à la différence de la BoE, elle a clairement affirmé envisager une hausse supplémentaire de 50 points de base avant de conditionner sa politique monétaire aux données futures.

Les marchés ont continué de bien se porter, saluant la communication de la Fed en y voyant probablement un biais en faveur de leurs propres anticipations plus *dovish*. À l'exception (normale) de l'Euribor 3 mois, tous les taux d'intérêt se sont sensiblement repliés. Hormis l'Espagne, les *spreads* des souverains de la zone euro par rapport au Bund se sont également resserrés. Les marchés plus risqués (crédit et actions des pays avancés ainsi que dette émergente) se sont bien comportés. Les marchés actions ont encore fortement progressé : le marché américain a comblé une partie du retard enregistré par rapport aux marchés européens. Son gain au cours de la semaine (près de 3% pour le S&P 500) lui permet désormais d'afficher, depuis le début de l'année, une performance un peu inférieure à celle (atomique) du marché européen (10% pour l'Eurostoxx 50). Les grandes devises ont évolué au gré de la sévérité de leurs banques centrales respectives : l'euro s'est donc apprécié contre le dollar et contre la livre britannique.

Zone euro

France : le PIB résiste, l'inflation plafonne

La croissance a résisté en fin d'année, le PIB progresse de 0,1% au T4 par rapport au trimestre précédent, après +0,2% au T2. Sur l'ensemble de l'année 2022, la croissance atteint ainsi 2,6%, en ligne avec nos dernières prévisions.

Au niveau domestique, nous observons un net freinage de la demande. La consommation des ménages recule de 0,9% sur le trimestre. L'inflation pèse sur la consommation alimentaire. La consommation d'énergie est également en baisse du fait d'une conjonction de facteurs : grève dans les raffineries, efforts de sobriété énergétique et températures relativement douces en fin d'année.

L'investissement ralentit également, mais progresse encore de 0,8% sur le trimestre. En détail, l'investissement des sociétés non financières progresse encore de 1,2% (après +3,8% au T3), tandis que l'investissement des ménages recule légèrement.

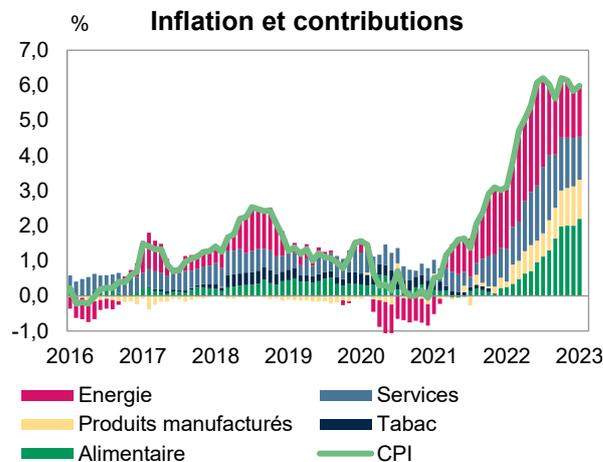
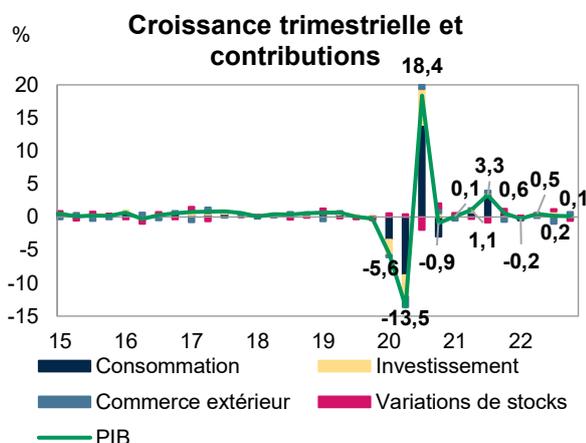
En lien avec le ralentissement de la consommation, le commerce extérieur contribue positivement à la croissance à hauteur de 0,6 point. Les importations ont reculé plus rapidement que les exportations

(respectivement -1,9% et -0,3%) pénalisées en particulier par la chute des importations d'hydrocarbures (pétrole et gaz).

Enfin, les variations de stocks contribuent négativement à la croissance à hauteur de 0,2 point.

Dans l'ensemble, en 2022, la croissance a été portée par un solide effet d'acquis hérité du second semestre 2021 où la consommation des ménages avait fortement progressé. Malgré la remontée des taux d'intérêt, l'investissement des sociétés financières est également resté très dynamique et dépasse désormais nettement son niveau d'avant-pandémie.

L'inflation semble se stabiliser à un niveau élevé depuis plusieurs mois et atteint 6,0% sur un an en janvier (après 5,9% en décembre). Les prix de l'énergie repartent à la hausse mais c'est à nouveau l'évolution des prix des biens alimentaires qui contribue le plus fortement à l'inflation. Les biens alimentaires représentent en effet 16% du panier de consommation des ménages et leurs prix progressent de 13,2% sur un an en janvier.



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO.

Notre opinion – La croissance du PIB à +0,1% au T4 est légèrement plus favorable que notre prévision d'une croissance nulle. En fin d'année 2022, l'acquis de croissance pour 2023 est de +0,3%, un chiffre égal à notre prévision pour 2023, qui pourrait donc être légèrement revue à la hausse si l'économie continue de résister en début d'année. Néanmoins, cette première estimation de croissance pour le T4 2022 ne remet pas en cause notre scénario. La croissance légèrement positive en fin d'année éloigne le risque d'une récession technique (deux trimestres consécutifs de contraction du PIB), mais un recul du PIB n'est pas exclu au premier trimestre. En effet, l'inflation devrait atteindre son pic en début d'année et probablement au mois de février avec la hausse de 15% des tarifs réglementés du gaz et de l'électricité. Toutefois, la croissance des prix, notamment alimentaires, restera élevée et pèsera sur la consommation au cours des prochains mois.

Zone euro : une croissance à peine positive du PIB au T4 2022 dont il ne faut pas trop se réjouir

La première estimation de la croissance du PIB de la zone euro au T4 2022 à 0,1% sur le trimestre se situe au-dessus de notre prévision de -0,3%. Parmi les pays dont la croissance est connue au T4, elle a été positive et supérieure à nos prévisions en France (+0,1%, contre 0% prévu), en Espagne (+0,2%, contre -0,2% prévu) et en Irlande (+3,5%, contre -1,1% prévu). En Allemagne, la contraction a été moins importante que prévu (-0,2%, contre -0,6% prévu), tandis qu'en Italie elle est en ligne avec nos prévisions (-0,1%). Un repli plus important que prévu a été enregistré en Autriche (-0,7%, contre -0,4%).

La forte croissance trimestrielle en Irlande rajoute à elle seule 0,1 point de croissance à la zone et est probablement imputable à une forte hausse de l'investissement en biens intangibles qui a déjà fortement soutenu la croissance irlandaise au T3. Sans cet effet, la croissance de la zone euro aurait été nulle.

En dépit d'une croissance encore soutenue en moyenne annuelle (3,5% après 5,3% en 2021), le ralentissement de l'activité au cours de l'année 2022 est assez brutal en rythme annuel, passant de 5,5% au T1 à 1,9% au T4. L'acquis de croissance laissé à la croissance de 2023 est néanmoins positif à 0,5%.

C'est surtout la demande intérieure qui s'affaiblit, avec une contribution négative à la croissance dans toutes les grandes économies de la zone. La consommation des ménages est en forte contraction un peu partout : en France (-0,9% sur le trimestre), en Espagne (-1,7% après deux trimestres très

vigoureux), en Autriche (-2,4%) et en Allemagne. Si la progression de l'investissement se poursuit en France (+0,8%) et en Autriche (+2,4%), elle s'arrête brutalement en Espagne (-3,8%).

Si la croissance du PIB s'est maintenue positive c'est donc grâce à la contribution positive des exportations nettes et ce malgré le repli des flux exportés. En effet, la contraction des importations a été davantage marquée, résultat à la fois d'une normalisation des achats de gaz qui avaient poussé à la hausse les importations de biens au cours de l'été, mais aussi d'une moindre sollicitation de tous les autres biens importés par une demande domestique plus faible.

La contribution des stocks serait encore positive au T4, résultat principalement d'une forte accumulation en Espagne, tandis que des réductions de stocks sont en cours ailleurs et signalés par les enquêtes pour l'ensemble de la zone. Au prochain trimestre, la croissance du PIB ne pourra pas s'appuyer autant sur la contribution de stocks, ni sur la baisse des importations et devra trouver d'autres ressorts pour maintenir un rythme positif.

Néanmoins, les premiers signaux envoyés par les enquêtes au mois de janvier confirment une reprise de l'activité faisant ainsi peser un risque à la hausse sur notre prévision de contraction du PIB (-0,3%) au T1 2023. L'acquis de croissance positif de 0,5% demande une contraction plus marquée que celle que nous avons inscrit pour permettre à notre prévision de croissance du PIB pour 2023 à 0,1% en moyenne annuelle de se réaliser.

✓ Notre opinion – Les données publiées cette semaine envoient un message plutôt positif pour la zone euro. L'activité de la zone a échappé à une contraction en fin d'année, les enquêtes signalent un retour à la croissance en janvier et l'affaiblissement de la demande globale exerce un impact désinflationniste sur les prix qui devient visible. Mais la résilience de la zone euro pourrait-être en trompe-l'œil, si on considère l'affaiblissement de la demande intérieure et le rôle joué par l'ajustement des importations au choc gazier.

Alors, peut-on véritablement situer le creux de l'activité au mois d'octobre comme indiqué par les enquêtes PMI ? Une lecture attentive de celles-ci nous apprend que si l'indice composite de la zone retrouve un niveau compatible avec une expansion de l'activité pour la première fois depuis six mois, les deux grandes économies de la zone Allemagne et France sont encore en phase de contraction à la fois dans l'industrie et dans les services. Ce sont l'Italie et l'Espagne qui font état d'une plus forte reprise de l'activité. Dans l'ensemble de la zone, l'amélioration est également partagée par l'industrie et les services, bien que seule la croissance dans le secteur des services soit de nouveau positive, tandis que le secteur manufacturier est encore en contraction, mais à un moindre rythme.

C'est surtout l'effet de normalisation des chaînes de production, qui est évident depuis quelques mois, avec le retour au niveau pré-Covid des délais de livraison. Elle se traduit par une réduction de la demande d'achats avec une moindre reconstitution des stocks à la fois d'intrants et de produits finis, mais le ratio ordre sur stocks reste favorable à une remontée de la production future. La baisse des nouvelles affaires ralentit et les perspectives d'activité à un an se sont améliorées. La normalisation des conditions des chaînes de production a un effet certain sur l'inflation : la hausse des prix des intrants est la plus faible depuis octobre 2020 dans l'industrie et elle se modère aussi dans les services. Cela n'empêche pas l'accélération des prix de vente, avec des répercussions des hausses passées et une volonté de reconstitution des marges, signe que les effets de second tour ne sont pas arrivés au but de leur déploiement.

C'est aussi ce que nous dit la première estimation de l'inflation en janvier. La baisse de l'inflation est supérieure aux attentes (à 8,5% sur un an, après 9,2% en décembre). Elle est principalement tirée par la baisse de l'inflation énergétique (17,2%, après 25,5%) et des services (4,2%, après 4,4%) tandis qu'elle demeure en hausse pour les biens (6,9%, après 6,4%) et l'alimentaire (14,1%, après 13,8%). Il en résulte une stabilisation de l'inflation sous-jacente à un niveau élevé (5,2%) qui invite à ne pas crier victoire trop tôt. Il est évident que le transfert des hausses passées de l'inflation de l'énergie est en cours et qu'il durera encore quelques mois. Il est bien pris en compte par le rythme annuel de croissance des prix et bien visible sur les biens et l'alimentaire. Mais à ce stade il est sensé aussi de scruter les variations mensuelles qui sont capables de mieux nous informer sur les évolutions les plus récentes. Elles nous signalent une baisse des prix généralisée à tous les composants de l'indice, à l'exception des produits alimentaires et d'autant plus marquée pour les biens industriels non énergétiques. Le changement de la pondération des composants qui intervient en début d'année peut avoir renforcé la baisse de l'inflation (d'environ 0,1 point), puisque ce sont surtout les pondérations de l'énergie et des biens alimentaires qui ont été réduites.

La dynamique de baisse de l'inflation n'est pas commune à tous les pays. Elle est assez marquée en Italie, aux Pays-Bas, en Belgique et au Portugal, tandis que l'inflation s'est renforcée en France et en Espagne. C'est le résultat surtout des différentes dynamiques des prix régulés de l'énergie et des modalités et délais de répercussion des hausses des prix du gaz de gros sur les prix au détail. L'inflation allemande de janvier n'est pas encore disponible et pourrait donner lieu à une révision de celle de la zone, si elle se révélait très différente du 9% que l'on peut extrapoler de l'estimation agrégée.

L'économie de la zone euro reste donc sur une crête fragile qui invite à la prudence dans l'interprétation de l'ensemble de ces signaux plus positifs.

BCE : après un guidage de court terme, retour sur une action conditionnée par les données

La BCE a augmenté les trois taux d'intérêt directeurs de 50 points de base (pb) portant les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt, à respectivement 3,00%, 3,25% et 2,50%.

La BCE réitère son guidage des anticipations à court terme dépoussiéré lors de la réunion de décembre 2022. Elle affirme vouloir relever, de nouveau, les taux d'intérêt de 50 pb lors de la prochaine réunion de politique monétaire, en mars.

En revanche, l'horizon du guidage s'arrête à cette échéance et, à partir de cette date, la politique redeviendra plus dépendante des données.

La tonalité est moins agressive et laisse désormais planer le doute sur la volonté affichée en décembre d'augmenter sensiblement les taux à un rythme régulier, « un rythme de 50 pb de hausse pour un certain temps ». C'est bien cette tonalité qui nous avait conduit à réviser nos prévisions de taux et à anticiper trois nouvelles hausses de 50 pb (dont une en janvier) et une de 25 pb conduisant le taux de dépôt à 3,75% et le taux de refinancement à 4,25%. Un risque baissier pèse désormais sur cette prévision.

À l'origine de ce revirement d'attitude : un rééquilibrage des risques. Les risques baissiers pesant sur la croissance sont encore dominés par l'affaiblissement de la demande mondiale et la forte incertitude géopolitique ; mais la normalisation des conditions des chaînes de production et l'offre

sécurisée de gaz pour l'Europe à court terme réduisent le risque pour la zone euro.

Sur le front de l'inflation, les risques sont aussi plus équilibrés. La chute des prix de l'énergie allège le principal risque à court terme ; il demeure cependant très sensible à la réouverture de l'économie chinoise et à la libération de sa demande. L'ampleur de la diffusion des hausses passées sur l'ensemble des prix reste inconnue, ainsi que leur répercussion sur les salaires. Ces deux effets constituent encore aux yeux de la BCE les principaux facteurs de risque sur l'inflation.

La BCE est aussi confortée par le fait que son action sur les taux directeurs commence à se transmettre tout au long de la courbe des taux et à toucher l'activité. La dernière enquête BLS montre que les prêts bancaires aux entreprises ont fortement ralenti ces derniers mois. Cela s'explique en partie par la baisse des besoins de financement des stocks, liée à la normalisation des chaînes de valeur. Mais cela reflète également l'affaiblissement de la demande de prêts pour financer les investissements des entreprises. Les emprunts des ménages ont également continué de faiblir, reflétant la hausse des taux débiteurs, le resserrement des critères d'octroi de crédit et une forte baisse de la demande de prêts hypothécaires. Avec une politique monétaire qui commence à « mordre », le temps est peut-être venu pour une attitude plus prudente dans l'attente d'analyser le plein déploiement de ses effets sur l'économie réelle et l'inflation.

Notre opinion – En dépit de ce signal un peu plus attentiste, la BCE a affirmé qu'elle « continuera d'augmenter sensiblement les taux d'intérêt à un rythme régulier et de les maintenir à des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation vers son objectif de 2 % à moyen terme ». Sa préoccupation principale reste d'éviter le risque d'un glissement à la hausse persistant des anticipations d'inflation. Or, la dernière enquête auprès des prévisionnistes professionnels (SPF) indique que les anticipations d'inflation à long terme (2027) à la fois pour l'inflation totale et l'inflation sous-jacente restent ancrées à la cible d'inflation de la BCE et ont été révisées à la baisse, en dépit d'une révision à la hausse pour 2023 et 2024.

Allemagne : moins d'entreprises anticipent d'augmenter leurs prix

L'enquête sur les anticipations de prix de vente à trois mois dans les entreprises révèle que celles-ci sont moins nombreuses à anticiper une hausse des prix dans les tout prochains mois. En effet, le pourcentage d'entreprises déclarant vouloir augmenter leurs prix dans les trois mois s'est tassé à 35,4% au mois de janvier, contre 40,1% en décembre. Cette tendance s'observe globalement dans l'ensemble des secteurs sondés que ce soit dans l'industrie, les services, la construction ou les activités de vente au détail, laissant présager que le pic d'inflation pourrait être définitivement dépassé.

Dans le secteur de la vente au détail, les attentes sur les prix restent encore élevées et ne se réduisent que graduellement, notamment sur les ventes de produits alimentaires (85% des entreprises sondées estiment encore devoir augmenter leurs prix d'ici à trois mois). Dans les activités de services, les prix attendus dans l'hôtellerie et les agences de voyages continueraient néanmoins d'augmenter encore quelque temps. Dans l'industrie, les anticipations de prix ont diminué dans une grande partie des branches, mais restent encore élevée dans la fabrication de boissons et la production

d'équipements électriques. Les entreprises à forte consommation d'énergie ont bénéficié de la baisse observée depuis cet été du prix de gros du gaz, ainsi que de celle des prix du pétrole et de l'électricité. Elles sont donc partiellement rassurées quant à une éventuelle envolée des prix énergétiques une fois la période hivernale passée.

Allemagne : anticipations de prix des entreprises



Sources : Ifo, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Les anticipations de prix de vente des entreprises indiquent une nette diminution du pourcentage des entreprises prévoyant d'augmenter leur prix de vente dans les trois mois à venir. Même si l'inflation restait encore élevée dans les prochains mois, ce signal conforterait l'idée d'un dégonflement progressif, mais néanmoins entamé du processus inflationniste.

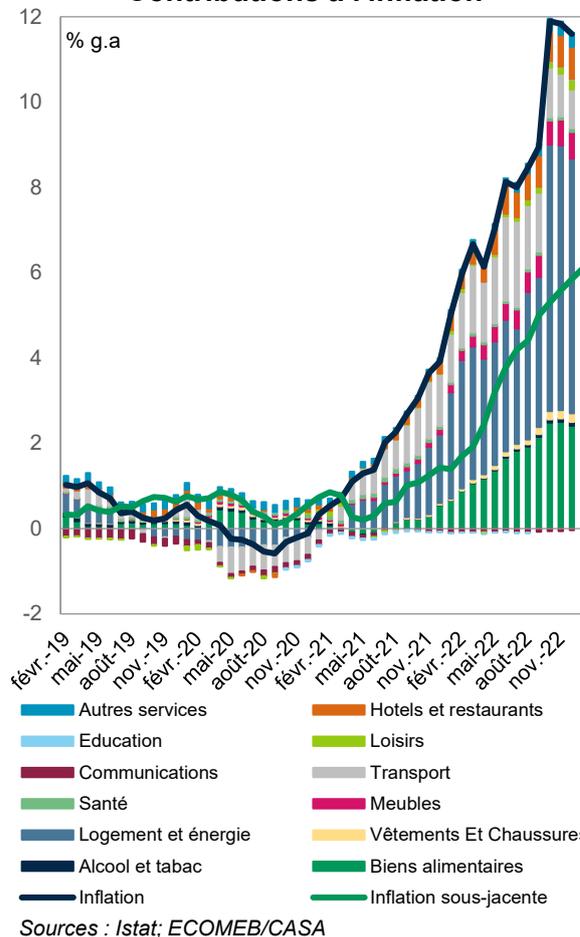
Italie : l'inflation vers la fin du pic

La baisse du prix du gaz et de l'électricité observée ces derniers mois se reflète dans les données d'inflation. Le niveau général des prix a ralenti, passant de +11,6% en décembre à +10,1% en janvier 2023. Ce ralentissement est principalement dû à la baisse des prix des biens énergétiques réglementés, qui sont passés de +70,2% en décembre à -10,9% en janvier. Les prix de l'électricité sur le marché réglementé ont baissé de -18,0%, soit une croissance annuelle de +6,3%. Les prix du gaz de ville et du gaz naturel ont quant à eux reculé de -33,3% depuis décembre et de -30,6% par rapport à janvier 2022. La transmission de la baisse des prix sur le marché libre devrait intervenir plus tardivement. La baisse de l'inflation des biens énergétiques non réglementés (de +63,3% à +59,6%) a été moins marquée. Les prix de l'électricité sur le marché libre ont baissé de -9,6% depuis décembre, passant de +219,3% à +174,7%. Tandis que le prix du gaz de ville sur le marché libre a ralenti par rapport à son pic de l'année dernière, passant de +134,9% en décembre à +117,9% en janvier. Cependant, les prix de l'énergie pour le transport ont augmenté, le gazole progressant de +4,6% et l'essence de +5,8%.

Les prix des produits alimentaires non transformés ont également ralenti, passant de +9,5% en décembre à +8,0% en janvier, en raison de la baisse marquée des prix des légumes frais ou réfrigérés (-1,1%). Les prix des produits alimentaires transformés ont accéléré, passant de +14,9% à +15,2% en janvier. Les catégories les moins volatiles semblent toujours soumises à des pressions inflationnistes, avec une hausse des prix des biens non durables (de +6,1% à +6,8%) et des services liés au logement (de +2,1% à +3,2%). L'inflation sous-jacente a légèrement accéléré,

passant de +5,8% en décembre à +6,0% en janvier, tandis que l'inflation hors énergie est restée stable à +6,2%. L'inflation en 2023 est de +5,3% pour l'indice général et de +3,2% pour la composante core.

Contributions à l'inflation



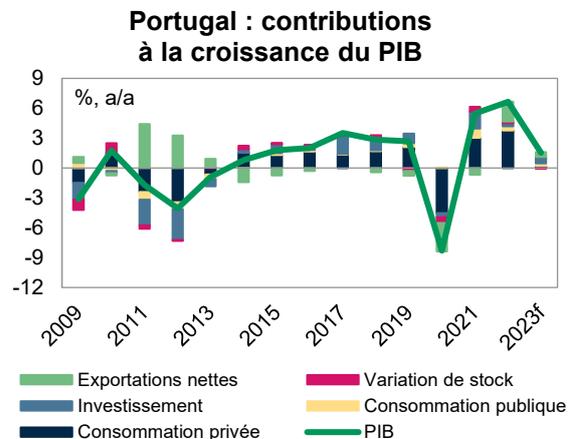
Notre opinion – En résumé, l'inflation a connu une faible progression en janvier (+0,2%), en raison principalement du ralentissement de l'impact énergétique. Les conditions climatiques plus clémentes et une baisse de la consommation de gaz ont entraîné une stabilisation de son prix, les mesures mises en place par l'Arera permettant une répercussion rapide des baisses sur les consommateurs. Cependant, cette répercussion devrait être moins rapide sur le marché libre. La progression de l'inflation sous-jacente est principalement due à des effets de second tour liés à la hausse des coûts de transport, plutôt qu'à une hausse significative des prix des biens. Les prix des biens ont augmenté de +0,5% sur un mois (de +5,2% à +5,3% sur un an), tandis que les prix des services ont augmenté de +0,4% (soit une inflation de +4,2% en janvier).

 **Portugal : le PIB est résilient au T4 2022**

Le PIB portugais, a augmenté de 0,2% sur le trimestre (après 0,4% au T3), un ralentissement expliqué par une moindre contribution positive de la demande intérieure, tandis que la contribution de la demande extérieure nette est restée légèrement négative.

En rythme annuel, l'activité a progressé de 3,1%, marquant ainsi une décélération par rapport au rythme du T3 (4,9%). La contribution de la demande intérieure au taux de croissance annuel du PIB a diminué au quatrième trimestre, avec une décélération de la consommation privée et une baisse de l'investissement. La contribution positive de la demande extérieure nette a également diminué, les exportations de biens et services en volume ralentissant plus fortement que les importations. On observe une dégradation des termes de l'échange en glissement annuel, moins intense néanmoins que celle observée depuis le T2

2021, en raison de la décélération plus prononcée du déflateur des importations que celle des exportations.



Notre opinion – En 2022, le PIB a progressé de 6,7%, en volume, la plus forte croissance depuis 1987, après la croissance de 5,5% en 2021 qui a suivi la baisse historique de 8,3% en 2020, dans le contexte des effets néfastes de la pandémie sur l'activité économique. La demande intérieure a présenté une contribution positive significative à la croissance annuelle du PIB, mais inférieure à celle observée l'année précédente. La contribution de la demande extérieure nette est redevenue positive en 2022, avec une accélération en volume des exportations de biens et services et une décélération des importations.

Un ralentissement considérable de l'activité économique est attendu en 2023. Aux signes d'épuisement de l'épargne des ménages, indispensable pour faire face à la hausse des prix, s'ajoutent la hausse des coûts de financement et l'affaiblissement de l'activité chez les principaux partenaires commerciaux du Portugal. Nos prévisions de croissance pour l'année en cours s'affichent à 1,5% en moyenne annuelle.

Royaume-Uni

BoE : « il est encore trop tôt pour crier victoire »

À la différence de la Fed, la BoE n'a pas ralenti son resserrement

La banque centrale d'Angleterre (BoE) a relevé son taux directeur de 50 points de base (pdb) à 4% à l'issue de sa réunion de politique monétaire du 1^{er} février, en ligne avec les anticipations du consensus et les nôtres. La BoE a ainsi maintenu le même rythme de resserrement qu'en décembre, sur fond de pressions inflationnistes jugées plus fortes que prévu et une activité économique plus résiliente qu'anticipé. Le comité de politique monétaire (MPC) est resté divisé, avec une partie des membres qui aurait préféré le *statu quo*. Ainsi, sept membres ont voté pour la décision et deux, Swati Dhingra et Silvana Tenreyro, ont voté contre, étant en faveur du maintien du taux directeur à 3,5%. Catherine L. Mann a cessé de voter pour une hausse de 75 pdb et a rejoint la majorité. Le résultat des votes reflète donc une orientation légèrement plus *dovish* des préférences au sein du MPC.

Une nouvelle *forward guidance* moins agressive

La BoE a publié une *forward guidance* plus conditionnelle : « s'il devait y avoir des preuves de pressions plus persistantes, alors un nouveau resserrement de la politique monétaire serait nécessaire. » Dans sa *forward guidance* précédente, elle indiquait que « plus de hausses de taux pourraient être nécessaires » si l'économie se développait comme prévu, tout en s'engageant à « répondre avec force » si les pressions inflationnistes venaient à persister. Cette dernière mention « répondre avec force » ne figure plus dans les « minutes » de février.

Par conséquent, la nouvelle *forward guidance* conditionne plus clairement toute hausse de taux future à des signes de persistance des pressions inflationnistes. Pour cela, la BoE envisage de concentrer son attention sur le développement des conditions sur le marché du travail, l'évolution de la croissance des salaires et l'inflation dans les services. Nous interprétons cela comme un signal : si des hausses de taux devaient être opérées dans les prochains mois, ce serait dans les cas où ces risques venaient à se matérialiser et elles seraient de l'ordre de 25 pdb (plutôt que de 50 ou de 75 pdb comme lors des derniers mois).

Les pressions inflationnistes domestiques ont été « beaucoup plus fortes que prévu »

La BoE reconnaît que le pic de l'inflation semble bel et bien passé, au niveau mondial comme au Royaume-Uni. En revanche, la banque centrale demeure inquiète de la dynamique des pressions inflationnistes domestiques et du risque de persistance de l'inflation sous-jacente. Le taux d'inflation

dans les services s'inscrit en hausse. La BoE note qu'il a été « beaucoup plus fort que prévu », tout comme la croissance des salaires. Et pour cause : les conditions sur le marché du travail sont toujours très tendues, bien que la croissance de l'emploi ait ralenti et que les postes vacants aient baissé depuis des niveaux records. La croissance des salaires dans le privé ne faiblit pas. À 7% sur les trois mois à fin novembre, elle se situe 0,7% au-dessus de la prévision de la BoE de novembre. Les anticipations d'inflation baissent légèrement depuis leurs pics récents mais restent élevées.

Le MPC reste très attentif à ces indicateurs et indique que si les pressions sur l'inflation sous-jacente persistaient, « davantage de resserrement serait nécessaire ». La majorité du MPC continue de juger que les risques sur l'inflation sont « significativement orientés à la hausse », en raison notamment de la possibilité de persistance des comportements de fixation de prix et des salaires ainsi que des risques haussiers dans ses hypothèses de prix de l'énergie.

La BoE signale donc qu'elle va continuer d'ajuster son taux directeur, si cela est nécessaire pour ramener l'inflation à la cible de 2% de manière soutenable à moyen terme.

Une récession est toujours en vue mais serait plus légère

La BoE a révisé à la hausse ses prévisions de croissance. Elle note que l'activité économique a été plus résiliente que prévu et a révisé à la hausse sa prévision pour le T4-2022 à +0,1% en variation trimestrielle. En revanche, pour le T1-2023 la prévision s'établit à -0,1%. Une stagnation donc au tournant de l'année plutôt qu'une contraction.

Pour 2023, la BoE anticipe toujours une récession, mais plus courte et moins sévère. Le PIB reculerait de 0,5% en moyenne annuelle, contre -1,5% prévu en novembre, suivi par une croissance annuelle de -0,3% en 2024 (contre -1% précédemment). La consommation des ménages connaîtrait une contraction de 0,5% en 2023, au lieu de -1% prévu en novembre.

Trois facteurs expliquent ces perspectives moins dégradées : la baisse des prix de l'énergie, et donc une moindre pression sur les finances des ménages, des anticipations de taux directeur plus faibles par les marchés et des prévisions plus positives pour le marché du travail.

✓ Les prix du gaz et du pétrole ont baissé fortement depuis novembre et la courbe des *futures* de gaz s'inscrit également en baisse. La BoE fait l'hypothèse qu'à partir du T3-2023 le plafond des prix de l'énergie mis en place par le gouvernement

(3 000 £/an pour le ménage moyen) ne s'appliquera plus et que les tarifs seront inférieurs à ce plafond. Les prix de l'énergie restent toutefois historiquement élevés et continueront de peser sur l'activité au cours de la première moitié de la période de prévision.

- ✓ Les anticipations de marché se sont fortement ajustées à la baisse depuis novembre. Ils voient un pic du taux directeur à 4,5% mi-2023, contre 5,25% en novembre, suivi par des réductions ramenant le taux directeur à 3,25% fin 2025. Quant à notre scénario, il est moins agressif, tablant sur une stabilité du taux à 4% à partir de maintenant et jusqu'au T2-2024, suivie par trois baisses de taux courant 2024.
- ✓ Le marché du travail a continué de surprendre positivement avec une croissance des salaires plus forte que prévu. La BoE a abaissé ses prévisions de taux de chômage à 4,3% fin 2023 et à 4,8% fin 2024 (contre 4,9% et 5,9% précédemment).

Une inflation légèrement plus élevée à moyen terme, mais toujours inférieure à la cible...

La BoE anticipe toujours une forte baisse de l'inflation dans les prochains mois, en grande partie grâce à des effets de base favorables (sortie du calcul du glissement annuel des fortes hausses des prix de l'énergie et des autres biens de l'année dernière). Sous l'hypothèse que le taux directeur suit les anticipations de marché, les prévisions de la BoE incluses dans le rapport de politique monétaire de février tablent sur une inflation CPI qui se replie vers 8% à la mi-2023. L'inflation CPI atteindrait 3,9% en fin d'année (contre 5,2% prévu en novembre) et 1,4% fin 2024 (inchangé). L'inflation plonge fortement en-dessous de la cible dès l'été 2024, sous

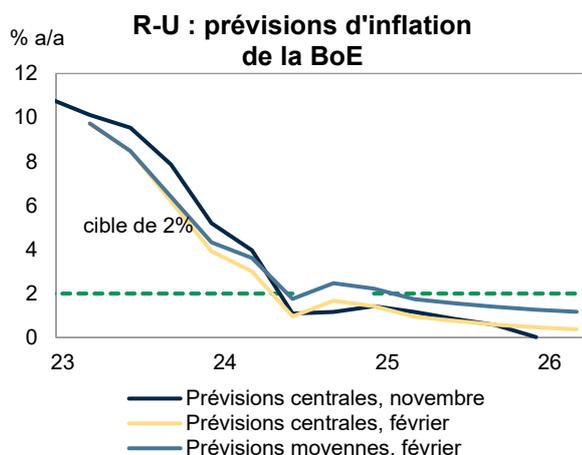
l'effet combiné de la dissipation des chocs globaux sur les prix des matières premières et de l'apparition de capacités non utilisées sur le plan domestique (*output gap* devenant négatif à partir du T2-2023). La croissance des salaires dans le secteur privé reste élevée à court terme, mais s'inscrit en baisse à partir du printemps vers 5% en fin d'année (7% actuellement).

Pour le moyen terme, les perspectives de croissance meilleures conduisent à une prévision d'inflation proche de 0,4-0,5% contre 0% en novembre. Un *output gap* moins négatif que prévu précédemment (-0,8% et -1,8% pour 2023 et 2024 respectivement, tous les deux révisés à la baisse de 1 point par rapport à novembre) compense les effets de la baisse des prix de l'énergie et de l'appréciation de la livre sur l'inflation importée.

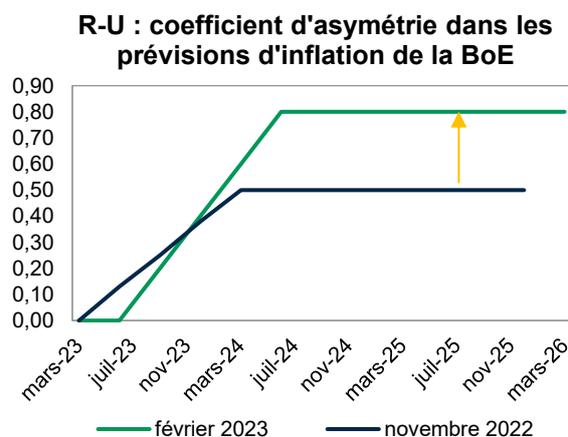
... même en prenant en compte des risques haussiers records

La BoE insiste fortement sur les risques haussiers qui entourent ses prévisions d'inflation. Selon la majorité du MPC, ils sont « à la fois larges et asymétriques, avec un penchant en faveur d'une plus grande persistance ». Cela justifie de relativiser les projections d'inflation à moyen terme et d'accorder plus d'importance à la vigueur des données sur le marché du travail et d'inflation.

Les estimations de la BoE montrent un coefficient d'asymétrie (« *skewness* ») historiquement record (0,80) et révisé à la hausse par rapport aux estimations de novembre (0,50). La prévision moyenne de l'inflation qui tient compte de ce « biais » est ainsi bien plus élevée que la prévision centrale : 1,2% à l'horizon de trois ans, contre 0,4% pour l'inflation centrale. Elle est toutefois toujours bien inférieure à la cible de 2% de la BoE.



Source : BoE Monetary Policy Reports, Crédit Agricole S.A.



Source : BoE Monetary Policy Reports, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion** – Notre scénario de janvier table sur l'arrêt du resserrement monétaire à partir de la réunion de février et le maintien du taux directeur à 4% jusqu'au T2-2024, suivi par trois baisses de taux en 2025 en raison d'une inflation qui devrait être alors bien inférieure à la cible. La BoE pourrait encore monter ses taux en mars (probablement de 25 points de base), notamment si les pressions inflationnistes restent élevées, mais nous pensons que le cycle de resserrement est proche de sa fin. Les nouvelles prévisions de la BoE restent dovish, malgré des révisions à la hausse et les risques haussiers records sur lesquels elle insiste.

En effet, malgré des perspectives meilleures de croissance, d'output gap, de marché du travail, de salaires, et des révisions à la baisse des anticipations de marché pour le taux directeur, la BoE prévoit toujours une inflation inférieure à sa cible à moyen terme, même en tenant compte des risques. Les perspectives d'activité tablent toujours sur une récession et une hausse du taux de chômage. Mis à part les effets de base très puissants cette année qui permettent une chute significative de l'inflation, l'output gap exerce des pressions négatives sur l'inflation suffisamment fortes tout au long de la période de prévision pour maintenir l'inflation sur une trajectoire baissière à moyen terme.

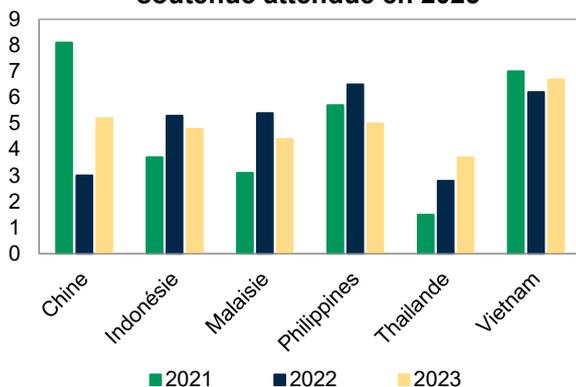
Pays émergents

Asie

En Asie du Sud, le grand espoir d'un redémarrage chinois

L'Asie du sud devrait retrouver sa place de région la plus dynamique en 2023, après une année 2022 de croissance plutôt solide, mais toujours marquée par quelques déséquilibres. La croissance moyenne de l'Asean-5 (Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande, Singapour) devrait ainsi atteindre 5,2% en 2023, selon les dernières prévisions du FMI.

Asie du Sud : une croissance soutenue attendue en 2023



Sources : FMI, Crédit Agricole S.A/ECO

Trois facteurs principaux pourraient cependant venir accélérer ou au contraire ralentir cette trajectoire de croissance.

La croissance chinoise...

... Et surtout le niveau de consommation des ménages. Les économies d'Asie du Sud, très ouvertes, sont doublement exposées à la Chine et auraient beaucoup à gagner de la libération d'une partie de l'épargne (qui atteignait 2 200 milliards de dollars en 2022, contre 1 500 milliards en 2021) accumulée au cours de l'année.

Elles espèrent déjà bénéficier de la réouverture des frontières et du retour des touristes chinois, qui figuraient en haut du classement des nationalités des visiteurs, en particulier en Thaïlande (11 millions de touristes en 2019, soit 28% du total), au Vietnam (6 millions, soit 32% du total) ou aux Philippines (2 millions, soit 20% du total). En janvier, le nombre de vols vers ces destinations restait encore très limité et représentait à peine 10% de l'offre pré-crise. Les voyages de groupe, forme généralement prisée par les touristes chinois, ont de nouveau été autorisés vers vingt pays, dont ceux d'Asie du Sud, à l'exception du Vietnam.

Si l'on se fie aux comportements des ménages coréens et japonais, autres grands voyageurs de la zone, qui ont aussi été longtemps entravés dans leurs déplacements en raison de la crise sanitaire, la normalisation prendra cependant du temps : le

nombre de touristes coréens et japonais atteignait en fin d'année respectivement 50% et 25% de son niveau pré-pandémique. Et bien que la demande de billets d'avion soit forte, en raison de la rareté des vols, les touristes chinois qui se déplaçaient avant la pandémie sont également moins de 40% à déclarer être prêts à voyager à l'international dans les six prochains mois.

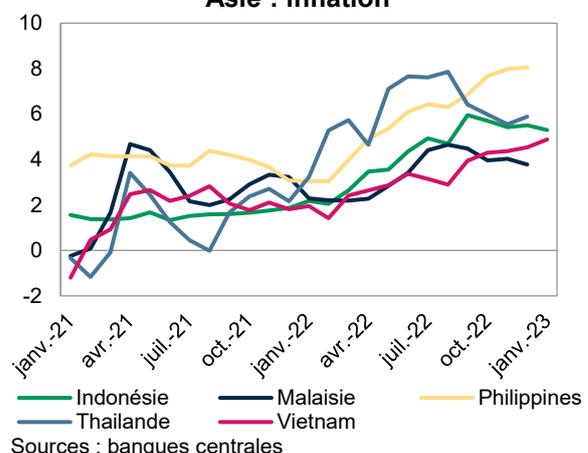
Deuxième source d'espoir, le redémarrage de la consommation privée chinoise, qui pourrait venir compenser le ralentissement attendu du côté des pays occidentaux, dans lesquels la demande en biens a déjà ralenti. Très intégrées dans les chaînes de valeur régionales, les économies de l'Asean ont profité du boom des exportations chinoises en 2021 et 2022. Dans les deux pays les plus exposés (Vietnam et Malaisie), le commerce vers la Chine représente ainsi respectivement 15,3% et 12,4% du PIB.

Mais si les ventes au détail ont effectivement nettement ralenti en Chine ces trois dernières années, c'est surtout le secteur des services qui a pâti des restrictions sanitaires. De plus, l'accélération de la consommation de biens reste conditionnée à l'amélioration de l'indice de confiance des consommateurs, toujours à un niveau historiquement bas, et à celle du chômage des jeunes, qui dépassait encore 17% en décembre 2022.

Les prix des matières premières

À l'exception de la Malaisie, seul pays exportateur net de pétrole, les pays de l'Asean sont très dépendants du pétrole, ce qui a eu pour double conséquence négative d'alimenter l'inflation et de déséquilibrer les balances commerciales en 2022.

Asie : inflation



Sources : banques centrales

Et si les pays d'Asie du sud ont en relatif moins souffert de la hausse des prix que d'autres zones, c'est aussi parce que des politiques de subvention (notamment aux carburants) avaient été mises en place dans certains pays en 2022 (Indonésie, Thaïlande). Elles ont cependant été abandonnées en raison de leur coût, le niveau des déficits publics ayant, comme partout, nettement augmenté avec la crise et se situant toujours autour de 5% du PIB en moyenne en 2022. Les pays comme l'Indonésie, engagés dans des processus de consolidation ambitieux – l'Indonésie a inscrit une règle d'or budgétaire dans sa Constitution et vise à repasser sous les 3% du PIB de déficit en 2023 – n'auraient ainsi plus les moyens de compenser la hausse du prix du pétrole, si jamais ce dernier venait à atteindre de nouveau les niveaux observés début 2022.

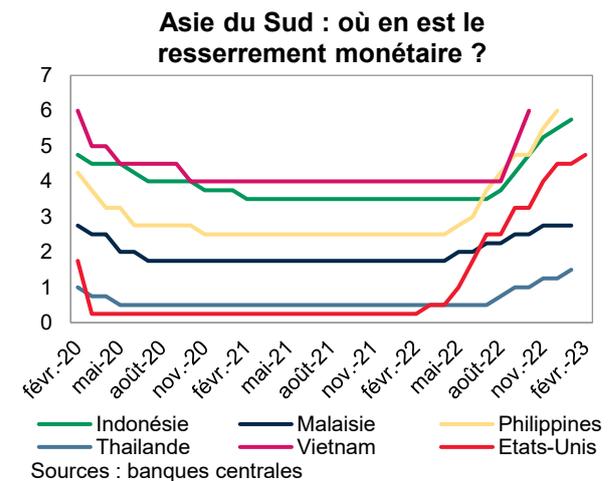
Des pays comme les Philippines ou la Thaïlande, qui avaient vu leur balance courante se dégrader nettement en 2022, comptent ainsi sur un triple effet de reprise du tourisme, accélération de la demande chinoise et stabilisation des cours des matières premières pour voir leurs comptes extérieurs se rééquilibrer. L'Indonésie, certes importatrice de pétrole mais productrice de matières premières (charbon, métaux, huile de palme), et la Malaisie productrice de pétrole, ont quant à elles encore à gagner du maintien des cours à un niveau élevé.

La politique monétaire américaine

C'est peut-être là que se situe la principale source de vulnérabilité à court terme des pays de la zone. Alors que les taux d'inflation demeuraient, en moyenne, inférieurs à ceux des États-Unis, les banques centrales asiatiques ont dû défendre leur crédibilité en pratiquant une politique monétaire moins accommodante et en relevant leur taux directeur à plusieurs reprises au cours de l'année 2022. Un arbitrage difficile, contraint par l'environnement extérieur, puisque l'année 2021 n'avait pas été exceptionnelle en termes de croissance, et que les banques centrales craignaient d'étouffer la reprise de 2022 en pratiquant des hausses de taux trop brutales.

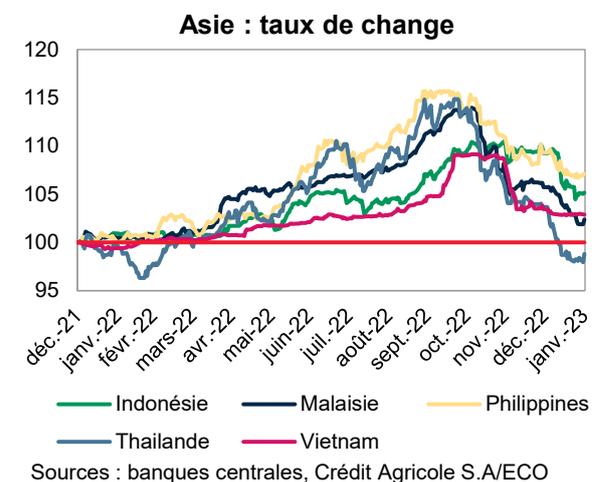
Les annonces de Jerome Powell, qui a indiqué après la nouvelle hausse de taux de 25 pb du 1^{er} février que la consolidation n'était pas encore terminée, ne font donc pas les affaires des pays d'Asie du sud, dans lesquels – à l'exception des Philippines,

économie historiquement plus inflationniste – le processus de désinflation est déjà engagé.



Mais dans un monde financier très internationalisé, et alors que l'Asie du Sud a été bien moins discriminée que le reste des émergents en termes de taux de change et de retraits de capitaux, les banques centrales devront sûrement se résoudre à appliquer de nouvelles hausses en 2023.

La fin d'année 2022, marquée notamment par une baisse de la pression sur les comptes extérieurs (stabilisation du prix du pétrole et reprise modérée du tourisme), a déjà permis d'alléger la pression sur les taux de change. Toutes les devises de la zone se sont ainsi nettement appréciées face au dollar, et ont retrouvé leur niveau de début 2022, en particulier le baht thaïlandais.



☑ Notre opinion – Les yeux du monde sont rivés sur l'Asie du Sud, qui concentre les espoirs de la croissance future. Très intégrée dans les chaînes de valeur mondiales et régionales, les économies de la zone espèrent bénéficier de la réouverture de la Chine, afin de compenser le ralentissement annoncé dans les pays développés. Mais la normalisation des comportements des ménages chinois en termes de consommation et de voyages et encore loin d'être gagnée. Un scénario noir pour l'Asie du Sud serait celui d'une croissance chinoise sans consommation, dans un monde où la contrainte monétaire continuerait de se renforcer. Ce n'est pas le scénario central, mais il ne faut pas l'écarter.

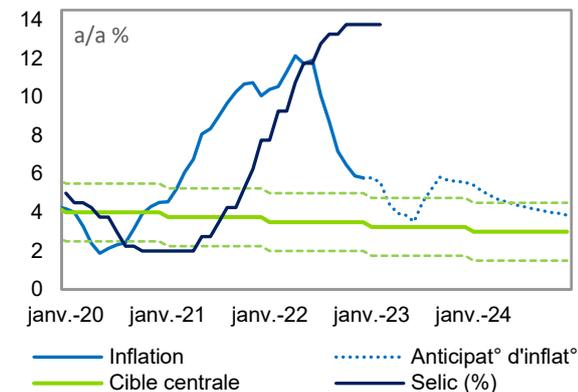
Amérique latine

Brésil : la détermination sans faille de la banque centrale

Sans surprise, la Banque centrale du Brésil (BCB) a décidé de laisser son taux directeur (Selic) inchangé à 13,75%. Elle a assorti sa décision, prise à l'unanimité, d'un discours « hawkish » suggérant le

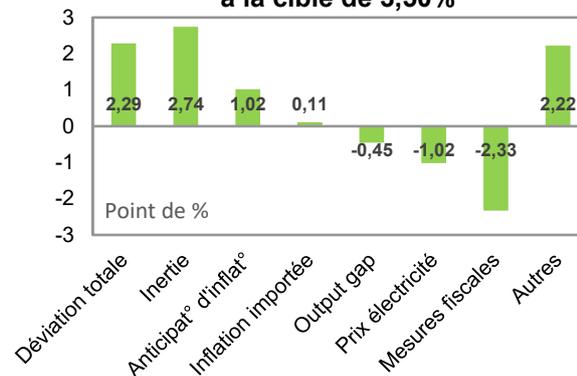
maintien durable de son directeur sur ce haut plateau, qui confère un caractère très restrictif à sa politique monétaire.

Inflation et taux directeur



Sources : BCB, Crédit Agricole SA/ECO

Inflation 2022 : déviation par rapport à la cible de 3,50%



Source : BCB, Crédit Agricole SA/ECO

Selon la BCB, l'environnement mondial reste défavorable et volatil (croissance inférieure au potentiel, forte volatilité des actifs financiers, environnement inflationniste, resserrement monétaire) et ce, malgré quelques signes récents plus positifs (certaine résilience de la croissance mondiale, assouplissement des restrictions sanitaires en Chine et moindre risque de perturbations de la chaîne d'approvisionnement mondiale). Mais, c'est son appréciation du volet domestique qui est bien plus importante. Or, si les derniers indicateurs continuent de valider le scénario de décélération de la BCB, l'inflation (totale et sous-jacente) excède la fourchette compatible avec l'objectif d'inflation. Les prévisions d'inflation de la BCB, dans son scénario de référence, s'établissent à 5,6% pour 2023 et 3,4% pour 2024. La BCB continue, en outre, de juger l'incertitude entourant son scénario plus élevée qu'habituellement.

Au titre des risques haussiers, outre celui d'une plus grande persistance des tensions inflationnistes mondiales, figure évidemment l'incertitude toujours forte quant au futur cadre budgétaire et aux mesures de relance, partiellement intégrée dans les anticipations d'inflation¹, les prix des actifs et un écart de production plus serré. Et la BCB de conclure qu'elle reste vigilante et « n'hésitera pas à reprendre le

cycle de resserrement si le processus désinflationniste ne se déroule pas comme prévu ».

Or, ce sont exactement ces termes, dépourvus de toute ambiguïté, qui concluaient la lettre du gouverneur de la BCB au président du Conseil Monétaire National (CMN), Fernando Haddad, ministre des Finances². Cette lettre visait à justifier, d'une part, la déviation de l'inflation par rapport à la borne supérieure de la bande cible en 2022 (5,79% fin 2022 à rapprocher d'une cible centrale à 3,50% et d'une borne haute à 5%) et, d'autre part, le changement d'orientation de la politique monétaire, passée d'accommodante à restrictive (en supposant un taux d'intérêt réel neutre de 4 %, valeur retenue par la BCB à partir de juin 2022).

Selon l'analyse de la BCB, par ordre décroissant d'importance, l'écart de production négatif, les prix de l'électricité (liés à l'hydrométrie) et la réduction des taxes (carburants, électricité, télécommunications) ont contribué à limiter l'inflation (contributions négatives à l'éloignement de la cible). Les principaux facteurs expliquant la déviation à la hausse ont été les anticipations d'inflation ainsi que la « composante liée au choc dans la courbe de Phillips » des prix du marché (contribution de près de 2 points de pourcentage incluse dans le poste « Autres »)³ et, surtout, l'inertie de l'inflation. Celle-ci

¹ Les anticipations d'inflation ont légèrement « dérapé » à la suite notamment de l'élection présidentielle en raison des incertitudes entourant la politique budgétaire et les objectifs d'inflation. Actuellement, elles excèdent respectivement la borne haute fin 2023 (5,7% contre 4,75%) et la cible centrale fin 2024 (3,9% contre 3%).

² "Open Letter sent by the Governor of the Banco Central do Brasil, Roberto de Oliveira Campos Neto, to the President of the

National Monetary Council, Fernando Haddad" (BCB, 10 janvier 2023).

³ Selon la BCB, la « composante choc de la courbe de Phillips » tente de saisir les facteurs d'offre qui, bien qu'affectant l'inflation des prix du marché, ne sont pas inclus dans le modèle ; il s'agit par exemple de la présence de goulots d'étranglement

a, en effet, joué un rôle important, l'inflation de 2022 héritant de la forte inflation de 2021. Pour les prix de marché, l'inflation passée se traduit par une pression sur les coûts actuels (prix des biens et services utilisés comme intrants et mécanismes informels d'inertie de l'indexation des salaires, puisque les négociations salariales tendent à suivre l'inflation passée). Pour les prix administrés, des dispositions institutionnelles lient l'ajustement des prix à l'inflation passée.

Par ailleurs, le gouverneur insistait sur les différents canaux de transmission de la politique budgétaire à l'inflation : *via* la demande agrégée mais aussi *via* les prix des actifs, le degré d'incertitude économique, les anticipations d'inflation et le taux d'intérêt neutre. La BCB commentait alors abondamment les risques budgétaires : changements dans les politiques parafiscales ou inversion des réformes structurelles conduisant à une allocation moins efficace des ressources et susceptibles de réduire le

pouvoir de la politique monétaire ; effets escomptés d'une politique budgétaire expansionniste sur l'activité économique conditionnés par la confiance dans la viabilité de la dette et l'écart de production. En cas d'*output gap* faible, le risque de voir l'accélération de l'inflation dominer celle de la croissance était mentionné.

La détermination de la BCB était déjà parfaitement claire et le demeure. Le gouvernement doit proposer au Congrès une nouvelle règle budgétaire : cette proposition peut être transmise au Congrès jusqu'au 31 août mais pourrait, au plus tôt, intervenir en avril. Par ailleurs, en juin, le CMN doit se réunir afin de déterminer la cible d'inflation pour 2026. Or, le président Lula s'est montré critique à l'égard des cibles actuelles (3,25% pour 2023, 3% pour 2024 et 2025). Tant qu'un nouvel ancrage budgétaire crédible n'est pas fixé et que les arbitrages sur la cible d'inflation 2026 ne sont pas rendus, la BCB ne baissera pas la garde.

dans les chaînes d'approvisionnement mondiales et des mauvaises récoltes agricoles.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

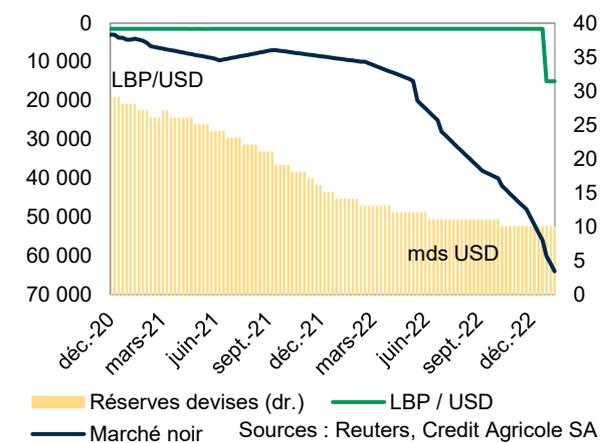
Liban : une dévaluation en trompe-l'œil

La Banque centrale du Liban a annoncé la dévaluation de la livre de 90%, la parité de la monnaie libanaise passant de 1 500 à 15 000 par dollar au 1^{er} février 2023. Ce mouvement n'a pas fait disparaître les taux de change multiples, puisque la plateforme de la banque centrale à 38 000 livres par dollar subsiste. De son côté, le contrôle des changes espéré n'est toujours pas entré en application. À ce jour, le marché noir de la devise la valorise à 64 000 pour un dollar américain dans les rues de Beyrouth, soit plus de quatre fois moins que le nouveau cours officiel. Cette dévaluation en trompe-l'œil reste donc très insuffisante pour donner la juste réalité de la situation économique et financière désespérée du pays.

Les réserves en devises ont chuté de 30 à 10 milliards de dollars au cours des deux dernières années. L'économie du *cash* s'est développée : les pièces et billets en circulation ont été multipliés par plus de sept en trois ans, depuis le défaut souverain et le gel des dépôts dans les banques, les Libanais préférant régler leurs dépenses en dehors des circuits bancaires par crainte de nouvelles saisies sur les comptes. L'inflation moyenne de l'année passée s'est élevée à 184%. Les pénuries de

médicaments et de certains produits alimentaires s'étendent. Les conséquences de cette dévaluation sur la valeur du PIB et sur les grands équilibres macro-économiques sont encore à évaluer, alors que les discussions avec le FMI sont toujours au point mort en l'absence d'interlocuteur politique : le poste de président de la République est vacant depuis novembre dernier et le gouvernement est intérimaire depuis neuf mois.

Liban : change et réserves en dollar



Tunisie : encore des mauvaises nouvelles

Les mauvaises nouvelles s'accumulent en Tunisie, et pas seulement sur le front économique. Tout d'abord, les chiffres du commerce extérieur font état d'un très fort creusement du déficit commercial des biens en 2022, en raison de la hausse des prix des matières premières importées. Celui-ci pourrait atteindre 6,9 milliards de dollars, soit 16% du PIB 2022 et entraîner un déficit courant de plus de 9% du PIB, très nettement supérieur à la croissance du PIB qui devrait rester médiocre à 2,2%. Ces évolutions vont exercer une pression supplémentaire sur le niveau de dette externe qui devrait dépasser celui du PIB et donc mettre en danger son remboursement.

Ensuite, la dégradation d'un cran du *rating* souverain par l'agence Moody's à Caa2 est justifié par l'analyse d'une détérioration de la liquidité en devises et de l'absence de budget 2023 crédible pour répondre aux attentes du FMI. L'aide du Fonds de 1,9 milliard de dollars est toujours suspendue à des réformes à venir. De plus, l'agence a ajouté une

perspective négative à cette note, signalant ainsi un risque élevé de nouvelle baisse de la notation à court terme. L'impact sur les financements externes est nul, puisque les marchés internationaux sont déjà fermés sur le risque tunisien. Ce niveau est très élevé dans l'échelle des risques et positionne le pays dans la catégorie des souverains dont l'illiquidité est très marquée et l'endettement maximum.

Enfin, sur le plan politique, le deuxième tour des élections législatives a confirmé, s'il en était besoin, l'absence total d'intérêt de la population pour un scrutin vidé de sa substance, en partie à cause des changements constitutionnels qui ont marginalisé les partis politiques. L'abstention a atteint 89%, comme lors du premier tour et la popularité du président K. Saïed s'effrite un peu plus. Le résultat de ce scrutin est peu favorable pour la stabilité sociale. De nouvelles manifestations contre la hausse du coût de la vie ont lieu dans le pays. L'inflation a dépassé 10% en décembre, le taux le plus élevé depuis 1984.

Notre opinion – Les perspectives de redressement sont modestes pour l'année 2023 : la croissance du PIB devrait rester très moyenne, autour de 2% et les déficits très élevés à plus de 7% ou 8% du PIB.

Afrique sub-saharienne

L'Afrique sub-saharienne face à l'urgence alimentaire

Dans un contexte d'insécurité alimentaire croissante, exacerbé par les retombées du conflit russo-ukrainien ainsi que la multiplication des chocs climatiques dans différentes sous-régions, la quête de l'auto-suffisance alimentaire est devenue plus que jamais une priorité pour l'Afrique sub-saharienne qu'il convient de traiter de toute urgence. Sur les 800 millions de personnes souffrant de la faim dans le monde, environ un tiers vit en Afrique. Ainsi, le chemin est encore long pour atteindre l'objectif de développement durable n°2, « *éliminer la faim, assurer la sécurité alimentaire, améliorer la nutrition et promouvoir l'agriculture durable* ».

Toutefois, l'Afrique sub-saharienne est aux prises avec l'insécurité alimentaire depuis plus de deux décennies. Elle résulte d'une conjonction entre, d'une part, des phénomènes endémiques dus à une pauvreté persistante et, d'autre part, des chocs transitoires souvent externes et sur lesquels les gouvernements n'ont pas la main. Depuis la crise du Covid-19 en 2020, ces épisodes transitoires se succèdent. D'abord, une crise sanitaire qui a frappé le monde entier et a entraîné un ralentissement économique. En conséquence, la fermeture des frontières et la baisse de l'activité économique ont eu des répercussions sur l'approvisionnement alimentaire de nombreux États africains, dont certains sont des importateurs nets de produits alimentaires (Botswana, Côte d'Ivoire, Eswatini, Gabon, Kenya, Maurice, Namibie, Sénégal et Swaziland⁴). La reprise *post-Covid* n'a fait que jeter de l'huile sur le feu, avec une hausse des prix de l'énergie – soutenue plus tard par le conflit russo-ukrainien – qui se répercute sur les coûts de transport, entraînant ainsi une inflation importée se transmettant logiquement aux prix domestiques (production et consommation). Par ailleurs, cela impacte directement les ménages dont 40% des dépenses sont des dépenses alimentaires, une part qui atteint les 60% pour les ménages les plus pauvres. À cela viennent se greffer les chocs climatiques qui accentuent les situations déjà précaires des populations africaines. Bien que ne participant qu'à 4% des émissions mondiales de gaz à effet de serre, l'Afrique sub-saharienne en est la première victime collatérale. Inondations et sécheresses s'abattent sur les villes africaines et détruisent les terres, les infrastructures et induisent le déplacement des populations, de même que la multiplication des conflits. Les aléas climatiques ont été particulièrement sévères ces deux dernières années, principalement dans les sous-régions du Sahel et de la corne d'Afrique, où les tensions politiques sont également importantes.

L'insécurité alimentaire ne semble, en effet, pas reculer pour le moment. D'après le dernier rapport

conjoint des Nations-unies (2022), elle grimpe dans vingt-quatre pays considérés comme des zones critiques de la famine. Parmi eux, seize sont en Afrique sub-saharienne où conflits, risques climatiques et défis économiques s'entremêlent. Les pays sont classés selon le Cadre intégré de la classification de la sécurité alimentaire (IPC) qui se décline en cinq phases. L'Éthiopie, le Nigeria, le Soudan du Sud et la Somalie sont en phases 4 et 5, correspondant à une alerte maximale. La République démocratique du Congo, le Kenya, la région du Sahel et le Soudan sont en situation très préoccupante (phases 3 et 4 de l'IPC). Enfin, le Malawi, Madagascar et le Zimbabwe sont également identifiés comme pays à risque, bien que leur situation soit moins inquiétante que les autres. La crise alimentaire actuelle nécessite d'autant plus d'attention que la demande alimentaire du continent est appelée à augmenter dans les prochaines années en raison de la croissance de la population, qui devrait atteindre les deux milliards d'ici 2050 et de l'urbanisation croissante.

En fait, la prévalence de la sous-alimentation ne découle pas d'une absence de potentiel sur le continent, mais plutôt d'un accès assez limité à des facteurs de production nécessaires à l'amélioration de la productivité. Les prix élevés des engrais, les contraintes de financement ou encore le faible accès aux nouvelles technologies sont autant de raisons qui entravent le développement agricole. L'Afrique sub-saharienne est dotée de nombreux atouts, tels qu'une richesse en terres arables (60%) et en main-d'œuvre, qui lui permettent d'atteindre l'auto-suffisance alimentaire. Le secteur agricole de la région, au cœur de la sécurité alimentaire, est clé car il produit des aliments nécessaires à la vie. Il représente une part importante de l'économie (15% du PIB continental) et emploie plus de la moitié de la population active. Cependant, les performances dans ce secteur restent insuffisantes en raison d'une faible intensification (intrants, machines, gestion de l'eau, etc.), ce qui limite la production et entraîne des rendements globalement faibles par rapport à d'autres régions, telles que l'Asie et l'Amérique latine où les rendements par hectare ont fortement progressé.

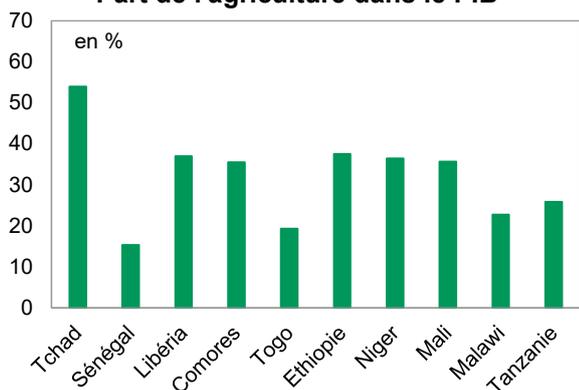
Une question émerge alors face à la crise alimentaire : comment l'Afrique subsaharienne peut-elle atteindre l'auto-suffisance et garantir sa souveraineté alimentaire? Dans de nombreuses études, la Fondation pour l'Agriculture et la Ruralité dans le Monde (FARM) met en évidence l'importance d'une intervention gouvernementale dans le développement des filières agricoles en Afrique sub-saharienne. Ainsi, la mise en œuvre de politiques publiques appropriées (subventions,

⁴ Comité de l'agriculture, Organisation mondiale du commerce (2020)

crédits, etc.) améliorerait la productivité agricole. Au Rwanda, par exemple, la production de maïs a quadruplé en quinze ans grâce à des subventions pour les semences et les engrais, des conseils et des crédits pour les agriculteurs. En effet, les agriculteurs de la région n'utilisent en moyenne que 15 kilos par hectare d'engrais, soit dix fois moins qu'en France. Un autre exemple marquant est la filière avicole sénégalaise, qui a connu une croissance spectaculaire depuis 2005, lorsque l'État a décidé de suspendre les importations de viande de poulet pour encourager la production locale. D'autres pays africains ont également adopté une stratégie similaire pour protéger leur secteur avicole, comme le Cameroun et la Côte d'Ivoire. Bien que certains pays tentent de se positionner sur la voie de la transformation, les investissements et les politiques publiques consacrés au secteur agricole restent insuffisants à l'échelle régionale. De nombreux pays privilégient en effet le financement du développement de leurs secteurs minier et pétrolier, plutôt que celui du secteur agricole.

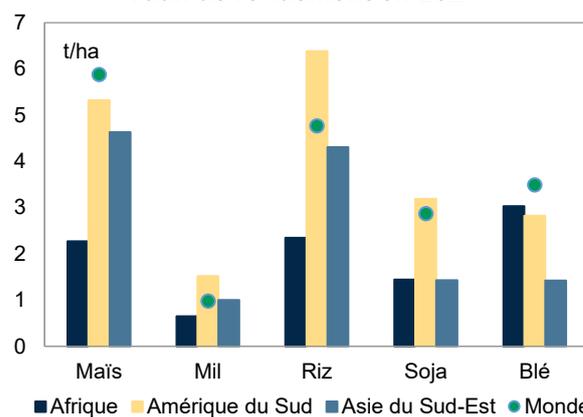
Enfin, bien conscients de ces enjeux, une quarantaine de pays et organisations se sont réunis fin janvier à Dakar à l'occasion de la deuxième édition du sommet sur la souveraineté alimentaire centrée sur le thème « Nourrir l'Afrique : souveraineté alimentaire et résilience ». Ce sommet s'est conclu avec une promesse de la Banque africaine de développement d'un engagement à hauteur de 10 milliards de dollars sur les cinq prochaines années pour financer les efforts de la lutte contre la faim. Néanmoins, au regard des nombreux défis à traiter qu'ils impactent directement ou indirectement le secteur agricole, le montant proposé bien qu'il soit élevé, ne permettra pas à lui seul d'éradiquer la faim et devra être complété par d'autres financements. Toutefois, il ne faut pas oublier qu'outre la crise alimentaire, le continent est également confronté à une crise de la dette avec plusieurs pays surendettés ou en risque de surendettement.

Part de l'agriculture dans le PIB



Sources : Banque mondiale, Crédit Agricole S.A.

Taux de rendement en 2021

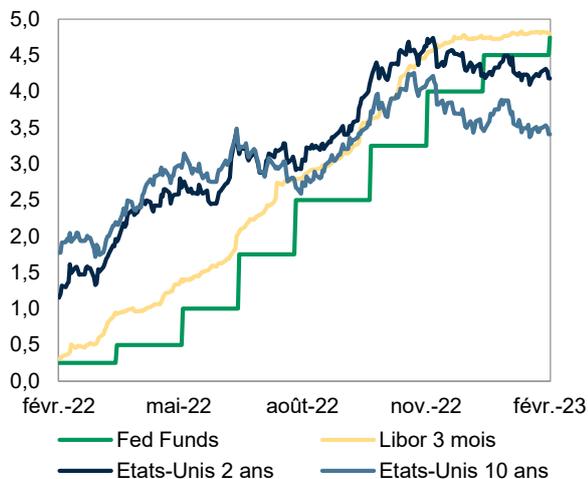


Sources : FAO, Crédit Agricole S.A.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

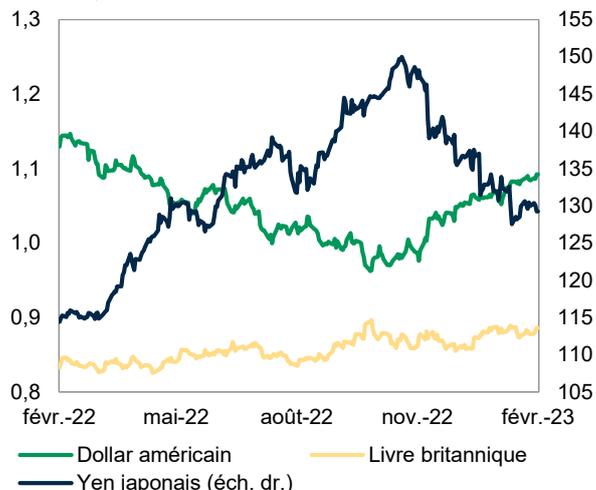
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

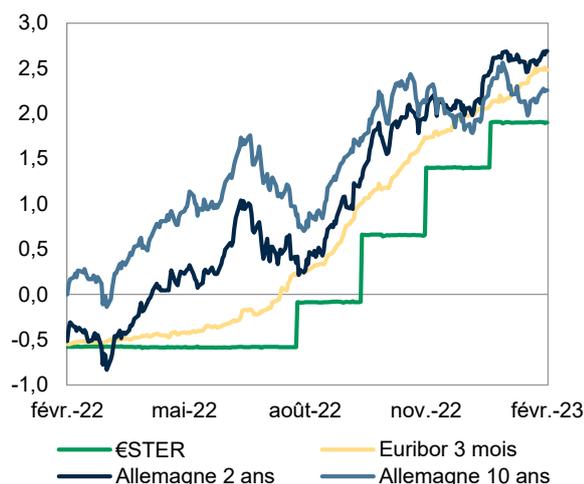
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

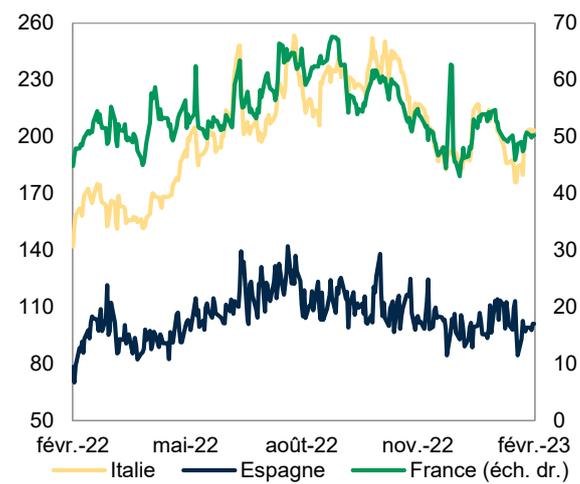
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

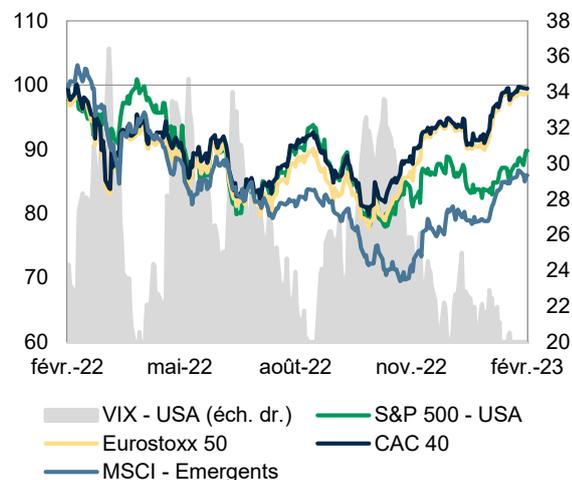
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

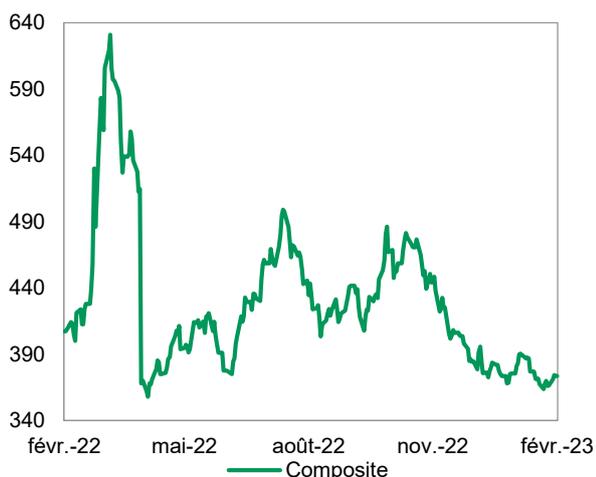
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

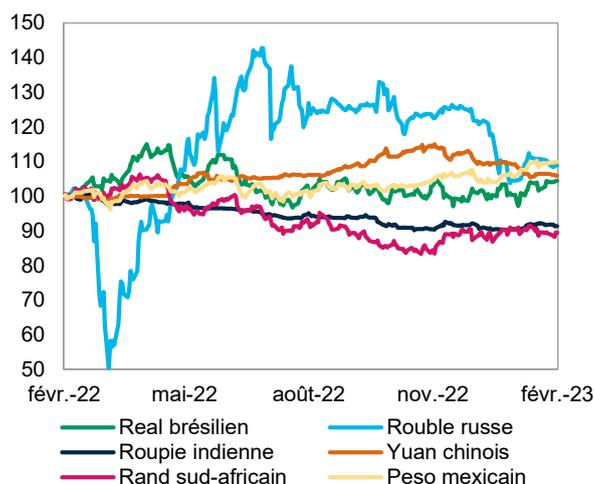
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

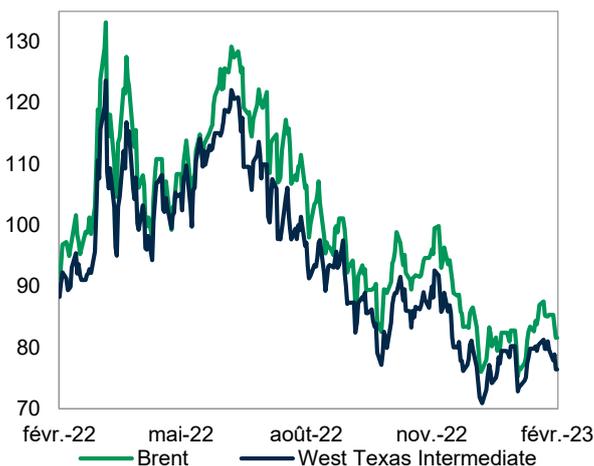
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

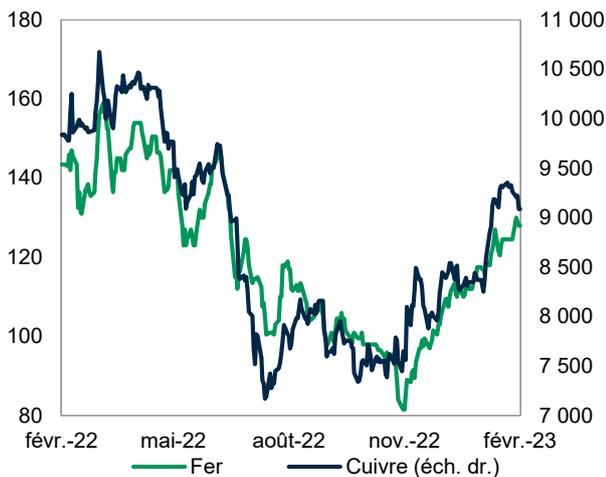
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

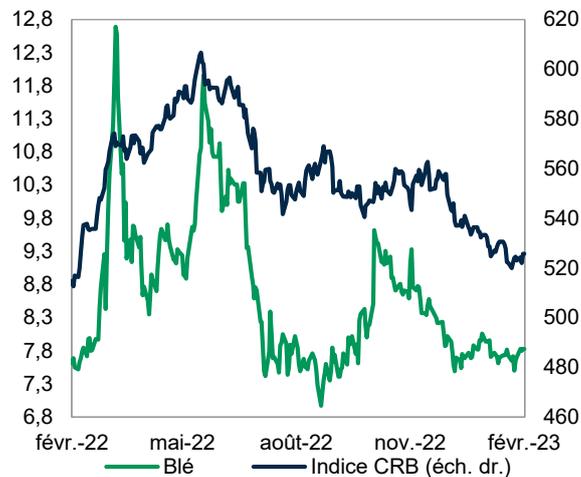
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 – Décembre 2022

[Un retournement d'une nature inédite](#)

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

Zone euro : Pierre BENADJAUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE,
Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

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

Europe centrale et orientale, Asie centrale : Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Ada ZAN

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LÉBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Ayathassen BENSALD

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Alexis MAYER Jorge MAMANI SORIA

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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

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

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

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