

Perspectives

Hebdomadaire – N°23/311 – 17 novembre 2023

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Des marchés financiers divisés entre prudence et empressement à la normalisation !	2
☞ Zone euro : stagnation et désinflation confirmées	3
☞ France : l'Insee confirme la forte baisse de l'inflation en octobre, à +4,0% sur un an	4
☞ Portugal : les tribulations du PS	5
☞ Royaume-Uni : de bonnes nouvelles de l'inflation en octobre, mais la cible reste lointaine	6
☞ Chine : À San Francisco, un déplacement de Xi Jinping aussi politique qu'économique	8
☞ Roumanie : un contexte macroéconomique et géopolitique plus complexe	10
☞ Afrique sub-saharienne : quelles conséquences du ralentissement de l'économie chinoise pour la région ?	11

Des marchés financiers divisés entre prudence et empressement à la normalisation !

Les marchés financiers mondiaux semblent rassurés par la poursuite de l'orientation baissière de l'inflation des deux côtés de l'Atlantique, réconfortant les investisseurs en validant le scénario d'un plafond des taux d'intérêt directs (enfin) atteint.

Aux États-Unis, l'inflation totale s'est, en effet, tassée, passant de 3,7% en septembre à 3,2% sur un an au mois d'octobre. L'indice sous-jacent a quant à lui atteint son plus bas niveau depuis deux ans à 4%. Ce repli de l'inflation reflète une chute du prix des carburants, une baisse légère des prix des biens hors énergie et alimentation ainsi qu'un ralentissement du prix des services. Une évolution favorable qui renforce l'idée selon laquelle la Fed serait arrivée à la fin de son cycle de hausse de taux d'intérêt, suggérant une position attentiste de l'institution lors de la prochaine réunion de mi-décembre. Les marchés financiers anticipent dorénavant une première baisse des taux directs à partir du mois de mai, en dépit des multiples déclarations très prudentes du président de la Fed. Sur le marché du travail, la surchauffe semble également toucher à sa fin. Les nouvelles inscriptions hebdomadaires au chômage ont augmenté pour atteindre un point haut depuis trois mois à 231 000 personnes, en ligne avec la hausse du taux de chômage à 3,9% au mois d'octobre et le ralentissement de l'activité économique à l'œuvre. Politiquement, le pays a évité une nouvelle fermeture partielle de l'administration fédérale, en repoussant à la mi-janvier l'adoption du budget fédéral expirant ce vendredi, laissant ainsi plus de temps à la résolution du jeu habituel des négociations entre la chambre des représentants et le Sénat. Par ailleurs, des craintes sur la liquidité des titres du Trésor ont émergé lors de la dernière adjudication d'obligations à 30 ans la semaine dernière. L'absence de participation de la troisième plus grande banque mondiale *Industrial and Commercial Bank of China*, officiellement en raison d'une cyberattaque, a conduit à une hausse inattendue des rendements offerts faute de demande. Un événement qui alerte sur la « vulnérabilité » de la dette américaine en cas de désaffectation de certains investisseurs clés. La coïncidence des faits avec l'approche d'un possible « *shutdown* » et le risque accru d'une dégradation de la notation crédit par l'agence Moody's pourrait être interprétée comme un avertissement et signale également l'importance des investisseurs chinois.

En zone euro, la baisse de l'inflation à 2,9% sur un an en octobre après 4,3% en septembre a été confirmée. Par ailleurs, la production industrielle a chuté de 6,9% sur un an en septembre après -5,1% en août. Parmi les principaux pays, l'Allemagne accuse le repli le plus marqué suivi de l'Italie, tandis que la France et l'Espagne enregistrent des baisses plus modestes. La contraction du PIB de la zone à -0,1% au T3 a été confirmée lors de la seconde estimation publiée par Eurostat, tandis que les

données conjoncturelles d'octobre signalent un affaiblissement significatif des services, suggérant ainsi une faiblesse accrue de l'activité renforçant le risque d'une récession technique au T4. Par ailleurs, la Cour de justice de Karlsruhe a jugé inconstitutionnelle la réaffectation budgétaire de 60 milliards d'euros de dettes inutilisées pendant la pandémie vers le fonds pour le climat et la transition initié par le gouvernement de coalition d'Olaf Scholz, car contrevenant à la règle du frein à l'endettement. Ce revers juridique et politique oblige le gouvernement allemand à trouver de nouveaux financements ou à réduire les investissements verts nécessaires à la décarbonation de son économie, risquant ainsi d'affaiblir la capacité de reprise du pays et celle de la zone euro dans son ensemble.

En Chine, le gouvernement a ordonné aux collectivités locales de mettre fin aux projets de partenariats public-privé jugés « problématiques ». L'objectif étant de substituer l'actuelle enveloppe budgétaire de 10% dédiée à ces partenariats par un mécanisme de contrôle mis en place par Pékin pour limiter le risque d'explosion de l'endettement des municipalités. La dette des gouvernements locaux est passée de 62% en 2019 à 76% du PIB en 2022 selon les estimations du FMI, un facteur de risque majeur pour l'économie chinoise et sa stabilité financière.

Sur les marchés, les bons chiffres américains, recul de l'inflation et accalmie du marché du travail, ont éclipsé les nouvelles peu réconfortantes mais aussi les autres risques. Et ceux-ci sont nombreux. La multiplication des foyers de tensions géopolitiques (guerre en Ukraine, guerre Israël-Hamas, revendications en mer de Chine, conflit latent sur le sort de Taiwan) augmente le risque de déviation d'un scénario d'atterrissage en douceur des grandes économies et de résurgence des pressions inflationnistes en cas d'escalade d'un des conflits. Par ailleurs, la rencontre entre les présidents Biden et Xi Jinping devrait permettre de revenir vers une « rivalité apaisée » entre les deux superpuissances, atténuant, du moins temporairement, les tensions commerciales et militaires. Apaisement donc mais rivalité toujours.

Dans ce contexte, en réaction aux anticipations de baisses des taux plus précoces, les rendements souverains ont enregistré une baisse significative que ce soit sur les maturités courtes ou longues. Les marchés actions mondiaux sont repartis à la hausse depuis le début du mois et, sur la semaine, l'*Eurostoxx 50* et le *S&P500* ont gagné respectivement 3,2% et 2,1%. La devise européenne s'est appréciée de 1,7% face au dollar. Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord a reculé de 4,2%, en raison d'anticipations d'offre de pétrole américain plus élevées et d'une demande chinoise vraisemblablement plus faible qu'attendu.

Zone euro

Zone euro : stagnation et désinflation confirmées

Un léger repli du PIB au troisième trimestre, le maintien d'une croissance positive de l'emploi et une nouvelle baisse de l'inflation en octobre, continuent d'apporter de nouveaux arguments en faveur de notre scénario d'un atterrissage en douceur, un ralentissement marqué mais amorti par le processus désinflationniste.

La deuxième estimation du PIB de la zone euro a confirmé la baisse de 0,1% sur le trimestre au troisième trimestre 2023 après un premier semestre plutôt atone (0% au T1 et 0,2% au T2). Le rythme de croissance annuel a fortement ralenti passant de 2,2% à l'été 2022 à -0,3%. La croissance en 2022, notamment au premier et dernier trimestre, a été révisée à la hausse. Le recul du PIB au T4 2022 n'est plus inscrit et c'est une stabilisation du PIB qui est indiquée en fin d'année. Elle se serait poursuivie au T1 2023 avec une révision à la baisse de la croissance par rapport aux estimations précédentes. La révision à la hausse du deuxième trimestre de 0,1% à 0,2% ne modifie pas le constat d'une activité stagnante.

La croissance au T3 en zone euro a encore été affectée par les mouvements erratiques en provenance du PIB irlandais, en recul de 1,8% probablement en relation avec des variations importantes de l'investissement. En excluant cet effet, le PIB de la zone se serait stabilisé.

Si l'activité a reculé en Allemagne et aux Pays-Bas et est restée inerte en Italie, elle a en revanche progressé en France, en Espagne et en Belgique. Dans les pays où l'on dispose des composantes du PIB, les évolutions ne sont pas homogènes. La

consommation des ménages a crû en France et en Espagne tandis qu'elle s'est repliée aux Pays-Bas. L'investissement était en contraction partout sauf en France.

L'acquis de croissance pour la moyenne de l'année 2023 est de 0,5%. Cela fait peser un risque baissier sur notre prévision de croissance du PIB de 0,5% qui repose sur une progression nulle au T4 2023.

La dégradation de l'activité au T3 ne s'est pas traduite par une hausse des défaillances d'entreprises. Au contraire, le nombre de défaillances enregistrées a diminué pour revenir en deçà du niveau d'avant la pandémie.

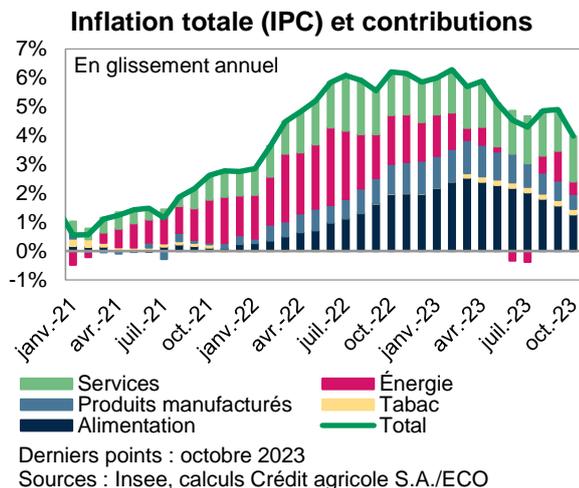
Les créations d'emplois restent dynamiques. L'emploi total a progressé de 0,3% sur le trimestre et de 2,4% sur un an, sans trop montrer de signes d'affaiblissement, tandis que le taux d'emplois vacants continue de diminuer au T3.

Avec une nouvelle dégradation marquée de la production industrielle en septembre (-1,1%), l'activité affiche un quatrième trimestre consécutif de baisse. La décélération de la croissance de la production s'accroît. La contribution du secteur industriel à la croissance du PIB aura donc été encore négative. Nous disposons de peu d'informations sur le secteur des services hormis celles sur les ventes au détail qui ont de nouveau reculé en septembre et marquent un nouveau repli de 0,5% au T3 après s'être stabilisées au cours de l'été. Sur un an, leur dégradation est nette (-2,7%) et s'accroît.

☑ Notre opinion – Stagnation de l'activité et désinflation éloignent un peu plus le scénario stagflationniste que de nombreux commentateurs dessinaient encore il y a quelques mois voire simplement quelques semaines. L'inflation s'est encore repliée en octobre à 2,9% après 4,3% en septembre. Le pic de 10,6% d'il y a un an est donc bien loin. Si des effets de base importants ont joué dans le fort repli des prix de l'énergie (-11,2%) et dans le ralentissement des prix alimentaires, les prix des biens industriels non énergétiques et des services marquent aussi une décélération (respectivement 3,5% après 4,1% et 4,6% après 4,7%). La composante domestique de l'inflation reste néanmoins encore sous la pression d'une dynamique soutenue des salaires. L'inflation sous-jacente baisse plus faiblement que l'inflation totale. L'inflation est devenue négative aux Pays-Bas, en Belgique et en Autriche. Si elle s'est bien affaiblie en Italie (1,8%), elle reste plus élevée que la moyenne de la zone euro en Allemagne (3%), en France (4,5%) et en Espagne (3,5%).

 France : l'Insee confirme la forte baisse de l'inflation en octobre, à +4,0% sur un an

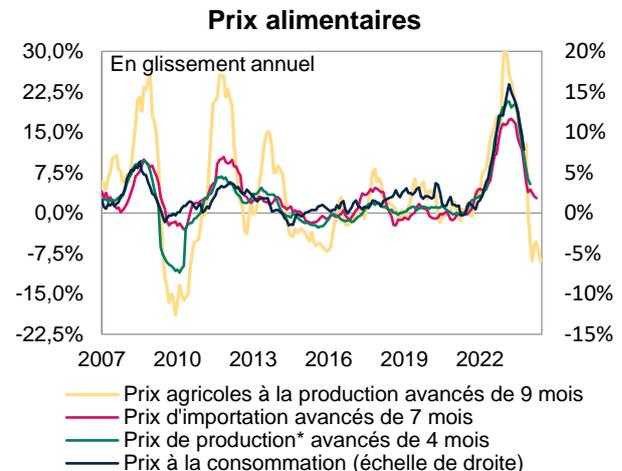
L'Insee a publié mercredi les résultats définitifs de l'indice des prix à la consommation (IPC) d'octobre 2023, confirmant son net ralentissement sur un an, à +4,0% après +4,9% en septembre. Cette baisse de l'inflation en glissement annuel s'explique par la forte baisse de l'inflation énergétique, mais aussi par la poursuite de celle de l'alimentation et des produits manufacturés. Bonne nouvelle, l'inflation sous-jacente diminue aussi nettement, à +4,2%, après +4,6% le mois précédent, malgré l'accélération des prix des services sur un an. Ces derniers deviennent d'ailleurs en octobre les premiers contributeurs à l'inflation sur un an (+1,6 point), devant l'alimentation (+1,3 point), cf. graphique. Au sens de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui permet des comparaisons entre pays européens selon une méthodologie harmonisée, l'inflation française est en net repli, à +4,5% en glissement annuel après +5,7% en septembre, demeurant toutefois supérieure à l'inflation moyenne en zone euro et dans les grands pays voisins.



Les prix de l'énergie décélèrent nettement sur un an, à +5,2% (après +11,9%), ce qui explique les deux tiers de la baisse de l'inflation totale en octobre. En particulier, les prix des produits pétroliers ralentissent fortement, à +1,8% en glissement annuel (après +10,7%) en lien avec d'importants effets de base (les grèves dans les raffineries il y a un an) et la baisse des prix du pétrole sur un mois.

L'inflation alimentaire diminue en octobre pour le septième mois consécutif, à +7,8% sur un an (après +9,7%), en lien avec le ralentissement des prix des produits hors frais (+9,1% après +10,6%) et des produits frais (+1,1% après +4,5%). Les indicateurs de prix avancés (prix de production et d'importation) indiquent d'ailleurs que le reflux de l'inflation

alimentaire devrait se poursuivre dans les mois à venir (cf. graphique).



Les prix des produits manufacturés poursuivent leur décélération sur un an, à +2,2% (après +2,8%), sous l'effet du ralentissement des prix des « autres produits manufacturés » (+3,0% après +3,8%) et de l'habillement-chaussures (+1,9% après +2,5%).

Fait notable, l'inflation des services repart à la hausse en octobre, à +3,2% en glissement annuel (après +2,9%), en lien avec l'accélération des prix des « autres services » (+4,4% après +4,1%) et des services de transport (+5,4% après +4,9%) et de la moindre baisse des prix des services de communication (-4,7% après -6,8%). Pour autant, l'inflation sous-jacente¹, sur laquelle la politique monétaire est le plus susceptible d'influer, est en baisse, à +4,2% (après +4,6% le mois précédent).

En termes d'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), l'inflation française sur un an (+4,5%) est désormais supérieure à l'inflation moyenne en zone euro (+2,9%) et dans les autres grandes économies de la zone euro, avec une inflation de +3,5% en Espagne, +3,0% en Allemagne et +1,8% en Italie en octobre d'après l'estimation finale d'Eurostat. Hors énergie, alimentation, alcool et tabac, l'inflation française est cependant en-deçà, à +3,5% en glissement annuel en octobre, contre +3,8% pour l'Espagne et l'Italie et +4,2% pour l'Allemagne et la zone euro. Par ailleurs, l'inflation en France avait été la plus faible de l'Union européenne en 2022, et l'inflation totale cumulée depuis l'avant-crise sanitaire reste inférieure en France (+15,6% depuis janvier 2020) à celle en zone euro (+19,3%) et chez ses grands voisins (+21,0% en Allemagne, +19,9% en Italie et +17,7% en Espagne).

¹ L'IPC sous-jacent exclut les prix volatils et administrés et est corrigé des variations saisonnières.

☑ **Notre opinion** – La baisse de l'inflation en octobre est une bonne nouvelle, alors que les mois d'août et de septembre avaient mis en pause son reflux, largement en raison de sa composante énergétique. La baisse de l'inflation sous-jacente pourrait en outre indiquer une possible efficacité de la politique monétaire, malgré l'accélération des prix des services sur un an dont les salaires constituent le principal moteur (surtout pour les « autres services » qui représentent plus de 60% de l'agrégat). La légère hausse du chômage aux 2^e et 3^e trimestres devrait toutefois contenir les hausses de salaires et prévenir tout emballement préjudiciable. La baisse de l'inflation, combinée à des hausses de salaires qui restent substantielles, apporteront un peu d'air aux ménages, rendant d'autant plus probable la poursuite du rebond de la consommation dans les trimestres à venir, en particulier pour l'alimentation. La baisse des prix de l'énergie sur un mois, et notamment de ceux des produits pétroliers, témoigne de l'absence d'effet néfaste du conflit au Proche-Orient sur les prix mondiaux à ce stade.

👉 Portugal : les tribulations du PS

Après la démission du Premier ministre, António Costa, survenue mardi 7 novembre sur fond de scandale de corruption, le président portugais conservateur, Marcelo Rebelo de Sousa, a annoncé la convocation d'élections législatives anticipées le 10 mars 2024. Le chef de l'État n'a pas retenu la solution défendue par les socialistes, qui auraient préféré éviter des élections en proposant un nouveau Premier ministre qui gouvernerait grâce à la majorité dont ils disposent au Parlement depuis 2022.

Rebelo de Sousa a fixé le 10 mars comme rendez-vous électoral avec deux objectifs : la finalisation des Budgets généraux de l'État et donner du temps aux partis pour se réorganiser en interne, notamment le Parti socialiste, ébranlé par le scandale. Les partis ont jusqu'au 29 janvier pour présenter leurs candidatures et la campagne électorale se déroulera du 25 février au 8 mars 2023.

☑ **Notre opinion** – En mars 2022, Antonio Costa avait réussi un (très risqué) coup de maître. Suite au rejet de la loi de finances en janvier, des élections anticipées avaient été déclenchées. Les socialistes ont remporté une majorité absolue avec 117 sièges, juste au-dessus du seuil de 116 sièges (jusqu'à ce moment, le PS, avec 108 sièges, devait s'appuyer sur le Bloc de gauche et la coalition communiste/verte, PCP/PEV). Cela ouvrait une période de gouvernance fluide, un excellent cadre pour le déploiement des fonds NGEU.

Hélas, l'aventure n'était pas destinée à durer. La situation prend un ton tragicomique, à la lumière des dernières déclarations du parquet chargé de l'enquête : la transcription des enregistrements a confondu le Premier ministre avec son quasi-homonyme, Antonio Costa Silva, son ministre de l'Économie. Le ministère public a reconnu son erreur, lundi dernier. Trop tard, le mal est fait. Le Premier ministre, qui affirmait avoir la conscience tranquille, avait préféré démissionner dès l'évocation de son nom, le matin même de la perquisition de sa résidence, afin de ne pas jeter la suspicion sur la conduite des affaires de son pays.

Le dernier sondage de l'Institut des Sciences Sociales de l'Université de Lisbonne, publié début octobre, donne une victoire du PS contre le Parti social-démocrate (PSD), de centre-droit, avec une estimation des voix de 31% et 25% respectivement. Il faudra cependant attendre les prochains sondages pour voir l'impact de l'enquête de Costa sur les intentions de vote. Ainsi, le PS pourrait revenir à l'exécutif mais une majorité absolue comme celle obtenue lors des précédentes élections législatives semble improbable.

Royaume-Uni

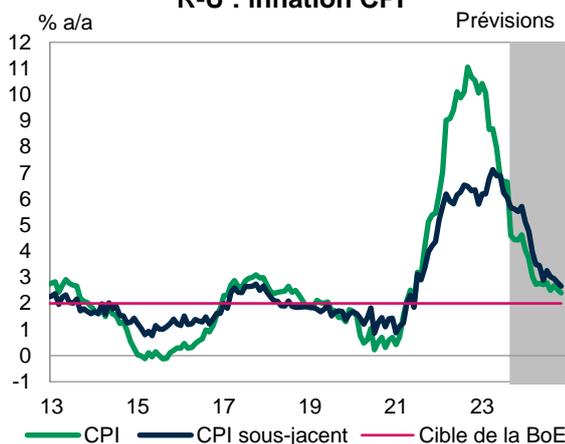
Royaume-Uni : de bonnes nouvelles de l'inflation en octobre, mais la cible reste lointaine

Le taux d'inflation des prix à la consommation (indice CPI) a fortement baissé en octobre. Il s'établit à 4,6% en variation sur un an, après 6,7% en septembre, et en-deçà des anticipations (consensus : 4,7%, Crédit Agricole S.A. : 4,8%). C'est grâce à des effets de base puissants, principalement dans les prix de l'énergie. L'indice CPI est stable sur le mois contre une hausse de 2% en octobre 2022.

L'inflation sous-jacente (indice CPI hors énergie, produits alimentaires, alcool et tabac) recule aussi, à 5,7% contre 6,1% en septembre, également légèrement en-deçà des anticipations (consensus : 5,8%, Crédit Agricole S.A. : 5,7%). Au sein de l'inflation sous-jacente, les prix dans les services décélèrent de 6,9% à 6,6% sur un an ; l'inflation des biens industriels hors énergie (biens sous-jacents) baisse de 4,7% à 4,3%.

De bonnes nouvelles pour le Premier ministre Rishi Sunak, qui avait promis de diviser par deux le taux d'inflation d'ici la fin de l'année (lorsqu'il était de 10%), ainsi que pour la *Bank of England* (BoE) qui a mis son resserrement monétaire en pause depuis septembre avec un taux directeur maintenu à 5,25%. Cela nous conforte aussi dans notre scénario de baisses de taux à partir du deuxième trimestre 2024, bien que l'inflation devrait encore rester supérieure à la cible de 2% tout le long de l'année prochaine.

R-U : inflation CPI

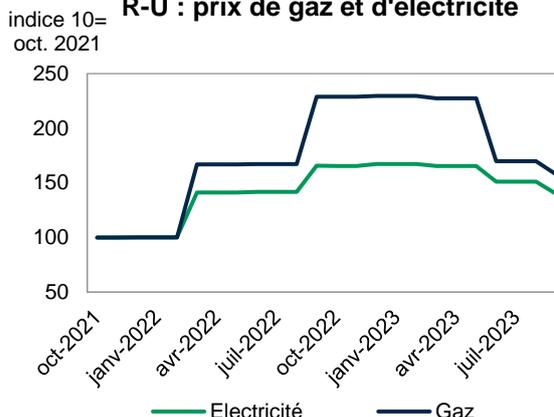


Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

La baisse de l'inflation est relativement généralisée mais la plus forte contribution négative vient des prix des services au logement (gaz et électricité notamment). Leur taux d'inflation chute brusquement en territoire négatif : à -3,5% après 6,9% en septembre. Cela reflète à la fois des effets de base favorables et des baisses des prix sur le mois d'octobre 2023 (-1,9% sur le mois). En effet, les tarifs du gaz ont chuté de 31% sur un an en octobre, les tarifs de l'électricité de 15,6%, dans les deux cas des

rythmes au plus bas depuis le début des séries en janvier 1989. Néanmoins, les prix du gaz et de l'électricité sont toujours supérieurs à leurs niveaux d'il y a deux ans : +60% pour le gaz et + 40% pour l'électricité par rapport à octobre 2021.

R-U : prix de gaz et d'électricité



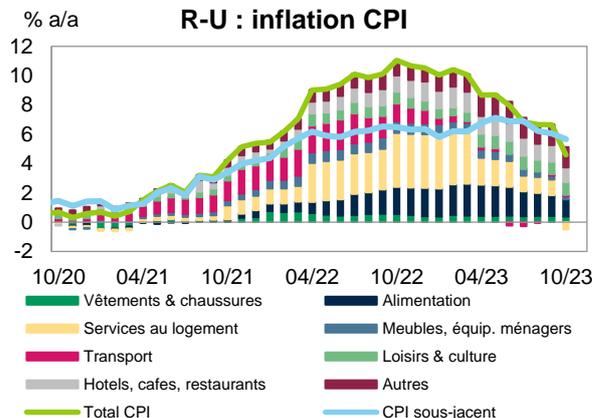
Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

L'inflation a été tirée à la baisse également par les prix alimentaires dont le taux d'inflation sur un an a continué de reculer pour le septième mois consécutif à 10,1% contre 12,1% en septembre. Il s'agit également d'effets de base, les prix ont progressé de 0,1% sur le mois d'octobre.

D'autres contributions négatives mais plus marginales viennent des prix dans les restaurants et les hôtels (décélération à 7,5% sur an après 8,6% en septembre), des meubles et équipements ménagers (3,1% contre 3,7% en septembre) et le transport (0,5% contre 0,7% en septembre).

Les prix de l'alimentation et des boissons non-alcoolisées sont à présent le plus fort contributeur au taux d'inflation annuel, pour 1,2 point de pourcentage, soit un quart du taux d'inflation. Les prix dans les hôtels, les cafés et les restaurants sont le deuxième contributeur pour 1 point, suivis par les loisirs et la culture (0,9 point).

R-U : inflation CPI



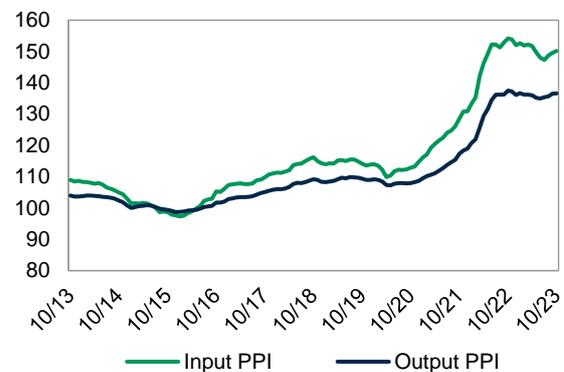
Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

La chute du taux d'inflation des prix à la consommation s'accompagne de baisses des prix à la production sur un an. Les taux d'inflation annuels des indices des prix à la production ont été négatifs en octobre : à 2,6% pour les entrants (-2,1% en septembre) et -0,6% pour les sortants (-0,2% en septembre), tirés à la baisse par les prix des carburants et des produits alimentaires. Sur une base mensuelle toutefois, les prix des entrants remontent pour le troisième mois consécutif (+0,4% en octobre) et ceux des sortants pour le quatrième mois consécutif (+0,1% en octobre). Les indices demeurent significativement supérieurs à leurs niveaux de 2021.

Enfin, cette semaine, l'ONS a également publié les données du marché du travail, excluant les résultats de l'enquête LFS pour le deuxième mois consécutif en raison d'« incertitude élevée dans les estimations de l'enquête ». Les mesures alternatives montrent un taux de chômage stable à 4,2% et un taux d'inactivité également stable à 20,9%. En revanche, les postes vacants baissent pour le 16^e mois consécutif en octobre à 957 000, signe que les

conditions de marchés ont continué de s'assouplir. La croissance des salaires s'établit à 7,7% sur les trois mois à fin septembre (7,9% en août), tandis que la croissance de la rémunération totale baisse à 7,9% (8,2% en août). Il s'agit, pour les deux, des rythmes au plus bas depuis le mois de mai.

indice **R-U : indices prix à la production**



Source : ONS

Notre opinion – Si la baisse plus forte qu'anticipé de l'inflation au mois d'octobre est bienvenue, il reste encore du chemin à parcourir avant d'atteindre la cible de 2%. Nos prévisions situent à présent l'inflation CPI à 4,4% en décembre 2023 et à 2,4% en décembre 2024. Les effets de base ont à présent largement joué leur rôle, le plus dur reste donc à venir. Il faut pour cela que les conditions sur le marché du travail s'assouplissent davantage et que la croissance des salaires baisse plus fortement. Les dernières données du marché du travail montrent toujours un marché tendu et résilient à la faiblesse de l'activité, avec une croissance des salaires qui ne baisse que trop lentement.

Pays émergents

Asie

Chine : À San Francisco, un déplacement de Xi Jinping aussi politique qu'économique

La rencontre tant attendue a eu lieu : Xi Jinping et Joe Biden ont échangé pendant plus de quatre heures en marge du sommet de l'APEC (Forum de coopération économique Asie-Pacifique) à San Francisco. Leur dernière rencontre datait d'il y a un an, lors du G20 indonésien à Bali. Une éternité dans le monde de la diplomatie, mais le déplacement de Nancy Pelosi à Taiwan et l'affaire des « ballons espion » avaient contribué à tendre un peu plus les relations sino-américaines.

Si aucun communiqué de presse n'a été diffusé à l'issue de la séquence, les deux parties se sont félicitées de cette rencontre. Les États-Unis ont indiqué avoir obtenu des avancées sur la lutte contre les exportations de composés du fentanyl, drogue de synthèse ayant causé la mort de plus de 120 000 Américains cette année, et la réouverture des canaux de communication militaires.

Aucune avancée notable, en revanche, sur les sujets les plus épineux. Sur Taiwan, où des élections présidentielles auront lieu en janvier, la Chine, usant d'un ton très dur, a rappelé qu'elle « réalisera[it] cette réunification » que « rien n'arrêtera[it] celle-ci ». Xi Jinping n'aurait rien non plus obtenu sur les restrictions aux exportations dans le domaine des semi-conducteurs, alors que la Chine accuse les États-Unis de freiner son développement technologique dans ce secteur. Pas de discussion enfin sur le niveau des droits de douane réciproques, imposés durant la phase de guerre commerciale menée par Donald Trump, et restés inchangés même après la signature de l'Accord Phase-1.

La Chine doit se relancer pour attirer de nouveaux capitaux étrangers

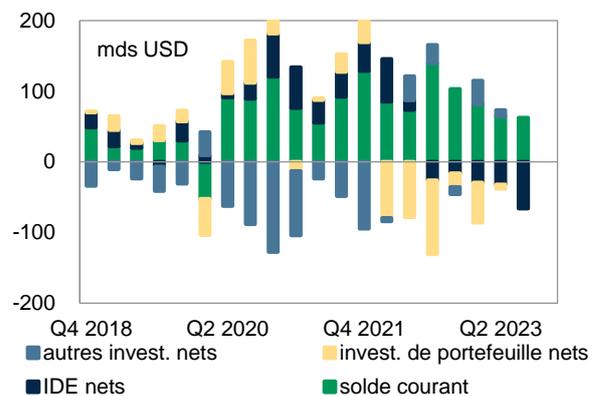
Mais au-delà de Joe Biden, c'est aussi les investisseurs américains que Xi Jinping est venu rencontré. Un dîner de gala a ainsi réuni environ 400 chefs d'entreprises autour du président chinois. Avec des IDE entrants en Chine devenus négatifs au T3 2023 pour la première fois depuis le suivi de l'indicateur (en 1998), l'heure est surtout à l'apaisement économique. Après une phase attentiste, les entreprises étrangères investissant en Chine ont ainsi fait le choix de rapatrier leurs bénéfices plutôt que de les réinvestir dans le pays, signe qu'elles n'anticipent pas une amélioration substantielle du contexte macroéconomique et géopolitique à court terme.

Hasard du calendrier, c'est ce moment qu'a choisi le principal fonds de pensions américain (le *Federal Retirement Thrift Investment Board*), qui gère 771 milliards d'actifs pour près de 7 millions de retraités, pour annoncer qu'il comptait se désengager de tous

les indices incluant des titres chinois ou hongkongais. Alors que les pressions politiques s'accroissent depuis cinq ans sur les gestionnaires de fonds américains, surtout quand ils sont liés à la puissance publique, les mauvaises performances des indices chinois depuis le début de l'année ont fini de convaincre certains d'entre eux.

Les sorties de capitaux se sont ainsi accélérées depuis le début de l'année 2022, alors que les investisseurs anticipent un univers de taux durablement plus bas en Chine, et durablement plus hauts aux États-Unis, même si les récents chiffres de l'inflation américaine ont alimenté l'espoir d'un desserrement monétaire plus rapide que prévu.

Chine : balance des paiements



Source : NBS

Une conjoncture toujours peu lisible

Du côté de l'activité, les données chinoises affichent toujours des performances en demi-teinte : aidées par un effet de base favorable, les ventes au détail (+7,6% en glissement annuel) et la production industrielle (+4,6% en g.a.) ont plutôt dépassé les attentes du consensus, mais l'investissement et le secteur immobilier continuent de décevoir, et ce malgré les dernières mesures de relance annoncées par les autorités. Une dichotomie qui se retrouve dans la consommation des ménages : si les dépenses en services et loisirs accélèrent, celles liées aux matériaux de construction se contractent.

Le commerce extérieur poursuit également sa normalisation après deux ans de performances historiques : les exportations ont reculé de 6,4% en octobre en g.a., les importations de 4,5%, et le solde commercial est repassé sous la barre des 800 Mds de dollars, après avoir frôlé les 1 000 Mds en avril dernier.

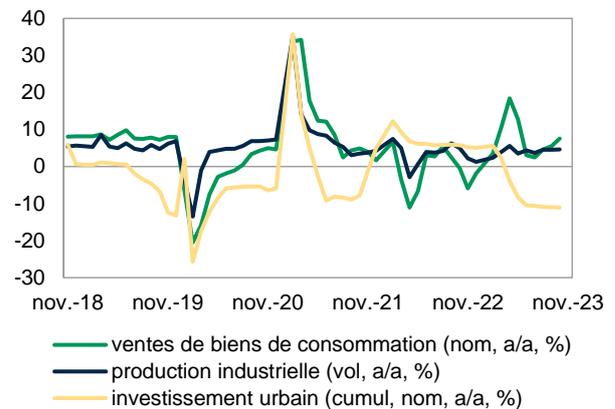
En déviant de sa cible habituelle de déficit budgétaire (3,8% du PIB en 2023 au lieu de 3%), Pékin a voulu envoyer le message que la

stabilisation de la croissance restait une priorité. Mais en ciblant des investissements dans les infrastructures, cette relance budgétaire ne cible pas les faiblesses structurelles de l'économie chinoise. La révision des prévisions de croissance du FMI pour 2023 et 2024 (5,4% au lieu de 5% pour 2023, 4,6% au lieu de 4,2%) intègre cette relance budgétaire de 0,8%, sans miser sur un véritable effet d'entraînement.

Surtout, les indicateurs immobiliers, qui continuent de se contracter en octobre, témoignent de la profondeur et de l'ampleur de la crise de ce secteur et interrogent sur le niveau du « point bas ». Les superficies vendues en cumulé sur douze mois sont en baisse de 6,8%, contre 6,3% en septembre, les nouvelles constructions en repli de 24,1% (24,4% en septembre), ce qui signifie que l'heure est toujours à

l'écoulement des stocks et surcapacités accumulés, plutôt qu'à la mise en route de nouveaux chantiers.

Chine : activité



Source : NBS

✓ Notre opinion – La rencontre Xi-Biden a eu lieu, et c'est déjà un progrès. En affichant son agenda, Joe Biden prenait le risque de revenir bredouille. Il a finalement obtenu des avancées sur les deux sujets mis en avant : la reprise du dialogue militaire, coupé depuis les aventures de Nancy Pelosi à Taiwan, et le contrôle des exportations de composants du fentanyl, qui continue de ravager les villes américaines, dont San Francisco. Sur le reste en revanche, les axes de coopérations Chine-États-Unis restent timides : une reprise des discussions autour du climat, mais rien sur les semi-conducteurs et encore moins sur Taiwan, où l'alliance surprise de deux candidats plus favorables à Pékin risquent de compromettre les chances d'élection de l'actuel vice-président Lai Ching-te, d'une ligne plus dure.

Au-delà du symbole, qui était important, Xi Jinping était aussi venu porter un message d'ouverture aux entreprises américaines, alors que les IDE entrants en Chine se sont contractés de manière inquiétante, et que la Chine devrait perdre sa place de premier partenaire commercial des États-Unis en 2023, au profit du Mexique. Si le désengagement américain de Chine est encore difficile à mesurer, d'une part car la comptabilisation des IDE par nationalité est compliquée du fait de l'utilisation de holdings souvent situées dans des juridictions non-coopératives, d'autre part car la complexité des chaînes de valeur rend le traçage de chaque composant des biens manufacturés difficile, l'attention qui leur est portée par Xi Jinping souligne leur importance pour l'économie chinoise.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Roumanie : un contexte macroéconomique et géopolitique plus complexe

Comme les autres pays de la région, la Roumanie n'échappe pas au ralentissement économique induit par la hausse des prix, qui a provoqué un ralentissement de l'activité économique en 2023. Les baisses de la demande externe et de la consommation publique et privée devraient peser sur la croissance du PIB en 2023, qui est anticipée autour de 2% versus 4,8% en 2022. Toutefois, les perspectives pour les deux années à venir sont en légère hausse si l'environnement géopolitique mondiale ne se dégrade pas davantage avec des potentielles répercussions sur les prix des matières premières et sur la demande externe. Il faut rappeler qu'en termes d'énergie la Roumanie est moins dépendante pour son électricité mais davantage pour le gaz, pour lequel elle diversifie ses approvisionnements afin de réduire son exposition à la Russie.

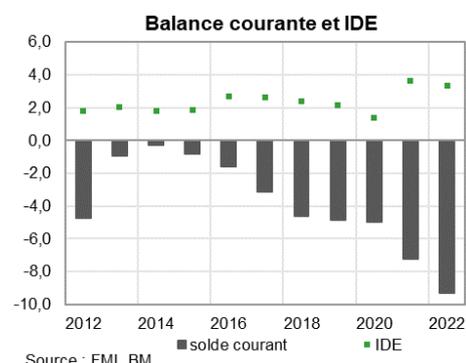
L'année 2022 s'est caractérisée par une assez forte montée de l'inflation, à 13,8%. On estime que le pic a déjà été atteint et qu'on devrait assister à un ralentissement progressif dans les années à venir, mais le niveau de 2023 devrait encore rester assez significatif à 10,5%. La Banque centrale a mené une politique monétaire restrictive avec une hausse du taux directeur à 7%. Dans ce contexte, la consommation des ménages a beaucoup ralenti en faisant ralentir par conséquent aussi les importations. La demande externe en baisse également a fait reculer les exportations en 2023 d'où un certain rétrécissement du déficit courant structurel. Les investissements devraient rester une des sources de croissance du PIB en 2023. Pour ce faire, la Roumanie bénéficie d'une enveloppe relative aux fonds de relance européens de plus de 29 milliards d'euros avec un plan stratégique sur les secteurs de la transition énergétique, la digitalisation, etc. Seulement, le point faible du pays et cela depuis plusieurs années réside dans la difficulté à absorber ces fonds et les transformer en projets d'investissements qui pourraient à leur tour entraîner encore plus d'investissements privés. Une certaine insuffisance institutionnelle, qui peine à se réformer et à accroître ses capacités, devrait donc ralentir l'absorption de la totalité des fonds. Les finances publiques qui ont d'ores et déjà encaissé les effets de la crise de Covid-19, passant de 36% du PIB à 48% en 2023, continuent à se détériorer en raison des nombreuses mesures de soutien du pouvoir d'achat et de la hausse du coût des dépenses publiques. Le déficit budgétaire s'est également détérioré pour ces mêmes raisons et devrait atteindre 4,5% en 2023. Le gouvernement ambitionne de mener une politique budgétaire assez expansionniste, et ce solde pourrait encore plus

s'aggraver. Des hausses de salaires et des retraites sont prévues mais toutes les promesses ne seront peut-être pas tenues. Après une forte hausse de la dette externe en pourcentage des exportations en 2020 (167%), le ratio se stabilise en baisse à 119% en 2022 évitant ainsi les seuils d'alertes (autour de 140% des exportations).

Malgré la volonté du gouvernement actuel de se conformer au mieux aux standards européens, les réformes structurelles des institutions devraient encore prendre du retard dans un contexte de difficultés économiques et géopolitiques mondiales, dont la Roumanie est un des acteurs de proximité.

Le plan de relance européen (NGEU), qui couvrira les années 2021 à 2027, sera très bénéfique pour la Roumanie à la fois en termes de montants alloués (29 milliards d'euros dont la moitié sous forme de subventions) mais également dans l'orientation de l'utilisation des fonds qui devront être consacrés à hauteur de 37% à la transition énergétique et 20% des sommes allouées à la transformation digitale. Pour réaliser son plan, le pays sera contraint de mener une série de réformes politiques, institutionnelles et économiques pour adapter le terrain et les structures à mieux utiliser les fonds disponibles. Il faut rappeler que le taux d'absorption des fonds demeure assez faible, autour de 40% pour la précédente enveloppe 2014-2020, d'où l'enjeu majeur de la capacité de réformes.

En revanche, à moyen et long terme, la démographie joue en sa défaveur. Un fort vieillissement de la population et une émigration des jeunes générations va de plus en plus affecter négativement le potentiel économique du pays. Quant à l'adhésion à l'euro, le pays est encore très loin car il ne remplit aucune des conditions nécessaires. Par ailleurs, il n'y a pas eu de demande formulée contrairement à la Bulgarie.



Afrique sub-saharienne

Afrique sub-saharienne : quelles conséquences du ralentissement de l'économie chinoise pour la région ?

La Chine est devenue le premier partenaire commercial de l'Afrique sub-saharienne. En effet, elle reçoit, aujourd'hui, près d'1/5^e des exportations de marchandises de l'Afrique sub-saharienne, principalement des métaux, minéraux et combustibles, tandis qu'elle demeure au premier rang des sources d'importations de la région, notamment en biens manufacturés et en équipements.

Par ailleurs, la Chine est également devenue un bailleur de fonds de premier plan pour les pays d'Afrique sub-saharienne. L'afflux massif de prêts chinois, accordés dans le cadre de financement de projets d'infrastructures publiques, a fait de la Chine le premier créancier public bilatéral des pays de la région. Cela explique que la part de la Chine dans le total de la dette publique externe de l'Afrique sub-saharienne atteignait près de 17% en 2021.

Enfin, sur ces dernières années, un certain nombre de pays riches en ressources naturelles (Angola, RDC) ont enregistré une entrée conséquente d'IDE chinois, destinés essentiellement à des projets d'exploitation minière et de construction. Ainsi, les flux d'IDE chinois représentaient environ 23% des entrées annuelles d'IDE (soit 3 milliards de dollars environ) dans la région en 2021.

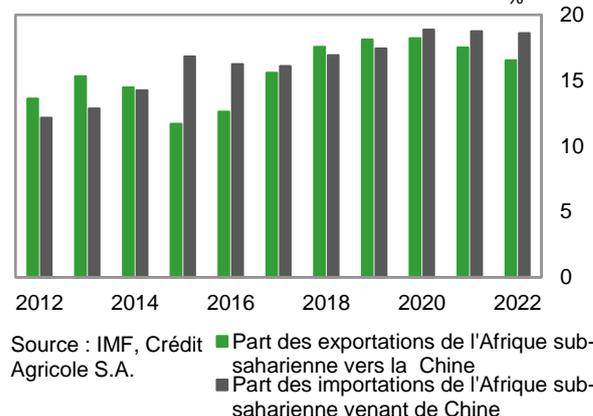
Cependant, la Chine a réduit sa présence économique dans la région depuis 2021. En effet, le montant des décaissements de prêts publics chinois à l'Afrique sub-saharienne a brutalement chuté. Pour preuve, lors de la troisième Exposition économique et commerciale Chine-Afrique en juin 2023, des projets ont été signés pour un montant d'environ 10 milliards de dollars, soit une réduction de moitié par rapport à l'édition de 2019.

Malgré cette tendance, l'Afrique sub-saharienne pourrait être confrontée aux retombées du ralentissement de la croissance chinoise. Ce déclin de la croissance chinoise s'explique en raison d'une conjugaison de facteurs : le ralentissement de son secteur immobilier, le vieillissement de sa population et, plus récemment, l'instabilité de la conjoncture extérieure, incluant notamment les tensions commerciales et la fragmentation géoéconomique.

Selon les prévisions à long terme du FMI, la Chine devrait connaître une croissance annuelle d'environ 4% en moyenne d'ici la fin de la décennie en cours, contre 7% durant la décennie précédente. Or, le FMI relève « qu'une baisse de 1 point de pourcentage du taux de croissance du PIB réel chinois pourrait entraîner une diminution d'environ 0,25 point de pourcentage de la croissance du PIB total de l'Afrique subsaharienne en l'espace d'un an ».

Les retombées de ce ralentissement de la croissance chinoise sur la région pourraient provenir, en premier lieu, des liens commerciaux, à la fois du fait d'un ralentissement des volumes d'exportations et d'une baisse des prix des produits de base.

Afrique sub-saharienne : échanges commerciaux avec la Chine %



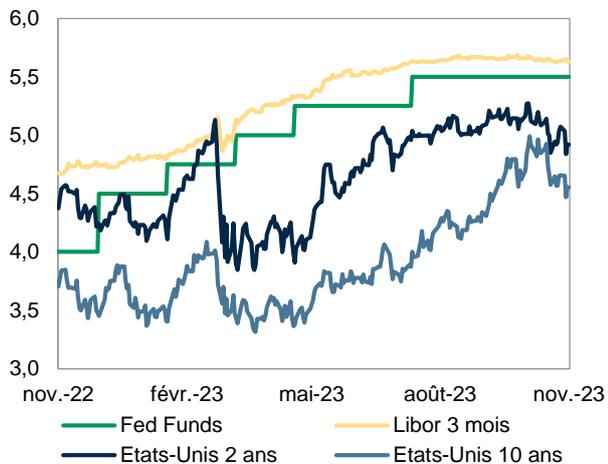
Les répercussions du ralentissement de l'économie chinoise pourraient s'étendre aux prêts souverains accordés à l'Afrique sub-saharienne, qui sont tombés sous la barre du milliard de dollars l'année dernière, soit le niveau le plus bas en près de vingt ans. Cette baisse marque « l'abandon d'investissements importants dans les infrastructures, alors que plusieurs pays africains sont aux prises avec une dette publique croissante » affirme le FMI.

Notre opinion – L'effet du ralentissement de l'économie chinoise risque d'être plus prononcé pour les grands pays exportateurs de pétrole, à l'instar de l'Angola ou du Nigéria. Dans cette perspective, le développement des échanges commerciaux intra-régionaux au travers de la zone de libre-échange continentale africaine, de la diversification économique ainsi que de l'accroissement des recettes intérieures pourraient être des leviers de développement importants à moyen-terme afin, d'une part, de diversifier les destinations d'exportations et d'importations et, d'autre part, de réduire la dépendance au secteur extérieur quant à la recherche de sources durables de financement.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

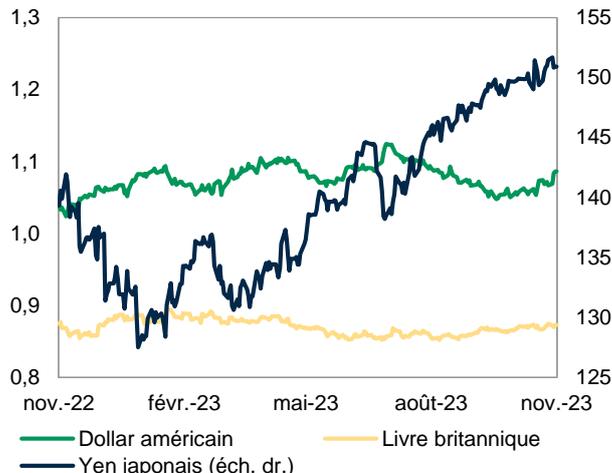
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

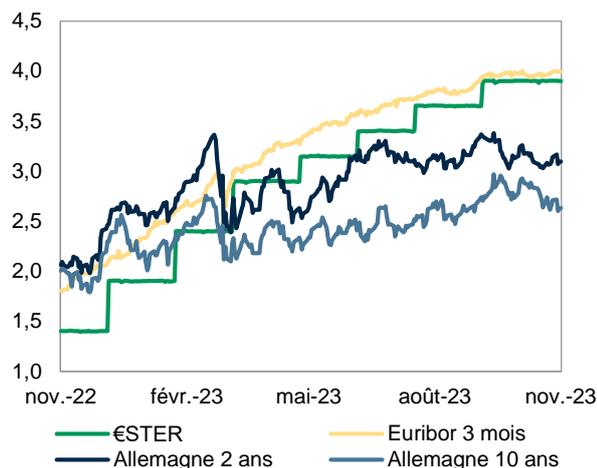
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

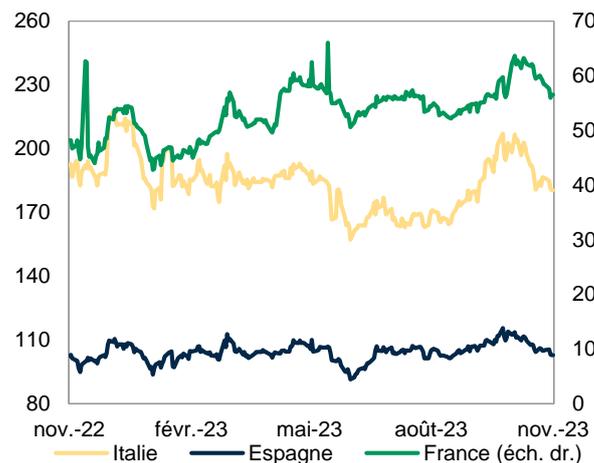
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

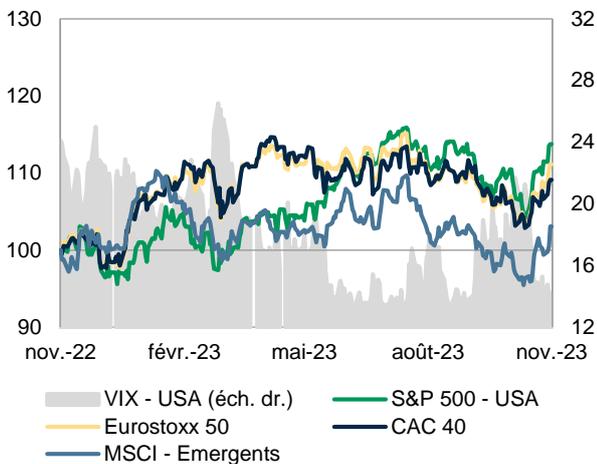
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

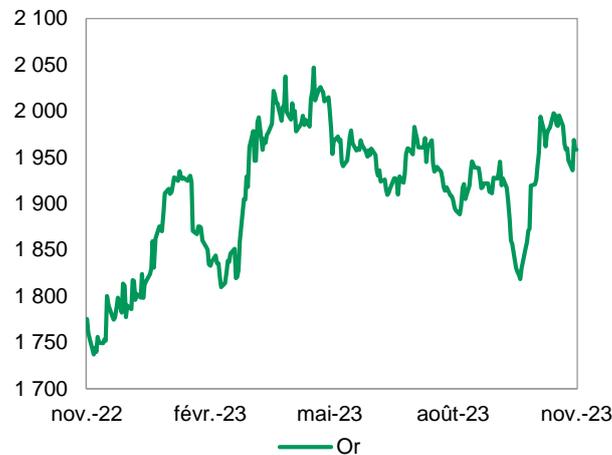
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

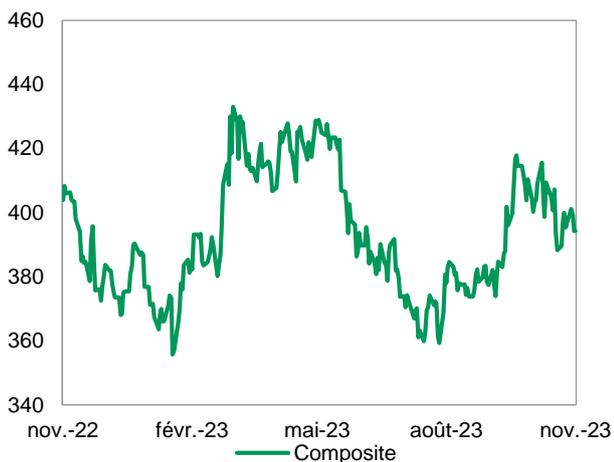
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

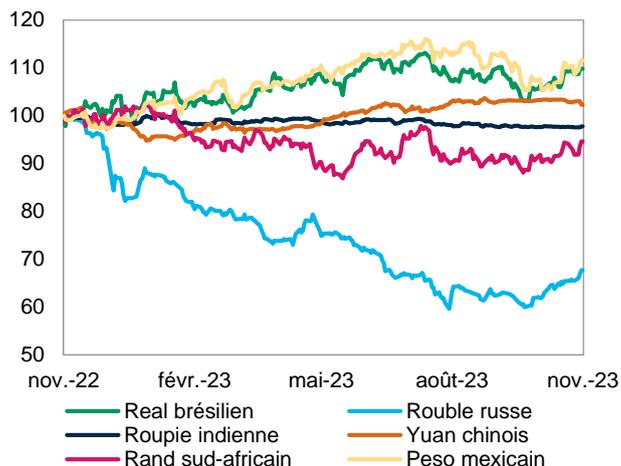
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

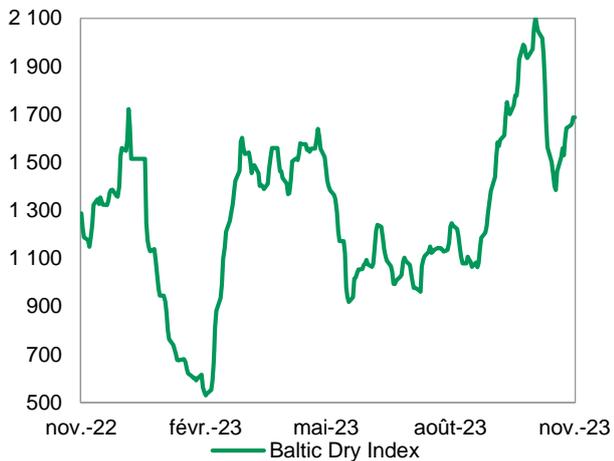
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

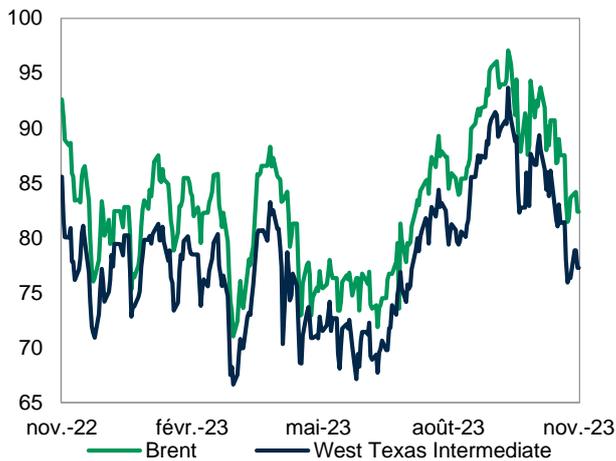
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

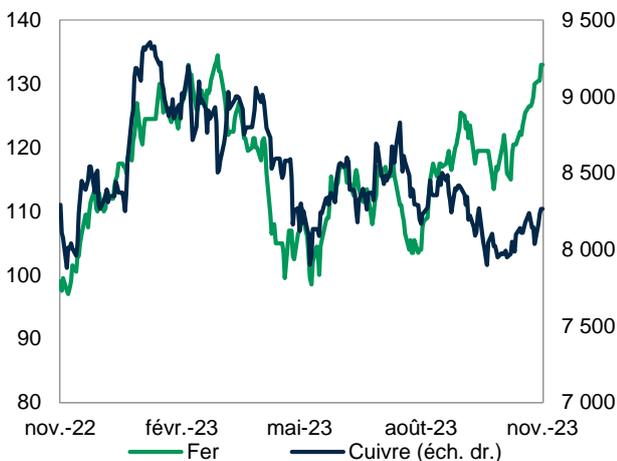
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

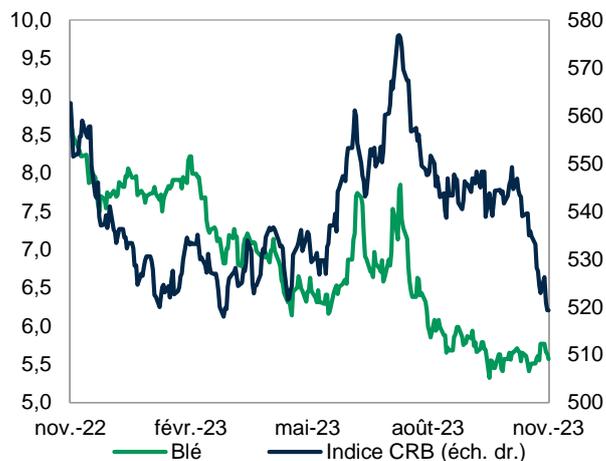
USD/tonne métrique



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 – Octobre 2023

Un équilibre délicat

Date	Titre	Thème
16/11/2023	<u>Géopolitique – Le mur du réel</u>	Géopolitique
15/11/2023	<u>Serbie – À la croisée des influences</u>	Europe centrale
14/11/2023	<u>France – Que retenir des dernières données sur les salaires ?</u>	France
13/11/2023	<u>Chine – Le long chemin de la transition</u>	Asie
10/11/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
09/11/2023	<u>Désir d'euro numérique</u>	Banque, paiement
08/11/2023	<u>Amérique latine – Quand, par prudence, le FMI ne nous épargne rien</u>	Amérique latine
08/11/2023	<u>Italie – Recul de la confiance en octobre</u>	Italie
06/11/2023	<u>Zone euro – Les enquêtes PMI d'octobre signalent un nouveau repli de l'activité et un premier recul de l'emploi</u>	Zone euro
06/11/2023	<u>Portugal – Conjoncture : vers une forte modération de la croissance</u>	Zone euro
02/11/2023	<u>Philippines – Tensions croissantes en mer de Chine</u>	Philippines
02/11/2023	<u>France – Conjoncture – Flash PIB : sans surprise, modération de la croissance au T3 2023</u>	France

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 : Alberto ALEDO, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Marianne PICARD
Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

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

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

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LÉBOUGRE (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 Études 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.