

Perspectives

Hebdomadaire – N°23/143 – 12 mai 2023

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Le calme après les banques centrales	2
☞ Italie : petite baisse de moral dans l'industrie	3
☞ Portugal : forte progression du PIB au T1	4
☞ La BoE augmente ses taux de 25 pnb à 4,5% et révisé fortement ses prévisions	5
☞ Arabie saoudite : les résultats d'Aramco en baisse début 2023 après une très bonne année 2022	7
☞ Égypte : les agences de rating unanimes sur les difficultés financières actuelles du pays	7
☞ Kenya : en 2022, les mauvaises conditions climatiques ont freiné l'activité économique.....	8
☞ Japon-Corée : les lignes de force de la géo économie asiatique bougent vite.....	9
☞ Philippines : des patrouilles conjointes avec les États-Unis se précisent.....	11
☞ Pakistan : une petite visite en Inde.....	11

 Le calme après les banques centrales

Après les réunions de politique monétaire de la Fed et de la BCE la semaine dernière, les marchés sont restés assez calmes cette semaine et ce, malgré la publication des données d'inflation aux États-Unis. Le ralentissement de l'inflation semble, en effet, donner du crédit à la perspective d'une pause dans les hausses de taux, pause évoquée sans être acquise, la semaine dernière par le président de la Fed, Jerome Powell, à l'issue de la réunion de politique monétaire entérinant une nouvelle hausse de 25 points de base du taux directeur (qui dépasse désormais 5%).

Si le recul de l'inflation totale reste lent en avril avec un taux d'inflation à 4,9%, en très légère baisse après 5% en avril, il convient d'analyser plus en détail ses composantes. En particulier, l'inflation sous-jacente et l'inflation dans les services hors logement, mesure moins volatile et appréciée par Jerome Powell, ralentissent en avril. Les données PPI sur les prix en sortie d'usine confirment le freinage des prix à la production. L'indice progresse de 2,3% sur un an après 2,7% en mars, alors qu'il dépassait 11% il y a encore un an : le repli est donc rapide.

Comme en Europe, nous observons un freinage marqué du prix des importations, qui devrait se poursuivre dans les mois à venir. En effet, la reprise chinoise pourrait être plus modérée que prévu et l'inflation y a déjà nettement ralenti. La croissance des prix à la consommation en Chine est quasi nulle (à +0,1% en avril) et les prix à la production (en partie exportés) sont même en recul (à -3,6% sur un an) en raison du repli du prix des matières premières au cours des derniers mois. Le cours du baril de Brent a d'ailleurs baissé de 1,3% cette semaine à 74,3 USD. Si l'inflation persiste tant aux États-Unis qu'en zone euro, cela tiendra désormais plus aux facteurs internes.

À cet égard, certaines données concernant le marché du travail restent robustes et le « job report » du mois d'avril a une fois de plus confirmé la résistance de l'emploi outre-Atlantique. Les créations d'emplois ont été plus soutenues qu'anticipé au mois d'avril (malgré une révision à la baisse des données de créations d'emplois des mois de février et de mars). Le taux de chômage a ainsi légèrement reculé atteignant 3,4% après 3,5% en mars. Plus inquiétant dans un contexte de lutte contre l'inflation, la croissance des salaires a légèrement accéléré et atteint 4,4% sur un an, une croissance toutefois plus lente que le pic atteint il y a un an (avec une croissance des salaires à 5,9% en avril 2022).

Enfin, toujours aux États-Unis, le débat public a été dominé cette semaine par la question du relèvement du plafond de la dette. Les démocrates ont besoin de l'aval des républicains pour valider le budget et autoriser la traditionnelle hausse annuelle du plafond de dette publique. Ce relèvement est généralement une formalité mais devient parfois un objet de pression politique. Donald Trump, en campagne pour la primaire des républicains, a d'ailleurs appelé les parlementaires de son camp à refuser l'augmentation du plafond de la dette et à laisser les États-Unis faire défaut si les démocrates ne consentaient pas à réaliser d'importantes coupes budgétaires. Ce n'est pas la première fois que le sujet du plafond de la dette est sur le devant de la scène et l'adoption du relèvement risque surtout d'être retardée jusqu'au dernier moment. Ces débats ne semblent d'ailleurs pas inquiéter les investisseurs outre mesure. Les taux obligataires américains sont relativement stables sur une semaine à 3,9% pour les obligations à 2 ans et à 3,4% pour les *Treasuries* à 10 ans. En Europe, les rendements obligataires ont également peu bougé au cours de la semaine. Le taux du Bund à 10 ans perd 5 points de base à 2,24% et les écarts de taux avec la France, l'Italie et l'Espagne sont tous les trois en baisse de 2 pdb à 57 pdb, 107 pdb et 188 pdb respectivement.

Sur les marchés actions, les mouvements ont également été relativement limités. Sur la semaine, outre-Atlantique, le S&P 500 est quasiment stable et en Europe, l'Eurostoxx 50 l'est parfaitement tandis que le CAC 40 a gagné 0,3%.

Les données plutôt rassurantes sur l'inflation rendent plus plausible une pause du resserrement monétaire aux États-Unis tandis que la BCE a confirmé la semaine dernière que son cycle de resserrement n'était pas terminé avec de nouvelles hausses de taux prévues au cours des prochains mois et un arrêt des réinvestissements de titres arrivant à maturité dans le cadre de l'APP (*Asset Purchase Program*) à partir du mois de juillet.

Zone euro

Italie : petite baisse de moral dans l'industrie

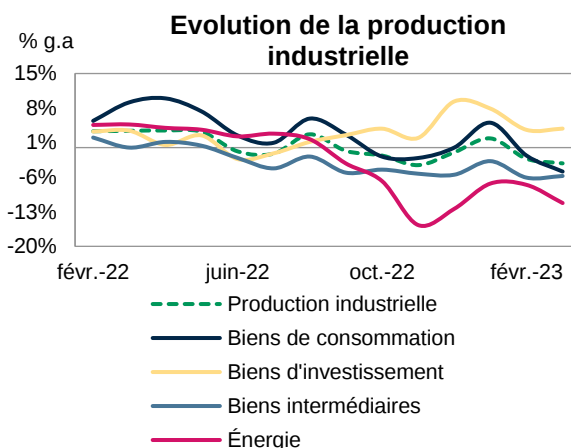
En mars, l'indice de production industrielle hors construction se replie pour le 3e mois consécutif, se contractant de 0,6% par rapport à février. L'ensemble des regroupements d'industries recule à l'exception des biens d'investissement. Malgré ce nouveau repli, la contraction au T1 reste modérée, de 0,1% par rapport au trimestre précédent.

Après avoir reculé au T4 (-2,4%), la production de biens de consommation enregistre la plus forte croissance ce trimestre (+0,7%), tirée par le rebond de ses deux sous-composantes : +1,4% pour les biens de consommation durables et +0,5% pour les biens de consommation non durables. Si cette dernière composante recule pour le deuxième mois consécutif en mars (-1,9% sur un mois), la production de biens de consommation durables se redresse légèrement (+0,6%). En repli depuis janvier, la production de biens d'investissement affiche également une progression sur le dernier mois (+0,7%), maintenant une croissance légèrement positive au T1 (+0,3%). Alors qu'elle présentait des signes d'amélioration depuis décembre, la production de biens énergétiques se replie en mars (-1,4%). Sur le trimestre, la contraction reste modérée (-0,1%) par rapport à celle enregistrée au T4 (-5,8%). La production de biens intermédiaires, particulièrement affectée par le conflit en Ukraine, poursuit sa tendance négative. Elle se contracte pour le 7e mois consécutif en mars (-0,4%) et enregistre la plus forte baisse en glissement trimestriel (-1,4%).

Par rapport à mars 2022, période de début du conflit en Ukraine, la production industrielle accuse une baisse de 3,2%. Les catégories de biens affichant la plus forte contraction sont celles les plus affectées par la hausse des prix : la production de biens énergétiques (-11,2% sur un an), la production de

biens durables (-6,1%) et la production de biens intermédiaires (-5,7%). Seule la production de biens d'investissement présente une croissance positive sur la période (+3,8%).

Par branche d'activité, le repli de la production le plus marqué au T1 a été enregistré dans le secteur du bois, du papier et de l'imprimerie (-4,2%), suivi de l'industrie textile (-1,7%) et de l'industrie chimique (-1,6%). Le secteur de la cokéfaction et du raffinage et celui de la fabrication de matériel de transport enregistrent quant à eux les plus fortes progressions : +2,1% pour le premier et +1,7% pour le second. En glissement annuel, les secteurs les plus énergivores affichent les plus fortes contractions : l'industrie du bois, du papier et de l'imprimerie (-13,4%), la production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné (-12,5%), l'industrie chimique (-10,5%).



✓ Notre opinion – Alors que l'industrie poursuit sa tendance négative avec un nouveau repli en mars, la contraction sur le trimestre reste modérée (-0,1%), bien inférieure à celle observée au T4. Les biens et les secteurs d'activité dont le repli est le plus marqué restent ceux les plus pénalisés par la hausse des prix. Ce résultat ne se reflète cependant pas dans les enquêtes PMI de la période qui suggèrent une amélioration du secteur entre janvier et mars, marquée par une hausse de la production sous l'effet d'une atténuation des contraintes d'offre et d'une demande relativement dynamique. L'enquête du mois d'avril signale quant à elle une reprise peu probable de la production industrielle à court-terme, l'indice du PMI manufacturier chutant dans la zone de contraction (46,8), son plus bas niveau depuis octobre 2022. Les entreprises font notamment état d'un recul de la production et d'un fléchissement de la demande. Toutefois, la diminution des tensions sur l'offre se confirme : la baisse des prix des intrants se poursuit, les délais de livraison continuent de se raccourcir et les perspectives d'emploi s'améliorent. Tant de facteurs qui semblent jouer favorablement sur les perspectives de production des entreprises qui continuent de croître pour le 7e mois consécutif.

 Portugal : forte progression du PIB au T1

Le PIB portugais a surpris positivement au premier trimestre 2023, avec une forte hausse de 1,6% par rapport au T4 2022 et de 2,5% en glissement annuel, portée par le fort dynamisme du secteur extérieur, notamment du tourisme. Le PIB est donc supérieur de 4,3% à son niveau d'avant la pandémie et le résultat trimestriel rend inévitable une révision à la hausse de notre prévision de croissance pour 2023 (actuellement à 1,2%). De plus, les dernières données conjoncturelles restent positivement orientées.

L'inflation s'est encore modérée en avril : les données montrent un net ralentissement de l'inflation à 5,7% (après 7,4% en mars). Une fois de plus, la composante énergétique, avec un taux annuel de -12,7%, contribue pour plus de 60% à la baisse de l'IPC. Le taux d'inflation sous-jacente a également diminué, mais plus légèrement, à 6,6%. Cette dynamique se poursuivra dans les mois à venir en raison d'effets de base dans la composante énergétique par rapport aux mêmes mois de l'année dernière marqués par de fortes hausses de prix.

L'emploi reste toujours dynamique : il atteint 4 911 800 personnes en mars, avec une croissance de 0,4% en g.a. (+21 800 personnes). Dans le même temps, le nombre de chômeurs a diminué pour le deuxième mois consécutif, pour atteindre 362 500 personnes, et le taux de chômage s'est établi à 6,9%.

Le secteur touristique affiche une excellente performance au T1 2023. En mars, 2,1 millions de visiteurs et 5,1 millions de nuitées ont été atteints, de sorte que, pour l'ensemble du T1 2023, les nuitées ont dépassé de 14,1% celles de la même période en 2019. En avril, les données indiquent que le Portugal est l'un des pays ayant la plus forte croissance par rapport à 2019 en matière de vols intra-européens. Si l'on ajoute à cela d'autres facteurs extraordinaires (Journées mondiales de la jeunesse et croissance du tourisme en provenance des États-Unis), 2023 pourrait établir des records, tant en termes de visiteurs que de recettes.

✓ Notre opinion – En matière de finances publiques, après la bonne surprise de 2022 (déficit à 0,4% du PIB, contre 1,9% initialement prévu), le Programme de stabilité 2023-2027 a abaissé les prévisions pour 2023 de 0,9% du PIB à 0,4%, et davantage dans les années à venir en prévoyant un léger excédent en 2027. La dette publique continuera également à diminuer pour passer sous la barre des 100% du PIB en 2025. Pour l'instant, les résultats budgétaires restent assez favorables : un excédent de 3,0% du PIB a été enregistré au premier trimestre, la croissance des recettes dépassant largement celle des dépenses (7,4% en glissement annuel contre 2,4%). Par conséquent, nos prévisions concernant le solde budgétaire en 2023 (actuellement de -1,1% du PIB) sont probablement trop prudentes.

Royaume-Uni

La BoE augmente ses taux de 25 pdb à 4,5% et révisé fortement ses prévisions

La Banque d'Angleterre (BoE) a relevé son taux directeur de 25 points de base à 4,5%, comme anticipé, à l'issue de sa réunion de politique monétaire qui s'est terminée le 10 mai. La BoE a augmenté son taux directeur, le *Bank rate*, douze fois de suite depuis décembre 2021 : il atteint désormais son plus haut niveau depuis 2008. Le résultat des votes est inchangé par rapport à la dernière réunion de mars. Sept membres du comité de politique monétaire (MPC) ont voté pour la hausse de taux de 25 points de base, deux ont préféré le *statu quo*.

La BoE n'a pas apporté de changement à sa « *forward guidance* ». Sa politique monétaire reste conditionnelle : « *S'il devait y avoir des preuves de pressions plus persistantes, alors un nouveau resserrement de la politique monétaire serait nécessaire* ». Le MPC va continuer de surveiller de près les signes de persistance des pressions inflationnistes, notamment les conditions sur le marché du travail et l'évolution de la croissance des salaires et de l'inflation dans les services.

La BoE a publié ses nouvelles prévisions économiques dans son rapport de politique monétaire du mois de mai. Elles sont basées sur des anticipations de taux par les marchés avec un taux directeur culminant à 4,75% au quatrième trimestre suivi d'un recul à 3,5% à horizon de trois ans (deuxième trimestre 2026). En dépit de conditions monétaires plus restrictives, la BoE juge que les perspectives économiques sont à présent nettement supérieures à celles qu'elle anticipait trois mois auparavant : la croissance économique et l'inflation ont été fortement révisées à la hausse et le taux de chômage n'augmenterait plus aussi fortement. La BoE ne prévoit plus de récession au cours des trois prochaines années mais plutôt une croissance atone tout au long de sa période de prévision : +0,25% en moyenne annuelle en 2023, +0,75% en 2024 et +0,75% en 2025 (contre -0,5%, -0,25% et +0,25% prévu en février respectivement). Le taux de chômage resterait inférieur à 4% jusqu'à fin 2024 avant d'augmenter à près de 4,5% en 2025. Les prévisions de février tablaient sur une hausse du taux de chômage au-dessus de 4% en 2023 et au-delà de 5% en 2025.

La BoE juge que « *les perspectives de demande devraient être significativement plus fortes qu'anticipé en février, quoique toujours faibles en termes historiques* ». Les principales raisons de cet optimisme, ou plutôt de ce moindre pessimisme, sont « *une croissance mondiale plus forte que prévu, la baisse des prix de l'énergie, l'assouplissement budgétaire annoncé en mars (Spring budget), et la possibilité que les conditions toujours serrées sur le marché du travail conduisent*

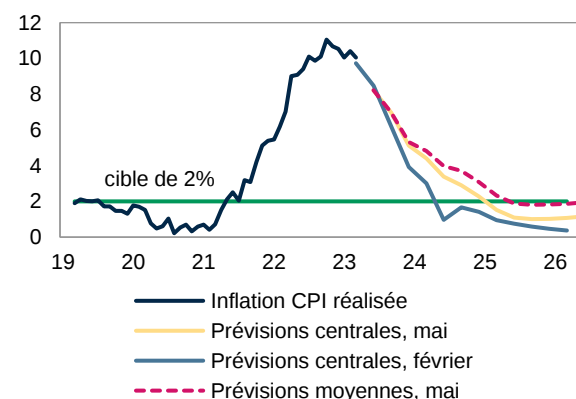
à un taux d'épargne de précaution moins élevé des ménages ».

Le taux d'inflation (CPI), à 10,2% en moyenne au premier trimestre, a été plus élevé que prévu (9,7% selon la prévision de la BoE en février). Les surprises à la hausse sont concentrées sur les produits alimentaires ainsi que sur les biens sous-jacents (essentiellement le vestimentaire), tandis que le taux d'inflation dans les services est en ligne avec les anticipations. La croissance des salaires nominaux est également globalement comme prévu.

La BoE continue d'anticiper une forte baisse du taux d'inflation dès le mois d'avril en raison d'effets de base favorables (le prix de l'énergie avait fortement augmenté en avril 2022). L'extension de la garantie sur les prix de l'énergie par le gouvernement jusqu'à fin juin et la baisse des prix de gros vont également réduire la contribution des prix de l'énergie au taux d'inflation. L'apparition d'un *output gap* négatif devrait peser sur les pressions inflationnistes à partir de 2024.

Les prévisions d'inflation ont néanmoins été revues fortement à la hausse en raison de prix alimentaires plus élevés et d'une demande anticipée plus soutenue. En scénario central, l'inflation CPI atteindrait à 5,1% au T4-2023 (contre 3,9% prévu trois mois auparavant), 2,3% au T4-2024 (contre 1,4%) et 1% fin 2025 (contre 0,5%). La cible n'est plus atteinte au T2-2024, comme anticipé en février, mais début 2025.

% a/a **Prévisions d'inflation CPI de la BoE**



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

Le MPC continue de juger que les risques entourant les prévisions d'inflation sont orientés « *significativement à la hausse, reflétant la possibilité que les effets de second tour dans les salaires et les prix mettent plus longtemps à se dissiper qu'ils n'étaient apparus* ». Ce risque est illustré par le maintien d'un

coefficient d'asymétrie¹ (*skewness*) à des niveaux historiquement record (atteignant 0,8 en 2024 et 2025) ou encore par une projection moyenne de l'inflation, intégrant ce « biais », nettement supérieure à la projection centrale. Comme le montre le graphique ci-dessus, la prévision moyenne baisse moins rapidement que la prévision centrale (à 4% dans un an et 1,9% dans deux ans, contre 3,4% et 1,1% respectivement pour la prévision centrale) et reste très proche de la cible à moyen terme.

Quelles implications pour la politique monétaire ? La BoE continue d'évaluer les risques de persistance de l'inflation. En ce sens, la prévision moyenne d'inflation a davantage d'importance que la prévision centrale. Or, on constate que même avec les baisses de taux prévues par les marchés en 2024, la prévision moyenne se situe légèrement en-dessous mais très proche de la cible de 2% à moyen terme. Il semble donc que la BoE donne raison implicitement aux anticipations de taux de marché.

✓ **Notre opinion** – La BoE a opéré un changement de tonalité significatif. Moins pessimiste que trois mois auparavant, elle a corrigé fortement ses prévisions en faveur d'un recul beaucoup plus lent de l'inflation. Les nouvelles prévisions de croissance ne sont pas surprenantes, la probabilité d'une récession ayant fortement baissé récemment avec la chute des prix de l'énergie. Les prévisions de la BoE restent inférieures au potentiel, compatibles avec un output gap négatif en 2024 et 2025. En revanche, les prévisions de chômage surprennent par l'ampleur des révisions. Celles-ci montrent un taux de chômage quasi stable à court et moyen terme, comme si le marché du travail devait rester "immune" au resserrement monétaire mis en place depuis décembre 2021. Cela semble refléter un changement dans la perception du niveau du taux de chômage d'équilibre à moyen terme qui serait plus élevé que la BoE ne le pensait auparavant indiquant un marché du travail plus serré. De plus, comme l'a expliqué Ben Broadbent lors de la conférence de presse, ce sont les effets de second tour, plus que le taux de chômage, qui expliquent la croissance des salaires actuellement. Or, le MPC considère que ces effets de second tour mettront du temps à se dissiper. Une BoE donc, sans ambiguïté, plus hawkish suggérant que la hausse de taux en mai ne saurait être la dernière.

¹ Le coefficient d'asymétrie est la mesure de l'asymétrie de la distribution. Un coefficient positif (négatif) indique une distribution ayant une queue de distribution étalée vers la droite (vers la

gauche). En l'occurrence, la *skewness* dans les prévisions d'inflation du MPC est la différence entre les prévisions moyennes et les prévisions centrales d'inflation.

Pays émergents

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Arabie saoudite : les résultats d'Aramco en baisse début 2023 après une très bonne année 2022

Peu d'entreprises au monde dégagent une telle rentabilité. L'année dernière, le résultat net de la société pétrolière nationale saoudienne Saudi Aramco s'est élevé à 161 milliards de dollars après une année 2021 beaucoup moins bonne à 110 milliards de dollars tout de même. La très bonne conjoncture pétrolière avec un prix du baril dépassant les 100 dollars et des volumes de production et de vente en hausse en sont les raisons principales. Une bonne conjoncture alimentée par la reprise de la demande mondiale et la guerre en Ukraine. En 2022, l'entreprise a payé un impôt sur les bénéfices et des taxes pétrolières de 146 milliards de dollars, soit 13% du PIB du pays et plus de la moitié des dépenses budgétaires de l'État. L'État saoudien, lui-même actionnaire à plus de 90% du capital, devrait toucher un dividende record cette année.

Aramco a profité de cette bonne conjoncture pour renforcer ses fonds propres qui sont passés de 341 à 444 milliards de dollars.

À titre de comparaison, le seul bénéfice de 2022 est supérieur au PIB de neuf pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord (notamment celui du Maroc), égal à celui du Koweït et légèrement inférieur à celui de l'Algérie (estimé à 187 milliards de dollars).

Début 2023, la baisse du prix du baril à 82 dollars en moyenne depuis le début de l'année et le plafonnement des productions dans le cadre de l'OPEP+ ont provoqué une baisse de 19% du bénéfice net à 32 milliards de dollars, un résultat qui reste favorable en valeur absolue.

L'entreprise et l'État saoudien répondent par ailleurs aux critiques de leurs détracteurs sur le caractère peu écologique de l'exploitation des énergies fossiles en réaffirmant leurs objectifs de neutralité carbone à horizon 2050.

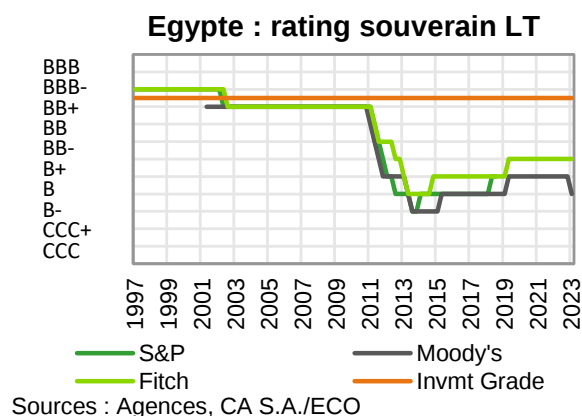
Égypte : les agences de rating unanimes sur les difficultés financières actuelles du pays

Au fur et à mesure des retards dans la mise en place du plan de soutien du FMI et des réformes en cours, les marchés financiers expriment leur inquiétude et cela se reflète dans les indicateurs de risque.

À ce titre et depuis le début de l'année 2023, les agences de rating ont dégradé la notation ou les perspectives du pays. Moody's a enregistré une dégradation à B- et rajouté récemment une perspective négative ; Fitch a dégradé le rating à B et a également assorti une perspective négative à cette nouvelle notation tandis que Standard & Poor's a mis une perspective négative sur le rating B.

Pour les trois agences, la hausse de la dette externe à fin 2022 est trop forte et les montants d'investissements directs étrangers sont encore insuffisants pour répondre aux défis de liquidité du pays alors

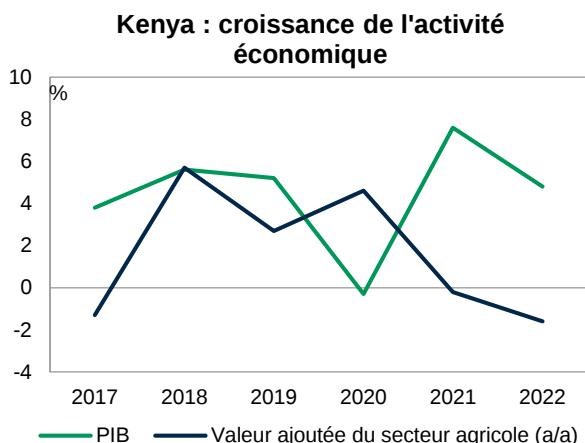
que le régime de change ne répond pas encore à la flexibilité exigée par le FMI.



Afrique sub-saharienne

Kenya : en 2022, les mauvaises conditions climatiques ont freiné l'activité économique

En 2022, la croissance économique au Kenya a progressé à un rythme plus lent qu'en 2021. En effet, après avoir connu un rebond remarquable en 2021 après la crise sanitaire (7,6%), la croissance a été plus modeste en 2022, à 4,8%. À l'exception de l'année 2020, cette performance a été la plus lente depuis 2017. Ce chiffre est par ailleurs très largement en dessous des prévisions du FMI qui tablait sur une croissance du PIB de 5,5%.



Pour le Kenya, l'année 2022 a été caractérisée par des conditions climatiques désastreuses, avec des sécheresses parmi les plus importantes que le pays ait connu depuis quarante ans. Les effets ont été multiples. D'une part, sur l'activité économique, la

destruction des cultures et du bétail a entraîné un ralentissement de la production agricole, qui par ailleurs représente 40% du PIB kenyan. D'autre part, sur la sécurité alimentaire, plus de quatre millions de personnes ont souffert de la faim, notamment car la baisse de la production des principales cultures vivrières comme le maïs, les pommes de terre et les légumes est venue intensifier des pressions inflationnistes existantes depuis le conflit russo-ukrainien. L'inflation est ainsi passée de 6,1% en 2021 à 7,7% en 2022, avec une inflation alimentaire de 13,1%. En outre, la dépréciation de la monnaie nationale, le shilling kenyan (-12,5% par rapport au dollar) a davantage exacerbé la baisse du pouvoir d'achat des ménages.

Ce ralentissement de l'activité économique est largement imputable à la mauvaise performance observée dans le secteur de l'agriculture, la sylviculture et la pêche, avec une baisse de la production agricole et animale. L'activité s'est ainsi contractée de 1,6%. En outre, la baisse de la production agricole a eu un impact sur l'activité de l'industrie manufacturière qui a ralenti à +2,7% contre +7,3% en 2021 ; les cultures vivrières étant les principaux intrants de l'agro-industrie. À l'exception de l'agriculture, l'ensemble des secteurs d'activité ont soutenu l'économie en 2022. En particulier, celui des transports et logistique avec une valeur ajoutée qui a crû de 5,6%, de la finance et de l'assurance (+12,8%), de l'information et communication (+9,9%) et enfin celui de l'hébergement et la restauration (+26,2%).

✓ Notre opinion – D'après le FMI, la croissance devrait néanmoins accélérer cette année à 5,3%, en hausse par rapport à la prévision d'octobre 2022 (5,1%). Le gouvernement du Kenya prévoit quant à lui une croissance de +5,5%, qui devrait à moyen terme passer au-dessus des +6%.

Pour autant, et même si la croissance se montre résiliente, le pays se trouve au bord de la faillite avec des déficits jumeaux conséquents (6,3% du PIB pour le déficit budgétaire et 5% pour le déficit courant au cours de l'exercice 2021/2022). Les déséquilibres structurels entre les exportations et les importations, la politique monétaire de la Federal Reserve qui a rendu le dollar plus puissant et un lourd endettement externe pèsent sur les réserves de change, lesquelles ont baissé à 3,6 mois d'importations. Par ailleurs, l'économie est confrontée à de fortes pressions inflationnistes (7,9% en avril et 10,1% pour l'inflation alimentaire), des dépréciations de sa devise qui atteint un plus bas historique à 139 KES/USD, et une dette publique à plus de 60% du PIB. Ainsi, avec une pénurie de dollars et un accès au financement très difficile, le gouvernement est soumis à un arbitrage entre conserver ses devises pour ne pas pénaliser les entreprises importatrices ou soutenir son change pour répondre à ses engagements externes.

Géo-économie

Japon-Corée : les lignes de force de la géo économie asiatique bougent vite

Le Japon et la Corée du Sud se rapprochent : le 16 mars, Kishida Fumio, Premier ministre japonais, et Yoon Suk-yeol, président sud-coréen, se sont retrouvés à Tokyo pour une première rencontre bilatérale depuis 12 ans, puis à Séoul en mai. La Corée est aussi invitée au G7 par le Japon. Il s'agirait donc d'une « nouvelle ère », selon le président coréen. Si ce rapprochement se poursuit, ce sera l'une des nouvelles lignes géopolitiques qui peut impacter l'économie régionale, notamment pour les secteurs sous pression géopolitique, semi-conducteurs et batteries en tête. Reste à savoir jusqu'où cette relation pourra s'autonomiser des États-Unis, et comment elle influencera la relation des deux pays avec la Chine.

La mémoire fait mal

Restons prudent : la réconciliation Corée du Sud/Japon n'est pas achevée. Elle butte sur les dossiers mémoriels de la période coloniale, travail forcé des 850 000 Coréens et drame des 200 000 « femmes de réconfort ». Le Japon a certes présenté des excuses, la dernière fois en 1998, et a versé des dédommagements, mais pas toujours directement aux victimes. Au point qu'en 2018, les tensions flambent avec l'arrêt de la Cour suprême coréenne qui demande des réparations à Nippon Steel. Surtout, tout cela est insuffisant pour de nombreux Coréens qui parlent d'excuses insincères. Le Japon – qui n'est pas le champion du travail mémoriel – refuse de les renouveler, et 60% des Coréens restent hostiles à tout rapprochement.

La géopolitique des îlots

Les conflits sont aussi commerciaux et militaires : un incident naval en 2018, et un blocage des exportations nippones de produits chimiques clés pour les chaînes de valeur de semi-conducteurs. Certes, la levée des contrôles est actée, et les deux pays ont rouvert leurs « listes blanches » de produits stratégiques échangeables sans contrôles. Mais la normalisation est récente. Et le gouvernement coréen a beau faire valoir que cela a stimulé la production nationale sur ces produits², la méfiance demeure vis-à-vis de Tokyo. Enfin, le dossier des îles Takeshima (Dokdo en coréen) n'est pas résolu, contrôlées par la Corée et revendiquées par le Japon. Le sujet est inscrit dans les documents d'orientation stratégique produits par Tokyo en décembre dernier (les derniers dataient de 2013).

Les raisons du rapprochement

Néanmoins, le rapprochement des deux pays se fait, poussé par un président coréen en rupture avec les stratégies de ses prédécesseurs. Pour beaucoup de raisons, à la fois géopolitiques et économiques. En désordre : la coordination est nécessaire face à la Corée du Nord, la « plus grave et imminente menace » selon la stratégie japonaise ; les États-Unis veulent une relation trilatérale pour leur stratégie asiatique ; la Chine est un sujet commun ; et la guerre en Russie a provoqué un électrochoc, notamment à Tokyo (qui va porter ses dépenses de défense à 2% du PIB d'ici cinq ans). Plus largement, il n'y aura pas de stabilité dans la région indopacifique sans règlement du contentieux nippon-coréen.

Les enjeux climatiques imposent la coopération

La sécurité économique (très souvent évoquée dans la stratégie japonaise) de chacun, devenue une priorité pour tous, passe par la sécurisation des chaînes de valeur régionales. Il ne s'agit pas seulement de menaces géopolitiques mais aussi de la matérialisation des risques climatiques : depuis 2000, 40% des désastres mondiaux auraient eu lieu en Asie Pacifique. Les gouvernements des deux pays veulent donc renforcer une coopération régionale sans laquelle la résilience sera impossible : cet objectif vient d'être réaffirmé au cours de la 56^e assemblée des gouverneurs de la Banque asiatique de développement, coopération matérialisée depuis 2010 par la possibilité d'activer, en cas de catastrophe, des *swaps* en devises nationales (Chiang Mai Initiative), à hauteur de 240 Mds USD, programme ouvert à l'Asean + 3 (Chine, Japon et Corée). Séoul et Tokyo collaborent aussi dans des instances régionales (IPEF³, Mékong Commission, Pacific Island Forum...).

La logique puissante de l'interdépendance

Une idée importante fait donc son chemin entre Japon et Corée du Sud, qui transgresse les vieux contentieux : la croissance de la région toute entière dépend de la façon dont l'Asie va faire face collectivement aux risques globaux (première réunion de l'*Asian Zero Emissions Community* au Japon en mars). Le ministre des Finances coréen a donc posé comme objectif le développement de liens commerciaux plus intenses entre les deux pays, enjoignant les entreprises à plus de coopération pour des chaînes d'approvisionnement plus résilientes.

² « Réorganisation des chaînes de valeur : le cas de la Corée du Sud », IFRI - Institut français des relations internationales

³ L'Indo-Pacific Economic Framework (IPEF) est un partenariat économique entre les États-Unis et treize pays asiatiques, dont le Japon et la Corée du Sud, mais sans Taiwan et la Chine. Il a pour

objectif de générer une plus grande intégration dans quatre domaines clé dont les chaînes d'approvisionnement et les énergies vertes, bien qu'il ne s'agisse pas d'un accord de libre-échange.

Pendant ce temps, l'Otan progresse en Asie

37 essais balistiques intercontinentaux de la Corée du Nord en 2022... Cela suffit à imposer un rapprochement entre la Corée du Sud et le Japon, en plus des manœuvres maritimes existant déjà sous les auspices américains. L'objectif des États-Unis s'est d'ailleurs élargi : il s'agirait, à terme, d'inviter le Japon dans le nouveau groupe consultatif nucléaire formé avec Séoul. La question nucléaire est effectivement essentielle, car la Chine accélère dans ce domaine, et le conflit en Ukraine montre comment la Russie a sanctuarisé son territoire. Désormais, il faut penser la guerre concrètement en fonction de cela. Evidemment la Chine a réagi à la formation de ce groupe, reprochant à Séoul d'être « hypnotisée par la berceuse américaine » et de provoquer les voisins du Nord. De fait, la Corée est l'une des pièces maîtresses de l'extension de l'OTAN en Asie, invitée, comme le Japon, à la réunion de juin dernier. Et Tokyo va accueillir un bureau de liaison de l'Otan.

Une stratégie de dissuasion qui accroît la capillarité du militaire et de l'innovation

En parallèle, les deux pays développent une stratégie géopolitique globale autonome, à la fois par un réarmement, et par un tissu d'alliances qui permettrait de rééquilibrer un peu l'influence américaine. Côté japonais surtout, citons l'acquisition des missiles de longue portée Tomahawk, et un accord de partage d'informations avec l'Australie. À terme, dans une infériorité militaire structurelle et non rattrapable face à la Chine, Tokyo vise désormais une « *strategy of denial* » : montrer à son adversaire qu'une invasion est impossible, ou qu'elle imposerait d'énormes dommages. En parallèle, le Japon cherche aussi des supériorités asymétriques dans des domaines intégrant l'espace et le cyber.

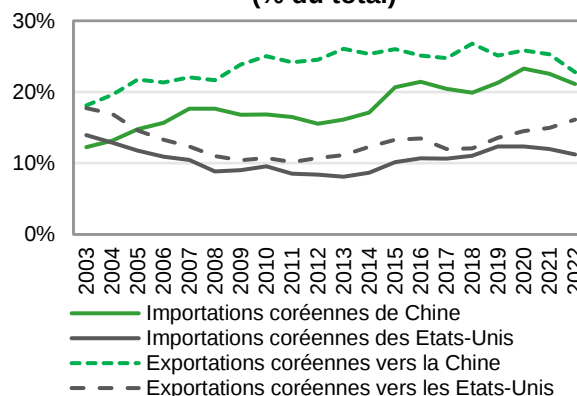
Géopolitique froide, économie chaude ?

Les États-Unis ont créé en novembre dernier un partenariat trilatéral pour l'Indo Pacifique, qui englobe des domaines plus larges. Fondé sur l'idée de valeurs communes (ce fameux concept de « *like minded states* »), ce partenariat est l'un des outils destinés à organiser la participation japonaise et coréenne au *Chips Act* américain qui vise au *containment* technologique chinois. L'alignement de la Corée et de Japon sur cette stratégie est une tendance lourde, qui n'est pas évitable, mais dans les faits, à court terme, le contrôle américain des exportations met en difficulté les Coréens qui produisent en Chine, SK Hynix et Samsung en tête. Ces derniers ont donc obtenu une dérogation d'un an, mais le dossier reviendra en octobre prochain.

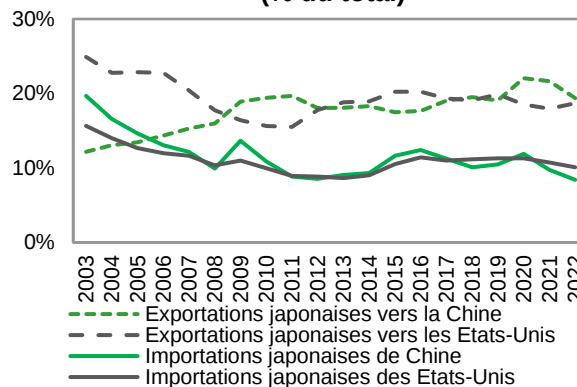
Par ailleurs, au-delà des secteurs stratégiques, la Chine reste évidemment un partenaire commercial essentiel, avec respectivement 23% et 20% des exportations de la Corée et du Japon en 2022.

Ce grand écart entre les réalités économiques d'aujourd'hui et la géopolitique de demain n'est pas sans rapport avec les précautions prises par la Corée vis-à-vis de la Chine dans sa première stratégie indopacifique présentée en décembre dernier : Pékin y est « *un partenaire clé pour la prospérité et la paix dans la région indopacifique* ». En fait, la Corée s'arrime à la bipolarisation globale, s'aligne sur les États-Unis pour le militaire et le contrôle des secteurs stratégiques, mais la réalité économique et commerciale d'une Chine, par ailleurs membre du RECEP, reste un facteur de rééquilibrage dans d'autres secteurs, moins stratégiques. Au Japon, c'est ce que l'on résume depuis longtemps avec l'expression, encore partiellement valable, d'une géopolitique froide et d'une économie chaude. Une stabilisation sur le tiède dans les deux domaines serait un scénario souhaitable dans le contexte actuel alarmant d'escalade des tensions globales.

Commerce Corée / Chine / Etats-Unis
(% du total)



Commerce Japon/ Chine / Etats-Unis
(% du total)



 Philippines : des patrouilles conjointes avec les États-Unis se précisent

Les Philippines et les États-Unis pourraient commencer des patrouilles conjointes dès cette année en mer de Chine du Sud. Après l'annonce de quatre bases militaires supplémentaires ouvertes aux soldats américains, ces manœuvres marquent

le rapprochement des deux pays, dans le cadre de tensions sécuritaires dans cette zone géographique. L'Australie pourrait par ailleurs participer à ces patrouilles.

 Pakistan : une petite visite en Inde...

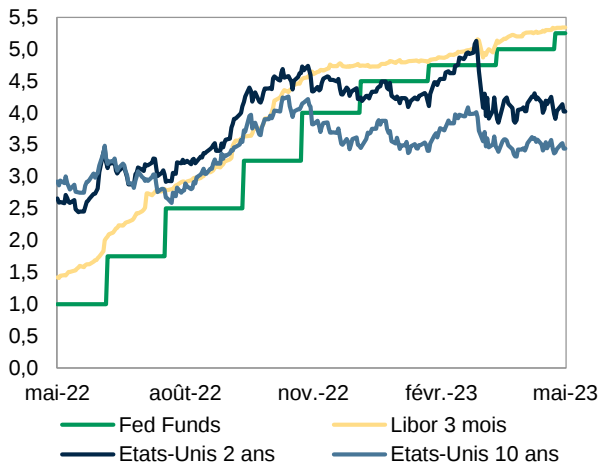
En amont de la réunion de l'Organisation de coopération de Shanghai (OCS) qui doit se tenir en juillet en Inde, les ministres des Affaires étrangères viennent de se rencontrer. Or, le Pakistan fait partie des pays reçus, et c'est donc la première visite d'un ministre des Affaires étrangères pakistanais sur le sol indien depuis 2011. Si cette visite agite immédiatement tous les analystes avec la question – toujours douteuse – d'un possible rapprochement du Pakistan et de l'Inde, elle souligne surtout l'avantage économique important que le Pakistan compte tirer de meilleures relations avec les membres de l'OCS. Historiquement, cette organisation a toujours été dominée politiquement par la Russie et la Chine, mais l'Asie centrale représente aujourd'hui la moitié de ses membres. Or, c'est une zone clé pour un Pakistan très affaibli dans laquelle il espère développer des routes commerciales stratégiques pour la connectivité régionale. Un accord avait ainsi été signé en 2021 entre le Pakistan, l'Afghanistan et l'Ouzbékistan

pour construire un système ferroviaire commun, et ouvrir de nouvelles jonctions entre l'Europe et l'Asie, connectant l'Asie centrale aux ports pakistanais. L'Afghanistan trouverait quant à lui dans ces projets un moyen vital pour réintégrer la géo économie locale. Évidemment, précisons que c'est une région où les projets peinent à arriver à maturité, que ce soit à cause des manques de financement ou des difficultés opérationnelles de construction. Le grand domino géopolitique mondial va certainement pousser de nouveaux projets, mais il faut rester prudents. Cependant, le Pakistan n'est pas le seul à voir un intérêt dans la région, car l'Inde cherche aussi à s'y développer, se posant une nouvelle fois en concurrent stratégique du Pakistan. Vis-à-vis des ressources en pétrole et gaz de la région, mais surtout, d'une façon plus générale, dans le développement d'une Asie centrale enclavée, pour laquelle les deux partenaires indiens et pakistanais peuvent contrebalancer l'influence croissante de la Chine, qui profite du déclin stratégique russe.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

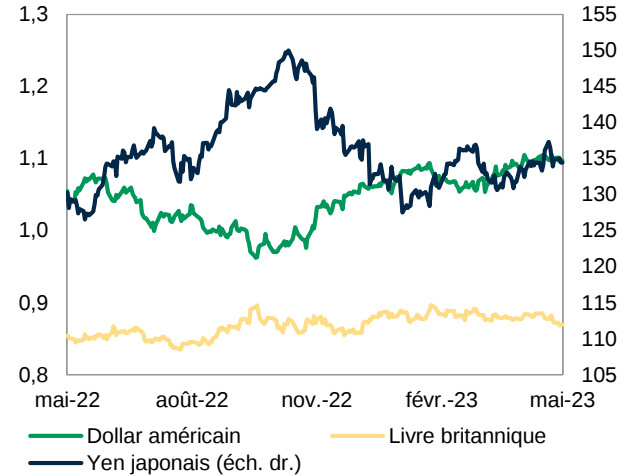
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

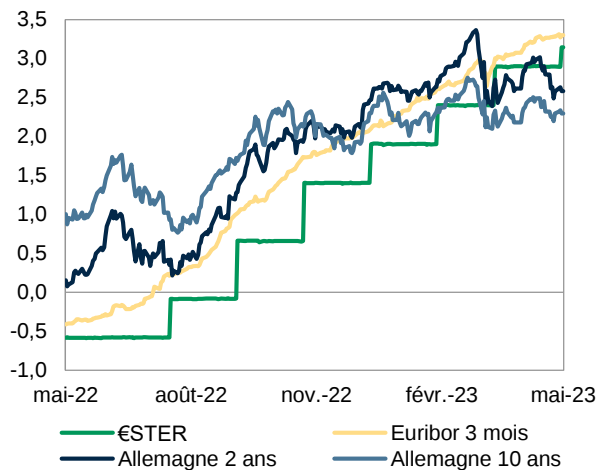
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

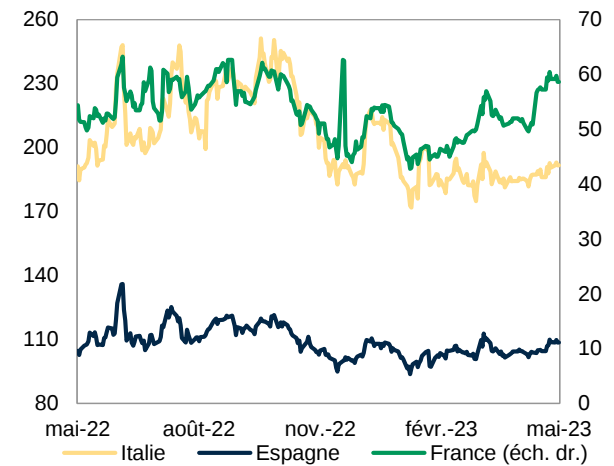
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

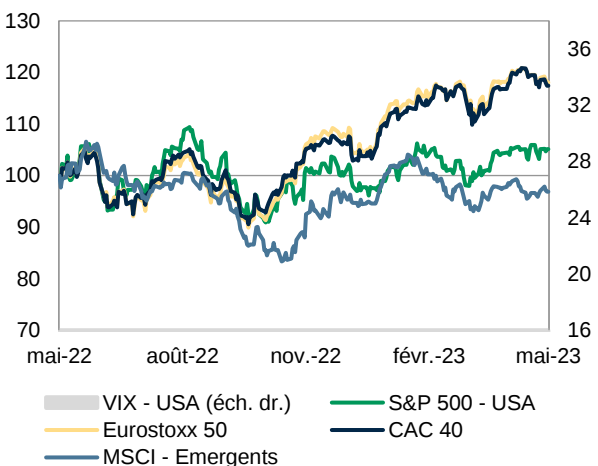
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

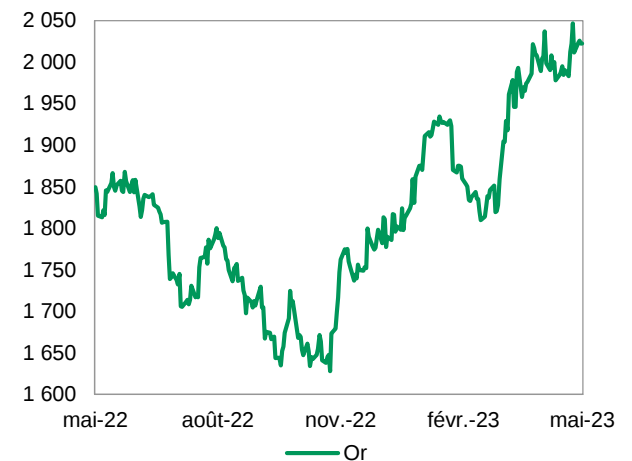
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

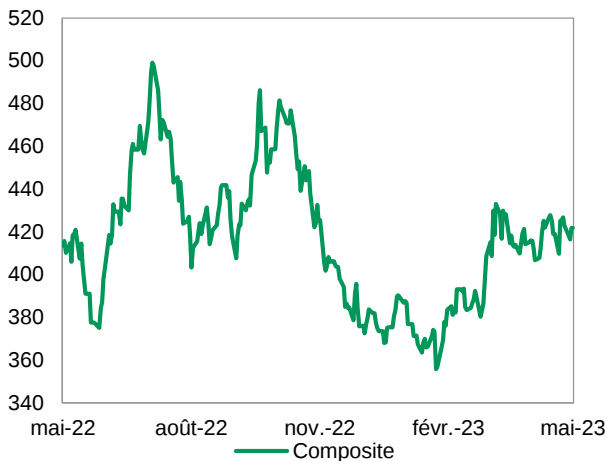
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

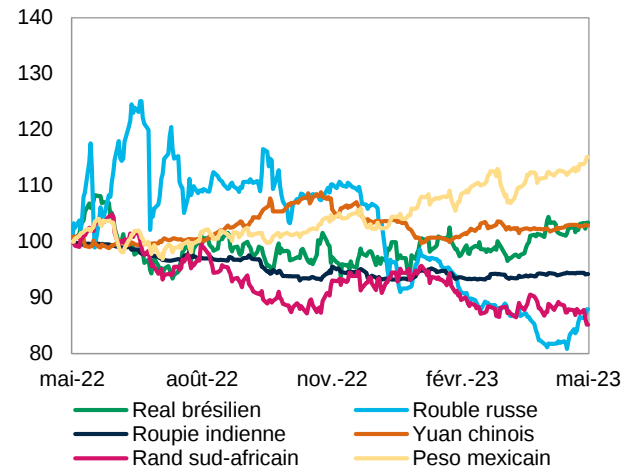
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

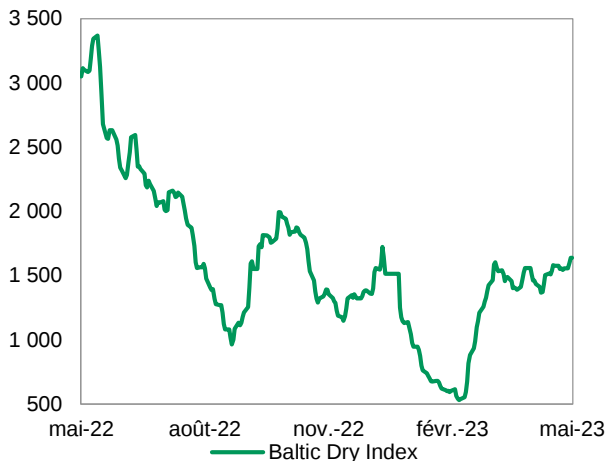
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

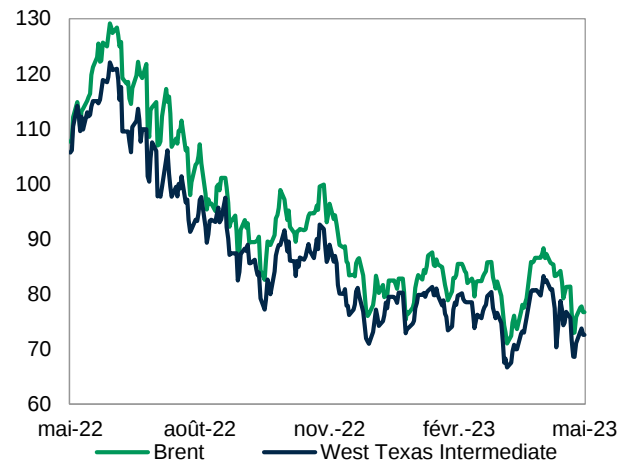
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

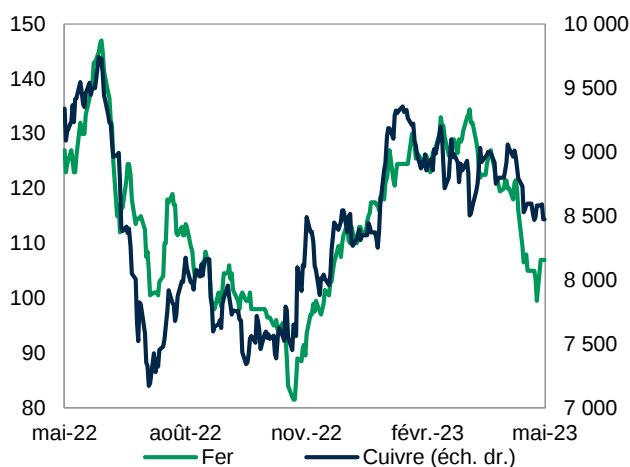
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

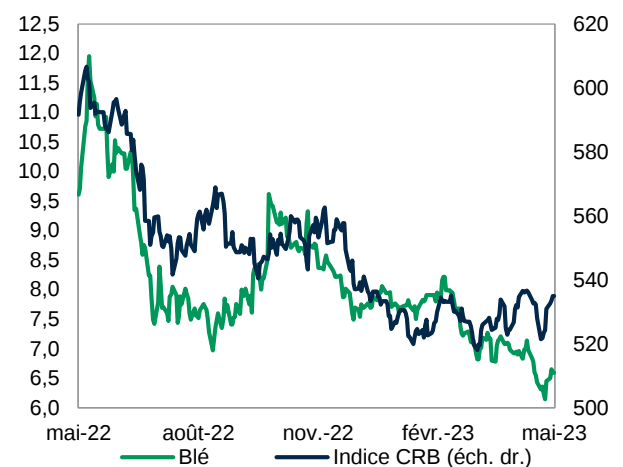
USD/tonne métrique



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 – Avril 2023

[Un ralentissement « baroque »](#)

Date	Titre	Thème
11/05/2023	Brésil – « Patience et sérénité »	Brésil
10/05/2023	Asie – Conquérir développement et transition écologique	Asie
10/05/2023	Italie – La "botte" crée la surprise au T1-2023	Italie
09/05/2023	Parole de banques centrales – Réserve fédérale : pause possible en juin, mais sans garantie	États-Unis
05/05/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
04/05/2023	L'indésirable blé ukrainien	Ukraine
04/05/2023	Brésil – Vers un nouveau cadre budgétaire	Brésil
03/05/2023	Soudan – L'instabilité politique, un frein à l'économie	Afrique sub-saharienne
02/05/2023	Chine-États-Unis – Les promesses non tenues de l'accord commercial	Asie, Amérique du Nord
02/05/2023	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole	Agri-Agroalimentaire
28/04/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
28/04/2023	France – Conjoncture – Flash PIB : la croissance atteint 0,2% au T1 2023	France
28/04/2023	News géoéconomiques	Géoéconomie

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 BENADJAOUD, 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, géo-économie : Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents),
Ada ZAN, Mathilde DERAMBURE

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 : DATALAB ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

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.