

Perspectives

Hebdomadaire – N°23/234 – 8 septembre 2023

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Les marchés financiers reprennent leurs marques après la trêve estivale !.....	2
☞ Zone euro : une rentrée toute en faiblesse.....	3
☞ Italie : une rentrée morose	4
☞ Espagne : après un bon T2, le ralentissement.....	6
☞ Royaume-Uni : forte révision à la hausse de la croissance post-Covid.....	8
☞ Liban : un nouveau gouverneur à la Banque centrale sur fond de dollarisation de l'économie	10
☞ Tunisie : malgré une légère baisse, une inflation toujours élevée	10
☞ Tunisie : après le renvoi de nombreux ministres, le président limoge sa Première ministre	10
☞ Pologne : une surprenante baisse du taux directeur	11
☞ Afrique du Sud : une croissance atone et une progression de certains secteurs économiques	12
☞ Gabon, Niger : résurgence des coups d'État en Afrique subsaharienne	12

Les marchés financiers reprennent leurs marques après la trêve estivale !

Les investisseurs ont rapidement pris le pouls des principaux changements de tendance intervenus durant l'été et attendent les prochaines réunions de politique monétaire, de part et d'autre de l'Atlantique, qui détermineront s'il y a lieu ou non de poursuivre les hausses de taux d'intérêt pour contenir plus efficacement l'inflation.

Aux États-Unis, les récentes données macroéconomiques ont souligné une « *relative amélioration* » conjoncturelle. Des signaux « *positifs* » provenant de la croissance et du marché du travail ont en effet éclairci un horizon auparavant plus sombre. La croissance du PIB a légèrement accéléré à +2,1% au T2 (variation trimestrielle en rythme annualisé) après +2% au T1 et les dernières enquêtes suggèrent un ralentissement moins prononcé qu'anticipé au T3. Le nombre d'emplois non agricoles a augmenté de 187 000 au mois d'août, un chiffre en ralentissement par rapport aux mois précédents mais surtout insuffisant pour absorber les nouveaux arrivants sur le marché du travail (principalement des jeunes), conduisant à une hausse du taux de chômage à 3,8% contre 3,5% précédemment. Le refroidissement du marché du travail semble donc se poursuivre en douceur conformément aux attentes de la Fed. En revanche, l'inflation mesurée par les dépenses personnelles de consommation (PCE) a faiblement augmenté à 3,3% en juillet contre 3% en juin, tout comme l'inflation hors énergie et alimentation (à 4,2% après 4,1%) en raison d'un effet de base défavorable mais aussi de pressions haussières persistantes dans certains services. À ce stade, les décideurs de la Fed restent encore très partagés et prudents sur l'orientation à donner à la politique monétaire tandis que les investisseurs continuent de miser sur un maintien du taux directeur inchangé (dans une fourchette de 5,25% à 5,5%) lors de la prochaine réunion des 19 et 20 septembre.

En zone euro, le PIB n'a progressé que de +0,1% au T2 en variation trimestrielle après +0,1% au T1. La croissance française a tiré son épingle du jeu (+0,5% après +0,2% au T1), tandis que le PIB allemand a stagné, celui de l'Italie a nettement reculé (-0,4% après +0,6%) et l'Espagne a conservé une dynamique de croissance encore soutenue (+0,4% après +0,6%). Sur l'ensemble de la zone, ce bilan contrasté laisse présager d'une croissance moyenne globalement assez faible sur l'année 2023. L'indice d'activité composite de la zone euro a, par ailleurs, enregistré un nouveau repli au mois d'août, indiquant un troisième mois consécutif de contraction de l'activité (indice à 46,7 points après 48,6 pts en juillet). La dégradation des activités de services dorénavant étendue à tous les grands pays de la zone vient se superposer au recul industriel entamé il y a quatorze mois. Si la demande semble davantage éteinte (nouvelles commandes à 44,6 pts), les entreprises n'ont pour autant pas encore réduit leurs effectifs (emploi à 50,1 pts).

L'enquête place l'activité à son plus bas niveau depuis novembre 2020 laissant redouter une dégradation sensible de l'activité au second semestre. Par ailleurs, l'économiste en chef de la Banque centrale européenne, Philip Lane, s'est montré d'un optimisme réservé sur la baisse de l'inflation (à 5,3% en août), envisageant une trajectoire de politique monétaire toujours prudente et dépendante des données d'activité. Le doute sur la trajectoire qu'emprunteront les taux directeurs lors de la prochaine réunion du 14 septembre persiste : nouvelle hausse de taux ou première pause envisageable compte tenu de la détérioration des perspectives de croissance de la zone. Les marchés tablent néanmoins majoritairement sur une nouvelle hausse des taux lors de la prochaine réunion. Si les prix de l'énergie restent une source d'incertitude majeure, les augmentations salariales sont elles aussi scrutées de près avec l'inquiétude qu'elles ne ravivent les pressions inflationnistes et ne retardent la normalisation des taux d'intérêt.

En Chine, la dynamique de croissance se révèle également plus fragile, en raison notamment du ralentissement toujours plus prononcé des services (l'indice PMI services Caixin/S&P est tombé à 51,8 pts au mois d'août, son plus bas niveau depuis décembre). Durant l'été, la plupart des prévisionnistes ont significativement revu leurs perspectives de croissance à la baisse, en raison d'une demande intérieure atone et d'un secteur immobilier toujours en crise. Les mesures de relance prises par le gouvernement n'ont jusqu'ici pas permis d'enrayer la tendance baissière de l'activité. Par ailleurs, le géant chinois de l'immobilier « *Country Garden* » a de justesse évité un défaut de paiement en début de semaine et proposé à ses créanciers de nouveaux plans de remboursement de ses obligations.

Dans ce contexte, les marchés actions mondiaux ont affiché une modeste aversion au risque cette semaine dans le sillage du ralentissement économique mondial observé. L'*Eurostoxx50* et le *S&P500* ont respectivement enregistré des pertes de -1,2% et -1,4% sur la semaine. Sur les marchés obligataires, les rendements souverains à 10 ans ont augmenté de 6 pts de base en Allemagne et aux États-Unis sans pour autant modifier l'inversion actuelle de la courbe des taux. Les primes de risque française, espagnole et italienne sont restées relativement « inertes » face au Bund. La devise européenne s'est quelque peu dépréciée face au dollar (-0,7%) reflétant une trajectoire de croissance plus favorable outre-Atlantique que sur le vieux continent. Enfin, le prix du baril du pétrole en mer du Nord a dépassé cette semaine les 90 dollars le baril pour la première fois depuis novembre après l'annonce de l'Arabie saoudite qui souhaite prolonger de trois mois supplémentaires la réduction de sa production de pétrole.

Zone euro

Zone euro : une rentrée toute en faiblesse

Dans un contexte de croissance mondiale en net ralentissement au deuxième trimestre 2023, les signes de rupture du cycle ne sont pas encore évidents. La narration autour d'un atterrissage en douceur continue d'être alimentée par un marché du travail résilient malgré le ralentissement de l'activité et par la résistance de la profitabilité des entreprises. La zone euro n'échappe pas à l'évolution favorable de l'offre, mais son ralentissement est plus marqué qu'ailleurs et pose de façon plus aiguë la question de la fin de ce cycle anormal d'expansion. Ayant désormais dépassé de 2,6% le niveau d'activité d'avant la crise sanitaire, le rythme annuel de croissance du PIB trimestriel s'est fortement affaibli et est passé de 4,2% au T2 2022 à 0,5% au T2 2023.

Au T2 2023, l'activité était en recul dans l'agriculture, l'industrie et la construction. Si les services ont conservé globalement une croissance positive, un repli est déjà à l'oeuvre dans le commerce où les fastes de la réouverture post-Covid ont été rattrapés par l'impact négatif de l'inflation sur la capacité de dépense des ménages. Le nombre de défaillances a continué d'augmenter et a dépassé de peu le niveau pré-pandémique, mais cela est principalement le fait de l'Espagne, toutes les autres grandes économies affichant encore un nombre de défaillances en hausse mais toujours inférieur à 2019.

La croissance du PIB au deuxième trimestre 2023 a été aussi atone qu'en début d'année (+0,1% sur le trimestre après +0,1% au T1 2023). Et ce n'est qu'une forte, et probablement involontaire, accumulation des stocks qui a soutenu la croissance (+0,4 point de contribution), compensant la contribution négative des échanges extérieurs (-0,4 point), face à une demande intérieure ne fournissant plus aucune impulsion depuis trois trimestres (+0,1 point au T2). La croissance de la consommation des ménages, interrompue par une baisse marquée en fin d'année 2022, n'a pas repris, bien qu'elle ne recule plus depuis début 2023. Pour l'investissement, qui avait moins baissé au T4 2022, la reprise est pour le moins atone depuis deux trimestres (+0,3% sur le trimestre). Malgré un rebond au T1 2023 pour l'investissement en construction et équipements, le printemps a marqué un net ralentissement (pour la composante BTP), voire un repli (pour le logement et la machine et équipement). L'investissement en logement s'est déjà replié de 2,6% sur un an. En revanche, l'investissement en biens de transport, après l'année noire de 2021, continue d'afficher un rythme positif de croissance, bien que ralenti.

Le ralentissement de la demande mondiale est bien évident dans la performance des exportations de biens et services, en recul depuis la fin 2022. Si le repli plus fort des importations, après leur pic lié à l'urgence des fournitures de gaz de l'été 2022, avait jusqu'au T1 2023 permis une contribution positive des échanges, la normalisation du taux de pénétration des importations dévoile désormais la faiblesse des ventes à l'étranger et son impact négatif sur la croissance.

Caractéristique commune aux États-Unis, l'offre de travail et l'emploi de la zone euro gardent un rythme de croissance positif au T2 (+0,2% sur le trimestre) bien qu'en ralentissement. Les heures travaillées sont encore globalement en hausse sauf dans les secteurs de l'industrie et de la construction qui ont déjà commencé à réduire la durée du travail. La dégradation de la productivité à l'oeuvre depuis la fin 2022 se poursuit à un moindre rythme au T2 2023 bien qu'elle affiche un repli de 1,4% sur un an. Cela permet néanmoins un léger ralentissement de la progression des coûts salariaux unitaires et une nouvelle remontée du taux de marge, en dépit d'une croissance toujours plus rapide du salaire par travailleur (5,5% sur un an). En effet, le transfert de cette hausse sur les prix de vente continue d'augmenter les prix de la valeur ajoutée.

Le partage de la valeur ajoutée en faveur des salaires qui généralement opère la bascule du cycle, n'est pas encore pleinement acté, car l'inflation se maintient à un niveau élevé et est alimentée par la résistance des profits. C'est cette spirale qui préoccupe la BCE car si les profits continuent de se maintenir en termes réels la persistance de l'inflation va demander une politique monétaire plus durablement restrictive avec des sacrifices plus élevés en termes de croissance.

Le taux d'inflation s'est stabilisé en août dans la zone euro (5,3%) interrompant ainsi une baisse continue depuis le mois de mai. Mais cela n'est le fait que du ralentissement de la baisse des prix de l'énergie, toutes les autres composantes affichant un repli, y compris les prix des services qui avaient jusqu'ici montré une résistance à la baisse. L'inflation sous-jacente a pu donc se replier (à 5,3% après 5,5%). Ce mouvement devrait s'amplifier avec l'accentuation anticipée de la décélération des prix des services, dont la composante des coûts salariaux était déjà en ralentissement dans le commerce et les transports au T2 2023.

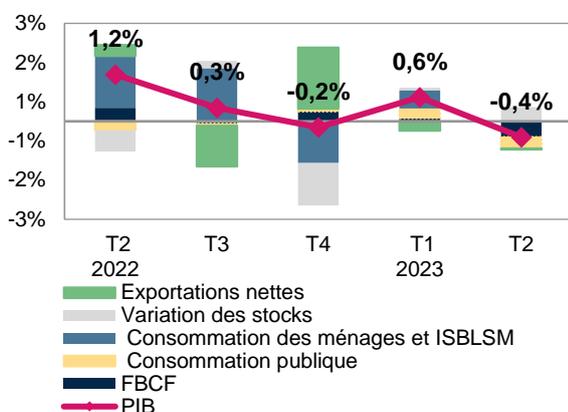
✓ Notre opinion – *Le ralentissement de l'activité dans la zone euro, confirmé au T2 2023, devrait s'accroître au cours du troisième trimestre. Les enquêtes du mois d'août signalent une plus forte dégradation de l'activité manufacturière et la fin de l'expansion de l'activité dans le secteur des services.*

Après la forte accumulation des stocks du printemps, une dégradation de la production industrielle est fort probable. Les dépenses de service de tourisme au cours de l'été peuvent néanmoins soutenir la croissance. Avec un acquis de croissance de 0,5% au T2 2023 et une faible demande adressée par le reste du monde, seul le regain de pouvoir d'achat lié à la désinflation en fin d'année peut soutenir la croissance via la demande intérieure et notamment la consommation des ménages. L'érosion de la rentabilité et les coûts en hausse liés à la progressive transmission de la politique monétaire ne plaident pas pour une forte reprise de l'investissement, qui peut néanmoins s'asseoir sur une bonne situation financière des entreprises.

Italie : une rentrée morose

Le PIB italien a reculé au cours du deuxième trimestre 2023, cédant -0,4 % par rapport au trimestre précédent. Le repli de l'activité est principalement imputable à une contribution négative de la demande intérieure de -0,7 %. Elle est en partie compensée par la contribution positive des stocks de 0,3 point de PIB, tandis que celle apportée par la composante extérieure est nulle.

T/T Contribution à la croissance du PIB



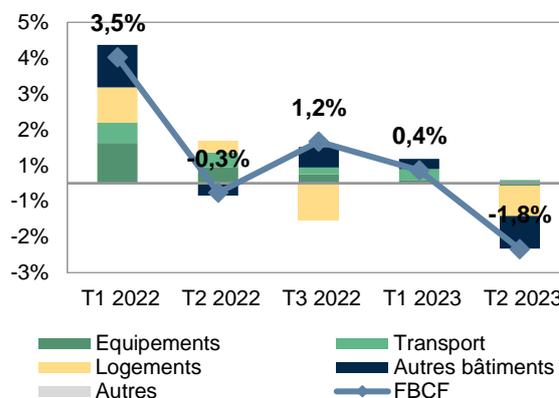
Source : Istat, Crédit Agricole S.A.

Derrière la baisse du PIB se cache un fort recul de l'investissement qui cède 1,8 % par rapport au trimestre précédent. Les difficultés rencontrées par le secteur de la construction commencent à se matérialiser dans les données de comptabilité nationale. L'investissement en construction recule de 3,6 % par rapport au T1 2023, plombé aussi bien par la composante logement qui diminue de 3,4 % que par celle des investissements en bâtiment et travaux publics. Avec ce nouveau repli, l'investissement en logement cumule ainsi son quatrième trimestre de baisse consécutif depuis le T3 2022. Largement soutenu par le dispositif du "Superbonus," il avait enregistré une croissance significative dès 2021, dépassant le niveau prépandémique de +46 % contre +31 % aujourd'hui. Tandis que le ralentissement dans le segment du logement était attendu, le repli de +3,8 % dans le segment des bâtiments et travaux publics crée davantage la surprise. À lui seul, le secteur de la construction participe à hauteur de -0,4 point de PIB à la contribution négative de la demande intérieure. Après plusieurs trimestres de ralentissement, l'investissement productif se contracte également, mais dans une moindre mesure, puisqu'il baisse de

0,2 % par rapport au trimestre précédent. La composante transport est le seul segment de l'investissement à avoir augmenté au deuxième trimestre, gagnant 1,6 % par rapport au T1 2023. Cette nouvelle hausse lui permet de rattraper le retard accumulé pendant les deux années de crise. Il dépasse ainsi son niveau prépandémique de 1,4%.

Le recul de la consommation finale de -0,4 % est principalement dû à une baisse de la consommation publique, tandis que la croissance des dépenses de consommation des ménages a été nulle sur la période. Sans surprise, les postes de dépenses encore fortement touchés par l'inflation, tels que l'alimentaire, se sont contractés, avec une baisse de 2,5 % de la consommation de biens durables et 1,7 % pour les biens semi-durables. Les dépenses en biens durables, bien que positives, ralentissent à +0,7 %, confirmant l'affaiblissement du cycle commencé en 2021. La dynamique positive attendue dans les services et le tourisme se confirme également, avec +2,4 % pour les dépenses en services et +7 % pour les dépenses des non-résidents. Cependant, elles ne font que compenser les baisses enregistrées dans les autres postes. Enfin, la contribution nulle du commerce extérieur masque un recul des importations (-0,4 %), mais aussi des exportations (-0,4 %), qui cumulent ainsi leur deuxième trimestre de baisse consécutif.

T/T Investissement



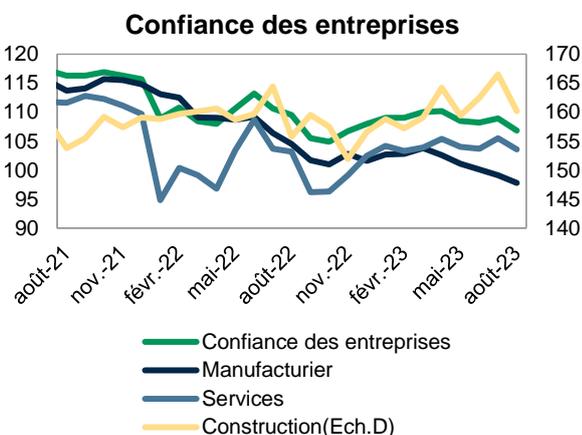
Source : Istat, Crédit Agricole S.A.

Du côté de l'offre, le ralentissement du cycle industriel mis en lumière aussi bien par les enquêtes que par les données de production industrielle se

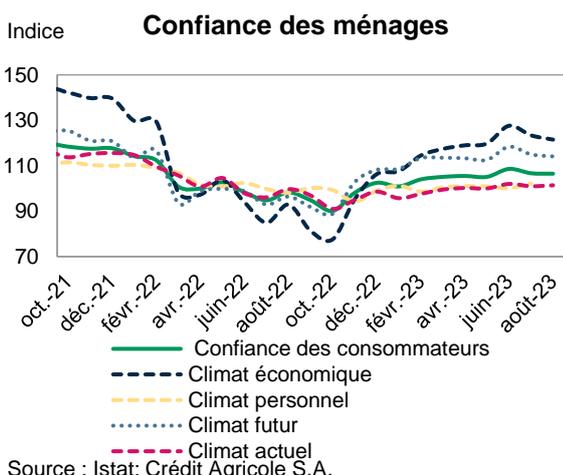
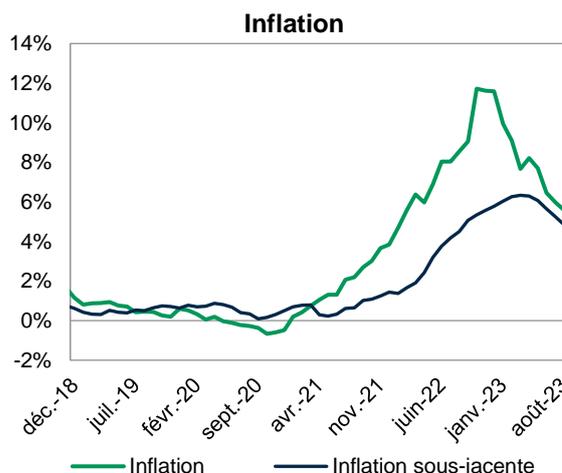
traduit par une baisse de la valeur ajoutée de 0,9 % pour la branche des industries manufacturières. La construction enregistre la plus forte baisse de valeur ajoutée avec -3,2 %. Le secteur agricole, pénalisé par les intempéries en Émilie-Romagne, baisse également (-1,2 %). Enfin, malgré la croissance des dépenses de consommation en services, la valeur ajoutée de la branche se contracte de -0,1 % en raison notamment du recul dans les activités de commerce et de distribution (-0,3 %) et des activités en direction des entreprises (-1,2 %).

Au deuxième trimestre 2023, les heures travaillées ont diminué de 0,5 % par rapport au trimestre précédent, pénalisées par un recul dans l'agriculture (-3 %), dans l'industrie (-1,1 %) et dans la construction (-1,9 %). Contrairement aux données relatives au marché de travail, l'emploi exprimé en unités de main-d'œuvre a diminué de 0,3 %, tandis que les rémunérations des salariés par tête ont crû de 0,8 % sur la période.

août pour retrouver son niveau de novembre 2022, correspondant à la période du pic d'inflation. Le secteur manufacturier, toujours à la peine depuis mars, enregistre un indice de 97, une valeur proche des chiffres de 2020. Un constat que l'on retrouve également dans les enquêtes de PMI, dont l'indice est enlisé en dessous du seuil des 50 à 45,4 en août, après 44,5 en juillet. Les entreprises du secteur continuent de faire face à un ralentissement de la demande qui se manifeste par une baisse des nouvelles commandes, aussi bien domestiques qu'à l'exportation, qui baissent pour le cinquième mois consécutif. Par conséquent, la production ralentit et les premiers signes de contraction dans les embauches apparaissent également. La confiance dans les services, un temps épargné par le marasme dans le secteur manufacturier, enregistre également une baisse en août, passant de 105 à 103 dans l'enquête de l'Istat, tandis que le PMI dans les services passe sous le seuil de 50 en août à 49,8, contre 51,5 le mois précédent. Les professionnels du secteur enregistrent un net ralentissement de la demande domestique, qui commence à souffrir du haut niveau des prix. Elle n'est que partiellement compensée par les services liés au tourisme, contrairement à ce qui était anticipé.



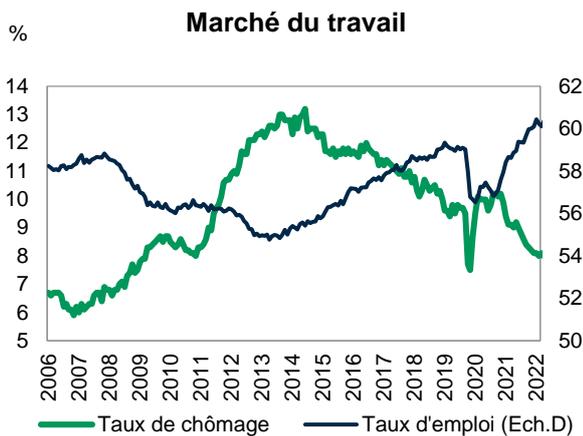
Source : Istat; Crédit Agricole S.A.



Source : Istat; Crédit Agricole S.A.

Le ralentissement des nouvelles embauches et la possible contraction de l'emploi signalés par les enquêtes se retrouvent également dans les données du marché du travail. Après sept mois de croissance, l'emploi a diminué de -0,3 % en juillet, plombé par un recul du nombre de contrats à durée indéterminée. La baisse de l'emploi s'est traduite par une baisse du taux d'emploi à 61,3 %, contre 61,5 % en août (le pic de la série). Le taux de chômage a quant à lui légèrement augmenté, passant de 7,5 % à 7,6 %.

Les indicateurs avancés indiquent que le ralentissement de l'activité pourrait également concerner le troisième trimestre. Ainsi, après un rebond en juin, la confiance des ménages faiblit depuis juillet, plombée par une appréciation plus négative du climat économique et du climat futur. La confiance des entreprises flanche également en



Source : Istat, Crédit Agricole S.A.

Parallèlement, l'inflation continue de ralentir, bien qu'elle se situe encore à un niveau élevé. En août, l'indice des prix à la consommation a augmenté de 5,5 % en glissement annuel, contre +5,9 % le mois précédent. Le ralentissement de l'inflation reste principalement imputable à la décélération des prix de l'énergie et, dans une moindre mesure, de certains services liés aux loisirs et à l'alimentaire. L'inflation sous-jacente continue de ralentir également, passant de +5,2 % à +4,8 %, mais le panier moyen de consommation se situe encore à un niveau élevé de 9,6 %, ce qui indique que les pressions sur le pouvoir d'achat sont encore fortes.

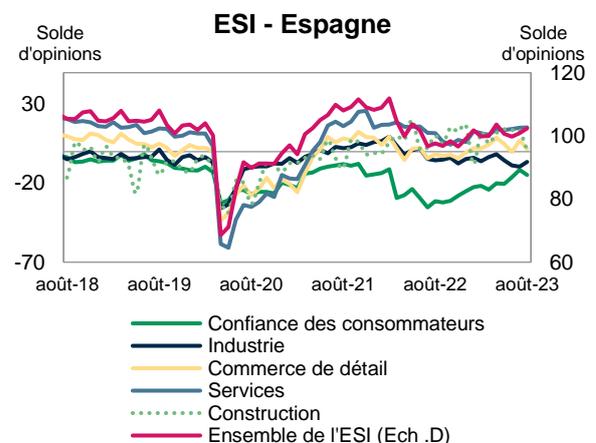
☑ Notre opinion – Après avoir longtemps résisté, l'Italie est avec cette contraction du PIB à contre-courant par rapport à d'autres pays de la zone. Les détails des comptes indiquent que le repli du PIB est dû à la forte contraction de l'investissement en construction et de la consommation publique, cumulant une contribution négative de 0,7 point de pourcentage qui serait due pour le second à des facteurs temporaires. Ils témoignent néanmoins d'un affaiblissement généralisé de l'activité. Ce tableau plus sombre se dessine également dans les indicateurs du troisième trimestre, confirmant le ralentissement.

👉 Espagne : après un bon T2, le ralentissement

Le PIB espagnol a progressé de 0,4% sur le trimestre au T2 2023. La structure de la croissance a changé au deuxième trimestre par rapport aux deux trimestres précédents : la demande intérieure se redressant après avoir chuté au T4 2022 et au T1 2023, tandis que la contribution du secteur extérieur, qui avait soutenu la croissance au cours des deux périodes précédentes, a été négative. Plus précisément, la consommation privée s'est redressée de 1,6% après avoir accumulé une baisse de 2,9% au cours des deux périodes précédentes, et les exportations de biens ont chuté de 5,9%, tombant ainsi en dessous du niveau d'avant la pandémie, qui avait déjà été dépassé en 2021. Les exportations de services non touristiques ont également diminué après 11 trimestres consécutifs de forte croissance. Les exportations touristiques ont augmenté modérément, après avoir largement dépassé le niveau pré-pandémique au T1 2023. Dans l'ensemble, les exportations se sont contractées de -4,1% et les importations de -1%.

L'analyse de la croissance du côté de l'offre, au T2, nous enseigne que l'activité dans l'industrie a diminué, tandis qu'elle a augmenté dans les services. Il convient de noter la forte baisse de l'activité dans le secteur primaire, qui a chuté de 8,4% sur le trimestre, soit la deuxième baisse la plus importante de sa série historique. Les indicateurs avancés disponibles pour le T3 indiquent que la

conjoncture de l'industrie reste toujours négative : après le pic de mars, l'indice de la production industrielle est en dessous des niveaux de 2022, l'indice PMI manufacturier baisse pour le cinquième mois consécutif, en dessous de 50, soit le niveau partageant l'expansion et la restriction de l'activité, et la dégradation de l'indice des carnets de commandes observée à la fin du T2 s'est accentuée en juillet-août. En revanche, dans le secteur des services, l'indicateur de confiance reste solidement à des niveaux élevés et sur une tendance à la hausse et l'emploi continue de croître, bien qu'à un rythme plus modéré qu'au début de l'année.



Source : Commission européenne, Crédit Agricole S.A./ECO

☑ Notre opinion – Les indicateurs mensuels suggèrent que la dynamique économique a commencé à s'affaiblir au début du troisième trimestre. L'indice PMI composite a chuté pour le quatrième mois consécutif en juillet pour atteindre 51,7, le niveau le plus bas depuis six mois. Bien qu'il se réduise, l'écart entre l'activité

manufacturière et l'activité des services reste proche du niveau le plus élevé depuis des années. En effet, le secteur des services, plus dynamique, bénéficie de l'essor du tourisme, tandis que l'indicateur de l'activité manufacturière signale que le secteur est en récession. D'autres données corroborent ce constat, notamment la production industrielle qui s'est contractée au deuxième trimestre.

Dans le même temps, le marché du travail montre des signes de ralentissement après une performance étonnamment forte au premier semestre 2023. La croissance de l'emploi s'est affaiblie en juillet, mais nous nous attendons à ce que le rythme de création d'emplois reste soutenu à court terme, car la saison touristique est en cours. Cependant, nous continuons d'anticiper une croissance de l'emploi plus faible plus tard dans l'année, étant donné que le taux de chômage se rapproche de ses plus bas niveaux historiques.

Le Parti Populaire a remporté les élections générales du 23 juillet mais il n'a pas obtenu suffisamment de voix pour former un gouvernement, même avec le soutien du parti d'extrême droite Vox. Une reconduction de l'actuel gouvernement de coalition socialiste est toujours possible, mais en raison des alliances complexes nécessitant le soutien de plusieurs partis régionaux, il est fort possible que de nouvelles élections aient lieu plus tard dans l'année si un gouvernement ne peut être formé.

Royaume-Uni

Royaume-Uni : forte révision à la hausse de la croissance post-Covid

L'institut des statistiques nationales britanniques ONS a créé la surprise en ce début de septembre en publiant un communiqué qui signale que des révisions significatives de la croissance du PIB en 2020 et 2021 seront publiées plus tard cette année dans les comptes nationaux de 2023 (également connu sous le nom de Blue Book 2023). Selon les nouvelles estimations, le Royaume-Uni aurait connu une contraction légèrement moins forte de son économie en 2020 qu'estimé précédemment (-10,4% au lieu de -11%), suivie d'un rebond nettement plus fort en 2021 (8,7% au lieu de 7,6%), de telle façon que son PIB réel se situerait 0,6% au-dessus de son niveau pré-Covid au quatrième trimestre 2021 (contre 1,2% en-dessous estimé précédemment). Les données trimestrielles du PIB entre 1997 et 2019 ont également subi des révisions, mais globalement de très faible ampleur. La baisse cumulée du PIB pendant la crise financière de 2008-2009 a été légèrement révisée à la baisse (de 0,1%) à -6,4% et le retour aux niveaux du PIB d'avant la crise a été retardé d'un trimestre au T3-2013.

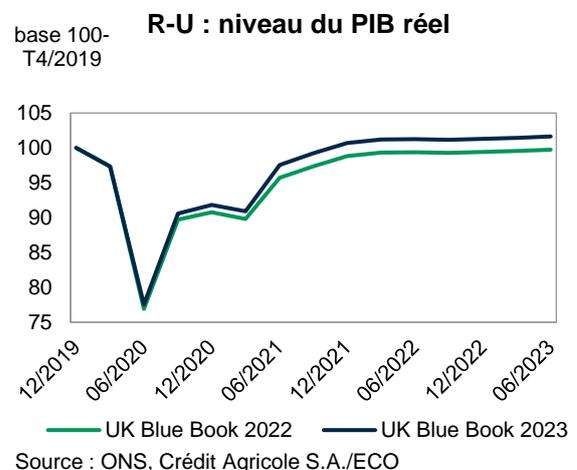
Ces résultats seraient dus à plusieurs changements méthodologiques, incluant l'application d'une nouvelle méthodologie d'estimation de l'impact de la pandémie sur les chaînes d'approvisionnement globales, des améliorations apportées aux calculs des déflateurs et l'intégration de nouvelles données permettant d'améliorer la comparabilité internationale.

En 2020, la comptabilisation des variations de stocks était difficile. L'ONS estime qu'au lieu d'avoir déstocké durant cette période, les entreprises ont en réalité constitué des stocks ce qui a eu pour conséquence une hausse des stocks de 2,5 Mds £ contre une baisse de 11,4 Mds £ annoncée précédemment. En 2021, la révision assez significative de la croissance du PIB serait due à un fort réajustement à la hausse de la consommation des ménages grâce à des informations plus complètes dans certains secteurs. Nous devons attendre la prochaine publication des comptes nationaux trimestriels le 29 septembre prochain pour connaître le détail précis de la décomposition du PIB par dépenses.

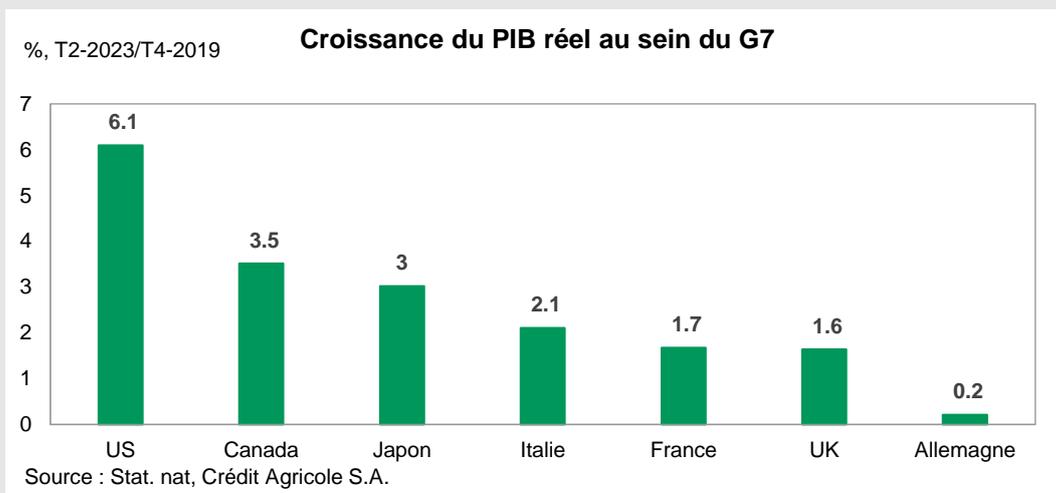
En termes de secteurs, la croissance dans les services a été révisée à la hausse de 3,9 points de pourcentage (pp) à 10,9% pour 2021. Les plus fortes contributions sont celles des activités de la grande distribution et de la vente au détail, qui ont contribué conjointement pour 2 pp à la révision. La seconde plus forte contribution a été celle des services de santé avec une contribution de 1,2 pp à la révision,

reflétant la reprise des services de santé « réguliers », la poursuite des activités de tests et de traçage et la mise en œuvre de la campagne de vaccination. Par conséquent, le taux de croissance de l'ensemble des services au contact direct avec la clientèle a connu une révision à la hausse en 2021. Au quatrième trimestre 2021, l'écart de leur niveau d'activité par rapport à la période pré-Covid est estimé à présent à -8% contre -11,1% précédemment.

Contrastant avec ces évolutions plus favorables dans le secteur tertiaire, le taux de croissance du secteur industriel a quant à lui subi une forte révision à la baisse pour 2021. Après une hausse de 2,3% en 2020 (contre 1,2% estimé précédemment) le secteur s'est contracté de 3,9% en 2021, au lieu d'avoir progressé de 7,3%. Les quatre sous-secteurs contribuent tous à cette révision négative mais c'est le secteur manufacturier qui y participe le plus : sa progression en 2021 n'est plus que de 1,6% contre 9,7% dans les estimations précédentes. Cette reprise post-pandémique beaucoup plus lente qu'estimé précédemment est le résultat d'une baisse relativement généralisée de la production manufacturière à travers presque tous les sous-secteurs (à l'exception des produits alimentaires et des textiles, qui ont vu leurs volumes de production révisés fortement à la hausse). La production de métaux de base et de produits métalliques et celle d'équipement électriques et de produits chimiques ont connu les révisions les plus fortes, des baisses de leur production ayant été compensées par des importations. Le secteur de l'électricité et du gaz a également subi une révision significative à la baisse : pour 2020 il aurait connu selon l'estimation actuelle une baisse de 32,1% contre une hausse de 5,1% précédemment.



☑ Notre opinion – Ces révisions positives des chiffres de croissance ne reflètent pas un moindre impact du Brexit sur l'économie, contrairement à ce que l'on peut lire dans certains articles de presse : les éléments donnés par l'ONS suggèrent surtout un rebond post-pandémique plus fort de la consommation des ménages, notamment dans les magasins, lié à l'assouplissement des contraintes sur la mobilité des personnes. Dans le même temps, ce rebond de la demande ne semble pas avoir été satisfait par une hausse de la production domestique, celle-ci étant à présent estimée avoir baissé en 2021. Il a dû être satisfait soit par un mouvement de déstockage plus marqué (ce qui serait compatible avec le mouvement en sens inverse en 2020) et/ou par des importations de marchandises plus élevées. Le constat curieux qui avait été fait de l'impact du Brexit sur les échanges de biens avec l'UE dans les mois suivant la mise en place de l'accord de retrait – à savoir une reprise plus lente des importations que celle des exportations (en dépit de l'asymétrie dans la mise en place des contrôles douaniers) après le choc immédiat en janvier 2021 – pourrait donc changer quelque peu. Sur le plan international, si les rythmes de croissance trimestriels depuis le début de 2022 des autres pays ne sont pas révisés, les nouveaux chiffres du PIB britannique pour 2020 et 2021 impliquent que le PIB réel se situe au T2-2023 1,6% au-dessus de son niveau du T4-2019, proche de la performance de la France.



Pays émergents

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Liban : un nouveau gouverneur à la Banque centrale sur fond de dollarisation de l'économie

Fin du mandat de Riad Salamé, gouverneur pendant trente ans de la Banque du Liban et poursuivi pour détournement de fonds par six pays européens et dans son propre pays. Sans consensus politique pour lui trouver un successeur, c'est son adjoint, W. Manssour, qui lui succède. D'un poste par intérim dans un premier temps, il est finalement nommé définitivement à cette position. Ses premières déclarations sont assez lénifiantes : elles concernent la non poursuite du financement de l'État libanais par la Banque centrale... Une étrange priorité alors qu'aucun contrôle des changes officiel n'est en place depuis 2019.

Riad Salamé laissera derrière lui un pays ruiné par des opérations de pyramide de Ponzi ayant conduit à la faillite totale du système bancaire libanais et à

la saisie des comptes en banque des Libanais. La monnaie s'est dépréciée de 95% depuis quatre ans. Actuellement, la livre libanaise cote officiellement 15 000 par dollar américain mais 89 000 sur le marché noir. Une situation unique au monde.

Parallèlement, la dollarisation rapide de l'économie se poursuit. À part les denrées alimentaires, la plupart des produits et des services est désormais libellée en dollars, ce qui permet d'afficher des prix à peu près stables alors que l'inflation atteint 251% en juillet dernier. Cette situation inédite au Liban instaure une véritable inégalité sociale profonde entre les personnes qui ont accès à la monnaie américaine ou à l'euro et ceux, les plus pauvres, qui en sont exclus.

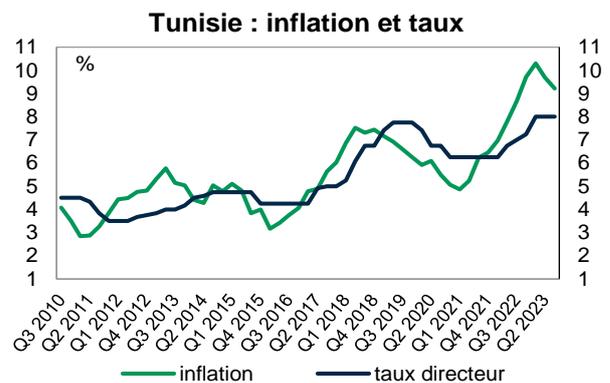
✓ Notre opinion – Presque quatre années après le déclenchement de la crise économique et sociale, le pays du Cèdre est toujours dans un état de blocage politique persistant : sans président depuis dix mois, sans gouvernement investi (le gouvernement est provisoire depuis trois ans), et sans Parlement actif car sans majorité. Mais aussi sans contrôle des changes, sans enquête active sur l'explosion dans le port de Beyrouth, sans accord avec le FMI, etc.

Tunisie : malgré une légère baisse, une inflation toujours élevée

Malgré une légère baisse au second trimestre à 9,7% après un premier trimestre dépassant les 10%, l'inflation constatée en Tunisie reste élevée à 9,23% à fin août. Comme pour l'ensemble des économies émergentes, c'est sur les produits alimentaires que l'inflation est la plus forte : elle s'est établie à 15,4% au cours du premier semestre ; tandis que les secteurs des transports et de l'hôtellerie connaissent également une inflation à deux chiffres (plus de 10%) depuis le début de l'année.

La Tunisie n'a pas connu d'inflation aussi forte depuis une trentaine d'années alors qu'elle bénéficie actuellement d'un taux de change très stable du dinar par rapport à l'euro et au dollar, ce qui lui permet d'échapper au phénomène de l'inflation importée.

La politique monétaire reste accommodante avec un taux directeur inchangé à 8%.



✓ Notre opinion – Le solde courant très déficitaire menace la stabilité de la devise tunisienne. En cas de dépréciation, l'inflation pourrait alors rester à un niveau aussi élevé en 2024.

Tunisie : après le renvoi de nombreux ministres, le président limoge sa Première ministre

Le président K. Saïed vient de limoger le 1^{er} août dernier, sa Première ministre, Nadia Bouden, qui sera restée moins de deux années à ce poste. Elle est remplacée à cet position par A. Hachani, un ancien cadre de la Banque centrale et un inconnu du grand public. Aucune raison n'a été donnée pour

justifier ce remaniement ministériel ni les précédents. Le président a récemment limogé son ministre de l'Agriculture, sa ministre du Commerce, son ministre de l'Éducation, son ministre de l'Économie, sa ministre de l'Industrie, et son ministre des Affaires étrangères.

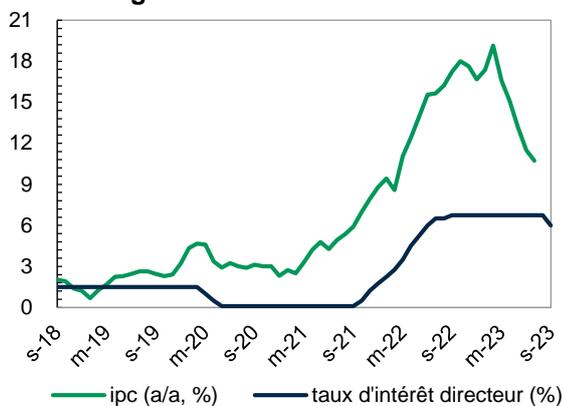
Europe centrale et orientale, Asie centrale

Pologne : une surprenante baisse du taux directeur

Passer le taux directeur de 6,75% à 6% en un seul mouvement alors que l'inflation croît encore à plus de 10%, c'est presque spectaculaire. Pour comprendre cette surprenante décision de la Banque centrale polonaise prise lors de la réunion de ce mercredi il faut se pencher au-delà des raisons macroéconomiques. Les vraies motivations semblent être plutôt politiques voire très fortement politiques pour une institution censée être indépendante et agir selon son principal objectif qui est la stabilité des prix avec une cible d'inflation autour de 2,5%.

Les liens du gouverneur de la Banque centrale, A. Glapinski, avec les élites du gouvernement sont bien connus en Pologne mais cette décision affiche clairement un défaut d'indépendance de la Banque centrale polonaise qui se range derrière les ambitions électorales de PiS. Après le verrouillage du système judiciaire, la mise sous silence des médias d'opposition, la restriction des libertés individuelles, les dirigeants de PiS ont trouvé un moyen d'influencer les décisions de la Banque centrale dans le sens qui arrange la campagne électorale.

Pologne : inflation et taux directeur



Sources : Nationales, Crédit Agricole S.A./ECO

Quelles sont les éventuelles conséquences d'une telle configuration ? Tout d'abord, il pourrait y avoir un net affaiblissement de la confiance des investisseurs dans l'institution de la Banque centrale et c'est précisément ce qui est le plus difficile à rétablir par la suite. La Pologne vit déjà une période d'instabilité forte des prix qui complique les décisions des investisseurs, mais si à cela s'ajoute un manque de confiance en la capacité et la volonté de la Banque centrale d'atteindre les objectifs d'inflation alors cela pourrait produire une vraie rupture dans les ancrages des anticipations, en faisant fuir les investisseurs ou du moins certains profils d'investisseurs. La Crédibilité de la Banque centrale reste un des critères importants dans l'évaluation de la notation d'un souverain.

Mais revenons sur les explications macroéconomiques données par le gouverneur de la Banque centrale lors de la conférence de presse qui a suivi la décision. Il explique le ralentissement plus fort que prévu de la croissance du PIB au deuxième trimestre (-0,6%) avec un recul de la consommation des ménages. Par ailleurs, en prenant en compte le recul de l'inflation sous-jacente, la Banque centrale anticipe que le taux d'inflation devrait s'orienter encore à la baisse et pourtant il reste encore à deux chiffres. Juste après l'annonce, le taux de change du zloty face à l'euro s'est apprécié passant de 4,47 à 4,62 en trois jours.

Enfin, dans l'immédiat, on pourrait donc s'attendre à une amélioration de la dynamique économique à court terme et à une réduction du coût de l'endettement pour les investisseurs. Toutefois, est ce que le taux d'inflation sera maîtrisé et orienté à la baisse, ceci est moins sûr. Il faudra surtout surveiller les réactions des membres du conseil de révision des taux et une éventuelle perte de crédibilité de la Banque centrale dans l'appréciation du risque souverain.

Si une telle ampleur n'est pas vraiment justifiable du point de vue des variables macroéconomiques, elle pourrait l'être au vu des prochaines élections qui auront lieu le 15 octobre. Un assouplissement de la politique monétaire pour booster la croissance du PIB en réduisant le coût de l'endettement, c'est tout ce qu'un gouvernement peut espérer en période électorale surtout dans une phase de forte inflation (16,4% en 2022 et 11,4% attendu en 2023) et de recul de la consommation des ménages. Par ailleurs, il faut rappeler que le crédit immobilier en Pologne est très majoritairement à taux variable donc la réduction sera rapidement visible sur les budgets des ménages.

Afrique sub-saharienne

Afrique du Sud : une croissance atone et une progression de certains secteurs économiques

Au cours de la dernière décennie, l'Afrique du Sud a vu son rythme de croissance économique s'éloigner de la croissance annuelle de 5,4% envisagée dans le plan de développement national du pays à l'horizon 2030. La crise énergétique, consécutive à l'incapacité de l'entreprise nationale de l'électricité Eskom à répondre à la demande, étant en partie responsable.

Pourtant, la croissance économique de l'Afrique du Sud a atteint 0,6% ce deuxième trimestre 2023, dépassant ainsi les prévisions de la Banque centrale sud-africaine, qui avait tablé sur un taux de 0,4%. En glissement annuel, le pays a enregistré une croissance économique de 1,6% entre le 1^{er} avril et le 30 juin de l'année en cours.

L'agence *Statistics South Africa* précise que cette amélioration non-anticipée des performances de l'économie sud-africaine au deuxième trimestre de l'année en cours s'explique notamment par le bon comportement des secteurs de l'agriculture et de l'industrie manufacturière, qui ont progressé respectivement de 4,2% et de 2,2%.

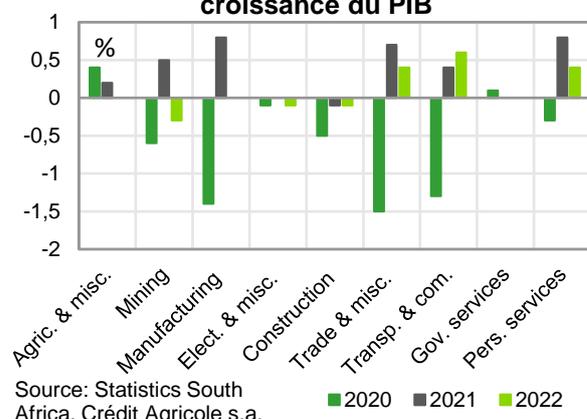
En effet, après deux trimestres consécutifs de baisse, la hausse du secteur de l'agriculture sud-africaine ce trimestre-ci est imputable à l'augmentation de la production de grandes cultures et de produits horticoles. La production manufacturière, quant à elle, a principalement augmenté grâce au

pétrole, au caoutchouc, aux produits chimiques et en plastique.

Toutefois, le taux de croissance économique anémique de l'économie sud-africaine affecte les projections de recettes et les prévisions de déficit budgétaire.

« *L'économie ne se porte pas bien* » déclare le ministre des Finances Enoch Godongwana, citant les coupures d'électricité, les problèmes logistiques et la faiblesse de la monnaie locale parmi les enjeux qui pourraient avoir un impact sur les recettes publiques de cette année.

Afrique du Sud : contribution à la croissance du PIB



Notre opinion – « La crise énergétique que traverse l'Afrique du Sud affecte tous les secteurs de l'économie sud-africaine qui pourrait croître de 2,5% à 3% par an si elle relevait les défis énergétiques et logistiques auxquels elle fait face », selon la directrice générale adjointe du FMI, Gita Gopinath.

Si le pays a connu une progression, ce trimestre-ci, des secteurs agricole (+4,2%) et manufacturier (+2,2%), l'Afrique du Sud subit également une baisse de régime dans les secteurs de l'électricité (-0,8%) ainsi que des transports et communications (-1,9%). Cette révision à la hausse du taux de croissance de l'économie sud-africaine masque aussi une diminution des dépenses des ménages, qui représentent environ deux tiers du PIB, de 0,3% au deuxième trimestre. Ce niveau de dépenses des ménages est par ailleurs susceptible de subir de nouvelles pressions à la baisse en raison de la hausse des prix de l'essence et des taux d'intérêt élevés, qui ont atteint un niveau inégalé depuis la crise financière mondiale de 2008. Enfin, le taux d'inflation en Afrique du Sud devrait augmenter et rester supérieur à 5% dans les mois restants de 2023 jusqu'en février 2024.

Ainsi, au regard de ces indicateurs économiques, le FMI continue d'encourager le pays à mettre en œuvre des réformes structurelles pour une croissance qui puisse, enfin, atteindre son plein potentiel.

Gabon, Niger : résurgence des coups d'État en Afrique subsaharienne

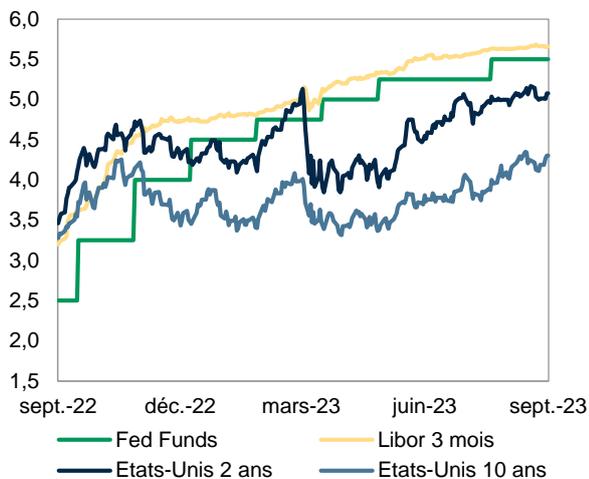
La situation actuelle au Gabon, où des militaires ont pris le pouvoir de force juste après l'annonce de la réélection d'Ali Bongo le 30 août dernier, s'inscrit dans un contexte de retour de l'instabilité politique sur le continent africain, en particulier dans la région

du Sahel. Après une période de relative accalmie entre 2013 et 2020, 14 tentatives de coups d'État ont été recensées en Afrique depuis l'année 2021 – dont une récemment au Niger, mais aussi au Soudan, au Tchad, au Burkina Faso ainsi qu'au Mali.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

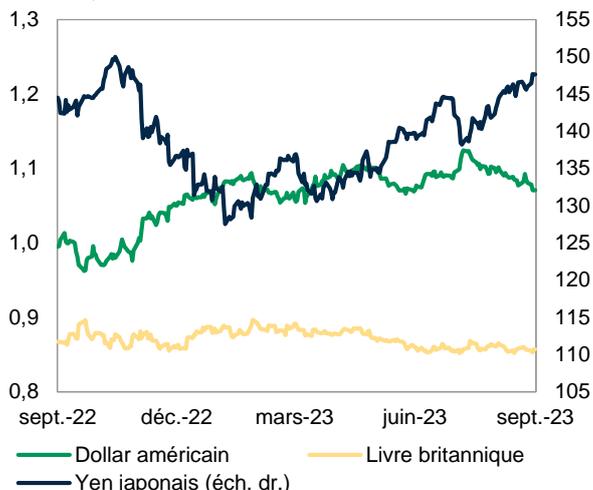
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

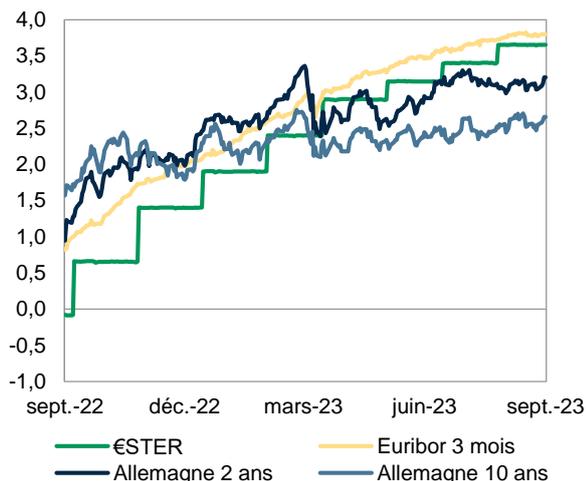
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

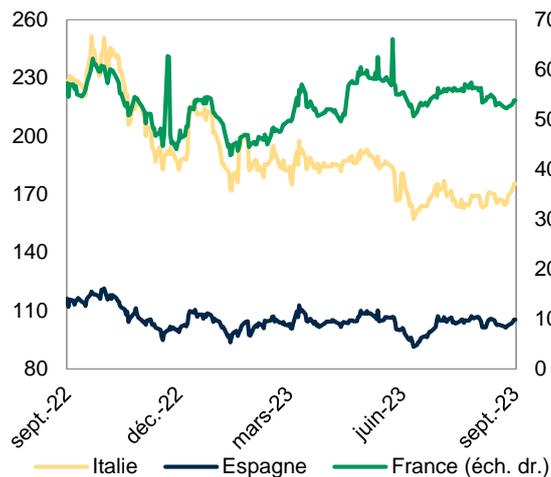
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

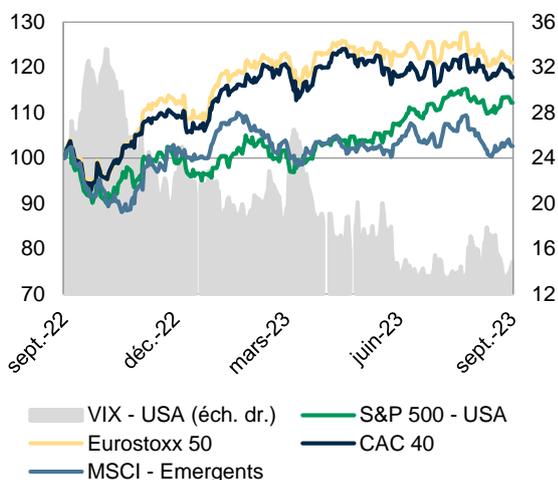
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

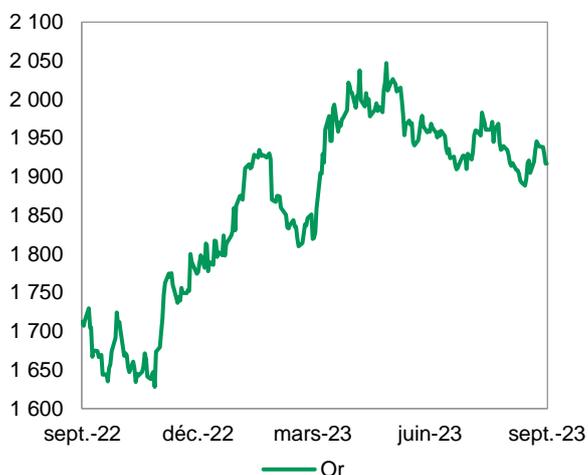
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

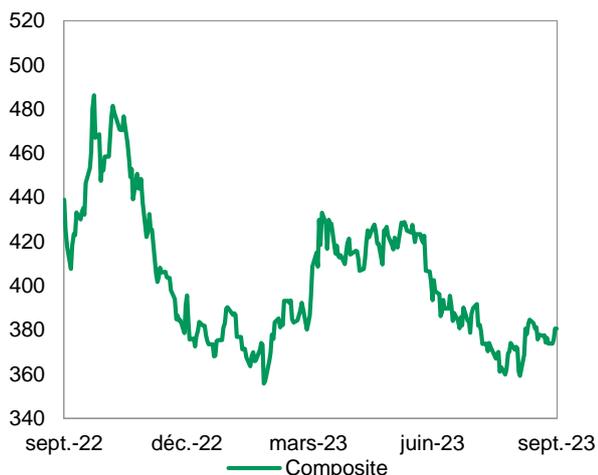
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

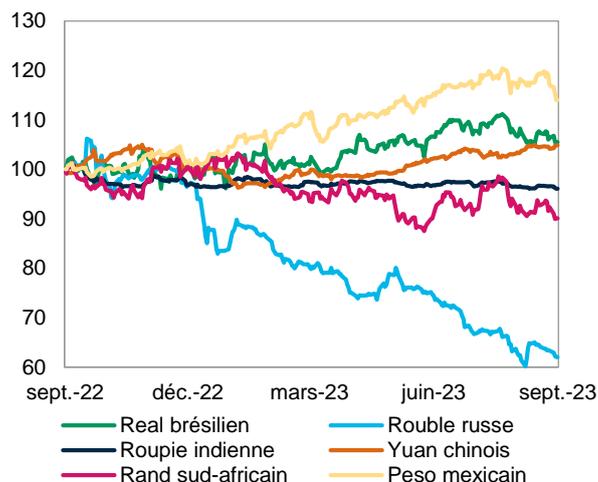
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

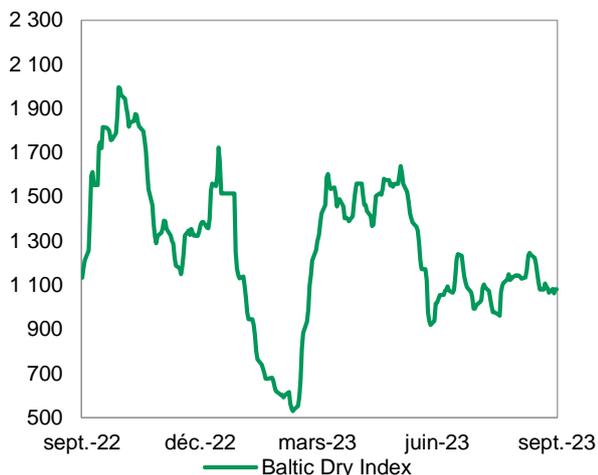
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

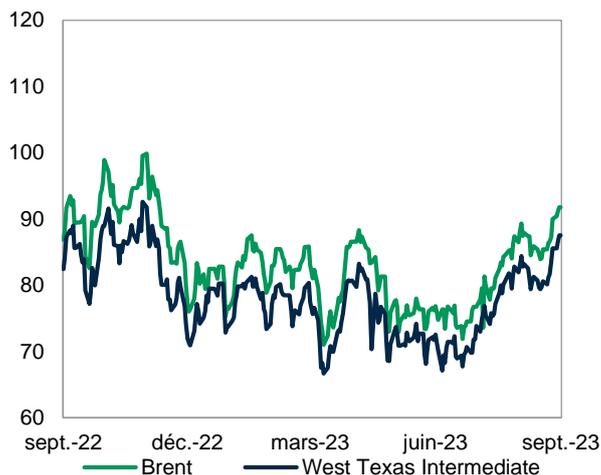
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

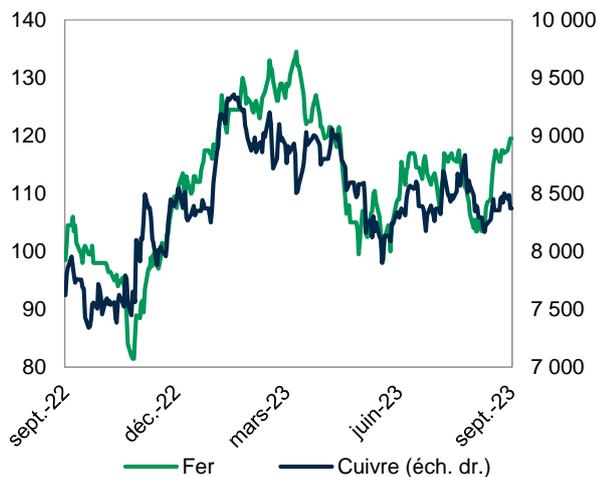
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

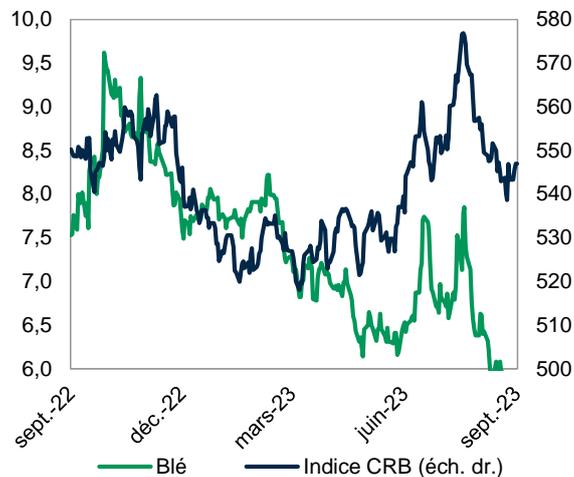
USD/tonne métrique



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 – Juin 2023

[Une « normalisation » laborieuse](#)

Date	Titre	Thème
21/08/2023	Microtransaction, l'incontestable champion des jeux vidéo	Microtransactions, Jeux vidéo
31/07/2023	Immobilier non résidentiel en France – Baisse des valeurs vénales des bureaux prime à Paris. Quelles conséquences pour les banques ?	Immobilier, France
28/07/2023	France – Conjoncture – Flash PIB : la croissance surprend à la hausse au T2 2023	France
24/07/2023	Blockchain gaming, l'avenir du jeu vidéo ?	Fintech
21/07/2023	Prix alimentaires – Scénario 2023-2024 : signes de décrue	Commerce, distribution
21/07/2023	Italie – Scénario 2023-2024 : une année de transition	Italie
20/07/2023	Gaz – Scénario 2023-2024 : vive la sobriété	Énergie
20/07/2023	Le retrait de Foxconn en Inde, reflet des faiblesses du pays	Asie
19/07/2023	Moyen-Orient - Afrique du Nord – Les Fonds souverains, des acteurs économiques plus engagés	Moyen-Orient – Afrique du Nord
19/07/2023	Pétrole – Scénario 2023-2024 : la remontée des cours se fait désirer	Énergie

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 : Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE

Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Marianne PICARD, Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

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

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

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario), César MEZHER

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Thomas MORAND

Documentation : 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.