

# Perspectives

Hebdomadaire – N°23/080 – 17 mars 2023

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Le spectre de l'instabilité financière plane sur les marchés.....</i>	2
☞ <i>BCE : le débat se déplace de <math>r^*</math> à <math>r^{**}</math> .....</i>	3
☞ <i>Zone euro : légère reprise de la production industrielle en janvier.....</i>	5
☞ <i>Espagne : légère progression des ventes au détail en janvier.....</i>	6
☞ <i>Espagne : les défaillances d'entreprises inquiètent.....</i>	6
☞ <i>Chine : s'armer encore de patience.....</i>	8
☞ <i>Algérie : la bonne conjoncture pétrolière améliore la balance des paiements.....</i>	9
☞ <i>Croatie : une entrée réussie dans la zone euro.....</i>	10
☞ <i>Afrique de l'Ouest : cacao et déforestation vont de pair.....</i>	11

## Le spectre de l'instabilité financière plane sur les marchés

La faillite de la Silicon Valley Bank (SVB) a remis au premier plan les questions de stabilité financière. Le spectre d'une contagion aux autres banques et d'une crise systémique a également plané sur les marchés financiers cette semaine avec les nouvelles difficultés rencontrées par le Crédit Suisse. Toutefois, SVB était une banque particulière. Son activité était concentrée sur le financement de start-up et d'entreprises de la Tech qui ont davantage de difficultés à lever des fonds dans un contexte de resserrement monétaire et qui consomment beaucoup de cash. Pour faire face aux retraits de ses clients, SVB a dû vendre pour 21 milliards de dollars d'obligations américaines et a enregistré une perte de 1,8 milliard de dollars, les obligations ayant perdu de la valeur sur le marché secondaire, suite à la remontée des taux d'intérêt. Peu capitalisée et avec encore beaucoup de pertes non réalisées, SVB a lancé une augmentation de capital qui a échoué, ce qui a conduit à un *bank run*, c'est-à-dire des retraits massifs de la part de ses clients que la banque n'a pas pu honorer, précipitant sa faillite. En outre, du fait de sa relativement petite taille, la banque bénéficiait de l'allègement de la réglementation bancaire permise par l'administration Trump il y a quelques années, les pertes non réalisées et la faible capitalisation de la Banque n'avaient donc pas été détectées en amont. Suite à cette faillite, la panique s'est propagée sur les marchés mondiaux craignant une contagion et des retraits massifs chez d'autres acteurs bancaires. Le spectre d'une crise systémique a ressurgi.

En réponse, la Réserve fédérale américaine a dévoilé un nouvel instrument de politique monétaire pour aider les banques à faire face à d'éventuels besoins de liquidités. Elle a mis en place une facilité de prêts jusqu'à un an en échange de collatéraux (comme des *Treasuries* américaines) qui seront valorisés non pas à leur valeur de marché mais à leur valeur nominale. Cela supprime le risque de pertes non réalisées dissimulées qui peuvent se matérialiser brutalement quand une banque est forcée de vendre des actifs (comme ce fut le cas avec SVB).

En Europe, le Crédit Suisse était fragilisé par une situation financière délicate et son actionnaire principal a annoncé ne pas souhaiter injecter davantage de capital. Cela, combiné aux remous causés par les faillites bancaires américaines a entraîné la chute de son cours avant que la Banque nationale suisse ne la soutienne *via* un prêt de 50 milliards de francs suisses pour assurer sa liquidité.

Le retour des craintes d'instabilité financière complique la tâche des banques centrales et pourrait venir perturber les trajectoires de resserrement monétaire. En effet, la remontée des taux fragilise certaines banques aux États-Unis, tandis que d'un autre côté, l'inflation reste trop élevée pour mettre fin aux hausses de taux. L'inflation sous-jacente est même repartie à la hausse en février, progressant de

0,5% sur un mois (après 0,4% en janvier) et de 5,5% sur un an aux États-Unis.

Les investisseurs semblent toutefois penser que la Fed ralentira son resserrement monétaire. Une hausse de 25 points de base (au lieu de 50 pdb) du taux *Fed Funds* est désormais anticipée pour la réunion de politique monétaire de la semaine prochaine. En zone euro, la BCE ne pouvait pas infléchir sa politique dès maintenant face à une inflation sous-jacente toujours en hausse en février. Elle a ainsi annoncé une hausse de 50 pdb de ses taux directeurs jeudi, portant le taux de refinancement à 3,5%. Toutefois, elle s'est montrée moins catégorique sur le futur du cycle de resserrement. La *forward guidance* est mise de côté et la BCE affirme désormais que ses décisions dépendront des données économiques des prochains mois. Elle gardera donc un œil sur le rythme du ralentissement de l'inflation, mais veillera également à ne pas aggraver certaines tensions financières. Les banques européennes ne semblent toutefois guère susceptibles de se retrouver dans une situation similaire à celle de SVB. Elles sont mieux capitalisées du fait notamment d'obligations réglementaires plus rigoureuses et ont généralement des activités bien plus diversifiées.

La présentation de ce nouvel outil de politique monétaire aux États-Unis et un resserrement monétaire potentiellement moins agressif ont permis une détente spectaculaire des taux souverains, aux États-Unis comme en Europe. Sur une semaine, les taux des obligations à deux ans allemandes et américaines reculent de plus de 40 pdb à 2,6% et 4,1% respectivement. Et l'inversion de la courbe des taux est désormais moins marquée, puisque les taux à dix ans ne perdent que 26 pdb à 2,25% en Allemagne et 16 pdb à 3,5% aux États-Unis. De plus, malgré la résurgence du risque d'instabilité financière, l'écartement des taux n'a pas explosé en Europe. Les *spreads* italiens, espagnols et français n'augmentent que d'environ 5 pdb par rapport au Bund au cours de la semaine.

Sur les marchés actions en revanche, les performances ont été plus contrastées et la volatilité a fait un retour en fanfare en début de semaine avant de retomber. En Europe, les valeurs bancaires ont pesé sur les indices actions, le CAC40 perd 2,3% sur la semaine à l'heure où nous écrivons ces lignes (même s'il semble poursuivre son redressement après le creux atteint mardi) tout comme l'Eurostoxx50 (-1,9%). Aux États-Unis en revanche, le possible fléchissement de la politique monétaire a rassuré les investisseurs. Après un début de semaine compliqué, le S&P500 progresse finalement de 2,6% sur les sept derniers jours (mais reste en baisse de 3% sur un mois). Les *spreads* de crédit ont en revanche nettement augmenté, alors que l'accès au financement devient plus difficile pour les entreprises.

## Éditorial

### BCE : le débat se déplace de $r^*$ à $r^{**}$

Comme anticipé dans nos prévisions et par la plupart des observateurs, la BCE a remonté ses taux d'intérêt directeurs de 50 points de base, ramenant le taux de refinancement à 3,5% et le taux de dépôt à 3%.

L'incertitude plus élevée, liée à la récente volatilité des marchés et aux événements de liquidité de certaines institutions bancaires, ont ramené les considérations de stabilité financière sur le devant de la scène et posent la question d'un éventuel arbitrage entre l'objectif de stabilité des prix et de stabilité financière.

#### **L'explicitation de la fonction de réaction de la BCE cadre le message et limite les prises de position plus agressives sur les taux**

La BCE reconnaît que les risques pesant sur la croissance sont orientés à la baisse. Elle a néanmoins révisé à la hausse ses projections de croissance du PIB en 2023 (de 0,5% à 1%), tout en abaissant celles pour 2024 (de 1,9% à 1,6%) et 2025 (de 1,8% à 1,6%).

Les risques pesant sur la prévision d'inflation sont multiples, à la fois à la hausse et à la baisse. La BCE a acté la forte diminution des prix de l'énergie et a abaissé ses projections d'inflation pour 2023 (de 6,3% à 5,3%), 2024 (de 3,4% à 2,9%) et 2025 (de 2,3% à 2,1%). Elle fait néanmoins état d'une inflation plus persistante dans ses autres composants et relève ses prévisions d'inflation sous-jacente de 4,2% à 4,6% pour 2023. Au-delà de cette date, l'inflation sous-jacente se réduirait plus rapidement qu'initialement prévu, passant de 2,8% à 2,5% en 2024 et de 2,4% à 2,2% en 2025.

Avec la hausse de 50 pbb, la BCE s'en est donc tenue à son guidage des anticipations de février, mais pour l'avenir elle a renforcé son approche conditionnée par les données en dévoilant plus explicitement sa fonction de réaction. Son action future dépendra de trois facteurs :

- ✓ son évaluation des perspectives d'inflation en fonction des données macro-économiques et financières disponibles ;
- ✓ l'évolution de l'inflation sous-jacente (hors composants volatiles) ;
- ✓ la force de la transmission de la politique monétaire.

La prise en compte explicite des données financières dans l'évaluation de la dynamique de l'inflation permet de capter toute instabilité financière qui pourrait se manifester par un durcissement des conditions de financement. Elle vient implicitement plafonner la hausse des taux en conditionnant l'objectif de stabilité des prix à l'objectif de stabilité

financière. Par ailleurs, le dévoilement de la fonction de réaction réduit la possibilité de prise de parole des membres plus agressifs du Conseil des gouverneurs, qui souhaiteraient pré-engager la BCE sur une trajectoire de hausse des taux.

C. Lagarde a été ferme, en affirmant que si le scénario central d'inflation de la BCE se réalisait dans un contexte d'incertitude réduite, d'autres remontées des taux seraient inévitables. Elle a néanmoins souligné que les prévisions ont été réalisées en amont des récentes tensions sur les marchés financiers, qui justifient une approche plus dépendante des données et une fonction de réaction prenant en compte ces évolutions financières.

#### **Le débat entre $r^*$ et $r^{**}$ n'est pas tranché, mais influence déjà les choix**

Après le rebond *post-Covid*, les banques centrales des économies avancées étaient engagées dans une politique de normalisation fondée sur l'éloignement du risque déflationniste de la décennie passée. Elles recherchaient un nouvel ancrage de leur taux d'intérêt d'équilibre ( $r^*$ ) après plusieurs décennies qui avaient vu ce dernier baisser constamment jusqu'à atteindre le plancher de zéro dans plusieurs juridictions. Le débat autour du nouveau niveau de ce taux était loin d'être tranché, lorsque le choc inflationniste a rendu plus compliquée leur action car, en l'absence de ce référentiel, il est compliqué d'apprécier l'orientation de la politique monétaire (restrictive ou accommodante). Or, les perceptions erronées des décideurs quant au niveau du taux d'équilibre peuvent entraîner des coûts économiques substantiels en termes de chômage et d'inflation. Les coûts de la surestimation du taux d'équilibre sont supérieurs au coût de sa sous-estimation, notamment lorsque la marge de manœuvre des banques centrales est limitée par la limite inférieure effective du taux nominal. La BCE, sans avoir fourni d'estimations précises du taux d'équilibre pour la zone euro, a communiqué sur un niveau de 2%

Avec l'héritage d'années d'excès de liquidité et de forte valorisation de certains actifs (les plus risqués), la remontée des taux d'intérêt obligeait les banques centrales à prendre en compte le concept de taux d'intérêt de stabilité financière ( $r^{**}$ ). Ce dernier serait le taux d'intérêt seuil qui déclenche la contrainte de financement pouvant conduire à la matérialisation du risque d'instabilité financière. Or, des taux d'intérêt réels constamment faibles induisent une augmentation des vulnérabilités financières et une baisse conséquente du niveau de  $r^{**}$ . La question de l'arbitrage entre l'objectif de stabilité des prix (régulé par  $r^*$ ) et l'objectif de stabilité financière (régulé par  $r^{**}$ ) implique que tout écart entre  $r^*$  et  $r^{**}$  est potentiellement générateur d'équilibres multiples.

Il n'est donc pas étonnant que la communication de la BCE ait pris très clairement en considération ce risque d'instabilité financière, tout en affirmant que la question de l'arbitrage entre la stabilité financière et l'objectif de stabilité des prix ne se posait. En effet, la BCE affirme vouloir poursuivre les deux objectifs avec deux instruments différents : la politique conventionnelle des taux pour l'objectif d'inflation ; la politique non conventionnelle de la taille de son bilan et d'instruments spécifiques tels que le TIP et du collatéral exigé pour l'objectif financier. Néanmoins, l'inclusion des variables financières au rang de celles qui peuvent modifier son évaluation de l'inflation acte *de facto* un arbitrage.

#### « *Name and shame* »

Parmi ses recommandations de politique économique adressées aux autres acteurs de l'économie, la BCE a voulu renforcer les orientations déjà exprimées par la Commission européenne sur la nécessité de réduire le soutien budgétaire généralisé pour endiguer les effets de l'inflation et de se tourner vers des mesures plus ciblées.

Pour la première fois, la BCE a aussi indiqué que l'un des principaux risques haussiers sur l'inflation trouve son origine dans la forte remontée des marges dans les secteurs où l'offre se retrouve contrainte et la demande soutenue. Un signal donc, adressé cette fois aux entreprises, les incitant à ne pas tirer un profit excessif de situations non concurrentielles et un rappel à partager le fardeau de la hausse de l'inflation.

## Zone euro

### Zone euro : légère reprise de la production industrielle en janvier

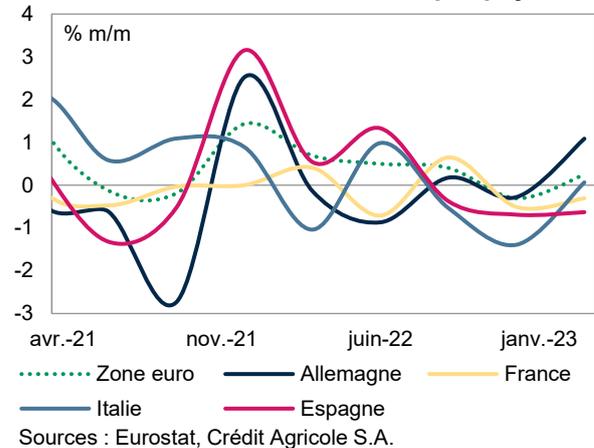
Après avoir terminé l'année dans le rouge, la production industrielle se redresse légèrement en zone euro au mois de janvier, enregistrant une hausse de 0,7% sur le mois. La croissance de la production industrielle a été principalement tirée par la composante des biens intermédiaires qui augmente de 1,5%. L'ensemble des autres catégories de biens sont cependant en recul, de -0,8% pour l'énergie, de -0,2% pour les biens d'investissement, de -0,7% pour les biens de consommation durables et enfin de -2,1% les biens de consommation non durables.

Par pays, la production industrielle a été tirée par la bonne performance du secteur industriel allemand avec une croissance de 1,8% et dans une moindre mesure par l'Irlande qui, avec une hausse de la production industrielle de 9% en janvier, contribue à la croissance de l'indicateur en zone euro à hauteur de 0,2 point de pourcentage (pp).

Le secteur industriel allemand récupère ainsi en partie le repli de décembre et entame l'année 2023 avec un acquis de plus de 1% pour le T1. À l'exception de l'Allemagne, de l'Autriche, de l'Irlande et de la Slovénie, l'ensemble des autres pays de la zone euro observe une baisse de la production manufacturière. Le recul de la production industrielle a été particulièrement marquée aux Pays-Bas et en Belgique, avec respectivement -4,3% et -4,1%, suivis du Portugal avec -2,7%. À ce titre, la Belgique cumule deux mois de recul de la production industrielle, laissant un acquis de -5,5% au premier trimestre 2023. La production industrielle recule également en France de 1,9%, après deux mois consécutifs de hausse, ce qui fait basculer l'acquis de croissance pour le premier trimestre en territoire négatif. Le profil en dents de scie de la production industrielle espagnole se poursuit avec un recul de 0,9% en janvier, après une hausse de 0,6% en décembre, laissant un acquis négatif au T1. Le repli plus contenu du secteur manufacturier en Italie

(-0,7%) lui permet de maintenir l'acquis laissé par les bonnes performances de décembre.

Production industrielle par pays



Par branches d'activité, ce sont les secteurs de l'extraction qui souffrent le plus en ce début d'année à l'exception de la composante de minerais métalliques. Les branches de l'industrie agro-alimentaire, après des résultats très contrastés en décembre dernier, semble récupérer progressivement avec +2,3% pour l'agroalimentaire et +2,9% pour les boissons. Les secteurs fortement exposés à la consommation des ménages, tels que l'habillement mais aussi l'industrie automobile, continuent d'être pénalisés par les ajustements dans les décisions de consommation dans un contexte d'inflation forte, avec un repli significatif de la production dans les deux secteurs de 7,3% et 5,3% respectivement. Enfin, le net ralentissement des prix de l'énergie semble jouer en faveur des secteurs qui y étaient fortement exposés, comme la métallurgie qui progresse de 2,4% en janvier et la chimie dont la production augmente de 2,5%.

**Notre opinion** – Les profils de production industrielle restent encore difficilement lisibles en ce début d'année, bien que certains risques baissiers semblent progressivement s'atténuer. Le ralentissement des prix à la production observé sur les deux derniers mois, favorisés par une évolution à la baisse des cours du gaz, devrait donner un certain répit aux secteurs manufacturiers européens.

Ces effets seront néanmoins relativement hétérogènes et devraient s'étaler dans le temps, étant donné que certaines branches seront affectées par le ralentissement de la demande intérieure. À l'exception de l'Allemagne dont la contribution représente près de 80% de la hausse de la production industrielle en janvier, les secteurs manufacturiers des autres grands pays ne semblent pas encore s'être relevés de la phase difficile du dernier trimestre.

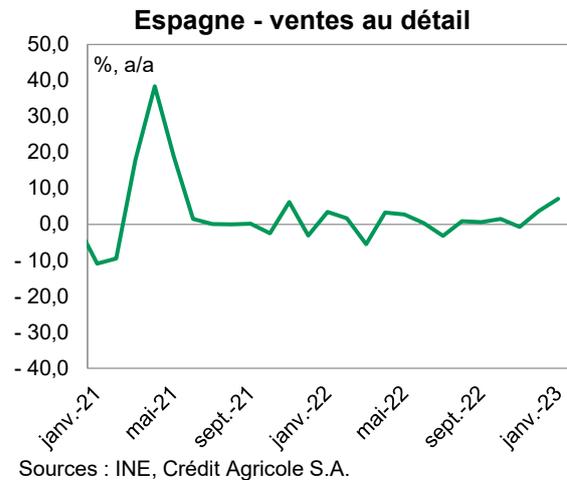
**Espagne : légère progression des ventes au détail en janvier**

La variation mensuelle de l'indice général des ventes dans le commerce de détail (ICM) à prix constants entre les mois de janvier et de décembre, éliminant les effets saisonniers et calendaires, est de +0,4% (+0,3% en décembre).

L'indice général hors stations-service à prix constants corrigé des effets saisonniers et calendaires enregistre une hausse mensuelle de 3,3%. Par produits, l'alimentation a augmenté de 0,5% et le reste de 5,4% (comprend les produits d'équipement pour la personne qui sont ceux qui progresse le plus, à 4,9%).

En glissement annuel, l'indice affiche une variation de 5,5%. Ce taux est supérieur de sept dixièmes à celui enregistré en décembre. Le taux d'occupation du secteur du commerce de détail a présenté une variation de 0,8% en janvier par rapport au même mois de 2022. Ce taux est supérieur d'un dixième à

celui enregistré en décembre. Dans les stations-service, la fréquentation a augmenté de 1,9 %.



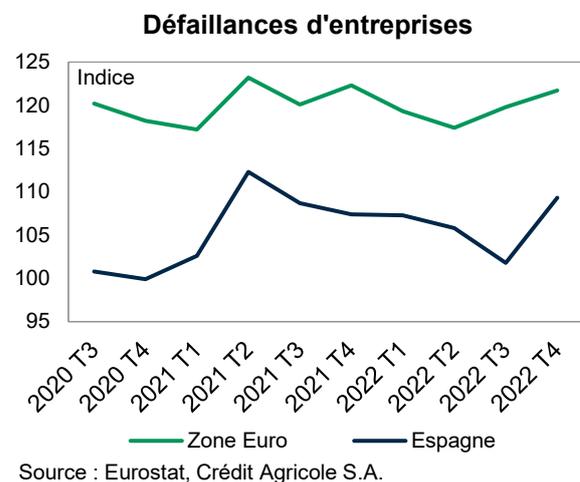
**Notre opinion** – Après la forte baisse de la consommation privée au quatrième trimestre de l'année dernière (-1,7% en rythme trimestriel), les indicateurs avancés ne nous permettent pas de prévoir un fort rebond de la consommation en Espagne. La persistance de l'inflation sous-jacente et le niveau de confiance très déprimé des ménages pèseront sur la croissance durant la première partie de cette année.

**Espagne : les défaillances d'entreprises inquiètent**

Le nombre d'entreprises espagnoles qui se sont déclarées en faillite au dernier trimestre 2022 a augmenté de 59,5% par rapport au troisième trimestre 2022. Ce pourcentage représente la deuxième plus forte augmentation de l'Union européenne (UE) derrière le Luxembourg (+78,1%, pour des nombres très faibles). Le nombre de défaillances d'entreprises espagnoles sur l'ensemble de l'année 2022 a été multiplié par 2,4 par rapport à 2019 selon les données d'Eurostat, et la moyenne sur 2020-2022 est de 62% supérieure à 2019.

Les faillites se multiplient dans tous les secteurs (industrie, construction, services marchands), avec les hausses les plus importantes enregistrées dans les transports, l'hébergement et la restauration, l'éducation, la santé et les activités financières et d'assurance.

Toutefois, l'Espagne a également affiché la deuxième plus forte augmentation du nombre de nouvelles entreprises enregistrées, +7,4% sur le trimestre.



**Notre opinion** – Après le retrait des stimuli gouvernementaux déployés pendant la pandémie, les demandes de mise en faillite se sont multipliées dans l'Union européenne. Les dépôts de bilan ont augmenté tout au long de 2022. Au dernier trimestre, cette augmentation a été substantielle, +26,8% par rapport au T3, et le nombre de défaillances a atteint un pic inédit depuis le début de la série (2015), selon les données publiées par Eurostat.

Cette situation fait suite à une période durant laquelle les entreprises ont bénéficié d'aides d'État, période qui a débuté avec le coronavirus et qui s'est prolongée jusqu'en 2021. Au retrait des aides, se sont ajoutées de nouvelles difficultés pour les entreprises l'an dernier (guerre en Ukraine et crise énergétique, inflation, ralentissement de l'économie).

*Durant la période 2020-2021, les mesures fiscales, monétaires et de surveillance ont fortement soutenu les entreprises, via des réductions de coûts (par exemple, avec les dispositifs de chômage partiel) et en assurant les besoins de liquidité. Par ailleurs, la politique monétaire a offert des conditions financières favorables.*

*Tous ces soutiens se sont traduits par des niveaux d'insolvabilité exceptionnellement bas, sans toutefois éliminer les fragilités qui existaient auparavant, qui sont restées en arrière-plan et qui se sont révélées au fur et à mesure du retrait des aides gouvernementales, de la hausse de l'inflation et des taux d'intérêt et de la détérioration du contexte économique. Le cas de l'Espagne est particulièrement frappant. Le moratoire sur les faillites était en vigueur jusqu'au 30 juin, ce qui a entraîné la concentration de ces procédures sur la deuxième partie de 2022. De plus, 99,82% des entreprises sont des PME, selon les données du ministère de l'Industrie, et ces entreprises ont un besoin élevé de fonds de roulement, qu'elles comblent généralement en empruntant (par exemple, à l'Institut officiel de crédit - ICO) avec des échéances qui ont commencé à tomber. Parallèlement, depuis juillet, la BCE a relevé ses taux d'intérêt de 300 points de base (+50 pdb cette semaine) et les coûts de financement moyens dans la zone euro ont été multipliés par 1,7 entre janvier et décembre de l'année dernière. En tout état de cause, l'ajustement va continuer de se matérialiser dans les résultats et le bilan des entreprises.*

## Pays émergents

### Asie

#### Chine : s'armer encore de patience

Les deux Assemblées clôturées, la cible de croissance 2023 (« autour de 5% ») dévoilée, Xi Jinping réélu – à l'unanimité –, la vie économique chinoise a pu reprendre son cours avec la parution des données d'activité pour janvier et février.

Celles-ci sont assez conformes aux attentes du consensus et témoignent d'un début de reprise encore timide. Mais l'hétérogénéité croissante d'une économie chinoise distordue par trois années de politique zéro-Covid en complique tout de même la lecture.

La production industrielle a progressé de 2,4% en glissement annuel, après 1,3% en décembre. C'est donc mieux, mais pas encore au niveau de ce que les indices PMI de février, largement en zone d'expansion, laissent espérer. Bien sûr, il existe un décalage entre les enquêtes PMI, qui font état d'une production future, et leur réalisation effective. Il n'empêche que l'accélération reste modeste, et surtout très en-dessous de la cible de croissance, alors que la production industrielle accélérerait plus vite que la croissance les années précédentes.

Alors que la demande mondiale adressée à la Chine ralentit elle aussi, se pose de toute manière la question des débouchés de cette production, et donc de la vigueur de l'économie domestique. Deux indicateurs sont particulièrement scrutés : celui des ventes au détail et celui des mises en chantier.

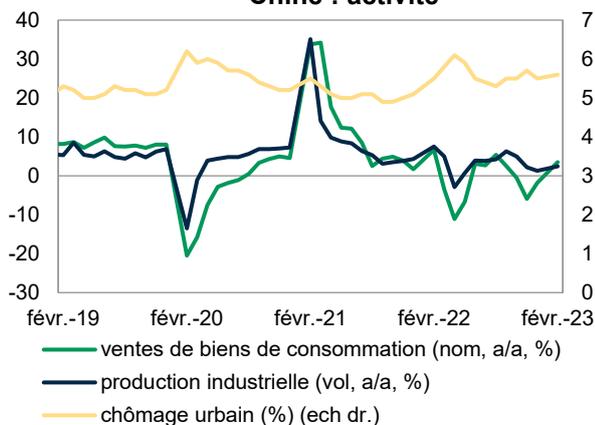
Les ventes au détail ont progressé de 3,5% en glissement annuel en janvier et février, une période

traditionnellement dynamique en raison des célébrations du Nouvel An lunaire. La décélération de l'inflation observée en février (1% pour l'inflation, 0,6% pour l'inflation sous-jacente en glissement annuel, après respectivement 2,1% et 1% en janvier) tend toutefois à indiquer que l'accélération de la consommation a été circonscrite à cette période de vacances.

La légère augmentation du chômage urbain (5,6% en février, 5,5% en décembre) et surtout du chômage des jeunes (18,1% en février, contre 16,7% en décembre) montre aussi que la reprise demeure fragile. La création d'emplois (12 millions pour 2023) a été plusieurs fois citée comme une des priorités de l'année par Li Keqiang lors de son dernier discours face au Parlement. Elle est en effet clé dans le processus de décollecte de l'épargne des ménages accumulée lors des trois dernières années, et donc dans le soutien à la consommation privée.

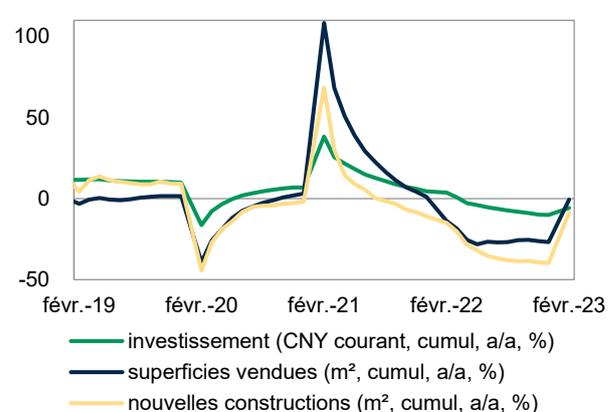
Dans le secteur immobilier, la tendance est enfin à la stabilisation : après une année 2022 extrêmement difficile sur tous les plans (ventes, prix et mises en chantier), les injections de liquidités organisées par les autorités ont au moins permis de mettre fin à la chute constante des transactions. Reste à voir à quel niveau se situera le nouveau point d'équilibre, et quand il sera atteint. Le discours des autorités reste assez clair : pas question d'être le prêteur en dernier ressort d'un secteur largement responsable de ses dérives, et dans lequel la spéculation représente une menace au « rêve chinois ».

Chine : activité



Source : NBS

Chine : immobilier résidentiel



Source : NBS

☑ **Notre opinion** – *Ni mieux, ni moins bien, c'est en substance ce que l'on peut retenir des données de la semaine, qui ont été accueillies assez passivement par les marchés. Pas de détérioration et c'est déjà une bonne nouvelle, après une fin d'année 2022 marquée par une dégradation très nette de l'activité. Pas de surperformance et c'est peut-être une déception, pour des acteurs qui attendent et espèrent le réveil de la Chine pour soutenir la croissance mondiale et peuvent avoir tendance à vendre des scénarios de reprise, en oubliant que le temps de l'économie réelle est souvent plus long que celui des marchés. À l'instar des autorités chinoises, qui fondent leur discours sur la prudence, voire l'humilité, et expliquent que la cible de 5% de croissance en 2023 est encore loin d'être acquise, les données des deux premiers mois nous invitent à faire encore preuve de patience avant de déclarer l'économie chinoise guérie du zéro-Covid.*

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### 👉 Algérie : la bonne conjoncture pétrolière améliore la balance des paiements

Après huit années de graves déséquilibres entre 2013 et 2021, (les difficultés macro-économiques ayant culminé lors de la crise sanitaire en 2020), l'économie se stabilise en 2021 et 2022, grâce à la forte hausse des prix du pétrole qui a produit un petit excédent courant et permis à la fois un redressement des réserves en devises et une probable légère baisse de la dette publique.

Après une récession de 5,1% en 2020 en raison de la crise sanitaire, la croissance du PIB a rebondi à 3,5% en 2021 et à 2,4% au premier semestre 2022. Sur l'ensemble de l'année, le PIB devrait progresser de 3,2% en 2022, grâce à un prix du pétrole à 105 dollars par baril. Toutefois, l'année 2023 devrait être en retrait et décélérer à 2,7% et retrouver ainsi la moyenne des années 2010 de 2,7% également. C'est un niveau de croissance assez modeste pour un pays dont la population a progressé de 1,9% par an en moyenne au cours des dix dernières années.

L'impact favorable du redressement des marchés pétroliers sur la balance des paiements est significatif. Effectivement, après des années de déficit, un excédent courant va réapparaître en 2022, il est estimé à ce stade à 6,2% du PIB, et devrait se maintenir à 3,8% en 2023 avec un pétrole à environ 90 dollars par baril. C'est une performance que le pays n'avait plus connue depuis l'année 2012, il y a onze ans, où le prix du pétrole était à plus de 100 dollars par baril.

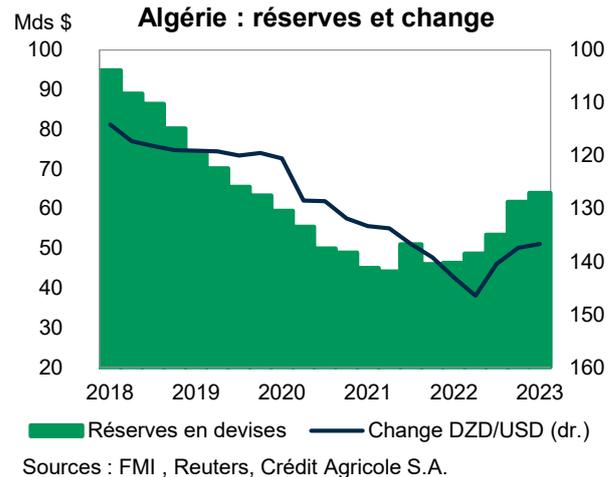
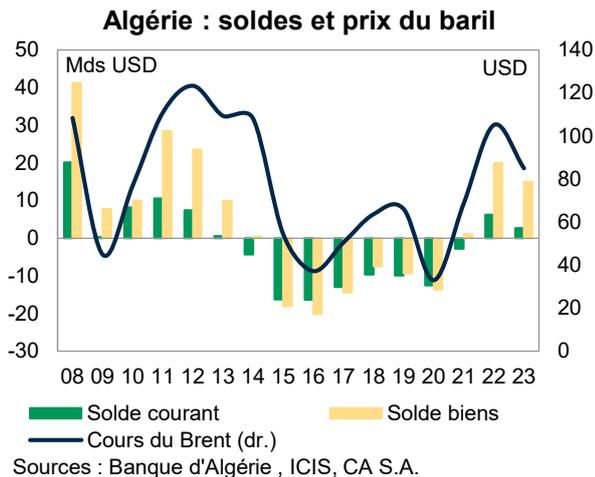
Cela a aussi un impact positif sur les réserves en devises. Après une forte chute en dix ans où elles atteignaient 195 milliards de dollars, elles se redressent fortement à 64 milliards de dollars fin février 2023 grâce au prix élevé des hydrocarbures (105 dollars/baril). La crainte que ces réserves

touchent le plancher des trois mois d'importations est donc repoussé à moyen terme, si le prix de l'or noir reste élevé.

Cette amélioration a un effet favorable sur le cours du dinar. Effectivement, le régime de change quasi fixe au dollar pour éviter l'inflation importée s'assimile plutôt à un régime de change glissant rétroactif. Le dinar algérien, après une chute de 16% entre 2020 et 2021 par rapport au dollar, se redresse de 5% depuis l'été 2022, même si le marché noir suggère toujours, début 2023, une forte surévaluation de la devise.

Qu'en est-il de la dette publique ? Elle était passée de 7% en 2014 à 64% du PIB en 2020 et pourrait se contracter à 58% en 2022, grâce à l'amélioration conjoncturelle. Elle restera, comme dans le passé, majoritairement financée par les banques commerciales. Compte tenu de la probable persistance de déficit budgétaire au cours des prochains exercices, il est encore trop tôt pour envisager une baisse significative de la dette publique à moyen terme.

Les nouvelles sont un peu moins bonnes sur la question de l'inflation. Celle-ci a été en moyenne de 9,7% en 2022 et reste à ce niveau en janvier 2023. À part les dépenses d'éducation, qui sont règlementées, toutes les catégories de biens et de services voient leur prix augmenter fortement et notamment l'alimentaire qui connaît une hausse de 12,4% en un an. Les conséquences sur la situation sociale et sur le pouvoir d'achat des ménages sont difficiles à évaluer, car le prix et la valeur de nombreux biens et services restent fortement contrôlés par l'État et les informations manquent sur l'évolution du chômage en lien avec la conjoncture économique et sociale.



**Notre opinion** – Pour l'Algérie, l'absence de dette externe est un avantage macro-économique puissant en cas de nouvelle baisse des prix du pétrole. Mais le risque d'une crise économique reste assez élevé à plus long terme, compte tenu de la trop forte dépendance du pays à sa rente d'hydrocarbures et à son manque de diversification économique, et notamment de ses exportations.

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### Croatie : une entrée réussie dans la zone euro

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2023, la Croatie fait partie de la zone euro. Depuis septembre 2022, l'obligation d'afficher le prix des marchandises dans les deux devises a permis à la population de s'habituer aux prix en euros et a également permis aux autorités de bien surveiller qu'il n'y ait pas de hausses de prix abusives et injustifiées.

Toutefois, ce passage s'est déroulé dans un contexte global inflationniste partout en Europe et la Croatie n'a pas été épargnée avec une moyenne de hausse des prix en 2022 de 13,1%. En revanche, appartenir à la zone euro lui a permis de ne pas augmenter le taux directeur de façon plus importante que ce qu'elle aurait pu faire si elle utilisait encore la monnaie locale et avec une potentielle efficacité toute relative, l'économie étant déjà fortement euroisée. D'où ce constat, les finances publiques comme les ménages profitent d'être ancrés aux évolutions de la BCE, comparativement aux autres économies des pays d'Europe centrale qui font face à une assez forte hausse du coût de l'endettement.

De plus, cette entrée dans l'espace euro et la garantie que confère la BCE ont été un déclencheur de l'amélioration de la notation du souverain croate qui, à son tour, a permis de diminuer le coût de l'endettement. Le bilan est donc globalement positif : le risque sur la dette externe s'efface grâce à l'euro.

Deuxièmement, le pays bénéficie d'une enveloppe de 5,5 milliards d'euros du fonds de relance européen, ce qui représente environ 8,6% du PIB à répartir sur une période de quatre ans. Cette manne

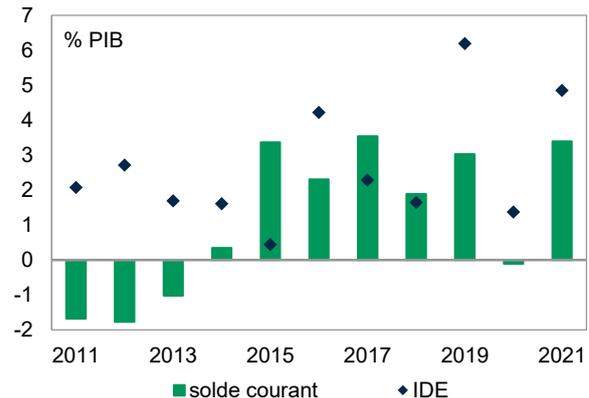
financière devrait relancer les investissements, notamment dans les domaines de la transition énergétique pour un pays qui reste encore très dépendant des énergies fossiles, notamment en provenance de la Russie. Pour le moment, le gouvernement s'est attelé au troisième volet de son plan qui englobe l'amélioration du système de santé et des domaines de l'éducation. Le plus gros reste encore à faire et cela n'est pas forcément le plus facile. Historiquement, les taux d'absorption des fonds européens ont souffert du manque de réformes structurelles nécessaires pour mener à bien les projets. La transition énergétique, et les investissements que cela exige, pourrait rencontrer quelques difficultés dans la volonté de mener les réformes, même si le gouvernement actuel bénéficie d'une grande majorité au Parlement.

L'économie croate tire une grande partie de son PIB du tourisme (autour de 25%) et des exportations vers l'UE, avec un partenaire principal qui est l'Italie. Les perspectives de ralentissement des économies développées risquent de peser sur les exportations croates et de ralentir la dynamique économique. Le renchérissement des importations énergétiques pèse d'ores et déjà sur les ménages. Mais le pays ne possède pas d'industrie très énergivore qui se retrouverait à suspendre sa production. Le solde courant devrait rester légèrement excédentaire en 2023 (autour d'1% du PIB) et rebondir plus en 2024.

Globalement, les freins du potentiel économique croate sont, d'une part, liés à sa population vieillissante qui pèsera de plus en plus sur le marché du

travail, sur la demande et les finances publiques. D'autre part, le manque de diversification expose fortement l'économie aux aléas du tourisme comme principale source des exportations. C'est bien pour ces raisons que la réalisation des réformes nécessaires permettant l'absorption des fonds de relance est un élément-clé, à la fois pour la réussite des objectifs de transition, mais aussi pour stimuler l'investissement et la croissance potentielle de l'économie. Cela devrait également contribuer à faire diminuer le taux d'endettement public qui reste parmi les plus forts de la région (72% du PIB).

**Croatie : balance courante et IDE**



Sources : FMI, Banque mondiale, CA S.A.

## Afrique sub-saharienne

### Afrique de l'Ouest : cacao et déforestation vont de pair

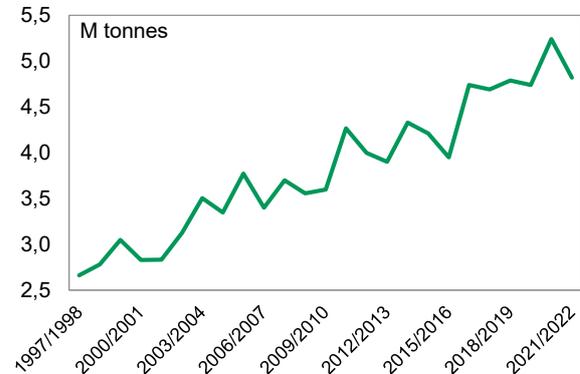
Le cacao, produit phare dont l'Occident ne peut se passer pour produire du chocolat, est majoritairement cultivé en Afrique sub-saharienne. La région représente 75% de la production mondiale et deux pays en concentrent plus de la moitié : la Côte d'Ivoire avec 44% et le Ghana avec 14,3%. À l'échelle régionale, ils représentent respectivement 60% et 19% de la production africaine, suivis par le Cameroun et le Nigeria (à 8% chacun).

Du point de vue du commerce international, la Côte d'Ivoire est le premier exportateur mondial de fèves de cacao avec 42%<sup>1</sup> des exportations, suivi par le Ghana avec une part de 16,2%. Du côté de la demande, elle est principalement concentrée dans l'Union européenne qui représente 52,7% des importations mondiales – dont 75% en provenance d'Afrique sub-saharienne. Les Pays-Bas sont en tête avec 33% des importations européennes en provenance d'Afrique, suivis par l'Allemagne (21%) et la Belgique (17,5%).

Sur les vingt-cinq dernières années, la production mondiale de cacao n'a cessé d'augmenter (+68% entre 1997 et 2022) et a même atteint son plus haut niveau en 2020/2021<sup>2</sup> à 5,2 millions de tonnes. Cette évolution n'est pas sans conséquence sur la biodiversité et entraîne en Côte d'Ivoire et au Ghana la déforestation, pour accroître la production et satisfaire la demande. En effet, l'expansion des terres augmente les rendements de cacao, car les terres forestières non cultivées sont plus fertiles en raison de l'accumulation de nutriments dans les systèmes forestiers. De ce fait, sur les trente dernières années, 90% des forêts en Côte d'Ivoire ont été défrichées pour la production agricole en

particulier du cacao, ce chiffre représente 65% au Ghana. Selon *Mighty Earth*<sup>3</sup>, la déforestation poursuit sa croissance, car entre 2019 et 2022, les deux États ont enregistré, respectivement, une perte supplémentaire de 19 421 hectares<sup>4</sup> et 39 497 hectares de forêts au profit des cultures de cacaoyers.

**Evolution de la production mondiale de fèves de cacao**



Sources : EIU, ICCO, Crédit Agricole S.A/ECO

Or, la déforestation n'est pas uniquement une conséquence de l'accroissement de la production, mais s'explique aussi par les faibles rendements et le prix bas du cacao (en dessous de 3 000 dollars par tonne depuis plus de six ans) qui poussent les agriculteurs à produire davantage. Ces derniers sont, pour la plupart, des petits agriculteurs pauvres qui gagnent moins de 1 dollar par jour, un niveau bien en dessous du seuil de pauvreté de 1,90 dollar par jour. Cette rémunération très modeste s'explique par le fait que la chaîne d'approvisionnement

<sup>1</sup> Source : Trademap, données pour l'année 2021, calculs de l'auteur

<sup>2</sup> Campagne de récolte de cacao : octobre-septembre (Organisation internationale du cacao)

<sup>3</sup> [Raport annuel Mighty Earth](#)

<sup>4</sup> Selon l'ONG *Mighty Earth*

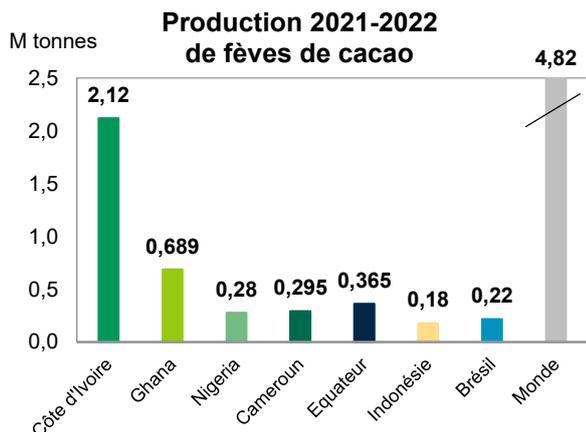
implique de nombreux acteurs (production, approvisionnement, commercialisation, transformation et distribution) et que le producteur ne reçoit au final qu'environ 6% du bénéfice réalisé sur le produit final. Autre facteur de la destruction des forêts, le réchauffement climatique, puisque la hausse des températures et les sécheresses sont une menace pour les cacaoyers qui ont besoin de précipitations et de couvertures forestières qui les protègent de la lumière et du vent. La menace du réchauffement climatique alimente un cercle vicieux dans lequel les producteurs sont amenés à déplacer leurs plantations dans des zones montagneuses, ce qui fragilise davantage les écosystèmes et accélère ce phénomène.

Ainsi, à long terme, si des mesures drastiques ne sont pas adoptées, les récoltes pourraient pâtir du changement climatique, ce qui aura pour conséquence une réduction de la production de chocolat, voire une disparition de l'industrie. Les données parlent d'elles-mêmes, la production de fèves de cacao s'est déjà contractée en Côte d'Ivoire et au Ghana de 6% et 64%, respectivement, entre 2020/2021 et 2021/2022 à cause des importantes

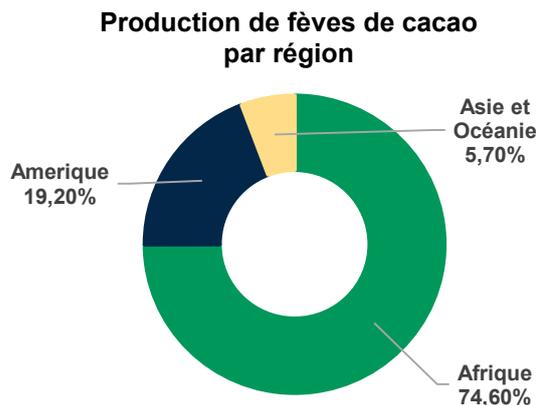
sécheresses connues par la région de l'Afrique de l'Ouest.

Enfin, pour lutter contre la déforestation, l'Union européenne a adopté une nouvelle législation contre la déforestation importée. Les entreprises importatrices et exportatrices de l'UE devront dès lors prouver que leurs produits sont « zéro déforestation ». Parmi les produits concernés, le cacao est l'une des principales matières premières agricoles identifiées comme ayant un impact conséquent sur les forêts.

En outre, la Côte d'Ivoire, le Ghana ainsi que trente-cinq grandes entreprises du domaine se sont engagés en 2017, dans le cadre de l'initiative *Cocoa & Forests* de la Fondation Mondiale du Cacao, à mettre fin à la déforestation et rétablir les zones forestières. Suite à la mise en place de cette stratégie, la Côte d'Ivoire a adopté un système satellitaire national de suivi de la déforestation et a planté 10 millions d'arbres en 2020. De son côté, le Ghana a restauré près de 226 000 hectares de forêts. Pour les entreprises, elles ont atteint une traçabilité en approvisionnement direct de 82% au Ghana et 74% en Côte d'Ivoire.



Sources : ICCO, Crédit Agricole S.A/ECO

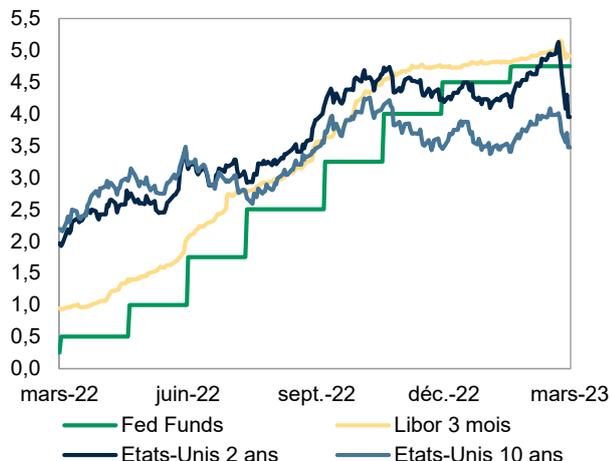


Sources : ICCO, Crédit Agricole S.A/ECO

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

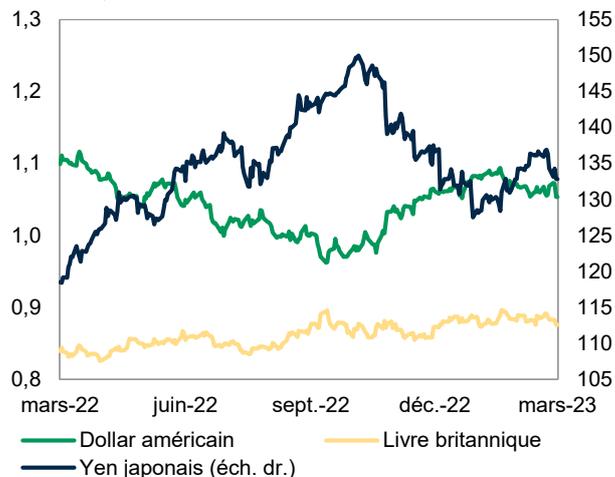
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

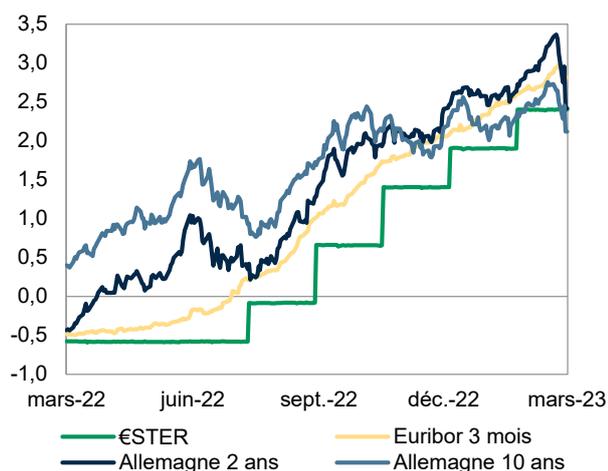
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

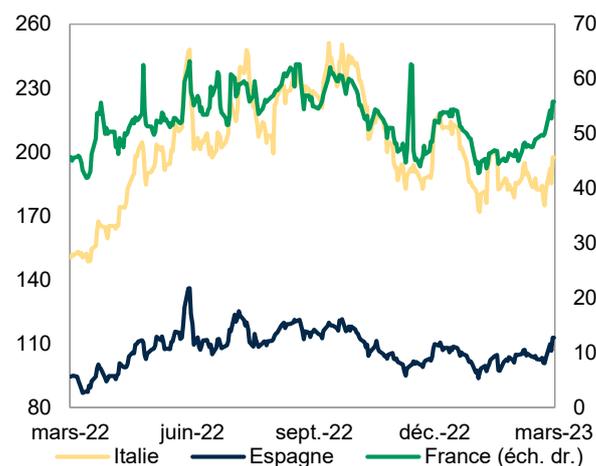
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

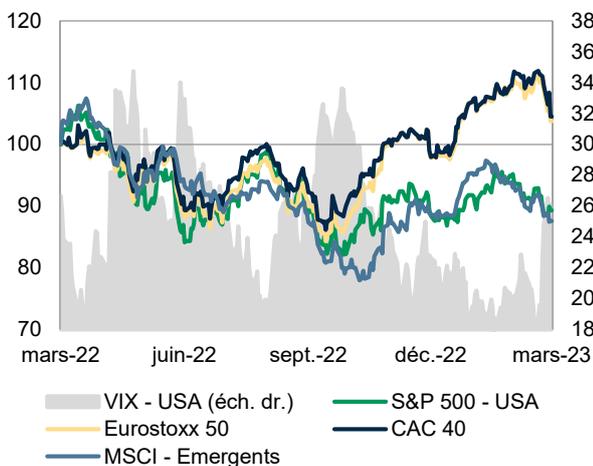
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

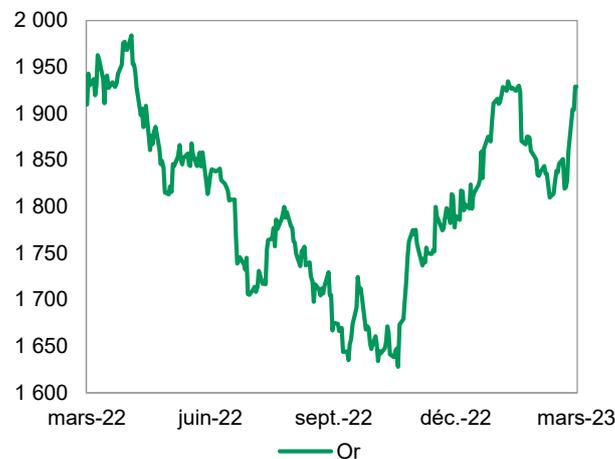
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

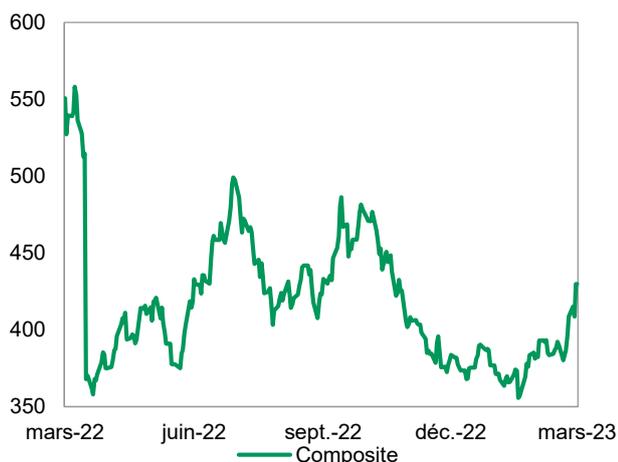
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

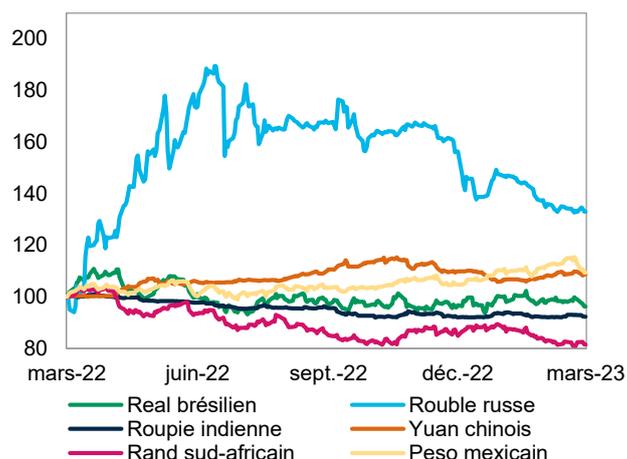
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

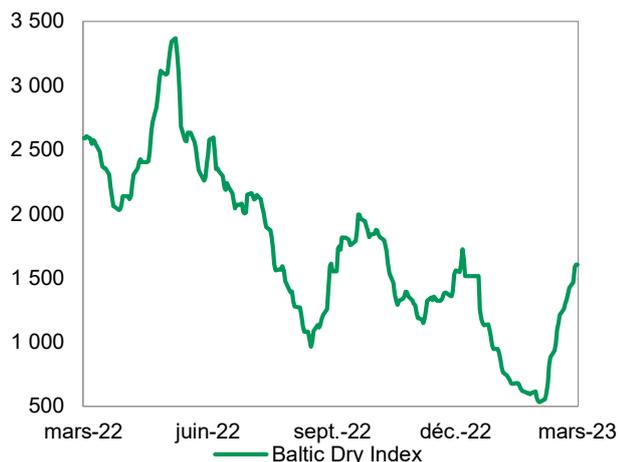
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

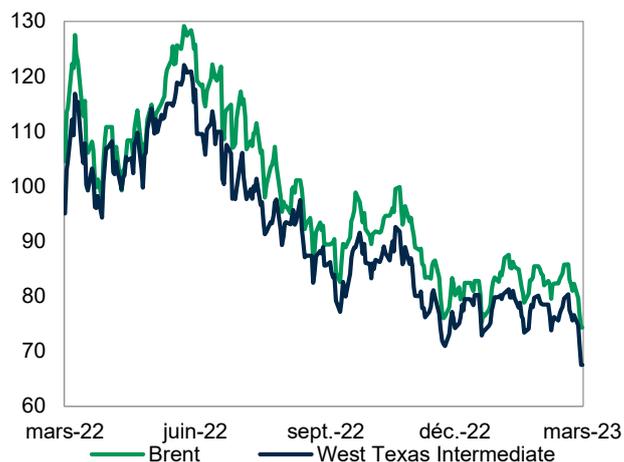
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

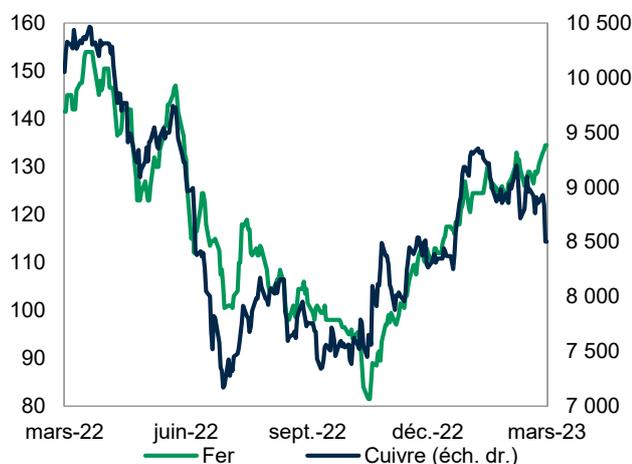
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

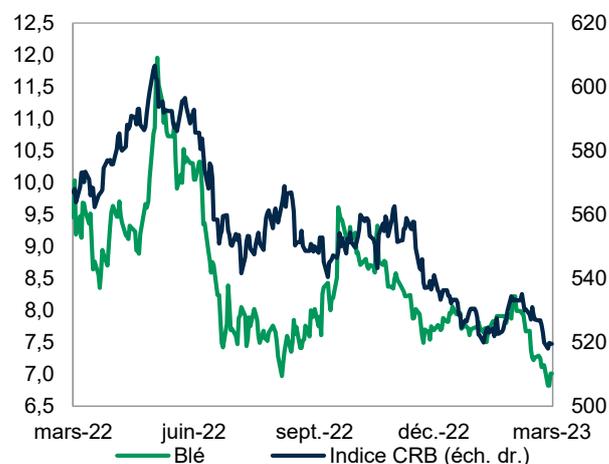
USD/tonne métrique



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
16/03/2023	<a href="#">L'industrie de défense face aux nouveaux défis sécuritaires</a>	Sectoriel
16/03/2023	<a href="#">Amérique latine – Relativiser (même un peu) les effets des resserrements monétaires</a>	Amérique latine
14/03/2023	<a href="#">Royaume-Uni – Après les grèves de décembre, léger rebond du PIB en janvier</a>	Royaume-Uni
14/03/2023	<a href="#">UE – Application des règles budgétaires : un exercice d'équilibre de la Commission avec des conséquences immédiates</a>	Europe
13/03/2023	<a href="#">Italie – 2022 : la croissance résiste</a>	Italie
13/03/2023	<a href="#">Monnaies Numériques de Banque Centrale, une révolution monétaire en marche</a>	Fintech
10/03/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
09/03/2023	<a href="#">CHIPS Act ou la quête de souveraineté technologique</a>	Semi-conducteurs
07/03/2023	<a href="#">Nigeria – Le nouveau président saura-t-il sortir son pays du tunnel ?</a>	Afrique sub-saharienne
06/03/2023	<a href="#">Brésil – Spéculations manifestes et satisfecit discret</a>	Amérique latine
03/03/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
02/03/2023	<a href="#">La stratégie industrielle de l'Europe face à l'Inflation Reduction Act</a>	Europe, Industrie
01/03/2023	<a href="#">Amérique latine – Panorama des dettes publiques</a>	Amérique latine

### 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 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](mailto: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.*