

Perspectives

Hebdomadaire – N°23/071 – 10 mars 2023

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Les timides progrès de la désinflation ou l'aveu d'un demi-succès ?	2
☞ Application des règles budgétaires : un exercice d'équilibriste de la Commission avec des conséquences immédiates. 3	
☞ Allemagne : un redressement non négligeable de la production industrielle en janvier	4
☞ 2022 : la croissance de l'Italie résiste	4
☞ Royaume-Uni : après les grèves de décembre, léger rebond du PIB en janvier	6
☞ Chine : ce qu'il faut retenir des Lianghai 2023.....	7
☞ Amérique latine : relativiser (même un peu) les effets des resserrements monétaires	9
☞ Bahreïn : si les excédents courants perdurent, une nouvelle aide externe pourrait être évitée.....	11
☞ Afrique du Sud : le taux de chômage poursuit sa trajectoire descendante au T4 2022.....	12

👉 Les timides progrès de la désinflation ou l'aveu d'un demi-succès ?

Plus le temps passe, plus une réalité quelque peu différente des résultats escomptés en matière d'efficacité des politiques monétaires prodiguées pour dompter l'inflation s'impose aux dirigeants des grandes banques centrales. L'inflation baisse, mais demeure toujours trop élevée des deux côtés de l'Atlantique en dépit des hausses de taux d'intérêt de 300 points de base (pdb) en Europe et de 450 pdb aux États-Unis, des hausses réalisées en à peine un an. La question de savoir jusqu'où elles peuvent pousser le curseur des taux pour contrer l'inflation se fait de plus en plus féroce, alors même que les causes de cette inflation sont multifactorielles, reflétant les effets de la guerre en Ukraine, de la congestion des chaînes d'approvisionnement et de la nécessité pour les entreprises de reconstituer des marges bénéficiaires *post*-crise sanitaire qui les poussent plus spontanément à répercuter la hausse des prix des intrants sur le consommateur. Autant de causes qui ne sont pas directement influencées par une hausse des taux d'intérêt et sur lesquelles il est plus difficile d'agir. L'effet « mécanique » attendu d'une hausse des taux d'intérêt sur le recul de l'inflation *via* une accalmie de la demande semble actuellement assez peu opérant. De quoi inviter les investisseurs à s'interroger davantage sur la rapidité et l'ampleur des hausses de taux d'intérêt encore à venir.

Aux États-Unis, le président de la Fed, Jerome Powell, a lors de son audition semestrielle devant le Congrès expliqué l'efficacité de sa politique monétaire face à l'inflation : il a confirmé que le processus de désinflation était en bonne voie. Face aux questions des élus, il a néanmoins reconnu que le rythme de baisse de l'inflation était encore insuffisant pour atteindre l'objectif de 2% et qu'il faudrait vraisemblablement relever les taux davantage que prévu face à la robustesse des dernières données d'activité. En dépit du cycle le plus agressif de hausse des taux depuis les années 1980, l'inflation n'a en effet que modestement reflué et repart étonnamment à la hausse en janvier (+5,4% sur un an selon le déflateur PCE, après +5,3% en décembre). Le risque d'une inflation qui ne converge que très lentement vers sa cible a donc sensiblement augmenté.

Les inscriptions hebdomadaires au chômage ont certes légèrement augmenté (de 21 000) pour atteindre 211 000 personnes après sept semaines consécutives sous le seuil des 200 000. Les chiffres de l'emploi non agricole de février sont, sans surprise, inférieurs à ceux exceptionnellement élevés de janvier (+311 000 postes créés, contre +517 000 précédemment), mais demeurent nettement supérieurs aux attentes. Cette robustesse de l'emploi alimente les anticipations

des investisseurs d'un relèvement des taux directeurs de la Fed de 50 pdb dans deux semaines.

En Europe, le chef économiste de la BCE, Philip Lane, a confirmé en début de semaine que l'institution continuera d'augmenter ses taux au-delà de la réunion du 16 mars au cours de laquelle il est prévu une hausse additionnelle de 50 points de base. Des signes d'apaisement sur les prix se sont matérialisés, mais se voient contrariés par d'autres facteurs. L'inflation sous-jacente a, en effet, augmenté de 0,3 point de pourcentage pour atteindre 5,6% en février. La composante « alimentation » croît notamment à un rythme jusqu'ici inégalé de 15% sur un an, suscitant une inquiétude croissante. Une crainte à laquelle s'ajoute le risque d'un coût de la main-d'œuvre plus élevé à la suite de négociations salariales qui se veulent plus ambitieuses en 2023 dans un contexte de pénurie de main-d'œuvre plus tangible et de marges des entreprises encore relativement confortables. Par ailleurs, le PIB de la zone euro a stagné au dernier trimestre 2022 : il se révèle néanmoins plus résistant que ce à quoi l'on pouvait s'attendre compte tenu de l'impact de l'inflation sur la consommation privée. L'Allemagne a enregistré un moindre recul de sa croissance qu'estimé (-0,4% en variation trimestrielle), tandis que la France et l'Espagne ont fait mieux qu'attendu (avec respectivement +0,1% et +0,2%). Les chiffres de la production industrielle allemande ont également entraîné un regain d'optimisme sur l'activité du premier trimestre, avec une croissance affichée de 1,9% sur le mois de janvier (hors énergie et construction) et une production des branches à forte consommation énergétique de nouveau en hausse, ce qui n'était pas arrivé depuis juin dernier.

Après un début de semaine où les marchés actions mondiaux étaient bien orientés, les indices Eurostoxx 50 et S&P500 ont finalement perdu du terrain, enregistrant des baisses de respectivement 1,4% et 3,1% sur la semaine, après le repli inattendu du secteur bancaire américain en fin de semaine. Sur les marchés obligataires, les rendements des obligations d'État américaines et allemandes à dix ans se sont tassés de respectivement 18 et 23 points, en réaction à l'annonce des inscriptions au chômage américain en hausse, susceptibles de limiter le risque de prolongement du resserrement monétaire. Les *spreads* français et espagnols face au Bund allemand se sont élargis de respectivement 2 et 8 pdb, tandis que la prime de risque italienne s'est légèrement réduite (-2 pdb). La devise européenne est quasiment stable face au dollar. Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord s'est replié de 4,7% sur fond de baisse de la demande américaine résultant d'une potentielle hausse des taux d'intérêt plus agressive qu'anticipé.

Éditorial

Application des règles budgétaires : un exercice d'équilibriste de la Commission avec des conséquences immédiates

La Commission européenne a fourni des orientations quant à l'application de la supervision budgétaire en 2023 et 2024 dans l'attente d'un accord législatif sur la réforme de la gouvernance. Elle préconise une plus forte responsabilisation des pays dans le contrôle des dépenses courantes et une triple obligation : il s'agit de réduire mais aussi de cibler rapidement les mesures de soutien liées à la hausse des coûts de l'énergie et d'éviter tout soutien injustifié de la demande pouvant entraver la transmission de la politique monétaire.

La crise du Covid et l'effort budgétaire nécessaire pour faire face à ses conséquences économiques ont conduit à l'activation de la clause de sauvegarde du Pacte de stabilité et de croissance, c'est-à-dire la suspension temporaire de ce cadre, d'abord jusqu'à la fin 2022, puis jusqu'à la fin 2023. Entre temps, une vaste concertation sur la réforme de la gouvernance économique européenne avait été lancée en février 2020. Elle a fait l'objet d'une première proposition d'orientation par la Commission européenne en novembre 2022 en ce qui concerne la supervision des finances publiques. La situation des finances publiques après la pandémie a mis en évidence que l'application telle quelle des règles existantes devenait impossible, compte tenu des niveaux d'endettement très élevés dans un nombre de plus en plus important de pays.

Cette proposition a été discutée au sein du Conseil ECOFIN et avec le Parlement européen, mais la proposition législative ne sera discutée qu'au prochain Conseil ECOFIN de mars 2023. À ce jour, si un consensus existe sur certains points de la proposition, la discussion sur la mise en œuvre concrète de tous les aspects de cette nouvelle gouvernance est encore en cours. De plus, le calendrier du semestre européen oblige les États à fixer leurs objectifs budgétaires à moyen terme, sans avoir connaissance du cadre de gouvernance définitif qui s'appliquera à partir de 2024.

Avec ces orientations, la Commission tente de combler ce vide et d'apporter aux États davantage de certitude en précisant les éléments sur lesquels un consensus a été exprimé au sein du Conseil. Elle renvoie à des orientations plus détaillées en mai 2023, après la discussion de la proposition législative.

Les valeurs de référence de 3% du PIB pour le déficit et de 60% du PIB pour la dette publique, fixées par le traité et confirmées par la proposition de réforme de la Commission font l'objet de ce consensus et seront appliquées dès 2024 sur la base des réalisations budgétaires de l'année 2023. Les orientations fournies par la Commission précisent que le déficit ne doit pas excéder 3% ou doit être

ramené en deçà de cette valeur au cours de la période couverte par les programmes de stabilité (quatre ans). Le ratio dette/PIB doit s'inscrire sur une trajectoire baissière ou rester à un niveau prudent, avec des trajectoires différenciées selon la situation des pays. La règle de réduction automatique de la dette (dite du 1/20^e) ne s'appliquerait plus.

Selon la proposition de réforme de la Commission, ces trajectoires sont rendues opérationnelles par un indicateur unique, à savoir la trajectoire de dépenses primaires nettes (donc hors dépenses d'intérêts et dépenses conjoncturelles liées au chômage mais déduction faite des mesures de recettes discrétionnaires) qui sert de base à la surveillance budgétaire annuelle. Une trajectoire d'ajustement pluriannuelle en termes de dépenses nettes sur quatre ans doit être présentée par les États. Il est essentiel de remarquer que l'indicateur suivi avant la réforme était le taux de croissance des dépenses courantes nettes, qui permettait d'exclure l'investissement public.

Dans ses orientations, la Commission insiste donc sur le fait que c'est la totalité des dépenses (hors charges d'intérêts) qui est supervisée et qui doit être cohérente avec la stratégie de réduction de la dette. Pour éviter que les dépenses d'investissement ne soient la variable d'ajustement et pour « protéger l'investissement public », la Commission demande aux pays de quantifier les objectifs de dépenses courantes et de dépenses nationales d'investissement, ainsi que des dépenses liées à l'utilisation des fonds du NGEU. Ainsi, elle s'octroie un contrôle strict sur la dépense d'investissement et force les pays à réaliser les ajustements nécessaires sur les dépenses courantes. La Commission va également fournir des orientations qualitatives sur les dépenses liées aux mesures de soutien contre la hausse des prix de l'énergie, en demandant leur suppression progressive, si la situation actuelle des prix de l'énergie se maintient ou un meilleur ciblage en cas de nouvelles tensions.

Les pays seront donc obligés de réviser à la baisse la portée de leurs mesures de soutien liées à l'énergie dans les programmes de stabilité qui seront présentés en avril 2023. De même, lier les trajectoires de réduction des dettes à la trajectoire des dépenses totales (hors intérêts) tout en contraignant les États à s'engager sur leurs dépenses d'investissement exige un contrôle plus strict des dépenses courantes que dans le cadre de gouvernance précédent.

Ces orientations permettent donc une lecture claire de la philosophie de la nouvelle gouvernance : des règles moins automatiques, mais une pression accrue sur les pays pour arbitrer sur la réduction des différentes dépenses courantes.

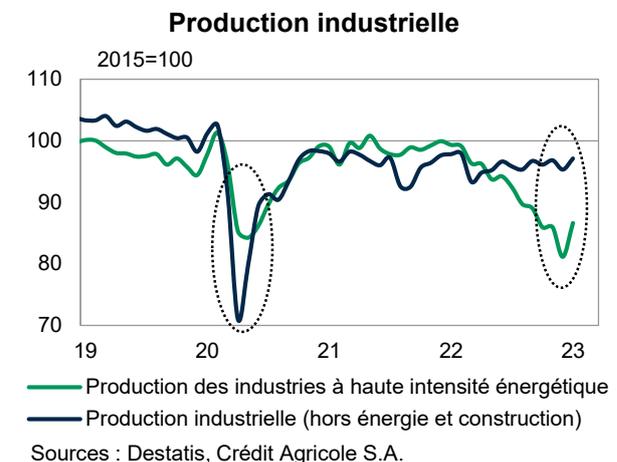
Zone euro

Allemagne : un redressement non négligeable de la production industrielle en janvier

La production industrielle allemande hors énergie et construction a augmenté de 1,9% sur un mois en janvier, après avoir reculé de 1,5% en décembre. Cette embellie provient essentiellement de la production de biens d'équipement électroniques (+7,1% sur un mois) et de produits chimiques (+9,8% sur le mois). En revanche, la production automobile a fortement chuté (-5,2% sur le mois), ainsi que la production de produits pharmaceutiques (-12,9%). Dans l'ensemble de l'industrie, la production de biens de consommation a diminué de 1,8% et celle de biens d'investissement de 0,6%, tandis que la production de biens intermédiaires a augmenté de 6,3%.

En dehors de l'industrie, la production d'énergie est restée globalement stable (+0,3%) et la construction a fortement augmenté (+13%, après -8,4% en décembre). La production industrielle dans les branches à forte consommation énergétique a augmenté de +6,8% sur le mois, un redressement

significatif, mais qui situe néanmoins la production dans ces branches en baisse de 12,6% comparativement à février 2022, avant la guerre en Ukraine.



✓ Notre opinion – *La production industrielle se redresse sous l'effet d'une moindre pression des prix de l'énergie en janvier, mais la production demeure néanmoins en baisse de 0,7% comparativement à janvier 2022. Les commandes industrielles se maintiennent favorablement, tandis que les goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement diminuent, ce qui devrait permettre d'atténuer le choc de la croissance liée au niveau élevé de l'inflation.*

2022 : la croissance de l'Italie résiste

Après avoir nettement rebondi en 2021 (+7,0%), l'économie italienne fait preuve de résilience, enregistrant une croissance du PIB en volume de 3,8%¹ en 2022. Ces résultats sont à mettre en perspective avec les différents chocs et le climat d'incertitude auxquels l'économie a été confrontée cette année. En particulier, le conflit russo-ukrainien et la crise énergétique, qui en a découlé, a entraîné de fortes tensions sur les prix et sur les approvisionnements. Le taux annuel d'inflation mesuré par l'IPCH a atteint à 8,2%. Par ailleurs, le pays a dû faire face à une crise gouvernementale ayant entraîné l'élection anticipée d'un nouveau gouvernement en septembre dernier. La croissance de 2022, en ligne avec nos dernières prévisions, reste ainsi largement supérieure au rythme d'avant pandémie et se démarque de ses voisins européens. Sur l'année, le PIB a enregistré une croissance positive au cours des trois premiers trimestres avec une progression très soutenue au T2, avant de ralentir et d'afficher un premier léger repli au T4 (-0,1%).

En 2022, la croissance italienne a été portée par la consommation privée qui a progressé de 4,6% sur un an. La demande intérieure (hors stocks) contribue à hauteur de 4,7 points de pourcentage

(pp) à la croissance du PIB. Malgré cette progression, la consommation privée n'a toujours pas recouvré son niveau d'avant pandémie. La consommation de biens semi-durables et de services a accéléré, alors que celle de biens durables et de biens non durables a ralenti nettement. Les deux premières catégories ont notamment bénéficié d'un rattrapage *post-pandémie* lié à la fin des restrictions.

L'État a également mis en place plusieurs mesures, afin de soutenir le pouvoir d'achat des ménages dans un contexte de hausse des prix. Après une croissance positive aux T2 et T3, la dépense des ménages montre toutefois les premiers signes d'un essoufflement au T4, marquée par un repli de 1,6% sur le trimestre, sous l'effet de la progression de l'inflation (+5,4 en glissement trimestriel – g.t.) et de l'expiration de certaines mesures de soutien au pouvoir d'achat à fin 2022. L'investissement a été le deuxième moteur de la croissance en 2022, fournissant une contribution de 1,9 pp à la croissance avec une progression de 9,7%, un rythme élevé mais plus normalisé par rapport à 2021 (+18,6%).

L'investissement a été particulièrement dynamique au T1 avant de ralentir, enregistrant une croissance

¹ Quatre trimestres cumulés – données désaisonnalisées

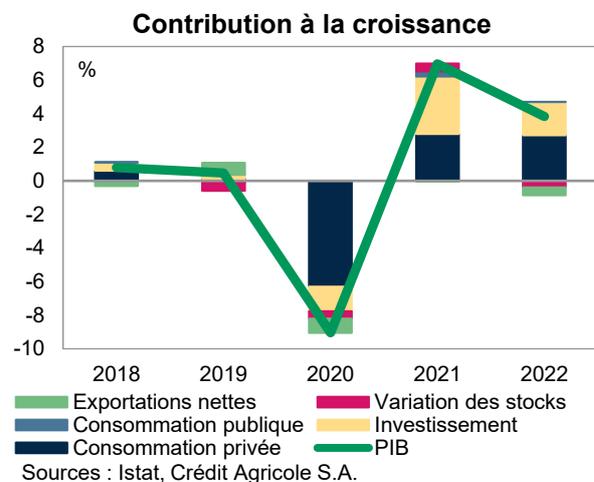
quasi nulle au T3 et de rebondir au T4 (+2%). Malgré une perte de vitesse, l'investissement dans la construction a crû au rythme de 12,2% et l'investissement productif au rythme de 8,6% en 2022. L'accumulation de capital a notamment été soutenue par différents projets d'investissement public inclus dans le Plan de Relance et de Résilience (RRP) italien. Les tensions sur les prix et les approvisionnements, ainsi que le resserrement monétaire opéré par BCE depuis le printemps, ont toutefois bridé sa progression.

Les échanges extérieurs, particulièrement affectés par la crise énergétique, ont quant à eux contribué négativement à la croissance. Les importations et les exportations en volume ont ralenti, affichant une croissance respective de 12,5% et de 10,2%. Malgré la baisse des importations (-1,7% en g.t.) et le rebond des exportations (+2,6% en g.t.) au T4, la balance commerciale reste déficitaire pour le quatrième trimestre consécutif. Sur l'année, l'effet volume n'a pas permis de compenser la hausse des prix de l'énergie et des matières premières importées. La balance commerciale a enregistré pour la première fois depuis dix ans un déficit qui s'établit à 30 milliards d'euros. Par ailleurs, le déficit de la balance énergétique s'est creusé à 111,3 Mds€ (contre 40 Mds€ en 2021). Les variations de stocks ont également contribué négativement à la croissance à hauteur de -0,2 pp. Alors que les entreprises ont constitué des stocks au cours des trois premiers trimestres, elles ont procédé à un important déstockage au cours du T4, en réponse à la contraction de la demande, ce qui a induit un recul de la production.

La progression de la valeur ajoutée a accéléré à 4,8% (après +4,7% en 2021) dans le secteur des services. Elle a également augmenté dans le secteur de la construction (+10,9%), mais à un rythme moins soutenu que l'année précédente (+20,7%). Après un rebond de 12,6% en 2021, la valeur ajoutée de l'industrie (énergie incl.) n'a crû que timidement (+0,46%).

Comme attendu, l'Italie a été contrainte de revoir son déficit public à la hausse (8,0% en 2022) un niveau largement supérieur à celui initialement prévu par le

gouvernement (5,6%). Les déficits des années précédentes ont également été révisés à 9,0% pour 2021 (contre 7,2% auparavant) et à 9,7% pour 2020 (contre 9,5%). Ces révisions tiennent compte d'une nouvelle directive introduite par Eurostat en février, qui impose aux États membres de comptabiliser les crédits d'impôt dans leur budget au moment de leur accord et non plus au moment de leur impact réel sur les recettes fiscales. Le gouvernement italien a donc dû réintégrer dans ses budgets 2020-2022 les dépenses de crédit d'impôt octroyés dans le cadre du dispositif fiscal « Super Bonus » débuté en 2020. Cette révision ne devrait cependant pas affecter la solidité budgétaire du pays, puisqu'elle modifie davantage la temporalité du traitement comptable de dépenses qui auraient été comptabilisées dans les prochains budgets. Par ailleurs, le gouvernement a introduit un certain nombre de restrictions, telles que la réduction du montant des crédits d'impôt de 110% à 90% et la soumission à condition de ressources, afin de limiter les dépenses fiscales supplémentaires liées à ce dispositif. Le ratio dette/PIB a diminué à 144,6% du PIB en 2022, un niveau inférieur à celui attendu. Malgré la baisse du déficit primaire et de l'endettement net sur la période, la dette publique augmente légèrement à 2 762 Mds€ (contre 2 678 Mds€ en 2021), sous l'effet de la hausse des taux. La réduction du poids de la dette a ainsi été tirée par l'évolution de la croissance économique.



☑ Notre opinion – L'économie italienne a fait preuve de résilience en 2022, en dépit d'un environnement marqué par une série de chocs et d'incertitudes. La croissance économique a notamment été portée par la consommation et l'investissement. Le quatrième trimestre montre toutefois les premiers signes d'un essoufflement de l'activité, en particulier de la consommation qui affiche un premier recul.

Le ralentissement de l'économie devrait se poursuivre au premier trimestre 2023, mais de manière assez contenue. Alors que l'IPCH a diminué en janvier (-1,4% sur un mois), il rebondit légèrement en février (+0,2%). Les indicateurs avancés signalent une détérioration du climat économique² dans le secteur des services et de la construction sur le mois de février, les entreprises faisant état de leurs craintes quant à la demande future. Le climat économique de l'industrie est, quant à lui, resté stable. De son côté, la confiance des ménages ne faiblit toujours pas, affichant une nette amélioration en février. Les consommateurs perçoivent aussi bien une amélioration du climat économique actuel que du climat économique futur.

² Indice de climat économique ISTAT

Royaume-Uni

Royaume-Uni : après les grèves de décembre, léger rebond du PIB en janvier

Le PIB britannique a crû de 0,3% sur le mois de janvier, après avoir baissé de 0,5% en décembre. Il enregistre une croissance nulle par rapport à janvier 2021 et reste de 0,2% inférieur à son niveau pré-Covid de février 2020.

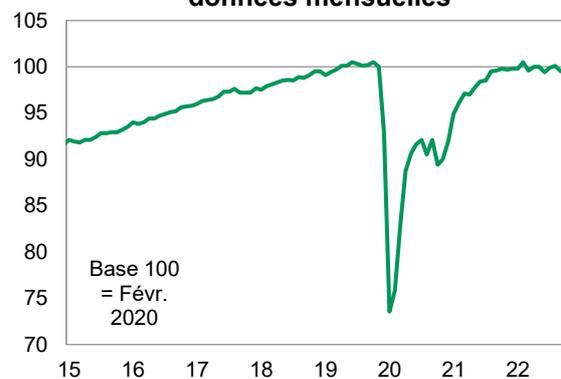
Le rebond de janvier est le fait du secteur des services qui enregistre une hausse de 0,5% sur le mois, après une baisse de 0,8% en décembre. C'est grâce à des contributions positives de la plupart des principaux sous-secteurs tels que l'éducation, les services de transport et de stockage (notamment postaux), les services de santé et d'aide à la personne, les arts et les loisirs. C'est le secteur de l'éducation qui contribue le plus, et de loin, au rebond avec une hausse de 2,5% en janvier après une baisse de 2,6% en décembre. L'ONS explique que « en janvier, les niveaux de fréquentation scolaire sont revenus à des niveaux normaux après une baisse importante en décembre 2022 ». Les activités avec un contact direct avec la clientèle (ventes au détail, restauration et hôtellerie, tourisme et transport, divertissement et loisirs) progressent de 0,3%, après une baisse de 1,2% en décembre, et restent 8,6% en deçà de leur niveau pré-Covid (février 2020).

En revanche, les secteurs de l'industrie et de la construction chutent sur le mois. L'industrie baisse de 0,3%, après une hausse de 0,3% en décembre. C'est le secteur manufacturier qui contribue le plus à cette baisse. Il recule de 0,4% après avoir été stable en décembre. Sept de ses treize principaux sous-secteurs enregistrent des baisses sur le mois,

le secteur pharmaceutique (-4,7%) étant le plus fort contributeur à la baisse. L'extraction minière et pétrolière a également baissé sur le mois (-2,2%) en raison d'une chute de 3% de l'extraction de pétrole et de gaz. Enfin, la construction se replie de 1,7%, après une croissance nulle en décembre. Il s'agit de sa plus forte baisse mensuelle depuis juin 2022, due à une baisse des nouveaux chantiers (-4%), qui a été partiellement compensée par une hausse des réparations et de l'entretien (+2%).

Le PIB enregistre une croissance nulle en moyenne sur les trois mois à fin janvier par rapport aux trois mois à fin octobre. Le secteur des services est stable, tandis que l'industrie progresse de 0,3% et la construction baisse de 0,7% sur la même période.

R-U : niveau du PIB en volume, données mensuelles



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

✓ Notre opinion – *Le rebond du mois de janvier est une bonne nouvelle, certes, car il diminue un peu plus la probabilité de récession à court terme. Mais il nous semble largement dû à un effet de rattrapage, après un mois de décembre qui a été fortement perturbé par des grèves d'envergure dans les services publics pour exiger des hausses de salaires face à la hausse du coût de la vie. Après un PIB stable au T4 par rapport au T3, l'acquis de croissance fin janvier pour le T1 s'élève à 0%. Les enquêtes s'inscrivant en hausse en février, l'économie britannique pourrait donc même enregistrer une croissance positive sur le trimestre.*

En revanche, il est difficile de voir dans les détails du PIB les signes d'une vraie accélération de l'activité. Les rebonds dans les secteurs des services viennent tous après des chutes plus marquées en décembre et sont donc davantage le résultat de ce rebond technique post-grèves, mais pas assez fort pour suggérer un élan quelconque de reprise qui serait motivé par un changement fondamental.

Nous restons donc circonspects quant à l'éventualité d'une accélération marquée de l'activité à court terme. Certes, la baisse des prix de l'énergie sera une bouffée d'oxygène pour la demande. Mais celle-ci devra encore faire face aux effets du resserrement monétaire passé (refinancement des contrats de crédit hypothécaire à des taux plus élevés notamment), à la poursuite de la baisse du pouvoir d'achat à court terme et à certaines hausses d'impôts planifiées pour avril (notamment celle de l'impôt sur les sociétés, censé augmenter de 19% à 25%).

Pays émergents

Asie

Chine : ce qu'il faut retenir des *Lianghui* 2023

5%, 5,5% : les spéculations sur la cible de croissance annoncée par les autorités chinoises allaient bon train. Alors que de nombreuses provinces et municipalités visent une hausse de l'activité supérieure ou égale à 5,5% en 2023, c'est finalement le choix de la prudence qui a été fait au niveau de l'État central avec une cible de croissance « autour de 5% ». De quoi mettre toutes les chances de son côté, alors que les cibles 2020 et 2022 n'avaient pas été atteintes en raison de la politique zéro Covid. Sauf nouvelles restrictions, ces 5% devraient être atteints en raison d'effets de base favorables, notamment dans le secteur des services.

Autres chiffres à retenir, une hausse de 7,2% du budget de la défense – une progression donc plus rapide que celle des dépenses de l'État (+5,7%), et un objectif de création de 12 millions d'emplois. Une manière d'afficher l'emploi, notamment celui des jeunes, comme une priorité, alors que les restrictions sanitaires ont grandement fragilisé le marché du travail.

Au-delà des annonces, cette session 2023 était aussi celle des adieux de Li Keqiang, Premier ministre lors des deux derniers mandats de Xi Jinping. S'adressant une dernière fois à des parlementaires peu enclins à lui manifester une quelconque marque de soutien, de peur de se faire mal voir de Xi Jinping, avec qui la rupture est consommée, Li Keqiang a dressé un tableau plutôt sombre de l'économie chinoise. Si le contexte extérieur – inflation persistante, ralentissement du commerce mondial et baisse de la demande – a été évoqué, Li Keqiang a aussi reconnu des difficultés internes – chômage des jeunes, consommation privée en berne, crise du secteur immobilier et corruption endémique.

Partisan d'une ligne plus libérale qui souhaite accorder plus de place au secteur privé dans l'économie, Li Keqiang a, au contraire, vu des mesures réglementaires et personnelles (exclusion de Pony Ma, directeur de Tencent, et Robin Li, directeur général de Baidu de la Conférence consultative du peuple chinois, disparition de Jack Ma, directeur d'Alibaba, durant plusieurs mois) affaiblir directement le secteur des nouvelles technologies.

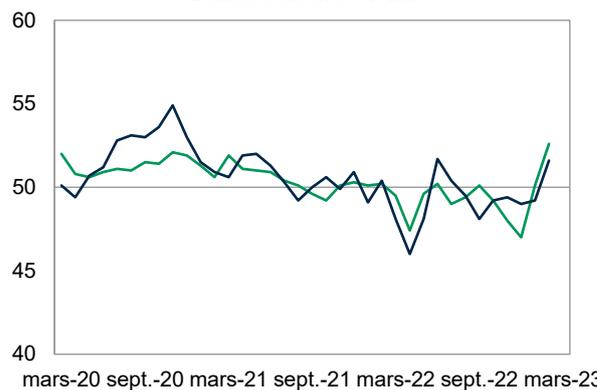
Son remplaçant devrait sans surprise, être Li Qiang, nommé deuxième membre du Comité Permanent lors du XX^e congrès du Parti communiste chinois (PCC) en octobre dernier. L'ancien Secrétaire du PCC à Shanghai est un fidèle de Xi Jinping, qu'il a

connu lors de son passage dans le Zhejiang. Les défis qui l'attendent sont immenses, d'autant que Li Qiang n'a aucune expérience au sein du gouvernement et que sa gestion du Covid-19 à Shanghai (confinement de plus de deux mois qui avait provoqué nombre de pénuries, notamment alimentaires) avait été jugée catastrophique.

Premières données d'activité : reprise fragile à surveiller

Le bureau des statistiques chinoises ne publie pas de données en janvier, en raison du Nouvel An lunaire. Les premiers indicateurs d'activité de l'année (ventes au détail, production industrielle, investissement) regroupant janvier et février seront dévoilés le 15 mars.

Chine : indice PMI

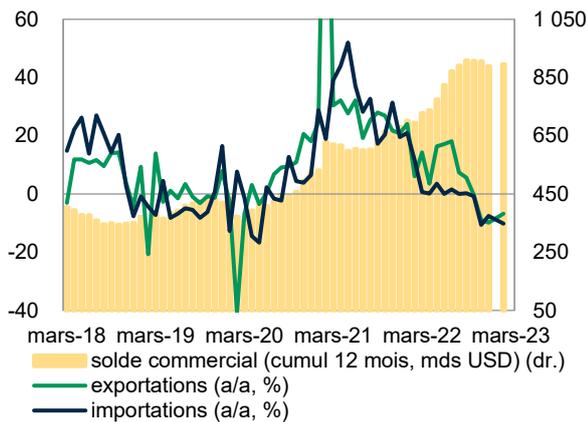


Sources : NBS, U.S. Census Bureau, Eurostat

Les indices PMI font d'ores et déjà état d'une reprise assez vigoureuse de la production, tant dans les biens que dans les services. Les deux indices (NBS et Caixin) sont largement repassés en zone d'expansion (au-dessus de 50). Il faudra néanmoins attendre de voir si cette tendance se confirme dans les mois à venir, ou s'il ne s'agit que d'un rebond de courte durée, après un mois de décembre marqué par une flambée des cas de Covid qui avait désorganisé toutes les chaînes de production.

Côté commerce, le ralentissement se poursuit, mais se stabilise. Les exportations ont reculé de 6,8% en février en glissement annuel, les importations de 10,2%. La valeur des échanges – autour de 250 milliards de dollars d'exportations et 200 milliards de dollars d'importations mensuelles – demeure supérieure à celle pré-Covid, tout comme le solde commercial, qui s'élève en février à 895 milliards de dollars – c'était 437 milliards en janvier 2020.

Chine : balance commerciale



Source : Administration générale des douanes

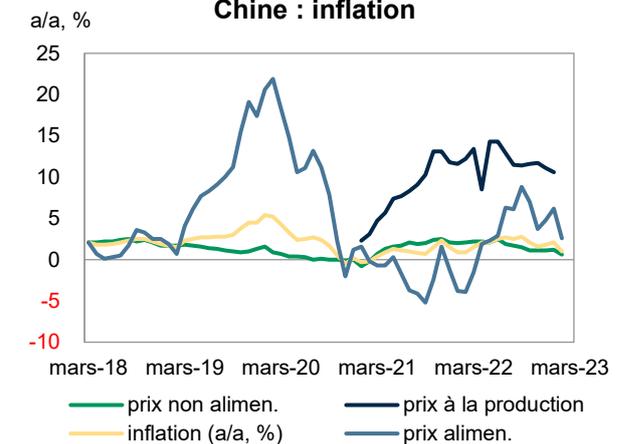
Enfin, alors que le reste du monde se débat avec une inflation persistante, la Chine pourrait au contraire rentrer dans une nouvelle phase de déflation, voire de désinflation. Les prix n'ont progressé que de 1% en février en glissement annuel, et même cédé 0,5% par rapport à janvier. L'inflation sous-jacente s'établit à 0,6%.

Le mois de février est traditionnellement moins inflationniste, car il suit celui du Nouvel An lunaire, durant lequel les prix, notamment des services (hôtellerie, transports) ont tendance à augmenter. Il n'empêche que ce ralentissement a surpris le

consensus à la baisse et qu'il témoigne de la fragilité de la demande, qui a vite perdu de son élan après les célébrations de janvier. Les chiffres des ventes au détail permettront ou non de le confirmer.

Le niveau d'inflation permet, en revanche, à la banque centrale de maintenir une politique monétaire plutôt accommodante, qui favorise toujours l'expansion du crédit, alors même que l'endettement chinois est au plus haut. Fin décembre, la dette totale du pays frôlait les 300% du PIB.

Chine : inflation



Source : NBS

✓ Notre opinion – Xi Jinping ne débute pas son troisième mandat sous les meilleurs auspices. Certes, son autorité au sein du parti et du gouvernement s'est encore renforcée depuis 2018, ce qui lui a permis de ne s'entourer que de fidèles collaborateurs pour l'accompagner dans ces cinq prochaines années.

Mais la situation interne chinoise s'est nettement dégradée, le zéro-Covid ayant fragilisé l'économie, notamment le secteur privé et renforcé des failles structurelles importantes. La crise de l'immobilier n'est pas réglée, le chômage des jeunes était de 16,7% en décembre dernier, le taux de natalité n'a jamais été aussi bas et la Chine a perdu son rang de première puissance démographique.

Voilà les problèmes auxquels Li Qiang, le nouveau Premier ministre, devra s'atteler. Mais alors que le secteur privé voyait plutôt un allié en son prédécesseur, Li Keqiang, la nouvelle ligne est bien de renforcer le leadership du Parti communiste chinois au sein de l'économie. Un message martelé par Xi Jinping depuis le XX^e congrès, peut-être peu compatible avec une reprise totale de l'activité.

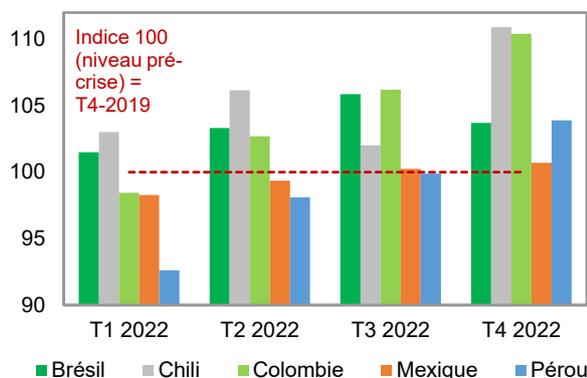
Amérique latine

Amérique latine : relativiser (même un peu) les effets des resserrements monétaires

La décélération de la croissance est désormais patente bien plus que ne l'est celle de l'inflation, à l'exception notable du Brésil. Après une croissance extrêmement soutenue en 2021 portée par le rebond *post-Covid*, le fléchissement s'est, globalement, manifesté à partir de l'été 2022. La fin d'année est clairement venue le confirmer et la décélération est puissante. Au dernier trimestre, en glissement annuel, les taux de croissance s'étagent de -1,3% au Chili, où la normalisation succède à un rattrapage promu par une demande intérieure très stimulée, à 3,7% au Mexique, en sympathie avec la résistance américaine après une remise à niveau laborieuse.

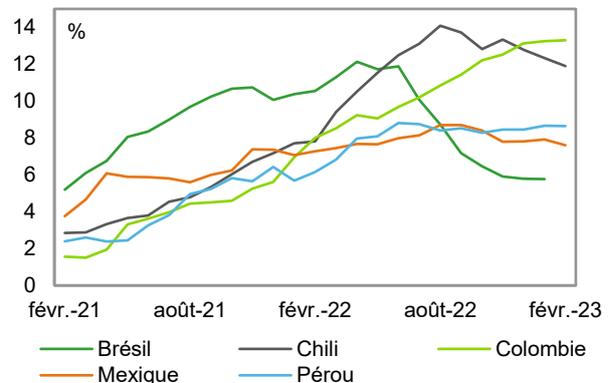
Sur l'année 2022, la croissance s'établit ainsi autour de 3% dans chacun des pays à l'exception de la Colombie qui « surperforme ». Les acquis de croissance laissés à 2023 sont confortables hormis au Brésil et au Mexique, où ils sont cependant très légèrement positifs. La croissance se sera donc révélée bien plus résistante qu'anticipé en dépit d'une inflation forte justifiant des resserrements monétaires violents : entre le creux atteint lors de la contre-offensive liée au Covid et le niveau actuel, les hausses de taux directeurs s'échelonnent de 750 points de base (pb) au Mexique à 1 100 pb au Brésil.

PIB : fatigue en fin de course



Sources : Cptes Nat., Crédit Agricole SA/ECO

Inflation : plateau trop élevé



Sources : Bques centr., Crédit Agricole SA/ECO

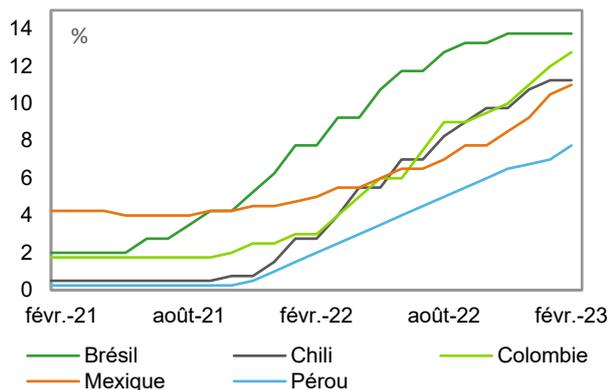
In fine, les soutiens apportés par la résistance de la croissance mondiale, des prix des matières premières encore bien orientés, la bonne tenue du marché du travail, les mesures (inégaux) de soutien à la consommation (qu'il s'agisse de soutiens au revenu et/ou au pouvoir d'achat) ont « éclipsé » l'impact des resserrements monétaires. Si ceux-ci sont justifiés en ce qu'ils contribuent à ancrer les anticipations d'inflation, à asseoir la crédibilité des banques centrales et à soutenir les devises (tant que les investisseurs parviennent à « calibrer » le risque), leur capacité à infléchir rapidement la demande et, tout particulièrement, la consommation s'est révélée peu probante.

D'une part, l'accélération de l'inflation provient d'un choc d'offre en amont éventuellement amplifié par un excès de demande (Chili et Colombie notamment). D'autre part, les taux réels sont encore légèrement négatifs sauf au Brésil (depuis mi-2022) et au Mexique depuis novembre. Mais, et surtout, les

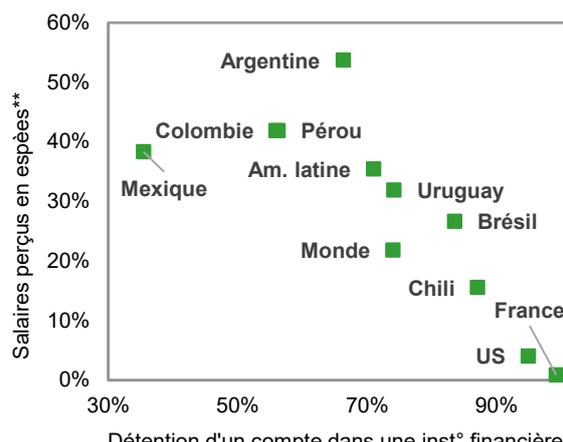
effets des resserrements monétaires se diffusent d'autant plus lentement que l'informalité et la bancarisation sont, respectivement, élevée et faible. Or, bien que les ratios crédits domestiques/PIB (données 2021) soient variés au sein de la région, puisqu'ils atteignent seulement 38% au Mexique mais 70% au Brésil, ils demeurent relativement faibles (à l'exception du Chili à près de 125%). Au regard des « standards » des pays à haut revenu, les indicateurs d'inclusion financière³ des ménages (détention d'un compte bancaire, usage de ce compte, épargne et emprunt auprès d'une institution financière, etc.) signalent un retard important en dépit des progrès récents, notamment favorisés par la pandémie de Covid et ce « grâce à plusieurs mécanismes, y compris les paiements d'aide d'urgence que les gouvernements effectuaient dans les comptes ». Par ailleurs, une partie importante des salariés est encore rémunérée en espèces ce qui limite, par définition, le recours à un compte bancaire.

³ Source : Base de données Global Findex 2021, « Inclusion financière, paiements numériques et résilience à l'ère du Covid-19 », Banque mondiale, 2022.

Taux directeurs



Sources : Bqs centrales, Crédit Agricole SA/ECO



Sources : Global Findex 2021, CA sa/ECO

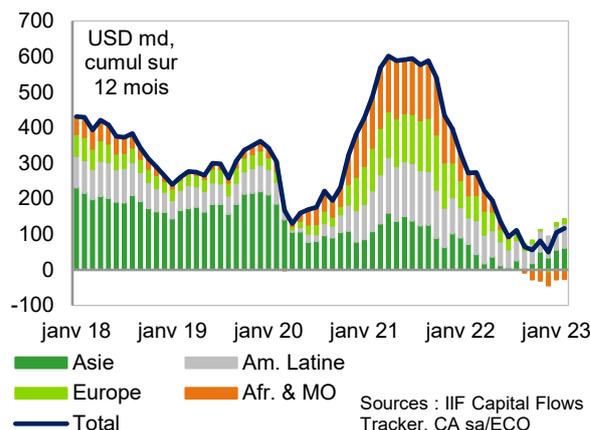
* Pop° âgée de 15 ans et plus > 15 ans

** % des bénéficiaires de salaires du secteur privé, âgés de 15 ans et plus

Si l'efficacité de la politique monétaire à calmer rapidement la demande domestique peut être discutée, sa capacité à promouvoir les entrées de capital au titre des investissements de portefeuille est confirmée par les derniers chiffres livrés par l'IIF⁴. En février, ces flux ont atteint 22,9 milliards de dollars, majoritairement sous forme d'obligations (17,9 Mds USD, contre 4,9 Mds USD pour les actions). La première région bénéficiaire est l'Asie, suivie de l'Amérique latine. Le différentiel de rendement offre donc une certaine protection plus qu'une protection certaine : la Colombie en fournit une illustration. Sa dépendance à l'égard du reste du Monde (dette externe et présence des non-résidents sur le marché local) est élevée ; les nouveaux axes de politique économique sont encore en cours d'élaboration, mais déjà craints par les marchés. Alors que les *spreads* sur la dette externe et le peso étaient déjà sous pression, elle vient de faire l'expérience d'une réduction brutale de l'exposition

des non-résidents (cession de 873 millions de dollars en février de titres de dette publique locale, la plus forte jamais enregistrée).

Inv. de portefeuille, flux nets



Sources : IIF Capital Flows Tracker, CA sa/ECO

⁴ Source : Capital Flows Tracker, mars 2023.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Bahreïn : si les excédents courants perdurent, une nouvelle aide externe pourrait être évitée

Le modèle économique de Bahreïn est celui d'un quasi paradis fiscal dont les seules ressources sont des taxes pétrolières, alors même que cette activité ne représente plus que 20% du PIB. Ce modèle économique est un peu plus soutenable compte tenu de la hausse des prix du pétrole en 2021 et 2022 et de la hausse de la TVA de 5% en 2020 à 10% cette année. Effectivement, après deux années d'excédents courants, la question centrale est le maintien de ces excédents jumeaux en 2024 et au-delà, seule solution pour permettre de stabiliser, voire de réduire les dettes externe et publique. Le surendettement passé a déjà nécessité l'aide financière massive (assimilable à celle du FMI) accordée par les pays du Golfe (l'Arabie et les Émirats) en 2018 et qui s'est élevée à 10 milliards de dollars, soit le ratio colossal de 27% du PIB. Cette aide a été décaissée pour éviter une crise de liquidité, un défaut souverain et une sortie du régime de change fixe au dollar américain. Compte tenu d'une forme de solidarité financière entre pays du CCG, la sortie d'un de ses membres du régime de change fixe au dollar pourrait créer un risque d'image important sur la région et accroître les tensions de liquidité sur certains des membres les plus fragilisés.

Le problème de Bahreïn est que son modèle de développement repose sur une rente désormais marginale dans le PIB : la production de pétrole. Par ailleurs, trois autres activités soutiennent la croissance : la finance *off-shore* (qui est fortement concurrencée par les Émirats), le tourisme (surtout auprès des Saoudiens) et enfin la production d'aluminium.

Malgré les difficultés financières des dernières années, les autorités ont eu beaucoup de difficulté à

abandonner (et encore seulement partiellement) le statut de paradis fiscal. Après neuf ans sans réaction, elles n'ont commencé à corriger les déséquilibres externes et fiscaux qu'en 2020 avec l'introduction d'une TVA modeste et tardive.

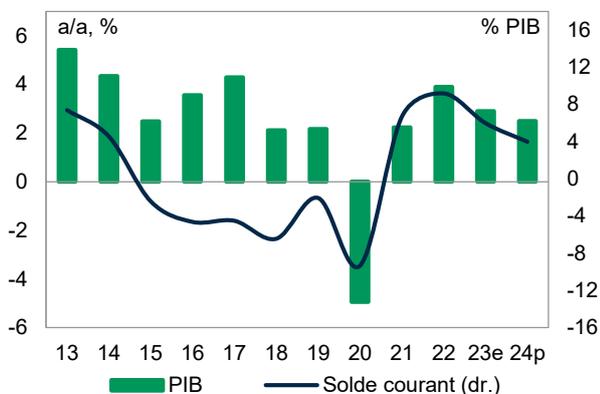
Accentués par la crise du Covid et la récession de 5% en 2020, les déficits courants (de 9% du PIB) et les déficits budgétaires ont fait exploser le surendettement externe à 2,2 fois le PIB et la dette publique à 113% du PIB (estimé 2022). Les réserves en devises ont été un peu soutenues par les excédents courants de 2022, mais s'établissent à 3,3 milliards de dollars, soit autour de trois mois d'importations.

La question de la solvabilité souveraine et externe reste donc tendue comme l'illustre par ailleurs les *ratings* du pays, toujours à de niveaux très bas de B+ pour S&P et Fitch et de B2 pour Moody's.

Le secteur bancaire, de son côté, est dual et hypertrophié. Le secteur bancaire domestique (banque de détail) représente plus de deux fois le PIB, en raison d'un trop grand nombre de banques concurrentes, de son internationalisation partielle et du financement élevé de la dette souveraine. Il est toutefois liquide, bien capitalisé, mais peu rentable, même si le ratio de créances douteuses s'améliore à 3,3% du total. Le secteur bancaire *off-shore* (entreprises) est hypertrophié à 2,7 fois le PIB. Ce secteur reste trop dépendant des financements externes en devises en provenance des pays du CCG.

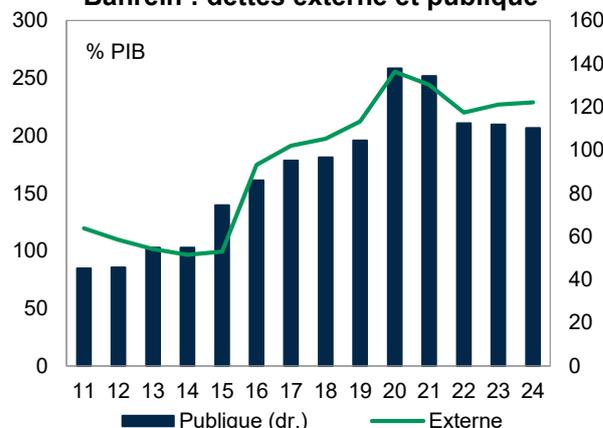
En 2023, la croissance du PIB devrait s'établir à 2,7%, tandis que le solde courant pourrait rester excédentaire.

Bahreïn : PIB et solde courant



Sources : Banque centrale, EIU, Crédit Agricole S.A.

Bahreïn : dettes externe et publique



Sources : Banque centrale, EIU, Crédit Agricole S.A.

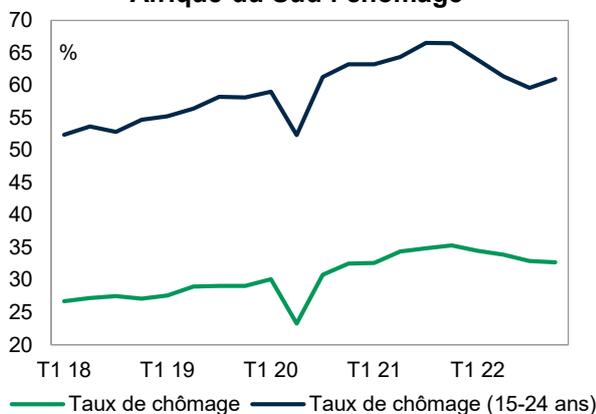
Notre opinion – La question de la nécessité d'une nouvelle aide à court-moyen terme ne se posera donc que si les excédents courants disparaissent à horizon 2024. À ce stade, le niveau des prix du pétrole pourrait permettre d'éviter cette situation.

Afrique sub-saharienne

Afrique du Sud : le taux de chômage poursuit sa trajectoire descendante au T4 2022

Au quatrième trimestre 2022, le taux de chômage sud-africain s'est contracté de 0,2 point par rapport au trimestre précédent et de 2,6 points en glissement annuel pour atteindre 32,7%. Il s'agit de la quatrième baisse consécutive de l'indicateur, alors que celui-ci atteignait son plus haut niveau au quatrième trimestre 2021 (35,3%) depuis la mise en place, par l'Institut des statistiques de l'Afrique du Sud, de l'enquête trimestrielle sur la main-d'œuvre en 2008. Le marché du travail a ainsi bénéficié de la reprise économique avec la fin de la crise sanitaire, mais pourrait bien pâtir de la montée de la crise énergétique en 2023.

Afrique du Sud : chômage



Sources : Stats SA, Crédit Agricole S.A/ECO

La population active (quinze/soixante-quatre ans) a augmenté de 0,8 point par rapport au troisième trimestre 2022 et de 5,4 points en glissement annuel pour atteindre 23,7 millions. Le nombre de personnes en emploi a crû de 169 000 par rapport au trimestre précédent à 15,9 millions ; 24,4% du total travaillent dans le secteur des services sociaux, 20,7% dans le secteur du commerce, 15,6% dans la finance et 10,4% dans l'industrie manufacturière. La plupart des secteurs de l'économie ont connu une

hausse des emplois à l'exception de l'agriculture (-1,4 point), la construction (-0,9 point) et les services (-3,2 points). Même si le nombre de personnes au chômage a également augmenté (+28 000), le taux de chômage a été compensé par la hausse plus importante de l'emploi, d'où sa contraction. Au total et par rapport à la même période en 2021, 1,4 million d'emplois ont été créés dont 340 000 dans l'industrie manufacturière, 402 000 dans le commerce et 462 000 dans les services.

Même s'ils ne représentent qu'une infime part de la population active (11,1%), les jeunes âgés entre quinze et vingt-quatre ans sont ceux qui connaissent le taux de chômage le plus élevé, soit 61%, en hausse de 1,4 point par rapport au trimestre qui précède. Cette augmentation s'explique par la hausse globale de la population des jeunes, les sorties prématurées du système éducatif, ainsi que l'aversion au risque chez les employeurs qui sont réticents à embaucher des jeunes même diplômés. Le chômage est également le plus élevé chez les noirs africains (36,8%, contre 8,2% pour les blancs). Néanmoins, ces données doivent être interprétées en considérant le fait que la population noire active représente 80% de la population totale active sud-africaine, tandis que la population des blancs ne représente que 8%. Des disparités sont également observables entre les genres, à savoir que le taux de chômage des femmes est 5,1 points au-dessus de celui des hommes.

Enfin, l'Institut des statistiques de l'Afrique du Sud calcule un second taux basé sur une définition plus large du chômage. Cette définition inclut les personnes qui sont disponibles pour travailler, mais sont qualifiées de « chercheurs découragés » ou ayant d'autres raisons qui font qu'ils ne cherchent pas de travail. Ainsi, le taux de chômage « élargi » serait de 42,6% au quatrième trimestre de 2022.

Notre opinion – L'Afrique du Sud est l'un des pays d'Afrique sub-saharienne dont le taux de chômage est le plus élevé. Ce taux est problématique dans le sens où il nourrit deux défis majeurs dans le pays : la pauvreté (environ 20% de la population) et les inégalités. Le chômage n'est malheureusement pas qu'une simple conséquence de la crise sanitaire et du ralentissement économique et s'explique en partie par un marché de l'emploi très segmenté.

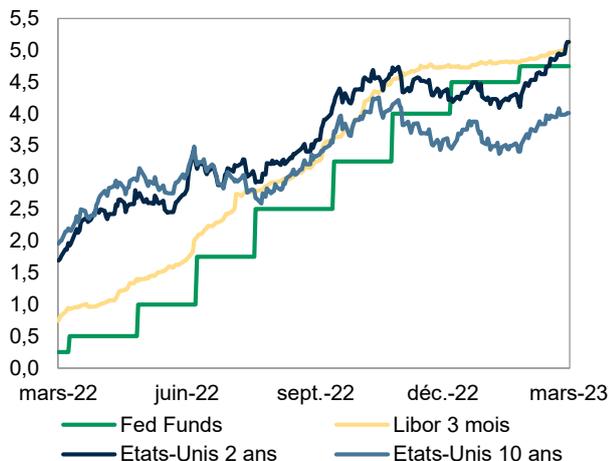
Pour le comprendre, il faut remonter dans le temps, lorsque le régime de l'apartheid était encore en place. À l'époque, les personnes noires occupaient, pour la majorité, des postes non qualifiés, car l'accès à l'éducation leur était difficile. Ces emplois étaient généralement dans les secteurs de l'agriculture et des mines.

Or aujourd'hui, ces derniers utilisent moins de main-d'œuvre et offrent moins d'opportunités. Bien que le régime de l'apartheid ait pris fin il y a plus de trente ans maintenant, la communauté noire demeure moins éduquée. En outre, la transformation de l'économie sud-africaine en une économie des services exacerbe davantage le chômage, car les secteurs d'activité associés offrent des emplois qualifiés auxquels beaucoup ne peuvent avoir accès.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

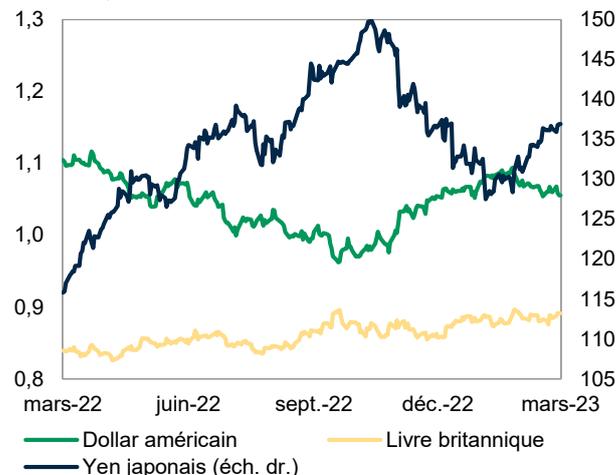
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

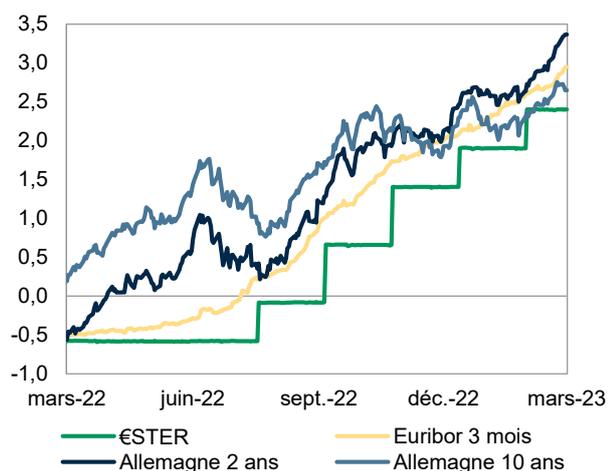
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

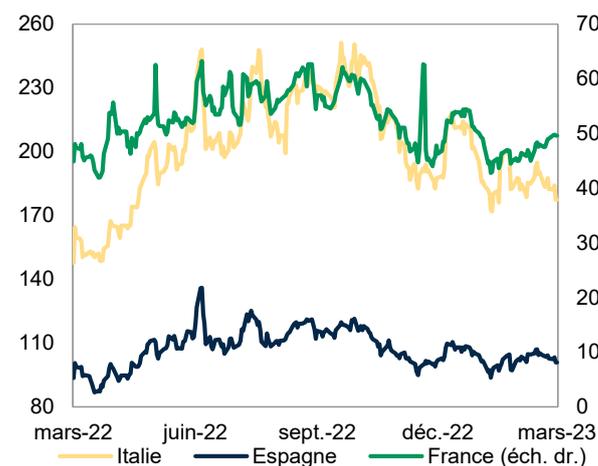
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

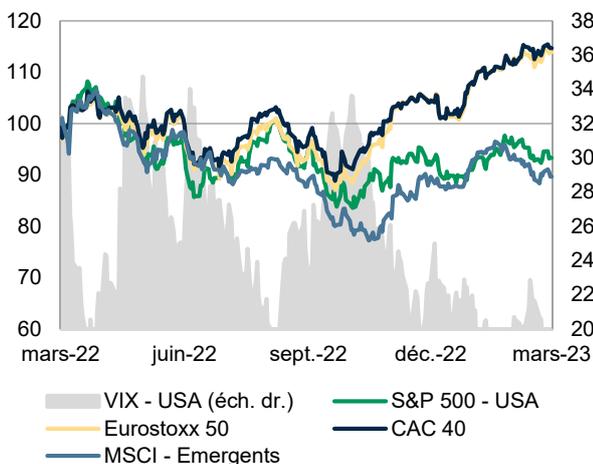
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

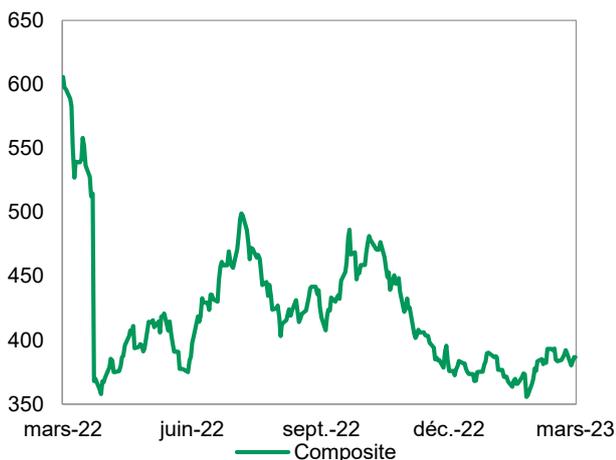
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

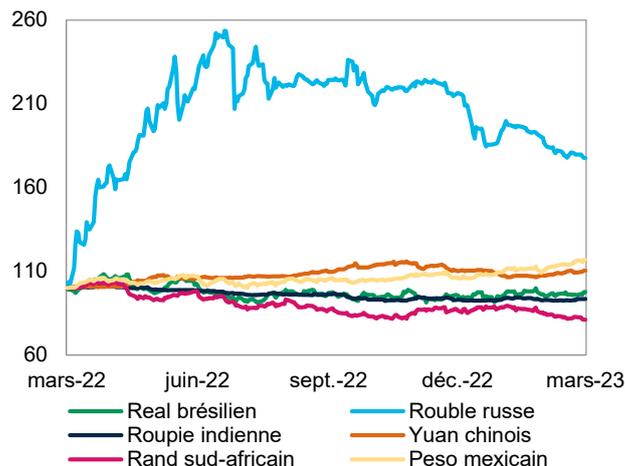
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

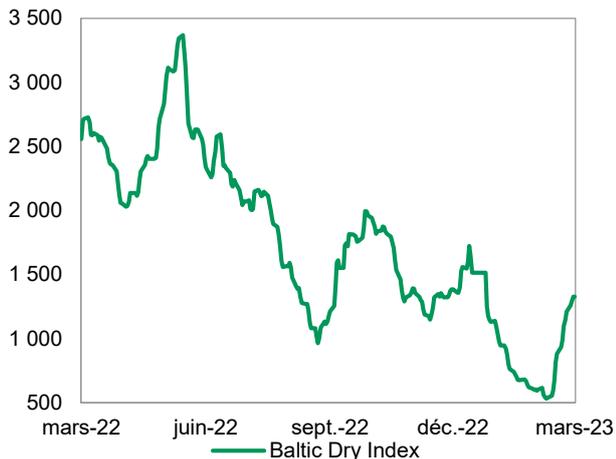
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

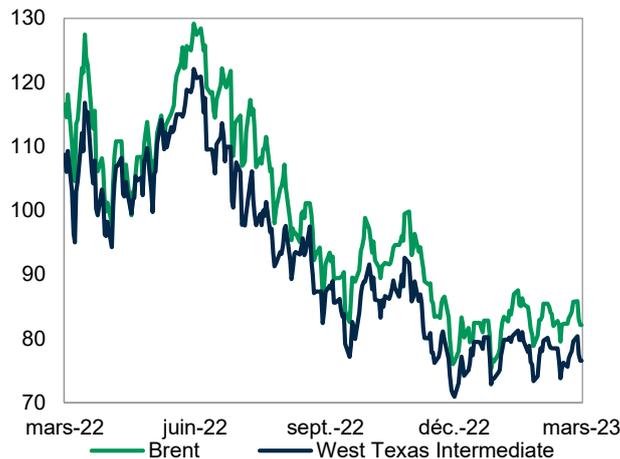
Baltic Dry Index (USD/point)



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](#)

Date	Titre	Thème
07/03/2023	Nigeria – Le nouveau président saura-t-il sortir son pays du tunnel ?	Afrique sub-saharienne
06/03/2023	Brésil – Spéculations manifestes et satisfecit discret	Amérique latine
03/03/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
02/03/2023	La stratégie industrielle de l'Europe face à l'Inflation Reduction Act	Europe, Industrie
01/03/2023	Amérique latine – Panorama des dettes publiques	Amérique latine
28/02/2023	Royaume-Uni : forte amélioration des indices PMI en février	Royaume-Uni
28/02/2023	Israël – Une économie en bonne santé en dépit du politique	Afrique et Moyen-Orient
27/02/2023	La Corée du Sud rattrapée par le déclin démographique	Asie
24/03/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
23/03/2022	Entre sécurité nationale et réouverture, Hong Kong cherche encore sa nouvelle voie	Asie
22/02/2023	Brésil – Dans l'attente de nouveaux ancrages	Amérique latine
21/02/2023	Arabie saoudite – Après la très bonne année 2022, comment se présente l'année 2023 ?	Afrique et Moyen-Orient
20/02/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
15/02/2023	Afrique du Nord – Libye : très peu d'espoir de réunification, un pays indéfiniment failli ?	Afrique du Nord

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, Clara BULTEAU

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 LEBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Ayathassen BENSAID

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.